

# **RAPORT Z WYCENY**

**filmu wyprodukowanego przez  
POLISH HORROR COMPANY S.A.  
pt.: Świt wampirów**

Autor raportu:  
Dr inż. Paweł Rumniak  
UNIWERSYTET EKONOMICZNY  
we WROCŁAWIU  
Ul. Komandorska 118/120, 53-345 Wrocław

**Wrocław, 10.01. 2014 roku**

## SPIS TREŚCI

<b>I. Wstęp .....</b>	<b>3</b>
<b>II. Kontekst raportu.....</b>	<b>5</b>
<b>III. Podstawy wyceny wartości filmu.....</b>	<b>11</b>
<b>IV. Metody wyceny .....</b>	<b>15</b>
<b>V. Wycena metodą dochodową.....</b>	<b>16</b>

## I. Wstęp

### Podstawowe dane spółki

1. Firma

**POLISH HORROR COMPANY S.A.**

2. Adres

**Wrocław, ul. Krzywoustego 105/20**

3. Krajowy Rejestr Sądowy

REGON 0221887300

Spółka zarejestrowana w Sądzie Rejonowym  
dla Wrocławia-Fabrycznej we Wrocławiu,  
VI Wydział Gospodarczy  
KRS 0000467914

4. Kapitał zakładowy według danych rejestrowych

**POLISH HORROR COMPANY S.A.**

**100 000 złotych**

5. Prezes Zarządu:

**Zieliński Piotr Paweł**

6. Rada Nadzorcza:

**Zielińska Beata Bronisława**

**Wojciechowska Agnieszka Patrycja**

**Świdkiewicz Paweł**

Rekomendowana wartość filmu „Świt wampirów” na podstawie przeprowadzonej wyceny wynosi:

**1.746.917 złotych**

*Słownie: jeden milion siedemset czterdzieści sześć tysięcy dziewięćset siedemnaście  
złotych [netto]*

## II. Kontekst raportu

### II.1 Identyfikacja przedmiotu wyceny i cel wyceny

Przedmiotem wyceny jest wartość filmu „Świt wampirów”, którego producentem jest Polish Horror Company S.A.

Spółka zajmuje się produkcją filmu z myślą emisji kinowej. Jest to film mainstreamowy i komercyjny, nastawiony na masowego odbiorcę – z gatunku horroru młodzieżowego. Fabuła skoncentrowana jest wokół motywu wampirów – bardzo popularnego w ostatnich latach w światowej popkulturze. W filmie podkreślone są słowiańskie korzenie wampirów, co odróżnia film od produkcji amerykańskich. Zdjęcia miały miejsce na terenie Dolnego Śląska (planowo: Masyw Ślęży). „Świt wampirów” adresowany jest przede wszystkim do młodych ludzi – młodzieży szkolnej oraz studentów z uwagi na szczególną popularność tego gatunku w tej grupie wiekowej.

Czynnikiem wyróżniającym PHC od przedsięwzięć konkurencyjnych jest unikatowy model biznesowy. Film oparty jest na relatywnie niewielkim budżecie. Dzięki temu możliwe jest uzyskanie lepszych wskaźników rentowności oraz niższego progu rentowności niż w przypadku wielu wysokobudżetowych produkcji kinowych. Z kolei komercyjny charakter filmu powinien zapewnić wyższe przychody. Niższy budżet filmu jest możliwy dzięki racjonalnemu i ekonomicznemu wydatkowaniu przez Spółkę środków finansowych. Do produkcji filmu zostały zaproszone osoby wywodzące się z Wrocławskiej Szkoły Filmowej (np. główny operator). Pozwoliło to znacznie obniżyć koszty. Do redukcji kosztów przysłużyła się również prosta i lekka fabuła pozbawiona kosztownych efektów specjalnych. W filmie „Świt wampirów” założono także znaczne ograniczenie wydatków na gáže dla aktorów biorących udział w filmie.

Bezpośrednim Zleceniodawcą opracowania raportu jest POLISH HORROR COMPANY S.A.

## II.2 Materiały źródłowe

Analiza została oparta na następujących materiałach źródłowych, przekazanych przez Zleceniodawcę:

- Biznes plan projektu „Polish Horror Company” opracowany w czerwcu 2013 roku;
- dane otrzymane od firmy oraz bezpośrednie konsultacje z przedstawicielami Zarządu przedsiębiorstwa POLISH HORROR COMPANY S.A.,
- dane i informacje dostępne w bazach danych internetowych oraz wszelkich dostępnych branżowych czasopismach.

## II. 3 Ograniczenia i zastrzeżenia dotyczące danych finansowych analizowanych przedsiębiorstw

- 1) Z uwagi na to, że Spółka rozpoczęła swoją działalność w pierwszym półroczu 2013 roku jako tzw. Start-Up nie była w stanie przedstawić danych historycznych oraz sprawozdań finansowych za zamknięte okresy sprawozdawcze,
- 2) Specyfika produkcji filmowej uniemożliwia podanie precyzyjnych kosztów produkcji filmu przed całkowitym zamknięciem projektu, co wiąże się z potencjalnymi kosztami lub przychodami jakie mogą powstać na linii: producent – podmioty zaangażowane w produkcję filmu (obsada, zaplecze techniczne, ekipa filmowa, scenarzysta, itp.),
- 3) Analiza obejmuje dane finansowe ex post oraz plan finansowy ex ante. Obydwie symulacje zostały zaprezentowane jednocześnie, co wydaje się najbardziej efektywną formą porównawczą, uwzględniającą założenia strategiczne i ich wpływ na parametry finansowe prognozy,
- 4) Plany finansowe powstały na potrzeby niniejszej wyceny.

## II. 4 Ramy czasowe analizy

Plany finansowe obejmują pięć kolejnych okresów rocznych. **Tym samym za datę bazową analizy należy przyjąć dzień 01.01.2014r.**

Plan 5-letni (od roku 2014 do roku 2018) przyjęto w tym przypadku, jako konsekwencję standardowego 5-letniego okresu amortyzacji wartości niematerialnych i prawnych, w tym praw autorskich.

## II.5 Jednostki pieniężne analizy

Firma POLISH HORROR COMPANY S.A. jest spółką z kapitałem polskim, prowadzącą działalność na polskim obszarze gospodarczym. Wszelkie dane finansowe dotyczące Spółki zostały wyrażone w jednostkach waluty krajowej: PLN lub tys. PLN.

## II.6 Pojęcie autorskich praw majątkowych

Podstawą prawną regulującą autorskie prawa majątkowe jest ustawa o prawie autorskim (ustawa z 4 lutego 1994 r. tekst jednolity z 2006 r.).

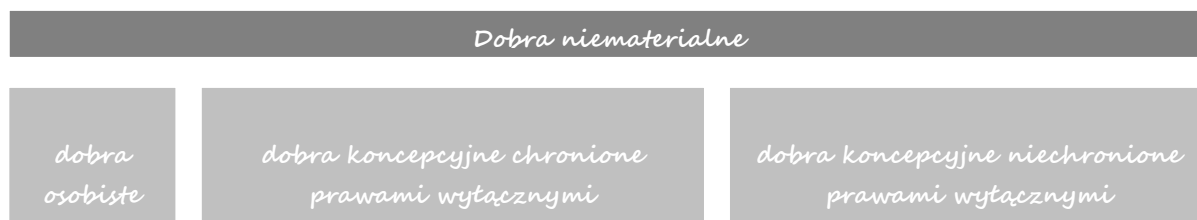
Klasyfikacja składników niematerialnych na bazie rozwiązań prawnych jest najbardziej ustrukturyzowana i nie budząca wątpliwości. Zarówno w literaturze krajowej [Golat, 2005] jak i zagranicznej [Bouchoux, 2005; Goldstein, 2001; Bently i Sherman, 2009] wyróżniane są cztery zasadnicze grupy własności intelektualnych tj: prawa autorskie, patenty, znaki firmowe oraz tajemnice handlowe (nazywane również informacjami poufnymi). Obszary te nie są bezpośrednio definiowane w regulujących je ustawach lub w innych aktach prawnych dotyczących składników niematerialnych. Co więcej znaczna część składników niematerialnych budzi kontrowersje i z punktu widzenia prawnego (głównie w obszarze postępowania sądowego) spotkać można znaczne rozbieżności w podejściach do tych składników niematerialnych. Dobra niematerialne, w ujęciu prawnym, dzielą się na dwie kategorie<sup>1</sup>:

- dobra osobiste wynikają z art. 23 kodeksu cywilnego (tzw. dobra osobiste nazwane) tj. są to dobra osobiste człowieka, jak w szczególności zdrowie, wolność, cześć, swoboda sumienia, nazwisko lub pseudonim, wizerunek, tajemnica korespondencji, nietykalność mieszkania, twórczość naukowa, artystyczna, wynalazcza i racjonalizatorska oraz dobra osobiste niewymienione w tym artykule (tzw. dobra osobiste nienazwane) a ich istnienie potwierdzone jest za zwyczaj wyrokami sądowymi lub orzeczeniami Sądu Najwyższego,
- dobra koncepcyjne składają się ze składników chronionych i niechronionych prawami wyłącznymi. Do grupy chronionej prawami wyłącznymi zalicza się prawa autorskie i prawa pokrewne, własność przemysłową i inne dobra (bazy danych oraz odmiany roślin). W przypadku dóbr koncepcyjnych istotną wagę

<sup>1</sup> opracowanie na podstawie: Golat Rafał: Dobra niematerialne. Kompendium prawne; Oficyna Wydawnicza Branta 2005, str. 3, 22, 23

ma podział na chronione prawami wyłącznymi i pozostałe, podział na część nazwaną i nienazwaną jest drugorzędny i nie ma większego znaczenia klasyfikacyjnego (również praktycznego).

**Rysunek Dobra niematerialne – podstawowy podział (na podstawie krajowych rozwiązań prawnych)**



*Źródło: opracowanie na podstawie: Golat Rafał: Dobra niematerialne. Kompendium prawne; Oficyna Wydawnicza Branta 2005, str. 36*

Formalno-prawne podejście do definicji i klasyfikacji składników niematerialnych (dóbr niematerialnych, w tym własności intelektualnych) wiąże się zasadniczo z rodzajem praw jakie nabywa jednostka w związku z ochroną dóbr prawami wyłącznymi i na zasadach ogólnych<sup>2</sup>. Powszechnie postrzega się ustawę o prawie autorskim i prawach pokrewnych oraz ustawę o własności przemysłowej jako szczegółowe źródła regulacji funkcjonowania dóbr niematerialnych. W praktyce prawnej obok tych konstrukcji prawnych istnieją również inne akty prawne, które szczegółowo regulują zasady funkcjonowania określonych grup składników dóbr niematerialnych – tzw. ochrona w szczególny sposób.

Podstawowy podział niematerialnych dóbr koncepcyjnych wiąże się z wyróżnieniem trzech grup: własności intelektualne, własności przemysłowe oraz pozostałe dobra. Własności intelektualne, w krajowej literaturze, podawane są jako składnik dóbr niematerialnych związany bezpośrednio z prawami autorskimi i pokrewnymi. Utwory, będące efektem pracy kapitału ludzkiego, podzielone są na utwory nazwane i

<sup>2</sup> ochrona dóbr niematerialnych na podstawie praw wyłącznych wiąże się z istnieniem rozwiązań prawnych (ustawy, rozporządzenia lub inne akty prawne) szczegółowo regulujących zasady postępowania z określonym rodzajem dobra niematerialnego, natomiast ochrona dóbr na zasadach ogólnych odnosi się do tych składników, które nie są szczegółowo skodyfikowane i ich ochrona odbywa się zasadniczo na podstawie kodeksowej. Ochrona dóbr na podstawie praw wyłącznych odbywa się zatem dwutorowo tj. na bazie szczegółowych regulacji i regulacji ogólnych, natomiast ochrona dóbr na zasadach ogólnych odbywa się jednutorowo. Odrębnym zagadnieniem jest szczegółowość rozwiązań prawnych tj. niektóre składniki dóbr niematerialnych chronione są w sposób szczególny poprzez wyodrębnienie tylko dla tej grupy określonych zapisów w ustawach lub wręcz rozwiązania ustawowe dedykowane jedynie tym kategoriom składników (np. dla baz danych funkcjonuje Ustawa o ochronie baz danych – Dz. U. Nr. 128, poz. 1402 z 2001 roku)



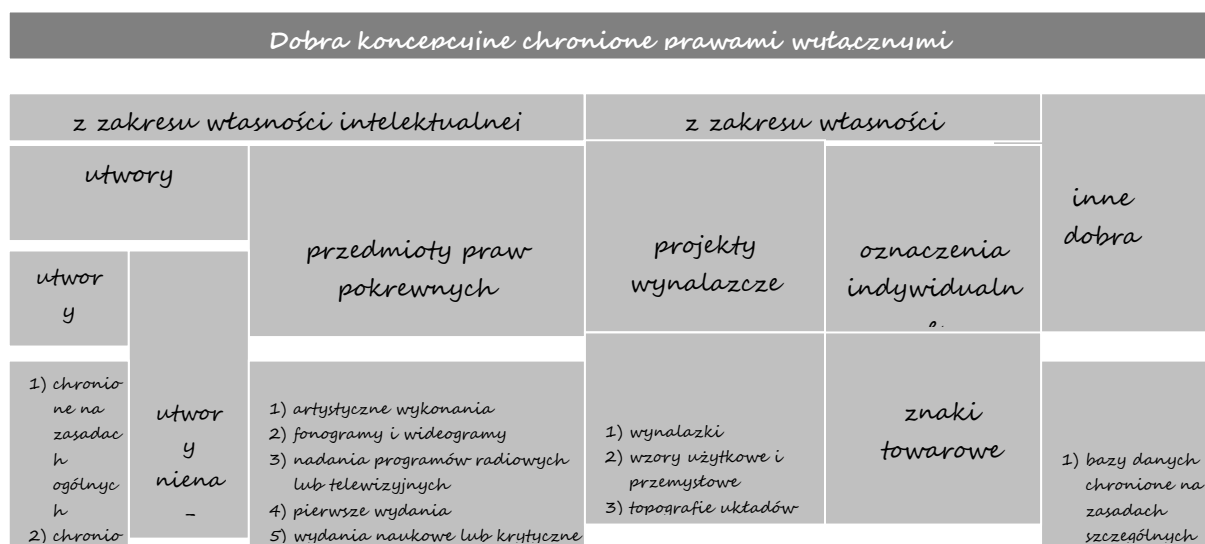
nienazwane. Utwory nazwane to ta grupa utworów, która wskazana jest bezpośrednio w ustawie o prawie autorskim i prawach pokrewnych tj. utwory:

- wyrażone słowem, symbolami matematycznymi, znakami graficznymi (literackie, publicystyczne, naukowe, kartograficzne oraz programy komputerowe),
- plastyczne,
- fotograficzne,
- lutnicze,
- wzornictwa przemysłowego,
- architektoniczne, architektoniczno-urbanistyczne i urbanistyczne,
- muzyczne i słowno-muzyczne,
- sceniczne, sceniczno-muzyczne, choreograficzne i pantomimiczne,
- audiowizualne (w tym filmowe),

z czego chronione w sposób szczególny są utwory:

- architektoniczne, architektoniczno-urbanistyczne, urbanistyczne,
- audiowizualne,
- programy komputerowe

**Rysunek** Dobra niematerialne chronione prawami wyłącznymi (na podstawie krajowych rozwiązań prawnych)



Źródło: opracowanie na podstawie: Golat Rafał: Dobra niematerialne. Kompendium prawne; Oficyna Wydawnicza Branta 2005, str. 36

Druga grupa to własności przemysłowe, do których zalicza się: wynalazki, wzory użytkowe, wzory przemysłowe, znaki towarowe, oznaczenia geograficzne i topografie układów scalonych. Trzecią grupę stanowią inne dobra, które składają się z dwóch podgrup: bazy danych chronione na zasadach szczególnych (tym samym wyczerpując listę dóbr niematerialnych chronionych na zasadach szczególnych) oraz odmiany roślin. Z prawnego punktu widzenia ważne jest określenie kogo dotyczą omawiane prawa (dobra) tj. czy odnoszą się do dóbr osobistych czy koncepcyjnych. W funkcjonującym przedsiębiorstwie wystąpią jednocześnie dobra osobiste jak i koncepcyjne, zarówno w zakresie nazwanym jak i nienazwanym, chronione prawami wyłącznymi lub nie. Z tego powodu tak powszechna klasyfikacja jak podział na prawa autorskie, patenty, znaki firmowe oraz tajemnice handlowe (nazywane również informacjami poufnymi) ma drugorzędne znaczenie a pierwszorzędno znaczenia nabierają prawa (i ich rodzaje) nabywane w wyniku pozyskania składnika dóbr niematerialnych. Na bazie prawnej poruszane są bowiem przede wszystkim zagadnienia związane z:

- identyfikacją składników niematerialnych,
- rejestracją składników niematerialnych,
- ochroną prawną właścicieli składników niematerialnych,
- dochodzeniem praw właściciela.

### **III. Podstawy wyceny wartości filmu**

#### **III. 1 Analiza ekonomiczno-finansowa przedsiębiorstw wykorzystujących markę w działalności gospodarczej**

Do wyceny wartości rynkowej filmu wykorzystana została częściowa analiza ekonomiczno-finansowa przedmiotowej działalności. W jej ramach przedstawiono także plan finansowy dla projektu filmowego „Świt wampirów” na okres najbliższych 5 lat.

#### **III. 2 Zasady wyceny wartości godziwej [rynkowej] aktywów niematerialnych**

Zasady wyceny wartości godziwej zostały przedstawione w poszczególnych punktach związanych z konkretną metodologią wyceny.

#### **III. 3 Charakter wartości wycenianego filmu**

Poszukiwaną wartość przedsiębiorstwa w kategoriach formalnych [ustawowych] zdefiniowano, jako wartość godziwą. Termin "wartość godziwa" [art.28 ust.6 ustawy o rachunkowości, ustawa z 29 września 1994 r. o rachunkowości – Dz.U. Nr 121, poz.591; ustawa z 9 listopada 2000 r. o zmianie ustawy o rachunkowości - Dz.U. Nr 113, poz.1186;], oznacza w ujęciu ustawowym 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. Podstawowa różnica pomiędzy pojęciem „wartość godziwa”, a „wartość rynkowa” [ustawa z 1994 r.] polega na tym, iż - zdaniem ustawodawcy – wartość rynkowa może być określona wyłącznie w warunkach funkcjonowania aktywnego rynku na dany składnik aktywów. Jeśli więc warunek ten nie jest spełniony, należy rozważać wartość, jednak inną niż rynkowa [ta bowiem nie może być oszacowana z braku podstaw – reprezentatywnej ilości transakcji rynkowych]. Wartość tę określa się mianem godziwej. Wg dostępnych interpretacji za aktywny rynek uznaje się taki, na którym na dany składnik aktywów w każdym momencie można wskazać zarówno chętnego do jego zakupu, jak również chętnego do jego sprzedaży - może zatem dojść do transakcji.

W toku przeprowadzonej analizy stwierdzono przede wszystkim, że obszar działalności przedsiębiorstwa POLISH HORROR COMPANY S.A. obejmuje obszar działalności pospecjalistycznej, w ramach której bardzo trudno jest o wiarygodne dane porównawcze, dotyczące statystyk rynkowych.

Wobec powyższego w stosunku do wycenianego filmu stwierdzenie, iż wycena obejmuje wartość rynkową, mogłoby być uznane za nadinterpretację i stąd ostatecznie rekomenduje się zachowanie definicji wartości przedmiotu wyceny, jako „wartości godziwej”, tak w formie praktycznej, jak i w zakresie formalnej definicji ustawowej.

#### **III.4 Kategorie wartości wyników wyceny**

W kontekście przedmiotu wyceny [aktywo niematerialne] wyróżniono dwie kategorie wartości wyceny:

- **wartość bieżąca** – wartość oparta na historycznych wynikach ekonomicznych związanych z przedmiotem wyceny; miarodajna także w aspekcie perspektywicznym, o ile planowane wyniki w sposób uzasadniony nie odbiegają istotnie od wyników historycznych [do wartości bieżącej zalicza się także wartość księgową oraz wartość odtworzeniową aktywa];
- **wartość perspektywiczna** – wartość odniesiona wyłącznie do parametrów ekonomicznych ujawnianych w trybie planowania, abstrahująca w zasadzie od rezultatów historycznych działalności gospodarczej [powodem może być istotna różnica wyników planowanych w stosunku do wyników historycznych – ma to szczególnie zastosowanie dla nowych inicjatyw biznesowych, projektów typu start-up, szeroko zakrojonych programów restrukturyzacyjnych].

#### **III.5 Ograniczenia praw właściciela do przychodów z filmu**

W czasie analizy materiałów źródłowych nie stwierdzono występowania okoliczności, które wskazywałyby na istnienie jakichkolwiek ograniczeń dla właściciela do prawa do przychodów z filmu oraz w swobodnym dysponowaniu przedmiotowym prawem.

### **III.6 Uregulowane kwestie praw własnościowych i ochrona prawna**

Na podstawie deklaracji złożonej przez Prezesa spółki Polish Horror Company S.A. Pana Piotra Zielińskiego wszelkie prawa autorskie oraz możliwości związane z rozporządzaniem przyszłymi przychodami z tytułu filmu są prawnie przynależne do spółki POLISH HORROR COMPANY S.A.

### **III.7 Problem wartości rezydualnej i zastosowane warianty wyceny**

Z uwagi na ogólnie duże ryzyko przedmiotowej wyceny, uwzględniające ryzyko długoterminowego planu finansowego należy wziąć pod uwagę następujące warianty wyceny, odniesione do metod o charakterze dochodowym:

- **Okres planu finansowego dla metody dochodowej:** 5 lat [bez wartości rezydualnej].
- **Okres dyskonta dla metody licencyjnej:** 5 lat [bez wartości rezydualnej].

Długoterminowy charakter prognozy wynika z zaleceń dotyczących ograniczenia wpływu potencjalnej wartości rezydualnej na wynik szacowania. Im ta wartość jest dalej dyskontowana w prognozie [bardziej odsunięta na osi czasu od roku 0], tym jej wpływ na wyniki szacowania jest mniejszy. Ponieważ wartość rezydualna jest z natury najmniej pewnym składnikiem wyceny, zalecenie wydłużania prognoz finansowych choćby tylko z tego względu należy uznać za pragmatyczne.

W opinii powielanej przez wielu audytorów [biegłych rewidentów], zatwierdzających wyceny aportów uwzględnianie w wycenie marek wartości rezydualnej nie jest uzasadnione. Uzasadniają to stanowisko poglądem, że maksymalny praktykowany okres amortyzacji księgowej praw autorskich sięga 5 lat. Stanowisko to jest nieoparte żadnymi argumentami merytorycznymi. 5 lat, a prawdopodobnie przeciętnie dużo krócej może się ekonomicznie [nie tylko księgowo] amortyzować film, na którego

promocję nie ponosi się absolutnie żadnych nakładów. Zatem teza o 10-letniej amortyzacji ekonomicznej, jako równoważnej amortyzacji księgowej jest z gruntu fałszywa.

Podejście księgowe (rachunkowe) zakłada, że dany składnik będący przedmiotem amortyzacji ulega zużyciu a amortyzacja jest z jednej strony wartościowym wyrażeniem tego procesu z drugiej zaś formą rozliczenia wartości zakupionego składnika w czasie. Z uwagi na charakter wszystkich wartości niematerialnych te proste założenia, a przede wszystkim założenie, że wartości (składniki) niematerialne ulegają takiemu samemu zużyciu jak składniki materialne są z gruntu niewłaściwe i przeczą charakterowi tych składników. Wartość składników niematerialnych przy właściwej polityce systematycznie wzrasta, a nie jak sugeruje to praktyka rachunkowa związana z umarzaniem – maleje.

### **III. 8 Korekty wyceny wartości filmu z tytułu aktywów finansowych i/lub redukcja wyników wyceny z tytułu kapitałów obcych**

Wycena aktywów niematerialnych posiada swoją specyfikę, odrębną w stosunku do wyceny wartości biznesu [korporacji]. Wycena dochodowa przedsiębiorstwa jest standardowo korygowana o aktywa finansowe [z reguły in plus], czy środki płynne oraz redukowana o wartość kapitałów obcych według stanu sald na dzień wyceny. W przypadku wartości niematerialnych, jakkolwiek mogą one stanowić przedmiot zabezpieczeń kredytowych wierzycieli, raczej nie występują przesłanki do obciążania wyceny stanem długu oprocentowanego. Z tych samych powodów nie dodaje się też do wyniku wyceny salda środków płynnych lub aktywów finansowych.

Powyższe wynika z faktu, że aktywa niematerialne, podobnie zresztą, jak materialne, stanowią tylko składnik wartości przedsiębiorstwa. Fakt zadłużenia korporacji może zatem rzutować co najwyżej na swobodę dysponowania danym aktywem, o ile stanowi przedmiot zabezpieczeń interesów wierzycieli. Tym samym wycena wartości rynkowej [godziwej] filmu nie jest obciążona a priori obciążeniami właściwymi dla poziomu całego przedsiębiorstwa.

#### IV. Metody wyceny

W poniższym zestawieniu przedstawiono analizę możliwych do zastosowania metod wyceny wartości filmu jako składnika wartości niematerialnych i prawnych. W formalnym podejściu do wyceny, na podstawie przeprowadzonej analizy ekonomiczno-finansowej przedsiębiorstwa POLISH HORROR COMPANY S.A. uzasadniono tezę, że wycena filmu (wartość prawa majątkowego do filmu) może być przeprowadzona w oparciu o metody dochodowe i rynkowe po spełnieniu wymogów związanych ze stosowaniem tych metod.

#### **Tabela Identyfikacja możliwych do zastosowania metod wyceny filmu (prawa majątkowego do filmu)**

Metoda	Możliwość zastosowania	Komentarz
Metoda majątkowa [metoda kosztów odtworzenia]	Nie	Dane analityczne uniemożliwiły odniesienie się do wydatków promocyjnych, przypisanych do filmu, ze względu na brak tego typu informacji. Podobnie wygląda sytuacja w obszarze kosztów produkcji filmu, które nie są szczegółowo znane z uwagi na skomplikowane kontrakty w odtwórcami głównych ról, reżyserem, ekipą techniczną itp. Tym samym z zastosowania metody zrezygnowano.
Metoda dochodowa [metoda zdyskontowanych przychodów przypisanych do filmu]	Tak	Na ogół jedna z podstawowych metod stosowana do szacowania wartości składników niematerialnych. Wobec specyfiki działalności przedsiębiorstwa POLISH HORROR COMPANY S.A. a w szczególności w odniesieniu do przedmiotu wyceny nie dostrzeżono przeszkód w możliwości zastosowania tej metody.
Metoda licencyjna [metoda zdyskontowanych opłat licencyjnych przypisanych do korzystania z wycenianego prawa]	Nie	Metoda popularna poprzez swoje walory [prostota zastosowania, niekiedy możliwe odniesienia rynkowe, co do wysokości stawek licencyjnych]. Z uwagi na brak danych rynkowych metoda nie została zastosowana.
Metoda ceny premii [price premium]	Nie	Nie zastosowano. Brak jest podstaw do uwzględnienia metody, bowiem nie jest realna identyfikacja ceny premii w warunkach działalności podmiotu.
Metoda mnożnikowa	Nie	Specyfika przedmiotu wyceny nie daje możliwości zastosowania niniejszej metody.

## V. Wycena metodą dochodową

### V.1. Ogólna charakterystyka modelu wyceny

#### V.1.1. Ogólne podstawy metodologii

Metoda wyceny na podstawie zdyskontowanych, przyszłych strumieni finansowych (pieniężnych), zaliczana jest do grupy metod dochodowych. Jest ona oparta na założeniu, że wartość wycenianego składnika wynika z korzyści finansowych, jakie jej właściciel może czerpać z tytułu prowadzenia działalności gospodarczej. Korzyści te są rozumiane jako strumień finansowy (pieniężny). Mogą one być szacowane dwoma sposobami, to jest na podstawie przychodów, jakie przedsiębiorstwo osiągało w przeszłości, bądź będzie osiągać w przyszłości.

Pierwszy ze sposobów nie ma zastosowania w niniejszej wycenie.

Właściwsze dla przedmiotu wyceny jest drugie podejście – szacowanie wartości dochodowej na podstawie korzyści finansowych z wykorzystania przedmiotu wyceny, które są przewidywane w przyszłości. Korzyści te określane są zazwyczaj jako suma przewidywanych zdyskontowanych przychodów z tytułu wykorzystania przedmiotu wyceny.

Zaktualizowana wartość przepływów pieniężnych jest oszacowana na podstawie wzoru:

$$W = \frac{P_1}{(1+k)^1} + \frac{P_2}{(1+k)^2} + \Lambda + \frac{P_n}{(1+k)^n}$$

gdzie:

W	-	wartość wycenianego podmiotu,
$P_n$	-	przychody w n-tym roku prognozy,
$RV / (1+k)^n$	-	wartość rezydualna zaktualizowana na moment wyceny,
k	-	stopa dyskontowa.

Uwzględniając powyższy wzór można wskazać, że z punktu widzenia założeń metodycznych istotne znaczenie ma określenie szczegółowych założeń dotyczących modelu wyceny, w tym:

- sposobu obliczania przychodów w kolejnych latach projekcji,
- sposobu szacowania wartości kapitałów,
- przyjęcie metodyki oszacowania stopy dyskontowej,



- określenie sposobu oszacowania wartości rezydualnej.

### V.1.2. Model przychodów z filmu dla Spółki PHC S.A.

Wycena wartości filmu „Świt wampirów” została sporządzona na podstawie prognozowanych przychodów na poziomie spółki Polish Horror Company S.A. obliczonych wg przedstawionego niżej algorytmu:

---

#### (=) Przychody ze sprzedaży biletów kinowych (na poziomie kin)

---

- (-) podatek VAT (stawka 8%)
- (-) opłata na rzecz PISF (na poziomie 1,5%)
- (-) marża kina (w pierwszym okresie emisji wynosząca 50% ceny jednostkowej na tym poziomie)

---

#### (=) Przychody ze sprzedaży biletów na poziomie dystrybutora i producenta

---

Kolejnym krokiem w wycenie dochodowej jest zdyskontowanie wyniku wartości uzyskanych przychodów na moment wyceny. Z uwagi na to, że przychody z tytułu projekcji kinowej powstaną praktycznie w pierwszym miesiącu funkcjonowania filmu na rynku nie zostały one zdyskontowane. Pozostała część przychodu będzie dyskontowana za pomocą WACC.

---

#### (=) Realna wartość przychodów brutto

---

- (-) opłata VPF (na poziomie 500 euro od każdej kopii cyfrowej)

---

#### (=) Realna wartość przychodów netto – realna wartość filmu

---

### V.1.3. Stopa dyskontowa

W związku z tym, stopa dyskontowa użyta do sprowadzenia wartości nadwyżek z kolejnych lat projekcji na moment wyceny, odzwierciedlać winna średni ważony koszt kapitałów zaangażowanych w finansowanie Przedsiębiorstwa (*WACC - Weighted Average Cost of Capital*).

Ogólny wzór na WACC przedstawia się następująco:

$$WACC = r_w \times \frac{K_w}{K} + r_o \times \frac{D}{K} \times (1 - T)$$

gdzie:

- WACC - średni ważony koszt kapitału,
- $r_w$  - koszt kapitałów własnych,
- $K_w$  - wartość kapitałów własnych,
- $K$  - suma kapitałów własnych i obcych,

D	- kapitały obce,
$r_0$	- koszt używania kapitałów obcych,
T	- stopa podatku dochodowego.

Z przedstawionego wzoru wynika, że oszacowanie WACC wymaga określenia planowanej struktury kapitałowej projektu, a także kosztów kapitałów własnych oraz obcych. Poniżej zostaną przedstawione założenia i metody przyjęte do ich oszacowania.

#### V.1.4. Struktura kapitałowa

Kapitały, które uwzględniono przy szacowaniu średniego ważonego kosztu kapitału dotyczą:

- kapitałów własnych - obejmujących kapitały własne Spółki,
- kapitałów obcych - obejmujących obce pasywa (oprocentowane).

Struktura kapitału, czyli relacja kapitałów obcych do kapitałów własnych, powinna odzwierciedlać planowaną strukturę w okresie projekcji. Wyniki oszacowania planowanej struktury kapitałowej PHC S.A. przedstawiają się następująco:

#### **Tabela Planowana struktura zadłużenia**

	1	2	3	4	5
Kapitał własny - wartość	290 998	290 998	290 998	290 998	290 998
Kapitał obcy oprocentowany - wartość	70 000	-	-	-	-
Kapitał własny - udział	81%	100%	100%	100%	100%
Kapitał obcy – oprocentowany - udział	19%	0%	0%	0%	0%
Struktura kapitału	100%	100%	100%	100%	100%

#### V.1.5. Koszty kapitałów

Zgodnie z wcześniej przedstawionym wzorem na WACC, obok oszacowania struktury kapitałowej Spółki niezbędne było określenie kosztów poszczególnych składników jej kapitałów. Niżej przedstawiono sposoby dojścia do określenia każdego z nich.

### Koszt kapitałów obcych

Jedną z grup kapitałów stanowią kapitały obce. Ich kosztem są wydatki związane z korzystaniem z obcych źródeł finansowania. Spółka pozyskała finansowanie z pożyczek na kwotę 70 000 PLN. (oprocentowanie pożyczki na poziomie 16% p/a, do spłaty w roku 2014). Koszt kapitału po uwzględnieniu zjawiska tarczy podatkowej wyniesie 12,96% (stawka podatku 19%).

### Koszt kapitałów własnych

W wycenie praw do przyszłych przychodów z filmu wykorzystano model CAPM (*Capital Asset Pricing Model* - model wyceny dóbr kapitałowych). Model CAPM szacuje ryzyko w oparciu o możliwe do uzyskania korzyści na rynkach kapitałowych (w długich, najlepiej kilkudziesięcioletnich okresach) oraz zbieżność danej spółki z rynkiem (wskaźnik beta).

Według tego modelu koszt kapitałów własnych określany jest wzorem:

$$r_w = r_f + (r_r - r_f) \times \beta$$

gdzie:

- $r_w$  - koszt kapitału własnego,
- $r_f$  - stopa zwrotu z instrumentów wolnych od ryzyka,
- $r_r$  - stopa zwrotu z portfela rynkowego,
- $\beta$  - współczynnik wrażliwości zmiany stopy zwrotu danego papieru wartościowego na zmianę stopy zwrotu portfela rynkowego.

Z powyższego wzoru wynika, że dla oszacowania kosztu kapitałów własnych niezbędne jest określenie:

- stopy zwrotu z portfela rynkowego,
- stopy zwrotu z inwestycji nieryzykownych,
- współczynnika beta ( $\beta$ ).

Ponieważ projekcja została sporządzona w cenach zmiennych, stąd zarówno stopa zwrotu z portfela rynkowego, jak też stopa zwrotu z inwestycji nieryzykownych, zostały oszacowane w wartościach nominalnych, z uwzględnieniem planowanej inflacji.

Niżej przedstawiono zasady oszacowania powyższych parametrów.

#### **V.1.6. Stopa zwrotu z inwestycji nieryzykownych**

Stopa zwrotu z inwestycji nieryzykownych przyjęta została na poziomie rentowności 10 letnich obligacji Skarbu Państwa, których bieżąca rentowność wynosi 4,36% (dane: [www.money.pl](http://www.money.pl)).

#### **V.1.7. Szacowanie inflacji (stopa realna)**

Wycena praw wykonana została w cenach bieżących tj. nie uwzględniających wpływów inflacji na poziom poszczególnych pozycji kosztów, przychodów, wpływów lub wydatków. Ze względów ostrożnościowych stopa zwrotu z portfela rynkowego nie została pomniejszona o skutki działania inflacji, co czyni rachunek bardziej ostrożnym i zgodnym z rachunkową zasadą *ostrożnej wyceny*.

#### **V.1.8. Stopa zwrotu z portfela rynkowego**

W praktyce bezpośrednio oszacowanie tego wskaźnika możliwe jest przez odwołanie się do rynku kapitałowego i określenie długofalowych tendencji wynikających z kształtowania się stóp zwrotu na tym rynku. W polskich warunkach tendencje dotyczące poziomu i zmian stóp zwrotu na rynku kapitałowym odzwierciedlać powinien indeks WGPW - WIG.

Do określenia długofalowych trendów w zakresie stopy zwrotu z rynku powinno się poddać analizie kilkudziesięcioletni okres stabilnego funkcjonowania giełdy. Brak reprezentatywności WIG w stosunku do całego rynku kapitałowego wynika również z relatywnie małej liczby spółek notowanych na giełdzie, pomimo dynamicznego jej rozwoju.

W związku z powyższymi zastrzeżeniami, jako podstawę wyznaczenia rynkowej stopy zwrotu przyjęto wyniki badań opublikowanych przez Aswath'a Damodarana<sup>3</sup>. Badania wskazują, że w USA przeciętna stopa zwrotu z inwestycji giełdowych w latach 1970-1990 kształtowała się na poziomie ok. 10%.

Z doświadczeń rozwiniętych rynków kapitałowych wynika, że długookresowa stopa rynkowa wynosi w zależności od sposobu pomiaru 8%-12%. Oznacza to, że przeciętna premia za ryzyko mieści się w przedziale 3,5% a 8,5% dla całego rynku (dla zbioru firm funkcjonujących na tym rynku). Duża rozbieżność wynika przede wszystkim ze specyfiki prowadzonych badań i okresu jakiego dotyczyło. Wielu specjalistów w tej dziedzinie wskazuje, że wartość premii za ryzyko się kurczy (do 3,5%). Dla wykorzystanego modelu konieczne jest wyszczególnienie poszczególnych kategorii ryzyk oraz próba ich oceny. Do ryzyk kształtujących poziom ogólnej premii za ryzyko zaliczyć można:

- wielkość spółki,
- kondycję finansową,
- perspektywy rozwoju vs. ryzyko porażki,
- niepewność polityczną i fiskalną,
- ryzyko kursowe,
- ryzyko związane z koniunkturą w branży filmowej,
- konkurencja krajowa i zagraniczna,
- ryzyko związane z brakiem możliwości wejścia filmu na ekrany danej sieci kin,
- ryzyko wad prawnych zawartych umów,
- ryzyko związane z brakiem lub ograniczeniami w umiejętnościach zarządczych w obszarze działalności,
- ryzyko właściwości wykonanych prognoz – ich trafności,
- ryzyko wzrostu kosztów operacyjnych Spółki,
- ryzyko braku dostępności środków finansowych i niepozyskania dodatkowego kapitału,
- niepewność ogólnogospodarczą (regulacje funkcjonowania rynku),
- niepewności branży.

---

<sup>3</sup>„Damodaran on valuation. Security Analysis for Investment and Corporate Finance”, Aswath Damodaran, 1994. s. 23

Jak wcześniej podano wartość oczekiwań rynkowych kierowana wobec spółek funkcjonujących na rynku (w rozumieniu zbioru wszystkich firm) rozwiniętym mieści się w przedziale od 3,5% do 8,5% dla firm lokowanych na rynkach wschodzących. W przypadku niniejszego podmiotu należy stwierdzić, że :

- nie jest uczestnikiem rynku kapitałowego, co podwyższa ryzyko o ryzyko płynności kapitału oraz kontroli,
- istnieje ryzyko utraty części rynku lub nie wejścia na nowy obszar.

Czynniki te powodują konieczność zastosowania podwyższonej średniej premii za ryzyko (standardowo wielkość ta oscyluje w granicach 5 – 7%). Biorąc pod uwagę wysokość stopy zwrotu z inwestycji nieryzykownych w Polsce, realna oczekiwana stopa zwrotu z giełdy wyniosłaby obecnie ok. 10-12%. Należy zwrócić uwagę, że wartość stopy zwrotu z portfela rynkowego obniżona o stopę z lokat bezpiecznych jest rynkową premią za ryzyko. Premia ta odzwierciedla postrzeganie przez inwestorów ryzykowności inwestycji na terenie Polski. Zdaniem autora wyceny, przyjęcie stopy zwrotu portfela rynkowego na poziomie 12% oraz premii za ryzyko rynkowe na poziomie 7,64% w okresie prognozy odzwierciedla oczekiwania inwestorów oraz właściwie wycenia ryzyko rynkowe (poziom podwyższony o ryzyko nieidentyfikowalne dla podmiotów nie będących uczestnikami aktywnego rynku papierów wartościowych).

#### **V.1.9. Współczynnik beta ( $\beta$ )**

Współczynnik  $\beta$  informuje, o ile - w przybliżeniu - zmieni się stopa zwrotu danej akcji w przypadku określonej zmiany stopy zwrotu z portfela rynkowego. Współczynnik ten odzwierciedla różnicę ryzyka pomiędzy ryzykiem danego papieru, a przeciętnym ryzykiem na rynku.

Wskaźnik ryzyka określa ryzyko inwestycyjne branży, w której działa Przedsiębiorstwo. Przyjmuje się, że wskaźnik ryzyka dla całej gospodarki wynosi 1. Jest to punkt odniesienia dla określenia ryzyka poszczególnych branż. Przy szacowaniu ryzyka branży brano pod uwagę przede wszystkim następujące czynniki:

- stabilność rynku;
- konkurencję na rynku;
- stopień regulacji rynku;
- bariery wejścia i wyjścia.

W praktyce, precyzyjne określenie współczynnika  $\beta$  możliwe jest jedynie na podstawie badań statystycznych w stosunku do akcji notowanych na rynku (papierów wartościowych). W relacji do akcji nie notowanych na giełdzie wyznaczenie współczynnika  $\beta$  możliwe jest przez znalezienie giełdowych odpowiedników danej spółki i przyjęcie ich jako adekwatnych - współczynników  $\beta$  tych spółek.

Ponieważ w Polsce brak bazy porównawczej nie pozwalającej określić współczynnika  $\beta$  dla wycenianej firmy na podstawie przedsiębiorstw porównywalnych, w związku z tym zastosowano inne podejście do oszacowania jego wartości  $\beta$ . Za podstawę przyjęto założenie, że wskaźnik  $\beta$  wynosi 1 dla całego rynku, w branżach o podniesionym ryzyku wskaźnik ten kształtuje się powyżej 1, natomiast branże stabilne jak np. branża medyczna wykazują wskaźnik beta poniżej jedności. Mając na uwadze powyższe stwierdzenia oraz charakter branży należy stwierdzić, że wskaźnik beta dla analizowanej firmy powinien kształtować się powyżej jedności. Kierując się zasadą ostrożnej wyceny przyjęto wartość wskaźnika  $\beta$  na bezpiecznym poziomie 1,79 stanowiącym średnią rynkową dla sektora, w którym działa przedsiębiorstwo.

#### **Tabela Dane źródłowe do oszacowania poziomu beta**

<b>FIRMA PORÓWNYWALNA</b>	<b>BETA</b>
ATM Grupa Spółka Akcyjna (WSE:ATG)	1,91
East Pictures Spółka Akcyjna (WSE:EAP)	1,66
<b>beta średnia</b>	<b>1,79</b>
beta maksymalna	1,91
beta minimalna	1,66
Beta przedsiębiorstw spoza Polski:	
Technicolor SA (ENXTPA:TCH)	2,61
Gaumont SA (ENXTPA:GAM)	0,35
Odeon Film AG (DB:ODE)	0,58
Audio Visual Enterprises S.A. (ATSE:AVE)	0,32
MONDO TV S.p.A. (BIT:MTV)	2,15
Xilam Animation (ENXTPA:XIL)	0,17
Parallel Media Group plc (AIM:PAA)	-0,16
MME Moviemment AG (XTRA:MME)	-0,33
Motive Television plc (AIM:MTV)	2,49
Moviemax Media Group S.p.A. (BIT:MMG)	2,67
CineMedia Film Aktiengesellschaft Geyer-Werke (DB:CIW)	-0,50
Intandem Films Plc (AIM:IFM)	0,51
DCD Media Plc (AIM:DCD)	3,41

*Źródło: [www.damodaranonline.com](http://www.damodaranonline.com), Aswath Damodaran jest Profesorem Finansów na the Stern School of Business w New York University. Jest światowej sławy ekspertem w zakresie finansów przedsiębiorstw oraz szacowania ryzyka w procesach inwestycyjnych, waluacji przedsiębiorstw oraz składników (w tym niematerialnych). Jest autorem wielu książek z zakresu wyceny i finansów.*

*UWAGA: Dla zachowania zasady ostrożnej wyceny autor zdecydował się skorzystać jedynie z informacji nt. rynku krajowego.*

#### **V.1.10. Oszacowanie kosztu kapitałów własnych**

Oszacowanie, wg zasad określonych w poprzednich punktach, elementów niezbędnych do obliczenia wymaganej stopy zwrotu z kapitałów własnych umożliwia przeprowadzenie pełnego rachunku tego parametru.

Poniżej przedstawiono algorytm i wyniki oszacowania stopy zwrotu z kapitałów własnych.

**Tabela Kalkulacja kosztu kapitału własnego**

	1	2	3	4	5
Realny PKB wg. MFW	2,30%	3,15%	3,15%	3,15%	3,15%
Stopa wolna od ryzyka (nominalna)	4,36%	4,36%	4,36%	4,36%	4,36%
Premia za ryzyko rynkowe	7,64%	7,64%	7,64%	7,64%	7,64%
Stopa rynkowa (nominalna)	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%
Beta	1,79	1,79	1,79	1,79	1,79
<b>Koszt kapitału własnego</b>	<b>18%</b>	<b>18%</b>	<b>18%</b>	<b>18%</b>	<b>18%</b>

*Źródło: analizy własne Autora*

#### **V.1.11. Średni ważony koszt kapitału (WACC)**

Na podstawie obliczonych wskaźników oczekiwanej stopy zwrotu z kapitałów własnych, wskaźników kosztów kapitałów obcych oraz prognozowanej struktury kapitałowej, dokonano obliczeń średnio-ważonego kosztu kapitału (WACC), który w wycenie został wykorzystany jako stopa dyskontowa służąca do aktualizacji salda



strumieni pieniężnych. Niżej zaprezentowano wartości WACC dla kolejnych lat projekcji oraz narastająco:

**Tabela Oszacowanie średniego ważonego kosztu kapitału**

	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>
Koszt kapitału własnego	18%	18%	18%	18%	18%
Udział kapitału własnego	81%	100%	100%	100%	100%
Koszt kapitału obcego	13%	0%	0%	0%	0%
Udział kapitału obcego	19%	0%	0%	0%	0%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)	17%	18%	18%	18%	18%
<b>Skumulowany WACC</b>	<b>117%</b>	<b>138%</b>	<b>163%</b>	<b>192%</b>	<b>227%</b>

*Źródło: Analizy własne*

#### **V.1.12. Wartość rezydualna**

Wartością rezydualną jest zaktualizowana na moment wyceny wartość wolnych przepływów pieniężnych osiągniętych po okresie projekcji. Z powodów ostrożnościowych wartość rezydualna została pominięta w kalkulacji wartości praw do przyszłych przychodów w filmie.

#### **V.2. Oszacowanie wartości metodą dochodową**

##### **V.2.1. Podstawowe założenia**

W związku ze specyfiką przedmiotu wyceny przyjęto, że prognozy finansowe powinny opisywać maksymalnie okres 5-cio letni. Zdaniem autora wyceny zasadne jest przyjęcie 5-letniego okresu prognozy szczegółowej. Pozwala to zidentyfikować główne trendy

kształtujące wartość wycenianych praw w kontekście zmian rynkowych. Podstawowe założenia dla metody dochodowej są następujące:

- Prognoza wykonana została w cenach stałych, tj. bez uwzględnienia wskaźników wzrostu cen poszczególnych składników kosztowych oraz przychodowych jak i inflacji.
- Dystrybucja filmu odbywać się będzie na terenie Polski.
- Prognozowane przychody dotyczą strumieni pieniężnych związanych z dystrybucją filmu na terenie Polski,
- Podstawowe dane finansowe wykorzystane dla potrzeb budowy prognozy finansowej, a w konsekwencji oszacowania przyszłych przychodów pieniężnych, bazują na danych otrzymanych od spółki POLISH HORROR COMPANY S.A oraz na danych rynkowych,
- Przyjęto, że przekazane przez Spółkę informacje zostały przygotowane z zachowaniem odpowiedniej dokładności, staranności i kompletności.
- Prognoza wyników została zaprezentowana w cenach netto (aby uzyskać cenę brutto należy doliczyć podatek VAT wg właściwej stawki).
- Zasady opodatkowania - przyjęto poziom opodatkowania podatkiem dochodowym od osób prawnych w wysokości: 19% w całym okresie prognozy.

### V.2.2. Prognoza przychodów w okresach 1 - 5

Punktem wyjścia do ustalenia przyszłych przychodów z tytułu emisji filmu jest założenie, że Spółka podejmie wszelkie starania aby film był dostępny dla jak najszerszej grupy widzów.

Pierwszym etapem planowania przychodów jest ustalenie grupy odbiorców. Poniższe tabele prezentują liczbę dostępnych kin oraz podstawowe dane niezbędne do określenia wartości przychodów.

#### Helios

miejsowość	kino	liczba sal	liczba miejsc	średnio na salę
Bełchatów	Galeria Olimpia	4	845	211
Białystok	Atrium Biała	8	1705	213
Białystok	Alfa Centrum	7	1200	171
Bielsko-Biała	Galeria Sfera	7	1547	221

Bydgoszcz	Galeria Pomorska	7	1123	160
Dąbrowa Górnicza	CH Pogoria	5	841	168
Gdańsk	Alfa Centrum	8	1712	214
Gdynia	Centrum Rivera	6	1236	206
Gniezno	Galeria Gniezno	3	343	114
Gorzów Wielkopolski	Galeria Askana	5	1028	206
Grudziądz	Galeria Alfa	5	1295	259
Kędzierzyn-Koźle	Galeria Odrzańskie Ogrody	4	857	214
Kielce	Galeria Echo	7	1614	231
Konin	Galeria Nad Jeziorem	2	593	297
Legnica	Galeria Piastów	5	1086	217
Lubin	Cuprum Arena	5	1123	225
Łódź	Bałtyk	2	784	392
Nowy Sącz	Galeria Trzy-Korony	5	1095	219
Olsztyn	Alfa Centrum	8	1094	137
Opole	Solaris Center	6	1240	207
Piła	Galeria Kasztanowa	4	593	148
Piotrków Trybunalski	Focus Mall	5	1064	213
Płock	Galeria Wisła	5	1010	202
Radom		5	1370	274
Rzeszów		4	1202	301
Rzeszów	Galeria Rzeszów	6	1185	198
Sosnowiec		4	1217	304
Szczecin	Outlet Park	7	1403	200
Tczew		4	800	200
Warszawa		4	574	144
Wrocław	Magnolia Park	7	1230	176

### Cinema 3D

miejsowość	kino	liczba sal	liczba miejsc	średnio na salę
Kalisz	Galeria Tęcza	5	1269	254
Kłodzko	Galeria Twierdza	3	753	251
Leszno	Galeria Leszno	4	786	197
Świdnica	Galeria Świdnicka	4	1038	260

### Cinema City

miejsowość	kino	liczba sal	liczba miejsc	średnio na salę
Warszawa	Sadyba	12	2959	247
Warszawa	Bemowo	11	2400	218
Warszawa	Galeria Mokotów	14	3248	232
Warszawa	Janki	10	1966	197
Warszawa	Promenada	13	2849	219
Warszawa	Arkadia	15	2798	187

Kraków	Plaza	9	2664	296
Kraków	Zakopianka	10	2218	222
Kraków	Galeria Kazimierz	10	1813	181
Kraków	Bonarka City Center	20	3234	162
Katowice	Centrum Rozrywki Punkt 44	12	2570	214
Katowice	Silesia City Center	13	2900	223
Poznań	Poznań Plaza	9	2065	229
Poznań	Kinepolis	20	6661	333
Częstochowa	Wolność	8	1766	221
Częstochowa	Galeria Jurajska	8	1330	166
Toruń	Cinema City Czerwona Droga	12	2495	208
Toruń	Centrum Handlowe Plaza	8	1332	167
Łódź	Manufaktura	14	2591	185
Gliwice	CH Forum	13	2333	179
Bydgoszcz	Focus Mall	13	2256	174
Wrocław	Korona	9	2027	225
Gdańsk	Krewetka	8	1871	234
Ruda Śląska	CH Plaza	8	1557	195
Lublin	CH Plaza	8	1548	194
Rybnik	CH Plaza	8	1537	192
Zielona Góra	Focus Mall	9	1305	145
Bielsko Biała	Gemini Park	10	1528	153
Sosnowiec	Plaza	6	874	146
Wałbrzych	Galeria Victoria	7	1589	227

**Multikino**

miejsowość	kino	liczba sal	liczba miejsc	średnio na salę
Bydgoszcz		10	2151	215
Czechowice-Dziedzice		4	660	165
Elbląg	CH Zielone Tarasy	6	1267	211
Gdańsk		10	2771	277
Gdynia		8	2144	268
Katowice	Galeria Karowicka	10	1476	148
Kielce	Galeria Korona	9	1471	163
Kraków		12	2926	244
Koszalin	CH Forum Koszalin	6	1100	183
Lublin	Galeria Olimp	8	1203	150
Łódź		10	1841	184
Poznań	Multikino	8	2300	288
Poznań	Multikino Stary Browar	8	1367	171
Poznań	Multikino Malta	10	2000	200
Radom	Galeria Słoneczna	6	1150	192
Rumia	Galeria Rumia	5	840	168
Rybnik	Focus Mall	7	1100	157
Rzeszów	Millennium Hall	9	1557	173

Słupsk	Centrum Handlowe Jantar	6	1200	200
Sopot		6	1050	175
Szczecin		9	2145	238
Tychy	City Point	5	1221	244
Warszawa	Multikino Ursynów	12	2880	240
Warszawa	Złote Tarasy	8	2589	324
Warszawa	Wola Park	6	996	166
Warszawa	Targówek	12	2547	212
Włocławek		6	1260	210
Wrocław	Pasaż Grunwaldzki	11	2600	236
Wrocław	Arkady	10	2860	286
Zabrze		13	2948	227
Zgorzelec	CHR Plaza	3	491	164

**Novekino**

miejsowość	kino	liczba sal	liczba miejsc	średnio na salę
Biała Podlaska	Merkury	1	286	286
Płock	Przedwiośnie	4	822	206
Puławy	Sybilla	1	329	329
Siedlce		4	905	226
Warszawa	Wisła	3	738	246

**Kina niezależne**

miejsowość	kino	liczba sal	liczba miejsc	średnio na salę
różne miejscowości		320	57600	180
różne miejscowości		15	5400	180

Łącznie potencjał kinowy, jaki jest do dyspozycji Spółki prezentuje poniższa tabela.

dystrybucja	liczba kin	średnia ilość miejsc na sali	liczba widzów
<b>HELIOS</b>	31	214	6 641
<b>CINEMA 3D</b>	4	240	961
<b>CINEMA CITY</b>	30	206	6 169
<b>MULTIKINO</b>	31	209	6 479
<b>NOVEKINO</b>	5	259	1 293

<b>Kina niezależne</b>	335	180	60 300
<b>Razem</b>	436	-	81 843

Z uwagi na ostrożność szacunku, w niniejszej wycenie założono, że jedynie 10% kin z grupy kin niezależnych wyemituje film na swoich ekranach.

Cena jednostkowa biletu zawiera wszelkie narzuty, które obciążają widza. Znaczna część z tych narzutów konsumowana jest przez instytucje zewnętrzne w stosunku do producenta filmu (w niniejszym przypadku producent jest jednocześnie dystrybutorem filmu).

Prognoza przyszłych przychodów wykonana została w trzech wariantach:

- pesymistycznym, zakładającym że jedynie 14% miejsc w kinach zostanie wykupiona w trakcie emisji filmu,
- realnym, zakładającym że 20% miejsc w kinach zostanie wykupiona w trakcie emisji filmu,
- optymistycznym, zakładającym że 34% miejsc w kinach zostanie wykupiona w trakcie emisji filmu.

Dodać należy, że średnio film kinowy przyciąga do kin od 200 000 do 300 000 widzów.

Średnie ceny biletów kinowych na rynku wynoszą 18 złotych, uwzględniając wszelkie zniżki oraz okolicznościowe rabaty. Do wyceny Filmu została wykorzystana średnia rynkowa cena jednostkowa biletów na poziomie 18 złotych (bez względu na wariant prognostyczny).

Poniżej przedstawiono zasadę dojścia do ceny jednostkowej biletu na poziomie Spółki (będącego jednocześnie producentem i dystrybutorem).

---

**(=) Cena jednostkowa biletów kinowych (na poziomie kin)**

---

(-) podatek VAT (stawka 8%)

(-) opłata na rzecz PISF (na poziomie 1,5%)

(-) marża kina (w pierwszym okresie emisji wynosząca 50% ceny jednostkowej na tym poziomie)

(-) opłata VPF (na poziomie 500 euro od każdej kopii cyfrowej)

---

**(=) Cena jednostkowa biletów na poziomie dystrybutora i producenta**

---

Oplata na rzecz Państwowego Instytutu Sztuki Filmowej naliczana jest na bazie ceny kinowej netto. Oplata VPF (Virtual Print Fee) wynosi 500 euro za każdą kopię cyfrową i stanowi zaledwie ułamek nakładów, jakie musiałaby ponieść spółka PHC S.A. w przypadku dystrybucji filmu wykonanego w metodzie tradycyjnej tj. na taśmie filmowej.

Przy wszelkich kalkulacjach związanych z przeliczaniem Euro na PLN przyjęto przelicznik na poziomie 1 Euro – 4,3 PLN.

Bardzo ważną kwestią jest marża, jaką pobiera kino za udostępnienie filmu na swoich ekranach. Marża ta w początkowych tygodniach emisji wynosi 50%<sup>4</sup> i systematycznie rośnie w miarę kontynuowania emisji filmu. Poniższa tabela prezentuje relację marży kina do ceny jednostkowej przypisanej do spółki PHC S.A. przyjętą w niniejszej wycenie.

tydzień emisji	1	2	3	4	5	6	7	8
kino	0,5	0,5	0,5	0,55	0,6	0,65	0,7	0,75
producent/ dystrybutor	0,5	0,5	0,5	0,45	0,4	0,35	0,3	0,25

Zakłada się, że w końcowej fazie emisji filmu marża kina wzrośnie do poziomu 75%.

Bez względu na wariant prognostyczny przyjęte zostały następujące założenia:

	Tydzień emisji							
	1	2	3	4	5	6	7	8
liczba emisyjna dni w tygodniu	7	7	7	7	7	2	2	1
liczba seansów dziennie	1	1	1	1	1	1	1	1
cena biletu w kinie	18	18	18	18	18	18	18	18

### Prognoza pesymistyczna (14% widownia)

<sup>4</sup> Na podstawie:

<http://www.filmweb.pl/article/Czytelnia+FILMu%3A+O+drogich+biletach+w+polskich+kinach-59068#>.

dystrybutor	liczba kin	średnia ilość miejsc na sali	liczba widzów	ilość sprzedanych miejsc	% z ilości wszystkich miejsc w kinie
<b>HELIOS</b>	31	214	6 641	910	14%
<b>CINEMA 3D</b>	4	240	961	139	14%
<b>CINEMA CITY</b>	30	206	6 169	860	14%
<b>MULTIKINO</b>	31	209	6 479	903	14%
<b>NOVEKINO</b>	5	259	1 293	178	14%
<b>Kina niezależne</b>	335	180	60 300	8 415	14%

Łączna liczba widzów:

	1	2	3	4	5	6	7	8
<b>HELIOS*</b>	6 370	6 370	6 370	6 370	6 370	1 820	1 820	910
<b>CINEMA 3D*</b>	973	973	973	973	973	278	278	139
<b>CINEMA CITY*</b>	6 020	6 020	6 020	6 020	6 020	1 720	1 720	860
<b>MULTIKINO*</b>	6 321	6 321	6 321	6 321	6 321	1 806	1 806	903
<b>NOVEKINO*</b>	1 246	1 246	1 246	1 246	1 246	356	356	178
<b>Kina niezależne</b>	5 891	5 891	5 891	5 891	5 891	1 683	1 683	842

\* - emisja filmu planowana jest w każdej placówce kinowej w ramach danej sieci kin

Łączna liczba widzów wynosi 153 260.

Przychody z tytułu sprzedaży biletów na poziomie kin:

	1	2	3	4	5	6	7	8
<b>HELIOS*</b>	104 626	104 626	104 626	104 626	104 626	29 893	29 893	14 947
<b>CINEMA 3D*</b>	15 981	15 981	15 981	15 981	15 981	4 566	4 566	2 283
<b>CINEMA CITY*</b>	98 878	98 878	98 878	98 878	98 878	28 251	28 251	14 125
<b>MULTIKINO*</b>	103 822	103 822	103 822	103 822	103 822	29 663	29 663	14 832
<b>NOVEKINO*</b>	20 465	20 465	20 465	20 465	20 465	5 847	5 847	2 924
<b>Kina niezależne</b>	96 751	96 751	96 751	96 751	96 751	27 643	27 643	13 822

\* - emisja filmu planowana jest w każdej placówce kinowej w ramach danej sieci kin

Łączna, planowana wartość przychodów na poziomie kin wynosi: 2 517 276 PLN.



Przychody z tytułu sprzedaży biletów na poziomie spółki PHC S.A.:

	1	2	3	4	5	6	7	8
<b>HELIOS*</b>	52 313	52 313	52 313	47 082	41 851	10 463	8 968	3 737
<b>CINEMA 3D*</b>	7 991	7 991	7 991	7 192	6 393	1 598	1 370	571
<b>CINEMA CITY*</b>	49 439	49 439	49 439	44 495	39 551	9 888	8 475	3 531
<b>MULTIKINO*</b>	51 911	51 911	51 911	46 720	41 529	10 382	8 899	3 708
<b>NOVEKINO*</b>	10 233	10 233	10 233	9 209	8 186	2 047	1 754	731
<b>Kina niezależne</b>	48 375	48 375	48 375	43 538	38 700	9 675	8 293	3 455

\* - emisja filmu planowana jest w każdej placówce kinowej w ramach danej sieci kin

Łączna, planowana wartość przychodów na poziomie spółki PHC S.A. wynosi:

1 132 774 PLN.

**Prognoza realistyczna (20% widownia)**

dystrybutor	liczba kin	średnia ilość miejsc na sali	liczba widzów	ilość sprzedanych miejsc	% z ilości wszystkich miejsc w kinie
<b>HELIOS</b>	31	214	6 641	1 336	20%
<b>CINEMA 3D</b>	4	240	961	193	20%
<b>CINEMA CITY</b>	30	206	6 169	1 212	20%
<b>MULTIKINO</b>	31	209	6 479	1 273	20%
<b>NOVEKINO</b>	5	259	1 293	261	20%
<b>Kina niezależne</b>	335	180	60 300	11 859	20%

Łączna liczba widzów:

	1	2	3	4	5	6	7	8
<b>HELIOS*</b>	9 352	9 352	9 352	9 352	9 352	2 672	2 672	1 336
<b>CINEMA 3D*</b>	1 351	1 351	1 351	1 351	1 351	386	386	193

<b>CINEMA CITY*</b>	8 484	8 484	8 484	8 484	8 484	2 424	2 424	1 212
<b>MULTIKINO*</b>	8 911	8 911	8 911	8 911	8 911	2 546	2 546	1 273
<b>NOVEKINO*</b>	1 827	1 827	1 827	1 827	1 827	522	522	261
<b>Kina niezależne</b>	8 301	8 301	8 301	8 301	8 301	2 372	2 372	1 186

\* - emisja filmu planowana jest w każdej placówce kinowej w ramach danej sieci kin

Łączna liczba widzów wynosi 218 436.

Przychody z tytułu sprzedaży biletów na poziomie kin:

	1	2	3	4	5	6	7	8
<b>HELIOS*</b>	153 605	153 605	153 605	153 605	153 605	43 887	43 887	21 944
<b>CINEMA 3D*</b>	22 190	22 190	22 190	22 190	22 190	6 340	6 340	3 170
<b>CINEMA CITY*</b>	139 349	139 349	139 349	139 349	139 349	39 814	39 814	19 907
<b>MULTIKINO*</b>	146 362	146 362	146 362	146 362	146 362	41 818	41 818	20 909
<b>NOVEKINO*</b>	30 008	30 008	30 008	30 008	30 008	8 574	8 574	4 287
<b>Kina niezależne</b>	136 348	136 348	136 348	136 348	136 348	38 957	38 957	19 478

\* - emisja filmu planowana jest w każdej placówce kinowej w ramach danej sieci kin

Łączna, planowana wartość przychodów na poziomie kin wynosi: 3 587 784 PLN.

Przychody z tytułu sprzedaży biletów na poziomie spółki PHC S.A.:

	1	2	3	4	5	6	7	8
<b>HELIOS*</b>	76 803	76 803	76 803	69 122	61 442	15 361	13 166	5 486
<b>CINEMA 3D*</b>	11 095	11 095	11 095	9 986	8 876	2 219	1 902	793
<b>CINEMA CITY*</b>	69 674	69 674	69 674	62 707	55 739	13 935	11 944	4 977
<b>MULTIKINO*</b>	73 181	73 181	73 181	65 863	58 545	14 636	12 545	5 227
<b>NOVEKINO*</b>	15 004	15 004	15 004	13 504	12 003	3 001	2 572	1 072
<b>Kina niezależne</b>	68 174	68 174	68 174	61 357	54 539	13 635	11 687	4 870

\* - emisja filmu planowana jest w każdej placówce kinowej w ramach danej sieci kin

Łączna, planowana wartość przychodów na poziomie spółki PHC S.A. wynosi:

1 617 503 PLN.

**Prognoza optymistyczna (30% widownia)**

dystrybutor	liczba kin	średnia ilość miejsc na sali	liczba widzów	ilość sprzedanych miejsc	% z ilości wszystkich miejsc w kinie
<b>HELIOS</b>	31	214	6 641	2 000	30%
<b>CINEMA 3D</b>	4	240	961	289	30%
<b>CINEMA CITY</b>	30	206	6 169	1 873	30%
<b>MULTIKINO</b>	31	209	6 479	1 967	30%
<b>NOVEKINO</b>	5	259	1 293	390	30%
<b>Kina niezależne</b>	335	180	60 300	18 318	30%

Łączna liczba widzów:

	1	2	3	4	5	6	7	8
<b>HELIOS*</b>	14 000	14 000	14 000	14 000	14 000	4 000	4 000	2 000
<b>CINEMA 3D*</b>	2 023	2 023	2 023	2 023	2 023	578	578	289
<b>CINEMA CITY*</b>	13 111	13 111	13 111	13 111	13 111	3 746	3 746	1 873
<b>MULTIKINO*</b>	13 769	13 769	13 769	13 769	13 769	3 934	3 934	1 967
<b>NOVEKINO*</b>	2 730	2 730	2 730	2 730	2 730	780	780	390
<b>Kina niezależne</b>	12 823	12 823	12 823	12 823	12 823	3 664	3 664	1 832

\* - emisja filmu planowana jest w każdej placówce kinowej w ramach danej sieci kin

Łączna liczba widzów wynosi 334 032.

Przychody z tytułu sprzedaży biletów na poziomie kin:

	1	2	3	4	5	6	7	8
<b>HELIOS*</b>	229 948	229 948	229 948	229 948	229 948	65 700	65 700	32 850
<b>CINEMA 3D*</b>	33 228	33 228	33 228	33 228	33 228	9 494	9 494	4 747
<b>CINEMA CITY*</b>	215 347	215 347	215 347	215 347	215 347	61 528	61 528	30 764
<b>MULTIKINO*</b>	226 154	226 154	226 154	226 154	226 154	64 615	64 615	32 308
<b>NOVEKINO*</b>	44 840	44 840	44 840	44 840	44 840	12 811	12 811	6 406
<b>Kina niezależne</b>	210 610	210 610	210 610	210 610	210 610	60 174	60 174	30 087

\* - emisja filmu planowana jest w każdej placówce kinowej w ramach danej sieci kin

Łączna, planowana wartość przychodów na poziomie kin wynosi: 5 486 434 PLN.

Przychody z tytułu sprzedaży biletów na poziomie spółki PHC S.A.:

	1	2	3	4	5	6	7	8
<b>HELIOS*</b>	114 974	114 974	114 974	103 477	91 979	22 995	19 710	8 212
<b>CINEMA 3D*</b>	16 614	16 614	16 614	14 952	13 291	3 323	2 848	1 187
<b>CINEMA CITY*</b>	107 673	107 673	107 673	96 906	86 139	21 535	18 458	7 691
<b>MULTIKINO*</b>	113 077	113 077	113 077	101 769	90 462	22 615	19 385	8 077
<b>NOVEKINO*</b>	22 420	22 420	22 420	20 178	17 936	4 484	3 843	1 601
<b>Kina niezależne</b>	105 305	105 305	105 305	94 774	84 244	21 061	18 052	7 522

\* - emisja filmu planowana jest w każdej placówce kinowej w ramach danej sieci kin

Łączna, planowana wartość przychodów na poziomie spółki PHC S.A. wynosi:

2 468 895 PLN.

Obok przychodów z emisji kinowej filmu przewidywane są jeszcze przychody z tytułu emisji filmu w lokalnych lub ogólnokrajowych kanałach telewizyjnych. Z danych rynkowych wynika, że roczna licencja na film o takiej tematyce może opiewać na 80 000 euro. Do niniejszej wyceny przyjęto 50% tej wartości tj. licencja roczna na poziomie 40 000 euro (co w walucie polskiej, z przelicznikiem  $\frac{1}{4,3}$ ) wyniesie 172 000 PLN. Do niniejszej wyceny przyjęto, że zostaną wykupione dwie licencje do dwóch niezależnych telewizji o zasięgu krajowym. Pełna kalkulacja tej grupy przychodów przedstawiona została w poniższej tabeli.

współczynnik zmian		1	0,9	0,8	0,7	0,6
	cena za licencję	1	2	3	4	5
Przychody z tytułu licencji praw autorskich	80 000 €	344 000 zł	309 600 zł	275 200 zł	240 800 zł	206 400 zł
(szacuje się sprzedaż 2 licencji telewizyjnych)	344 000 zł					
współczynnik ostrożności	0,5					
szacowana wartość na 1 licencję	172 000 zł					

W przyjętym okresie prognostycznym (5 lat) w celu korekty wartości licencji (ostrożne podejście do wyceny) wykorzystano współczynniki zmian, systematycznie zmniejszające wartość przychodów z praw licencyjnych spółki PHC S.A.

**V.2.3. Oszacowanie wartości przyszłych przychodów z dystrybucji filmu**

Wartość przyszłych przychodów z dystrybucji filmu określona została na podstawie zdyskontowanych przychodów z Filmu w trzech wariantach:

- pesymistycznym, zakładającym że jedynie 14% miejsc w kinach zostanie wykupiona w trakcie emisji filmu,
- realnym, zakładającym że 20% miejsc w kinach zostanie wykupiona w trakcie emisji filmu,
- optymistycznym, zakładającym że 34% miejsc w kinach zostanie wykupiona w trakcie emisji filmu.

**Wariant pesymistyczny**

	1	2	3	4	5
Obroty kinowe	1 132 774 zł	0 zł	0 zł	0 zł	0 zł
Licencja na emisję TV, VOD	344 000 zł	309 600 zł	275 200 zł	240 800 zł	206 400 zł
<b>RAZEM</b>	<b>1 476 774 zł</b>	<b>309 600 zł</b>	<b>275 200 zł</b>	<b>240 800 zł</b>	<b>206 400 zł</b>
w tym przychody dyskontowane	344 000 zł	309 600 zł	275 200 zł	240 800 zł	206 400 zł
Skumulowany WACC	1,17	1,38	1,63	1,92	2,27
Przychody zdyskontowane	293 965 zł	224 216 zł	168 904 zł	125 250 zł	90 982 zł
Razem przychody wg wartości realnej	1 426 740 zł	224 216 zł	168 904 zł	125 250 zł	90 982 zł
Wartość przyszłych przychodów z tyt. dystrybucji Filmu brutto	2 036 092 zł				
Oplaty VPF	289 175 zł				
Wartość przyszłych przychodów z tyt. dystrybucji Filmu netto	<b>1 746 917 zł</b>				

**Wariant realistyczny**

	1	2	3	4	5
Obroty kinowe	1 614 503 zł	0 zł	0 zł	0 zł	0 zł
Licencja na emisję TV, VOD	344 000 zł	309 600 zł	275 200 zł	240 800 zł	206 400 zł
<b>RAZEM</b>	<b>1 958 503 zł</b>	<b>309 600 zł</b>	<b>275 200 zł</b>	<b>240 800 zł</b>	<b>206 400 zł</b>
w tym przychody dyskontowane	344 000 zł	309 600 zł	275 200 zł	240 800 zł	206 400 zł
Skumulowany WACC	1,17	1,38	1,63	1,92	2,27
Przychody zdyskontowane	293 965 zł	224 216 zł	168 904 zł	125 250 zł	90 982 zł
Razem przychody wg wartości realnej	1 908 468 zł	224 216 zł	168 904 zł	125 250 zł	90 982 zł
Wartość przyszłych przychodów z tyt. dystrybucji Filmu brutto	2 517 821 zł				
Opłaty VPF	289 175 zł				
Wartość przyszłych przychodów z tyt. dystrybucji Filmu netto	<b>2 228 646 zł</b>				

**Wariant optymistyczny**

	1	2	3	4	5
Obroty kinowe	2 468 895 zł	0 zł	0 zł	0 zł	0 zł
Licencja na emisję TV, VOD	344 000 zł	309 600 zł	275 200 zł	240 800 zł	206 400 zł
<b>RAZEM</b>	<b>2 812 895 zł</b>	<b>309 600 zł</b>	<b>275 200 zł</b>	<b>240 800 zł</b>	<b>206 400 zł</b>
w tym przychody dyskontowane	344 000 zł	309 600 zł	275 200 zł	240 800 zł	206 400 zł
Skumulowany WACC	1,17	1,38	1,63	1,92	2,27
Przychody zdyskontowane	293 965 zł	224 216 zł	168 904 zł	125 250 zł	90 982 zł
Razem przychody wg wartości realnej	2 762 861 zł	224 216 zł	168 904 zł	125 250 zł	90 982 zł
Wartość przyszłych przychodów z tyt. dystrybucji Filmu brutto	3 372 213 zł				
Opłaty VPF	289 175 zł				
Wartość przyszłych przychodów z tyt. dystrybucji Filmu netto	<b>3 083 038 zł</b>				

#### V.2.4 Wartość filmu

Zgodnie z wiedzą, na dzień wyceny autor, za wartość Filmu (wynikająca z wartości przyszłych przychodów z tytułu dystrybucji Filmu netto) przyjmuje wartość otrzymaną w wariancie pesymistycznym wynoszącą:

**1 746 917 złotych**

Rekomendowana wartość filmu „Świt wampirów” na podstawie przeprowadzonej wyceny wynosi:

**1.746.917 złotych**

*Słownie: jeden milion siedemset czterdzieści sześć tysięcy dziewięćset siedemnaście  
złotych [netto]*

Na powyższym wycenę zakończono.

Dr inż. Paweł Rumniak