

farmaceutycznym od lat obserwowana jest tendencja do koncentracji własności poprzez fuzje i przejęcia oraz silna konkurencja zagraniczna, w której istotny element stanowią również zagraniczni producenci tanich leków. Obserwowany jest spadek marż, co wymusza kompensację rentowności poprzez zwiększanie skali i różnorodności produkcji. Silna konkurencja wymusza również kolejną modernizację dotychczasowego zakładu, głównie w zakresie wymiany przyrządów kontrolno-pomiarowych, będących istotnym elementem technologii pomiarów i sterowania oraz instalacji nowoczesnych czujników indukcyjnych, optycznych oraz ultradźwiękowych. Konieczne byłoby również doinwestowanie systemów do zarządzania relacjami z klientami CRM (*customer relationship management*). Nowe inwestycje wiązałyby się z koniecznością pozyskania dodatkowego kapitału. Poważnie rozważane jest wejście na giełdę, połączone z nową emisją znaczących pakietów akcji. Alternatywą mogłoby być pozyskanie długoterminowego kredytu inwestycyjnego wraz z relatywnie mniejszą ofertą IPO.

Struktura firmy jest wielooddziałowa. Wejście na rynek żywności funkcjonalnej spowodowałoby jeszcze zwiększenie liczby oddziałów w firmie. Kilka lat temu wdrożono w firmie kompleksowy projekt, który pozwolił na objęcie zintegrowanym systemem informatycznym najważniejszych obszarów działalności firmy: produkcji, sprzedaży i dystrybucji, zaopatrzenia, gospodarki magazynowej oraz kontroli jakości, jak i rachunkowości, inwestycji i kontrolingu.

Od pięciu lat spółka jest sponsorem lokalnej drużyny siatkarskiej. Funduje również stypendia naukowe dla studentów jednego z bardziej renomowanych uniwersytetów medycznych w Polsce. Spółka angażuje się również w działania prozdrowotne ukierunkowane głównie na redukcję problemu otyłości dzieci.

Jan Forg w ostatnich czterech latach wycofał się z zarządzania firmą i jego udziały przejęli córka Katarzyna i syn Winicjusz (każde z nich objęło 25% udziałów w spółce). Od tamtego czasu w firmie jest realizowany proces przekazywania zarządzania drugiemu pokoleniu w rodzinie. Jan Forg jest obecnie członkiem rady nadzorczej. Prezesem zarządu jest teraz Winicjusz. Katarzyna Forg piastuje stanowisko menedżera HR i członka zarządu. Drugi, młodszy z braci założycieli – Stefan Forg – na razie nie wycofał się z zarządzania firmą. Jest obecnie członkiem zarządu. Ma jednego syna Amadeusza, który jest kierowcą rajdowym i nie jest zainteresowany przejęciem rodzinnego biznesu. Pozostali dwaj członkowie zarządu nie są powiązani rodzinnie, piastują te stanowiska od kilku lat. Poza działem HR pozostałe działy zarządzane są przez osoby niezwiązane z rodziną.

Wydarzenia ostatniego tygodnia:

Kontrola jakości wykryła, że aż w dwudziestu seriach nowo wprowadzonych i mocno promowanych żelków witaminowych dla dzieci mogą się znajdować elementy łożysk kulkowych. Firma stoi obecnie przed decyzją o wycofaniu wadliwych produktów.

Kontrola wykazała, że obecnie stosowane na części linii produkcyjnych urządzenia automatyki emitują zbyt dużą ilość oparów palnych substancji i pyłów. Z tego powodu konieczne byłyby inwestycje w zakresie BHP. Pozyskanie na te nagłe inwestycje nowych źródeł finansowania jest pewnym wyzwaniem, szczególnie w kontekście planowanego od dawna uruchomienia oddziału żywności funkcjonalnej, wymiany przyrządów kontrolno-pomiarowych oraz doinwestowania systemu CRM.

Sytuację w branży farmaceutycznej zelektryzowała również informacja o braku niektórych substancji czynnych do produkcji części leków, co było spowodowane nagłym zamknięciem fabryk (z powodu ochrony środowiska) kilku zagranicznych dostawców. Dostawcy ci byli dotychczas atrakcyjni cenowo. Braki surowców farmaceutycznych dotyczą również firmy Forfarm, która ma podpisane ze swoimi odbiorcami kontrakty dużej wartości na dostawy leków. Jeżeli firma nie znajdzie nowych dostawców i dojdzie do długoterminowego wstrzymania realizacji zamówień na skutek braku komponentów, wówczas utrzymanie płynności finansowej może stać pod znakiem zapytania.

### Zadanie 3.8

Przedsiębiorstwo Sadex rozważa trzy strategie zarządzania kapitałem obrotowym netto. Wartości poszczególnych kategorii finansowych opracowanych w procesie planowania finansowego znajdują się w poniższej tabeli (dane księgowe w mln zł):

Wyszczególnienie	Strategie		
	agresywna	umiarkowana	konserwatywna
Aktywa trwałe	45	45	45
Aktywa obrotowe	50	60	70
Aktywa razem	95	105	115
Zobowiązania krótkoterminowe	41	26	13
Zobowiązania długoterminowe	15	32	45
Zobowiązania razem	56	58	58
Kapitał własny	39	47	57
Pasywa razem	95	105	115
Oprocentowanie - zob. krótkot. (%)	7,5	7,0	6,5
Oprocentowanie - zob. długot. (%)	10,5	10,0	9,5
Przewidywana sprzedaż	135	150	165
Przewidywany <i>EBIT</i>	17	19	21
Odsetki od zobow. bieżących			
Odsetki od zobow. długoterminowych			
Zysk brutto			
Podatek (19%)			
Zysk netto			
<i>ROE</i>			
Wskaźnik bieżącej płynności			

- Przedyskutuj korzyści i straty związane z różnym poziomem ryzyka i zyskowności dla każdej z trzech strategii; która strategia jest optymalna dla firmy?
- Zastanów się, jakie konsekwencje mogłoby mieć wydłużenie okresu ściągania należności dla poziomu ryzyka i zyskowności dla strategii umiarkowanej?
- Zastanów się, jakie konsekwencje mogłoby mieć wydłużenie okresu spłaty zobowiązań dla poziomu ryzyka i zyskowności dla strategii umiarkowanej?

### Zadanie 3.9

Przedsiębiorstwo produkcyjne Eloway uzyskało w ubiegłym roku przychody ze sprzedaży na poziomie 48 mln zł. Roczne koszty wytworzenia zapasów wyniosły 24 mln zł, a koszty operacyjne związane z odroczeniem płatności zobowiązań handlowych wynosiły 20 mln zł. Średnie wartości sald zapasów, należności oraz zobowiązań handlowych dla poszczególnych kwartałów analizowanego roku przedstawiono poniżej (w mln zł):

Elementy kapitału obrotowego	Kwartaly			
	I	II	III	IV
Zapasy	2,0	2,3	2,3	2,4
Należności	6,2	5,7	5,8	6,3
Zobowiązania handlowe	4,8	4,2	3,9	4,3

Oblicz i zinterpretuj okres konwersji gotówki.

### Zadanie 3.10

Poniżej przedstawiono wybrane pozycje z bilansu i rachunku zysków i strat przedsiębiorstwa Furnitex produkującego meble:

Elementy bilansu	01.01	31.12
Zapasy	46 140	60 753
Należności handlowe	33 989	45 384
Zobowiązania handlowe	23 761	25 856
Zobowiązania publicznoprawne	1 040	1 183
Zobowiązania z tytułu wynagrodzeń	1 608	1 770

Elementy rachunku wyników	01.01-31.12
Przychody ze sprzedaży	282 970
Koszt własny sprzedaży	182 247
Koszty rodzajowe, w tym:	
Amortyzacja	5 772
Zużycie materiałów i energii	138 500
Usługi obce	54 485
Podatki i opłaty	2 976
Wynagrodzenia	37 539
Ubezpieczenia społeczne i inne	8 257
Pozostałe koszty rodzajowe	2 262
Podatek dochodowy	5 781

W powyższej tabeli zawarto wybrane dane pochodzące zarówno z wariantu kalkulacyjnego (kwota kosztów związana jest ze sprzedanymi produktami), jak i porównawczego rachunku zysków i strat (koszty poniesione w danym okresie).

Na ich podstawie oblicz przeciętny (w danym roku) okres konwersji gotówki. Podejmij dyskusję na temat doboru odpowiednich rodzajów kosztów w celu ustalenia wartości okresu utrzymywania zapasów i okresu regulowania zobowiązań operacyjnych.

### Zadanie 3.11

Przedsiębiorstwo handlowe Pemerson uzyskało w roku  $t-1$  przychody ze sprzedaży na poziomie 60 mln zł, a koszty zakupu zapasów towarów wyniosły 48 mln zł. Koszty związane z odroczoną płatnością były równe kosztom zakupu zapasów towarów. Średnia wartość zapasów w roku  $t-1$  wynosiła 8 mln zł, należności 6 mln zł zobowiązań handlowych 12 mln zł. W roku  $t$  przychody ze sprzedaży wyniosły 72 mln zł, natomiast koszty zakupu towarów (na kredyt kupiecki) 58 mln zł. Średnia wartość zapasów w roku  $t$  wynosiła 10 mln zł, należności 9 mln zł, a zobowiązań handlowych 13 mln zł.

Oblicz i zinterpretuj zmianę okresu konwersji gotówki w analizowanych latach. Czy zmiana ta oznacza przesunięcie się w kierunku konserwatywnej, czy agresywnej strategii kapitału obrotowego netto?

### Zadanie 3.12

Firma handlowa Kallert przewiduje, że w przyszłym roku nastąpi wzrost należności z 15 mln zł do 18 mln zł. Jednocześnie okres utrzymywania zapasów ulegnie skróceniu z 45 do 40 dni. Wartość zobowiązań handlowych wzrośnie z 20 do 22 mln zł. Wiedząc, że przychody ze sprzedaży w obecnym i przyszłym roku wyniosą 120 mln zł, a koszty zakupu towarów stanowią 75% przychodów, oblicz i zinterpretuj zmianę długości *OKG*.

### Zadanie 3.13

Przychody ze sprzedaży przedsiębiorstwa Fotner wynoszą kwartalnie 25 mln zł. Koszty zakupu towarów wynoszą 80% przychodów ze sprzedaży, a zapasy stanowią 20% kosztu zakupu towarów. Należności wynoszą 12,5 mln zł. Jaki musi być minimalny okres regulowania zobowiązań operacyjnych, aby przedsiębiorstwo nie musiało finansować cyklu operacyjnego z innych źródeł niż te zobowiązania?

### Zadanie 3.14

Firma produkcyjna Sanner planuje w przyszłym kwartale bardziej restrykcyjną politykę udzielania kredytu kupieckiego. Jej wynikiem ma być skrócenie okresu spływu należności z 60 do 40 dni. Jednocześnie okres regulowania zobowiązań handlowych ma zostać wydłużony o tydzień. W związku ze zmianą strategii zakupów i utrzymywania materiałów i półproduktów wartość zapasów wzrośnie z 40 do 49 mln zł, przy zachowaniu w następnym kwartale tego samego co w obecnym poziomie kosztów wytworzenia w wysokości 90 mln zł. Oblicz i zinterpretuj zmianę długości *OKG*.

### Zadanie 3.15

Koszty zakupu towarów w przedsiębiorstwie Velten wynoszą 2,5 mln zł rocznie, zapasy stanowią 10% tych kosztów, a zobowiązania z tytułu zakupu towarów 0,6 mln zł. Jaki może być maksymalny okres spływu należności, aby przedsiębiorstwo nie musiało finansować działalności operacyjnej z innych źródeł niż zobowiązania handlowe?

### **Zadanie 3.16**

Roczne przychody ze sprzedaży w przedsiębiorstwie Remod to 5 mln zł. Koszty zakupu towarów stanowią 75% przychodów. Średni stan należności w tym przedsiębiorstwie wynosi 0,8 mln zł. Zapasy wynoszą 0,4 mln zł. Jaki musi być minimalny okres regulowania zobowiązań, aby przedsiębiorstwo nie musiało wykorzystywać innych źródeł finansowania cyklu operacyjnego niż zobowiązania z tytułu dostaw towarów? Jaka musiałby być minimalna wartość tych zobowiązań, by wystąpiła taka sytuacja?

### **Zadanie 3.17**

Przedsiębiorstwo Sevis zrealizowało roczną sprzedaż w wysokości 30 mln zł. Wszystkim odbiorcom wystawiono faktury z odroczonym o 45 dni terminem płatności. Średnia wartość należności handlowych w badanym roku wynosiła 4,2 mln zł. Ile przeciętnie dni stanowiło opóźnienie odbiorców w płatności w odniesieniu do terminu wynikającego z wystawionych faktur? Jaką przeciętnie kwotę w ciągu roku przedsiębiorstwo musiało dodatkowo „zamrozić” w należnościach ze względu na to opóźnienie?

### **Zadanie 3.18**

Według prognoz finansowych w następnym kwartale przedsiębiorstwo Promer utraci płynność finansową, gdyż zabraknie 100 tys. zł na sfinansowanie operacyjnego kapitału obrotowego. Planowana sprzedaż w tym okresie wynosi 400 tys. zł, a koszty zakupu surowców i materiałów 300 tys. zł. Przy zmianie strategii zarządzania kapitałem obrotowym netto możliwe są następujące zmiany składowych cyklu konwersji gotówki: skrócenie okresu utrzymywania zapasów o 5 dni, skrócenie okresu spływu należności o 10 dni i wydłużenie okresu regulowania zobowiązań operacyjnych o 10 dni.

Zakładając, że zmiany te nie narażą firmy na dodatkowe koszty i utratę przychodów, oblicz, jak zmieni się zapotrzebowanie na kapitał obrotowy netto i czy ostatecznie uda się zapewnić gotówkową płynność finansową.

### **Zadanie 3.19**

W przedsiębiorstwie Niam nastąpi w kolejnym roku, z uwagi na wydłużenie terminu dostawy materiałów z Azji, konieczność średniorocznego zwiększenia wartości zapasów o 280 mln zł. Część tej kwoty (150 mln zł) zostanie sfinansowana kredytem bankowym. Pozostała kwota ma być pozyskana dzięki zmianom w strategii zaciągania i udzielania kredytu kupieckiego.

Planowana roczna sprzedaż wynosi 2000 mln zł, a wartość zakupów na kredyt kupiecki 900 mln zł. Przy zmianie strategii zarządzania kapitałem obrotowym możliwe są następujące zmiany składowych cyklu konwersji gotówki: skrócenie okresu spływu należności o 10 dni i wydłużenie okresu regulowania zobowiązań operacyjnych o 21 dni.

Zakładając, że zmiany te nie narażą firmy na dodatkowe koszty i utratę przychodów, oblicz, czy dzięki nim uda się odzyskać z kapitału obrotowego 130 mln zł i finalnie zapewnić gotówkową płynność finansową.

### Zadanie 3.20

Firma Orient zajmująca się konfekcjonowaniem herbaty utrzymuje jej zapas na 60 dni działalności. Koszty zakupu surowca w kolejnym roku mają wynieść 250 mln zł. Planuje się, że należności krótkoterminowe wyniosą 40 mln zł. Firma płaci swoim dostawcom herbaty w terminie 45 dni. Oblicz, jaką średniorocznie kwotę przedsiębiorstwo musi zaangażować w prowadzenie działalności operacyjnej.

### Zadanie 3.21

W firmie Tareco sporządzono plan finansowy na nadchodzący rok. Po uwzględnieniu oczekiwanych wpływów oraz planowanych wydatków wykazuje on ujemne saldo strumieni pieniężnych o wartości  $-30\ 000$  zł. Zarząd przedsiębiorstwa planuje zapewnić płynność dzięki zmianom w strategii zarządzania składowymi kapitału obrotowego netto. Planowana na przyszły rok sprzedaż wynosi  $770\ 000$  zł, przy planowanych kosztach zakupu materiałów  $400\ 000$  zł.

- a) Jak należy zmienić okres regulowania zobowiązań względem dostawców, aby utrzymać płynność?
- b) Jak należy zmienić okres spływu należności od odbiorców, aby utrzymać płynność?
- c) Jak należy zmienić okres utrzymywania zapasów, aby utrzymać płynność?
- d) Zaproponuj zmianę strategii zarządzania składowymi kapitału obrotowego netto związaną zarówno z gospodarowaniem aktywami obrotowymi, jak i zobowiązaniami handlowymi.

### Zadanie 3.22

Według prognoz finansowych w następnym kwartale firma Compos może mieć problem z utrzymaniem płynności finansowej (zabraknie około  $80\ 000$  zł). Planowana sprzedaż w tym okresie to  $910\ 000$  zł, a koszty zakupu surowców i materiałów to  $520\ 000$  zł.

Z dodatkowych analiz wynika, że opisane poniżej zmiany w zakresie *OUZ*, *OSN* oraz *ORZ* nie narażą firmy na dodatkowe koszty i utratę przychodów. Przeanalizuj realizację poniższych strategii opartych na następujących zmianach składowych okresu konwersji gotówki:

- a) Strategia A polega na skróceniu okresu utrzymywania zapasów o 3 dni, skróceniu okresu spływu należności o 2 dni i wydłużeniu okresu regulowania zobowiązań o 4 dni. Ustal, czy zmiany te będą wystarczające do utrzymania płynności finansowej.
- b) Strategia B polega na skróceniu okresu utrzymywania zapasów o 3 dni, skróceniu okresu spływu należności o 2 dni i zmianie długości okresu regulowania zobowiązań wobec dostawców materiałów. Jak należałoby zmienić okres regulowania zobowiązań wobec dostawców materiałów, aby utrzymać płynność finansową?
- c) Strategia C polega na skróceniu okresu utrzymywania zapasów o 3 dni, wydłużeniu okresu regulowania zobowiązań o 5 dni i zmianie okresu spływu należności. Jak należałoby zmienić okres spływu należności, aby utrzymać płynność finansową?

### Zadanie 8.11

Dyrektor finansowy lokalnej piekarni Pyszności otrzymał zadanie stworzenia rachunku przepływów pieniężnych w podziale na miesiące dla pierwszego kwartału roku  $t$ . Bilans otwarcia roku  $t$  przedstawia poniższa tabela (w zł):

Aktywa		Pasywa	
Aktywa trwałe	330 000	Kapitał własny	360 000
Aktywa obrotowe		Kredyt bankowy	80 000
Zapasy materiałów	40 000	Zobowiązania handlowe	35 000
Należności handlowe	85 000		
Środki pieniężne	20 000		
<b>Aktywa razem</b>	<b>475 000</b>	<b>Pasywa razem</b>	<b>475 000</b>

Przewiduje się, że sprzedaż w styczniu wyniesie 160 000 szt. ciastek ozdobnych po 2,5 zł każde, w lutym oraz w marcu po 180 000 szt. ciastek w cenie jednostkowej 2,6 zł. Planowana wielkość jednostkowych kosztów zmiennych produkcji to 70% jednostkowej ceny sprzedaży (w tym koszty materiałów i surowców ok. 30% jednostkowej ceny sprzedaży). Koszty stałe (bez amortyzacji) wyniosą ok. 88 000 zł miesięcznie. Według planu amortyzacji środków trwałych amortyzacja będzie wynosić 3000 zł miesięcznie.

Przyjmuje się również następujące założenia:

- przeciętny okres utrzymywania zapasów materiałów w tej piekarni to 14 dni,
- odbiorcy będą w 40% płacić gotówką, a w 60% z 14-dniowym okresem płatności,
- dostawcy surowców i materiałów zgodzili się udzielić piekarni kredytu kupieckiego na okres 10 dni w styczniu oraz 15 dni w kolejnych miesiącach.

Dodatkowo przedsiębiorstwo ma zaciągnięty kredyt bankowy w wysokości 80 000 zł, od którego płaci miesięcznie odsetki w wysokości 900 zł. Na koniec marca planowana jest spłata części kredytu w wysokości 10 000 zł.

Zakładając, że stawka podatku dochodowego wynosi 20%, sporządź plan finansowy na styczeń, luty i marzec roku  $t$ .

#### Rozwiązanie – Planowanie przychodów i kosztów operacyjnych

Wyszczególnienie	Styczeń	Luty	Marzec
Ilość			
Cena jednostkowa			
<b>Przychody ze sprzedaży</b>			
Koszt zmienny jednostkowy			
<b>Koszty zmienne</b>			
Koszty stałe (bez amortyzacji)			
Amortyzacja			

Rozwiązanie – Obsługa zadłużenia

Wyszczególnienie	Styczeń	Luty	Marzec
Kredyt bank. na początek okresu	80 000		
Rata kredytu (miesięczna)			
Kredyt bank. na koniec okresu			
Odsetki od kredytu (miesięcznie)			

Rozwiązanie – Rachunek zysków i strat pro forma

Wyszczególnienie	Styczeń	Luty	Marzec
Przychody ze sprzedaży			
Koszty dział. operacyjnej:			
Koszty zmienne			
Amortyzacja			
Pozostałe koszty stałe			
<b>Zysk/strata ze sprzedaży</b>			
Koszty finansowe (odsetki)			
<b>Zysk/strata brutto</b>			
Podatek dochodowy			
<b>Zysk/strata netto</b>			



Rozwiązanie – Planowanie kapitału obrotowego netto

Wyszczególnienie	Styczeń	Luty	Marzec
Okres utrzymywania zapasów			
Okres spływu należności			
Okres regulacji zobowiązań			

Wyszczególnienie	Grudzień	Styczeń	Luty	Marzec
Koszty materiałów i surowców				
Zapasy materiałów i surowców	40 000			
Przychody ze sprzedaży na kredyt kupiecki				
Należności	85 000			
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	35 000			

Rozwiązanie – Rachunek przepływów pieniężnych proforma

Wyszczególnienie	Styczeń	Luty	Marzec
<b>Przepływy z działalności operacyjnej</b>			
Zysk/strata netto			
Amortyzacja			
Zmiana stanu zapasów			
Zmiana stanu należności			
Zmiana stanu zobowiązań handlowych			
Odsetki			
<b>Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej</b>			
<b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b>			
<b>Przepływy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

<b>Przepływy z działalności finansowej</b>			
Wpływy	0	0	0
Wydatki			
<b>Przepływy pieniężne netto z działalności finansowej</b>			
<b>Przepływy pieniężne netto, razem</b>			
Środki pieniężne na początek okresu	20 000	0	0
Środki pieniężne na koniec okresu			

#### Rozwiązanie – Bilans pro forma

<b>Wyszczególnienie</b>	<b>Styczeń</b>	<b>Luty</b>	<b>Marzec</b>
<b>Aktywa</b>			
Aktywa trwałe			
Aktywa obrotowe			
Zapasy materiałów			
Należności handlowe			
Środki pieniężne			
<b>Aktywa razem</b>			
<b>Pasywa</b>			
Kapitał własny			
Kredyt bankowy			
Zobowiązania handlowe			
<b>Pasywa razem</b>			

Wynik netto	
+ Amortyzacja	
– Δ KON	
– Przepływy inwestycyjne	
+ Nowy dług	
– Spłata zadłużenia	
<b>Wolne przepływy pieniężne dla właścicieli</b>	

Razem przepływy	
+ Wyłacone dywidendy	
– Wpływy z emisji akcji	
<b>Wolne przepływy pieniężne dla właścicieli</b>	

### Zadanie 10.7

Twoim zadaniem jest wycena przedsiębiorstwa SZ metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych przynależnych wszystkim stronom je finansującym. Stopa wzrostu przepływów pieniężnych wynosi 6% rocznie. Koszt długu przed opodatkowaniem to 10%, koszt kapitału własnego 17%, a średni ważony koszt kapitału 15%. Stawka podatku dochodowego wynosi 20%. Ponadto na podstawie szacunków zewnętrznych doradców i osób pracujących w przedsiębiorstwie wiadomo, że (dane w tys. zł):

Wyszczególnienie	Rok $t+1$	Obliczenia $FCFF$ w roku $t+1$
Zysk operacyjny <i>EBIT</i>	1 000	
Amortyzacja	180	
Odsetki zapłacone	120	
Odsetkowa tarcza podatkowa		
Wzrost zapotrzebowania na KON	110	
Wydatki inwestycyjne	340	

### Zadanie 10.8

Na podstawie poniższych informacji oszacuj przepływy pieniężne na potrzeby wyceny wartości przedsiębiorstwa CDE w okresie kolejnych trzech lat.

Przychody ze sprzedaży w nadchodzącym roku według prognozy mają wynieść 1 680 400 zł. Oczekuje się ich wzrostu o 6% w roku 2 i o 4% w roku 3. Udział kosztów zmiennych w sprzedaży wyniesie w całym okresie 47%; koszty stałe (bez amortyzacji) oszacowano w kwocie 148 000 zł rocznie. Ponoszone będą też roczne koszty amortyzacji 80 000 zł, roczne odsetki od kredytu 30 000 zł. Planowany jest wzrost kapitału obrotowego netto o 25 000 zł. Stawka podatku dochodowego 19%. W roku trzecim planowane jest także poniesienie wydatków inwestycyjnych na poziomie 200 000 zł. Kapitał obrotowy netto wyniesie 12% wartości sprzedaży, na początek okresu planowania jego wartość to 140 000 zł.

### Zadanie 10.9

Przedsiębiorstwo HADRON chce dokonać prognozy działalności na najbliższe cztery lata. Zgodnie z tymi planami w pierwszym roku:

- przychody z działalności operacyjnej wyniosą 1500 tys. zł, odpowiadające im koszty operacyjne 1120 tys. zł (w tym 45 tys. zł amortyzacji), a odsetki od kredytu 30 tys. zł,
- planowany jest wzrost kapitału obrotowego netto o 25 tys. zł,
- stawka podatku dochodowego wyniesie 20%,
- poniesione zostaną wydatki inwestycyjne na poziomie 100 tys. zł,
- planowana jest spłata części kredytu w wysokości 32 tys. zł.

W kolejnych latach planowane są następujące wolne przepływy pieniężne (*FCFF*) dla firmy HADRON (dane w tys. zł):

Przepływy	Lata			
	1	2	3	4
<i>FCFF</i> (tys. zł)		250	280	300

- a) Oszacuj przepływy (*FCFF*) w roku 1 i uzupełnij tabelę przepływów.
- b) Metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych dokonaj wyceny przedsiębiorstwa HADRON jako całości (dla wszystkich stron finansujących przedsiębiorstwo), wykorzystując dane dotyczące wolnych przepływów pieniężnych zawarte w tabeli. Przyjmij założenie, że średni ważony koszt kapitału w całym okresie jest stały i wynosi 10% oraz że wolne przepływy operacyjne będą rosły po czwartym roku w tempie 1%.

### Zadanie 10.10

Oczekuje się, że w najbliższych pięciu latach spółka PLUS+ będzie generowała wolne przepływy pieniężne przynależne wszystkim stronom finansującym, rosnące według zmiennej stopy i osiągające wartości w kolejnych latach: 10 mln zł, 25 mln zł, 43 mln zł, 56 mln zł, 65 mln zł. Po tym okresie oczekiwana stopa wzrostu przepływów wyniesie 5%. Średni ważony koszt kapitału jest równy 13%. Na moment wyceny szacunkowa wartość rynkowa długu wynosi 200 mln zł, a szacunkowa wartość rynkowa akcji uprzywilejowanych 30 mln zł. W momencie wyceny w obrocie znajduje się 30 mln akcji zwykłych.

- Dokonaj wyceny całkowitej wartości firmy metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych.
- Ile będzie wynosiła szacunkowa wartość jednej akcji zwykłej spółki PLUS+?

Wyszczególnienie	Lata				
	1	2	3	4	5
<i>FCFF</i> (mln zł)	10	25	43	56	65
PV <i>FCFF</i> (lata 1-5) (mln zł)					

Wartość <i>FCFF</i> w okresie szczegółowej prognozy	
Suma PV <i>FCFF</i> (lata 1–5)	
Wartość <i>FCFF</i> po okresie szczegółowej prognozy	
<i>FCFF</i> w roku 6	
Wartość rezydualna (w roku 5)	
Wartość bieżąca wartości rezydualnej	
Wartość wewnętrzna	
Całkowita wartość firmy	
Wartość rynkowa długu	
Wartość rynkowa akcji uprzywilejowanych	
Łączna wartość akcji zwykłych	
Liczba akcji w obrocie	
Oczekiwana cena akcji	