

**OSZACOWANIE WARTOŚCI RYNKOWEJ PRZEDSIĘBIORSTWA**  
**Park Edukacji S.A. w upadłości likwidacyjnej**  
**z siedzibą w Ossie nr 1**

---

**ZLECENIODAWCA:**

Syndyk Masy Upadłości  
Barbara Petryniak-Sidowska  
ul. Piramowicza 2 lok. 12  
90-254 Łódź

**ZLECENIOBIORCA:**

REMS Kuryłowicz Povodör  
Spółka Jawna  
93-177 Łódź  
Ul. Dąbrowskiego 17/21

**ZESPÓŁ WYCENIAJĄCY:**

Krzysztof Kuryłowicz  
Konrad Żelazowski

**ŁÓDŹ, PAŹDZIERNIK 2016**

## SPIS TREŚCI

I Wprowadzenie .....	3
1.1. Cel i zakres wyceny.....	3
1.2. Podstawa formalna wyceny.....	3
1.3. Podstawy prawne oraz źródła informacji wykorzystane w wycenie.....	3
1.4. Data wyceny .....	4
1.5. Podstawowe dane dotyczące wycenianego podmiotu.....	4
II Charakterystyka wycenianego podmiotu.....	5
2.1. Rodzaj i zakres działalności przedsiębiorstwa .....	5
2.2. Struktura majątku i źródeł finansowania przedsiębiorstwa.....	6
2.3. Wyniki finansowe oraz rentowność wycenianego podmiotu.....	10
III Wycena przedsiębiorstwa.....	12
3.1. Charakterystyka polskiego rynku hotelarskiego .....	12
3.2. Wybór metody wyceny .....	16
3.3. Wycena przedsiębiorstwa metodą likwidacyjną .....	18
3.3.1. Wycena aktywów przedsiębiorstwa .....	19
3.3.2. Oszacowanie wartości przedsiębiorstwa .....	26
3.4. Wycena przedsiębiorstwa metodą DCF .....	28
3.4.1. Założenia przyjęte w wycenie .....	29
3.4.1.1. Okres prognozy .....	29
3.4.1.2. Prognoza przepływów pieniężnych.....	29
3.4.1.3. Oszacowanie stopy dyskontowej .....	32
3.4.2. Oszacowanie wartości przedsiębiorstwa.....	34
IV Wnioski i rekomendacje.....	36
V Ocena możliwości wyodrębnienia zorganizowanych części przedsiębiorstwa.....	37
VI Składniki przedsiębiorstwa obciążone hipoteką, zastawem, zastawem rejestrowym, zastawem skarbowym, hipoteką morską lub innymi prawami .....	37
VII Załączniki .....	43

## **I Wprowadzenie**

### **1.1. Cel i zakres wyceny**

Celem wyceny jest określenie wartości rynkowej przedsiębiorstwa Park Edukacji S.A. w upadłości likwidacyjnej z siedzibą w miejscowości Ossa nr 1 dla potrzeb sprzedaży przedsiębiorstwa w postępowaniu upadłościowym w trybie art. 316-324 Prawa upadłościowego.

### **1.2. Podstawa formalna wyceny**

Wycena sporządzona została na zlecenie syndyka masy upadłości – Panią Barbarę Petryniak-Sidowską

### **1.3. Podstawy prawne oraz źródła informacji wykorzystane w wycenie**

- Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964r. Kodeks cywilny (z późniejszymi zmianami)
- Ustawa z dnia 15 września 2000r. Kodeks spółek handlowych (z późniejszymi zmianami)
- Ustawa z dnia 29 września 1994r. o rachunkowości (z późniejszymi zmianami);
- Ustawa z dnia 28 lutego 2003r. Prawo upadłościowe (z późniejszymi zmianami) – w brzmieniu obowiązującym przed 1 stycznia 2016r.
- Ustawa z dnia 30 czerwca 2000r. Prawo własności przemysłowej (z późniejszymi zmianami)
- Ustawa z dnia 15 lutego 1992r. o podatku dochodowym od osób prawnych (z późniejszymi zmianami)
- Krajowe Standardy Wyceny Specjalistyczne (KSWS) – Ogólne zasady wyceny przedsiębiorstw (Uchwała RK nr 10/2011 z dnia 11.07.2011r.)
- Dokumentacja księgowo-finansowa dotycząca przedmiotowej Spółki
- Spis inwentarza sporządzony przez syndyka masy upadłości
- Odpisy z ksiąg wieczystych nieruchomości stanowiących własność przedsiębiorstwa
- Wypis z kartoteki budynków oraz wypis z rejestru gruntów stanowiących własność przedsiębiorstwa
- Operat szacunkowy z wyceny nieruchomości będących własnością przedmiotowej Spółki
- Ekspertyzy z zakresu wyceny środków transportu będących własnością przedmiotowej Spółki

## 1.4. Data wyceny

Wycenę przedsiębiorstwa sporządzono na dzień **05 października 2016r.**

## 1.5. Podstawowe dane dotyczące wycenianego podmiotu

<b>Nazwa:</b>	Park Edukacji Spółka akcyjna w upadłości likwidacyjnej
<b>Siedziba:</b>	96-200 Rawa Mazowiecka Miejscowość Ossa nr 1
<b>REGON:</b>	017273118
<b>NIP:</b>	5272341717
<b>Zarząd:</b>	Grzegorz Krzanik – Prezes zarządu, Małgorzata Chechlińska – Wiceprezes zarządu
<b>Kapitał zakładowy:</b>	24 213 000zł dzielony na 24 213 000 akcji o wartości nominalnej 1 zł
<b>Rodzaj przeważającej działalności:</b>	Hotele i podobne obiekty zakwaterowania
<b>Przedmiot pozostałej działalności:</b>	Pola kempingowe (włączając pola dla pojazdów kempingowych) i pola namiotowe Restauracje i inne stałe placówki gastronomiczne Ruchome placówki gastronomiczne Przygotowywanie i dostarczanie żywności dla odbiorców zewnętrznych (katering) Pozostała usługowa działalność gastronomiczna Przygotowywanie i podawanie napojów Działalność organizatorów turystyki Działalność obiektów służących poprawie kondycji fizycznej Działalność usługowa związana z poprawą kondycji fizycznej

## II Charakterystyka wycenianego podmiotu

### 2.1. Rodzaj i zakres działalności przedsiębiorstwa

Wyceniane przedsiębiorstwo powstało w 2013r. pod nazwą Hotel Ossa Grupa Trip S.A. w wyniku przekształcenia przedsiębiorstwa „OSSA” Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością zawiązanej 27.03.2001r. z siedzibą w Ossie (wpisanej do Krajowego Rejestru Sądowego w Sądzie Rejonowym dla Łodzi – Śródmieścia w Łodzi XX Wydział KRS pod numerem 0000006977) w spółkę akcyjną. Podstawą przekształcenia Spółki była uchwała Nadzwyczajnego Zgromadzenia Wspólników w formie aktu notarialnego z dnia 28.10.2013r. (REP. A Nr 6652/2013). W dniu 11.04.2016r. została podjęta uchwała Nadzwyczajnego Zgromadzenia Wspólników w sprawie zmiany nazwy podmiotu z Hotel Ossa Grupa Trip S.A. na Park Edukacji S.A. W dniu 07.06.2016r. Sąd Rejonowy dla Łodzi – Śródmieścia w Łodzi XIV Wydział Gospodarczy dla spraw Upadłościowych i Restrukturyzacyjnych ogłosił upadłość spółki obejmującą likwidację majątku (XIV GU 37/16). Sąd wyznaczył syndyka masy upadłości - Barbarę Petryniak-Sidowską.

Wyceniany podmiot prowadzi szeroko rozumianą działalność hotelową. Na jej potrzeby powstało wielofunkcyjne Centrum Kongresowe, w którego skład wchodzi hotel z bazą noclegową dla 1000 osób (522 pokoje, w tym 40 apartamentów), z zespołem 30 sal konferencyjnych, powierzchnią wystawienniczą (3500 m<sup>2</sup>), strefą Wellnes & Spa, a także 5 restauracji, parking dla 800 samochodów oraz tereny rekreacyjne wokół hotelu (fot. 1).

Fot. 1. Centrum Kongresowe przedsiębiorstwa Park Edukacji S.A. w upadłości likwidacyjnej



Centrum usytuowane jest w sąsiedztwie drogi ekspresowej S8, 60 km od Warszawy oraz Łodzi. Posiada szeroką ofertę usług zarówno dla gości biznesowych jak i dla rodzin z dziećmi. W ramach segmentu biznesowego przedsiębiorstwo oferuje organizację konferencji, targów i spotkań branżowych, pikników firmowych, eventów z koncertami i pokazami artystycznymi. Oferta w segmencie rodzinnym obejmuje oprócz noclegów, możliwość korzystania z zabiegów relaksacyjnych i kosmetycznych w gabinetach Spa, z atrakcji plenerowych (miasteczko Ossa Kids, boiska i korty tenisowe, wycieczki piesze i rowerowe), organizację spotkań rodzinnych i wesel, biesiad, pikników rodzinnych oraz imprez okolicznościowych. Podstawowe statystyki charakteryzujące zakres i skalę działalności wycenianego przedsiębiorstwa prezentuje tabela 1.

**Tab. 1. Charakterystyka podstawowych obszarów działalności wycenianego podmiotu**

Wyszczególnienie	2012	2013	2014	2015
Liczba pokoi w eksploatacji	522	522	522	522
Sprzedane pokojonocce	73 625	66 614	69 108	65 072
Sprzedane osobonocce	119 922	114 798	118 587	110 494
Przychody cz. hotelowa	19 381 000	14 875 906	15 756 099	14 270 296
Przychody cz. gastronomiczna	32 972 091	28 468 287	30 057 304	27 344 575
Przychody cz. Spa	1 075 252	584 785	447 777	324 995

## 2.2. Struktura majątku i źródeł finansowania przedsiębiorstwa

Majątek wycenianego przedsiębiorstwa składa się przede wszystkim z aktywów trwałych. Ich udział w wartości majątku ogółem wynosi 96,5%. Zasadniczą ich część stanowią nieruchomości, które wraz z odpowiednim wyposażeniem są podstawą prowadzonej działalności gospodarczej. Zgodnie z danymi bilansowymi na dzień 06.06.2016r. udział nieruchomości w wartości majątku trwałego przedsiębiorstwa wynosił 93%, natomiast w wartości aktywów ogółem 90%. Aktywa obrotowe przedsiębiorstwa stanowią 3,5% ogólnej sumy bilansowej, a ich zasadniczą częścią są należności krótkoterminowe (88% wartości aktywów obrotowych oraz 3% wartości aktywów ogółem). Podstawową charakterystykę majątku przedsiębiorstwa przedstawia tabela 2.

**Tab. 2. Struktura aktywów wycenianej Spółki (udział % w wartości aktywów ogółem)**

<b>AKTYWA</b>	<b>31.12.2012</b>	<b>31.12.2013</b>	<b>31.12.2014</b>	<b>31.12.2015</b>	<b>06.06.2016</b>
<b>A. AKTYWA TRWAŁE</b>	98,25%	98,15%	98,03%	95,72%	96,51%
<b>I. Wartości niematerialne i prawne</b>	0,05%	0,04%	0,04%	0,03%	0,03%
<b>II Rzeczowe aktywa trwałe</b>	97,84%	97,72%	97,53%	95,59%	96,48%
<b>III Należności długoterminowe</b>	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>IV Inwestycje długoterminowe</b>	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>V. Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe</b>	0,36%	0,39%	0,46%	0,10%	0,00%
<b>B. AKTYWA OBROTOWE</b>	1,75%	1,85%	1,97%	4,28%	3,49%
<b>I. Zapasy</b>	0,28%	0,26%	0,25%	0,07%	0,00%
<b>II. Należności krótkoterminowe</b>	0,84%	1,44%	1,43%	3,20%	3,09%
<b>III. Inwestycje krótkoterminowe</b>	0,50%	0,12%	0,28%	0,96%	0,10%
<b>IV Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe</b>	0,12%	0,02%	0,01%	0,04%	0,30%

W strukturze finansowania przedsiębiorstwa dominują kapitały obce. Udział zobowiązań ogółem w ogólnej sumie bilansowej wynosi ponad 99%. Składają się na nie przede wszystkim zobowiązania z tytułu kredytów i pożyczek. Wartość długu oprocentowanego wynosiła (wg stanu na 06.06.2016r.) 188,9 mln zł. W kolejnych latach zaobserwować można sukcesywny wzrost znaczenia kapitałów obcych w finansowaniu wycenianego podmiotu (por. tab. 3). Przyjęta strategia finansowania (bazująca głównie na kapitałach obcych) istotnie odbiegała od średnich wskaźników dla branży hotelarskiej (por. tab. 7) co miało istotny wpływ na wyniki przedsiębiorstwa w badanym okresie oraz ponoszone ryzyko finansowe.

**Tab. 3. Struktura pasywów wycenianej Spółki (udział % w wartości pasywów ogółem)**

<b>PASYWA</b>	<b>31.12.2012</b>	<b>31.12.2013</b>	<b>31.12.2014</b>	<b>31.12.2015</b>	<b>06.06.2016</b>
<b>A. KAPITAŁ WŁASNY</b>	7,19%	5,79%	6,88%	4,18%	0,85%
<b>B. ZOBOWIĄZANIA I REZERWY NA ZOBOWIĄZANIA</b>	92,81%	94,21%	93,12%	95,82%	99,15%
Wskaźnik ogólnego zadłużenia (DR)	0,93	0,94	0,93	0,96	0,99

Szczegółową charakterystykę majątku przedsiębiorstwa oraz źródeł jego finansowania w latach 2012-poł. 2016 przedstawia tabela 4.

Tab. 4. Bilans przedsiębiorstwa Park Edukacji S.A.

AKTYWA					
	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015	06.06.2016
<b>A. AKTYWA TRWAŁE</b>	<b>233 627 146,11</b>	<b>228 219 127,04</b>	<b>223 199 418,08</b>	<b>217 366 262,88</b>	<b>214 888 439,60</b>
<b>I. Wartości niematerialne i prawne</b>	118 237,28	101 488,68	84 740,08	73 616,14	66 110,33
<b>II Rzeczowe aktywa trwałe</b>	<b>232 661 055,56</b>	<b>227 218 844,36</b>	<b>222 061 177,30</b>	<b>217 065 759,53</b>	<b>214 822 329,27</b>
<b>1. Środki trwałe</b>	<b>232 479 675,56</b>	<b>227 218 844,36</b>	<b>222 061 177,30</b>	<b>217 065 759,53</b>	<b>214 822 329,27</b>
a) grunty	4 368 969,31	4 368 969,31	4 368 969,31	4 368 969,31	4 368 969,31
b) budynki, lokale i obiekty inżynierii lądowej i wodnej	205 425 339,92	202 611 722,46	199 785 876,65	197 055 042,57	195 829 992,55
c) urządzenia techniczne i maszyny	13 446 209,56	12 554 297,11	11 946 150,74	11 055 513,29	10 678 618,27
d) środki transportu	110 415,56	170 794,85	92 654,69	79 445,19	12 118,92
e) inne środki trwałe	9 128 741,21	7 513 060,63	5 867 525,91	4 506 789,17	3 932 630,22
2. Środki trwałe w budowie	181 380,00	0,00	0,00	0,00	0,00
3. Zaliczki na środki trwałe w budowie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>III Należności długoterminowe</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
1. Od jednostek powiązanych	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
2. Od pozostałych jednostek	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>IV Inwestycje długoterminowe</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
1. Nieruchomości	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
2. Wartości niematerialne i prawne	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
3. Długoterminowe aktywa finansowe	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
4. Inne inwestycje długoterminowe	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>V. Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe</b>	<b>847 853,27</b>	<b>898 794,00</b>	<b>1 053 500,70</b>	<b>226 887,21</b>	<b>0,00</b>
<b>B. AKTYWA OBROTOWE</b>	<b>4 163 997,85</b>	<b>4 299 476,06</b>	<b>4 473 927,13</b>	<b>9 725 487,84</b>	<b>7 780 390,62</b>
<b>I. Zapasy</b>	<b>664 283,04</b>	<b>608 565,14</b>	<b>566 914,33</b>	<b>169 022,27</b>	<b>0,00</b>
1. Materiały	648 189,43	606 867,32	566 914,33	167 807,31	0,00
2. Półprodukty i produkty w toku	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
3. Produkty gotowe	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
4. Towary	16 093,61	1 697,82	0,00	1 214,96	0,00
5. Zaliczki na poczet dostaw	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>II. Należności krótkoterminowe</b>	<b>2 002 570,30</b>	<b>3 349 914,95</b>	<b>3 244 388,78</b>	<b>7 268 217,27</b>	<b>6 874 917,42</b>
1. Należności od jednostek powiązanych	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
a) z tytułu dostaw i usług	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
b) inne	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
2. Należności od pozostałych jednostek	2 002 570,30	3 349 914,95	3 244 388,78	7 268 217,27	6 874 917,42
a) z tytułu dostaw i usług o okresie spłaty	1 871 409,20	2 896 716,51	2 569 830,40	6 134 403,60	5 949 028,10
do 12 miesięcy	1 871 409,20	2 896 716,51	2 569 830,40	6 134 403,60	5 949 028,10
powyżej 12 miesięcy	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
b) z tytułu podatków, dotacji, ceł, ubezpieczeń społecznych i zdrowotnych oraz innych świadczeń	126 014,17	437 415,20	663 533,57	1 124 868,88	908 082,13
c) inne	5 146,93	15 783,24	11 024,81	8 944,79	17 807,19
d) dochodzone na drodze sądowej	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>III. Inwestycje krótkoterminowe</b>	<b>1 199 982,25</b>	<b>285 352,33</b>	<b>638 344,23</b>	<b>2 188 214,62</b>	<b>222 728,42</b>
1. Krótkoterminowe aktywa finansowe	1 199 982,25	285 352,33	638 344,23	2 188 214,62	222 728,42
a) w jednostkach powiązanych	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
b) w pozostałych jednostkach	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
c) środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	1 199 982,25	285 352,33	638 344,23	2 188 214,62	222 728,42
środki pieniężne w kasie i na rachunkach	1 199 982,25	110 352,33	638 344,23	1 836 254,08	222 728,41
inne środki pieniężne	0,00	175 000,00	0,00	351 960,54	0,01
inne aktywa pieniężne	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
2. Inne inwestycje krótkoterminowe	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>IV Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe</b>	<b>297 162,26</b>	<b>55 643,64</b>	<b>24 279,79</b>	<b>100 033,68</b>	<b>682 744,78</b>
<b>SUMA AKTYWÓW</b>	<b>237 791 143,96</b>	<b>232 518 603,10</b>	<b>227 673 345,21</b>	<b>227 091 750,72</b>	<b>222 668 830,22</b>



<b>PASYWA</b>					
	<b>31.12.2012</b>	<b>31.12.2013</b>	<b>31.12.2014</b>	<b>31.12.2015</b>	<b>06.06.2016</b>
<b>A. KAPITAŁ WŁASNY</b>	<b>17 107 309,67</b>	<b>13 461 574,14</b>	<b>15 672 718,27</b>	<b>9 482 793,26</b>	<b>1 901 780,27</b>
I. Kapitał podstawowy	17 706 000,00	24 213 000,00	24 213 000,00	24 213 000,00	24 213 000,00
II. Należne wpłaty na kapitał podstawowy (wielkość ujemna)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
III. Udziały (akcje) własne (wielkość ujemna)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
IV. Kapitał zapasowy	9 507 049,64	3 381 671,13	3 381 671,13	5 592 815,26	5 592 815,26
V. Kapitał z aktualizacji wyceny	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
VI. Pozostałe kapitały rezerwowe	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
VII. Zysk (strata) z lat ubiegłych	-9 760 971,46	-9 760 971,46	-14 133 096,99	-14 133 096,99	-20 323 022,00
VIII. Zysk (strata) netto	-344 768,51	-4 372 125,53	2 211 144,13	-6 189 925,01	-7 581 012,99
IX. Odpisy z zysku netto w ciągu roku obrotowego (wielkość ujemna)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>B. ZOBOWIĄZANIA I REZERWY NA ZOBOWIĄZANIA</b>	<b>220 683 834,29</b>	<b>219 057 028,96</b>	<b>212 000 626,94</b>	<b>217 608 957,46</b>	<b>220 767 049,95</b>
I. Rezerwy na zobowiązania	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>II. Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>183 634 146,50</b>	<b>178 341 990,49</b>	<b>169 440 842,99</b>	<b>8 331 650,91</b>	<b>4 740 830,48</b>
1. Wobec jednostek powiązanych	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
2. Wobec pozostałych jednostek	183 634 146,50	178 341 990,49	169 440 842,99	8 331 650,91	4 740 830,48
a) kredyty i pożyczki	183 634 146,50	178 281 588,94	168 162 708,97	8 163 458,29	4 620 258,73
b) z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
c) inne zobowiązania finansowe	0,00	0,00	1 278 134,02	168 192,62	120 571,75
d) inne	0,00	60401,55	0,00	0,00	0,00
<b>III. Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>15 523 613,52</b>	<b>19 838 680,18</b>	<b>22 333 140,29</b>	<b>189 627 511,55</b>	<b>196 626 391,30</b>
1. Wobec jednostek powiązanych	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
a) z tytułu dostaw i usług	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
b) kredyty i pożyczki	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
c) inne	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
2. Wobec pozostałych jednostek	15 523 613,52	19 838 680,18	22 333 140,29	189 627 511,77	196 626 391,30
a) kredyty i pożyczki	7 519 435,54	8 373 853,79	9 433 228,67	172 535 938,07	182 383 087,06
b) z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
c) inne zobowiązania finansowe	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
d) z tytułu dostaw i usług	5 568 629,51	7 746 389,45	7 951 297,40	7 628 937,01	5 796 255,31
e) zaliczki otrzymane na dostawy	1 107 032,54	1 278 759,56	1 659 591,64	1 258 571,94	370 187,76
f) zobowiązania wekslowe	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
g) zobowiązania z tyt. Podatków, dotacji, ceł, ubezpieczeń społecznych i zdrowotnych oraz innych świadczeń	801 218,39	1 643 376,66	2 468 166,39	4 983 093,11	7 287 098,78
h) z tytułu wynagrodzeń	392 221,60	678 942,17	639 548,72	619 809,29	109 653,26
i) inne	135 075,94	117 358,55	181 307,47	2 601 162,35	680 109,13
3. Fundusze specjalne	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>IV Rozliczenia międzyokresowe</b>	<b>21 526 074,27</b>	<b>20 876 358,29</b>	<b>20 226 643,66</b>	<b>19 649 794,78</b>	<b>19 399 828,17</b>
<b>SUMA PASYWÓW</b>	<b>237 791 143,96</b>	<b>232 518 603,10</b>	<b>227 673 345,21</b>	<b>227 091 750,72</b>	<b>222 668 830,22</b>

### 2.3. Wyniki finansowe oraz rentowność wycenianego podmiotu

W obszarze działalności operacyjnej Spółka utrzymywała w latach 2012-2015 zdolność do generowania zysków. Uwzględniając jednak wysokie koszty finansowe związane z obsługą zaciągniętych kredytów i pożyczek wyceniany podmiot, z wyjątkiem 2014r., generował ujemny wynik finansowy na działalności gospodarczej. Koszty operacyjne stanowiły średnio 78% uzyskiwanych przychodów operacyjnych (udział tych kosztów z pominięciem amortyzacji wynosił 66,4% przychodów operacyjnych). Głównymi składowymi kosztów operacyjnych były koszty zużytych materiałów i energii (udział w kosztach operacyjnych na poziomie 28,5%), koszty wynagrodzeń (udział w kosztach operacyjnych na poziomie 22,5%) oraz usługi obce (udział w kosztach operacyjnych na poziomie 15%). Poziom zadłużenia Spółki determinował wysokie koszty jego obsługi. Udział kosztów finansowych (obejmujących przede wszystkim odsetki od kredytów) w przychodach operacyjnych przedsiębiorstwa wynosił średnio 29%. Podstawową strukturę przychodów oraz kosztów działalności wycenianego podmiotu przedstawia tabela 5.

**Tab. 5. Rachunek zysków i strat przedsiębiorstwa Park Edukacji S.A.**

Wyszczególnienie	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
<b>A. Przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów</b>	<b>53 435 869,19</b>	<b>43 942 120,76</b>	<b>46 262 356,35</b>	<b>41 952 160,66</b>
I. Przychody netto ze sprzedaży produktów	53 435 869,19	43 942 120,76	46 262 356,35	41 952 160,66
II. Zmiana stanu produktów	0,00	0,00	0,00	0,00
III. Koszt wytworzenia produktów na własne potrzeby jednostki	0,00	0,00	0,00	0,00
IV. Przychody netto ze sprzedaży towarów i materiałów	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>B. Koszty działalności operacyjnej</b>	<b>40 083 563,82</b>	<b>37 212 856,85</b>	<b>35 981 960,70</b>	<b>32 604 299,23</b>
I. Amortyzacja	5 380 866,51	5 379 133,65	5 416 186,24	5 112 829,83
II. Zużycie materiałów i energii	12 153 197,93	10 359 882,55	10 338 675,00	9 265 587,80
III. Usługi obce	6 132 274,52	5 570 575,90	6 198 315,10	4 362 921,79
IV. Podatki i opłaty	1 711 767,18	1 496 312,51	1 585 896,49	1 571 550,54
V. Wynagrodzenia	7 937 064,37	7 954 646,64	8 336 111,96	8 699 781,09
VI. Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	1 468 646,99	1 420 870,39	1 531 360,98	1 534 444,20
VII. Pozostałe koszty rodzajowe	5 299 746,32	5 031 435,21	2 575 414,93	2 057 183,98
VIII. Wartość sprzedanych towarów i materiałów	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>C. Zysk (strata) ze sprzedaży</b>	<b>13 352 305,37</b>	<b>6 729 263,91</b>	<b>10 280 395,65</b>	<b>9 347 861,43</b>
<b>D. Pozostałe przychody operacyjne</b>	<b>1 455 356,91</b>	<b>918 354,59</b>	<b>953 981,50</b>	<b>1 025 701,28</b>
I. Zysk ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych	0,00	0,00	-19 561,41	0,00
II. Dotacje	649 716,02	649 715,98	649 714,63	576 848,88
III. Inne przychody operacyjne	805 640,89	268 638,61	323 828,28	448 852,40
<b>E. Pozostałe koszty operacyjne</b>	<b>29 291,67</b>	<b>331 498,22</b>	<b>92 073,69</b>	<b>709 478,34</b>
I. Strata ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych	0,00	0,00	0,00	0,00
II. Aktualizacja wartości aktywów niefinansowych	0,00	0,00	0,00	0,00
III. Inne koszty operacyjne	29 291,67	331 498,22	92 073,69	709 478,34
<b>F. Zysk (strata) z działalności operacyjnej</b>	<b>14 778 370,61</b>	<b>7 316 120,28</b>	<b>11 142 303,46</b>	<b>9 664 084,37</b>
<b>G. Przychody finansowe</b>	<b>472 084,04</b>	<b>1 107,17</b>	<b>3 500 643,86</b>	<b>407,52</b>
I. Dywidendy i udziały w zyskach	0,00	0,00	0,00	0,00

II. Odsetki	689,52	5,47	643,34	27,99
III. Zysk ze zbycia inwestycji	0,00	0,00	0,00	0,00
IV. Aktualizacja wartości inwestycji	0,00	0,00	0,00	0,00
V. Inne	471 394,52	1 101,70	3 500 000,00	379,53
<b>H. Koszty finansowe</b>	<b>15 233 229,56</b>	<b>11 740 293,71</b>	<b>12 586 509,89</b>	<b>15 027 803,41</b>
I. Odsetki	15 186 624,85	11 740 021,18	12 586 129,75	15 028 070,19
II. Strata ze zbycia inwestycji	0,00	0,00	0,00	0,00
III. Aktualizacja wartości inwestycji	0,00	0,00	0,00	0,00
IV. Inne	46 604,71	272,53	380,14	-266,78
<b>I. Zysk (strata) z działalności gospodarczej</b>	<b>17 225,09</b>	<b>-4 423 066,26</b>	<b>2 056 437,43</b>	<b>-5 363 311,52</b>
<b>J. Wynik zdarzeń nadzwyczajnych</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>K. Zysk (strata) brutto</b>	<b>17 225,09</b>	<b>-4 423 066,26</b>	<b>2 056 437,43</b>	<b>-5 363 311,52</b>
<b>L. Podatek dochodowy</b>	<b>361 993,60</b>	<b>-50 940,73</b>	<b>-154 706,70</b>	<b>826 613,49</b>
<b>M. Pozostałe obowiązkowe zmniejszenia zysku (zwiększenia straty)</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>N. Zysk (strata) netto</b>	<b>-344 768,51</b>	<b>-4 372 125,53</b>	<b>2 211 144,13</b>	<b>-6 189 925,01</b>

Historyczne wskaźniki rentowności przedsiębiorstwa wykazują jego relatywnie wysoką efektywność jedynie na poziomie działalności operacyjnej. Wysokie koszty finansowe (koszty odsetek od zaciągniętych kredytów i pożyczek), ponoszone przez wyceniany podmiot w związku z jego zadłużeniem, miały zasadniczy wpływ na poziom ponoszonych strat w kolejnych latach (za wyjątkiem 2014r.) oraz ujemne wartości wskaźników rentowności ROA, ROE oraz ROS (por. tabela 6).

**Tab. 6. Wybrane wskaźniki rentowności dla lat 2012-2015**

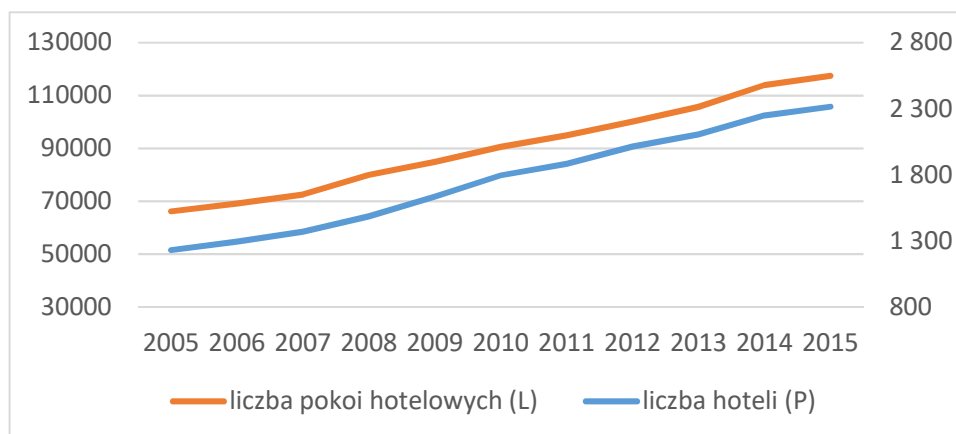
Wyszczególnienie	2012	2013	2014	2015
Rentowność działalności operacyjnej (EBIT)	26,92%	16,31%	23,60%	22,49%
Rentowność aktywów ogółem (ROA)	-0,14%	-1,88%	0,97%	-2,73%
Rentowność kapitału własnego (ROE)	-2,02%	-32,48%	14,11%	-65,28%
Rentowność sprzedaży (ROS)	-0,65%	-9,95%	4,78%	-14,75%

### III Wycena przedsiębiorstwa

#### 3.1. Charakterystyka polskiego rynku hotelarskiego

Od wielu lat obserwowany jest konsekwentny wzrost bazy hotelowej w Polsce oraz poprawa jej jakości. W ciągu ostatniego dziesięciolecia liczba hoteli wzrosła o 80%, natomiast liczba dostępnych pokoi hotelowych o 70% (por. rys. 1).

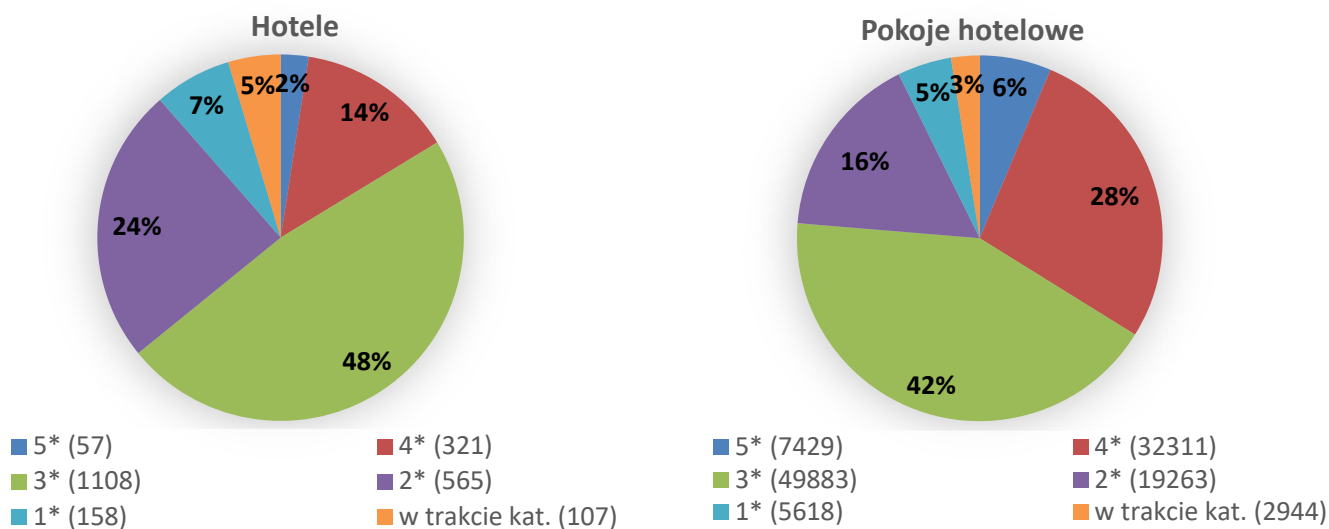
Rys. 1 Baza hotelowa w Polsce



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS

Zgodnie z danymi GUS w 2015r. na rynku krajowym funkcjonowało ponad 2 300 hoteli. Największa liczba pokoi dostępna była w obiektach 3-gwiazdkowych (42%) oraz 4-gwiazdkowych (28%). W ujęciu przestrzennym najbardziej rozbudowaną bazę hotelową posiada województwo mazowieckie (17,7 tys. pokoi hotelowych) oraz małopolskie (16,5 tys. pokoi hotelowych), z kolei województwami o najsłabiej rozwiniętej infrastrukturze hotelowej są woj. opolskie (1,6 tys. pokoi hotelowych) oraz woj. podlaskie (1,8 tys. pokoi hotelowych).

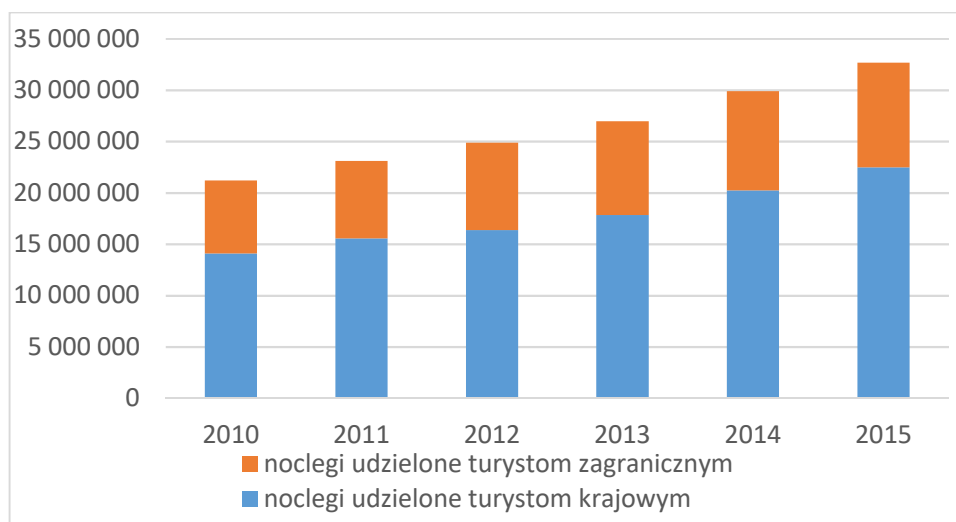
Rys. 2. Struktura jakościowa bazy hotelowej w 2015r.



Czynnikiem sprzyjającym rozwojowi branży hotelarskiej z pewnością jest utrzymująca się dobra sytuacja makroekonomiczna Polski. Towarzyszący jej rozwój sektora nowoczesnych usług dla biznesu zwiększa liczbę gości z otoczenia biznesowego i korporacyjnego. Także sukcesywna rozbudowa i poprawa infrastruktury komunikacyjnej oraz wzrost rozpoznawalności i atrakcyjności Polski za granicą zwiększają ruch turystyczny w kraju, a co za tym idzie liczbę osób korzystających z usług hoteli<sup>1</sup>.

Cechą charakterystyczną polskiej branży hotelowej jest duży udział popytu krajowego. Średnio 75% noclegów udzielanych jest turystom krajowym (rys. 3). Wpływa to stabilizująco na funkcjonowanie całej branży w okresach mniejszego napływu turystów zagranicznych, jednak ogranicza możliwości podnoszenia cen za świadczone usługi<sup>2</sup>.

Rys. 3. Liczba noclegów udzielonych turystom krajowym i zagranicznym



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS

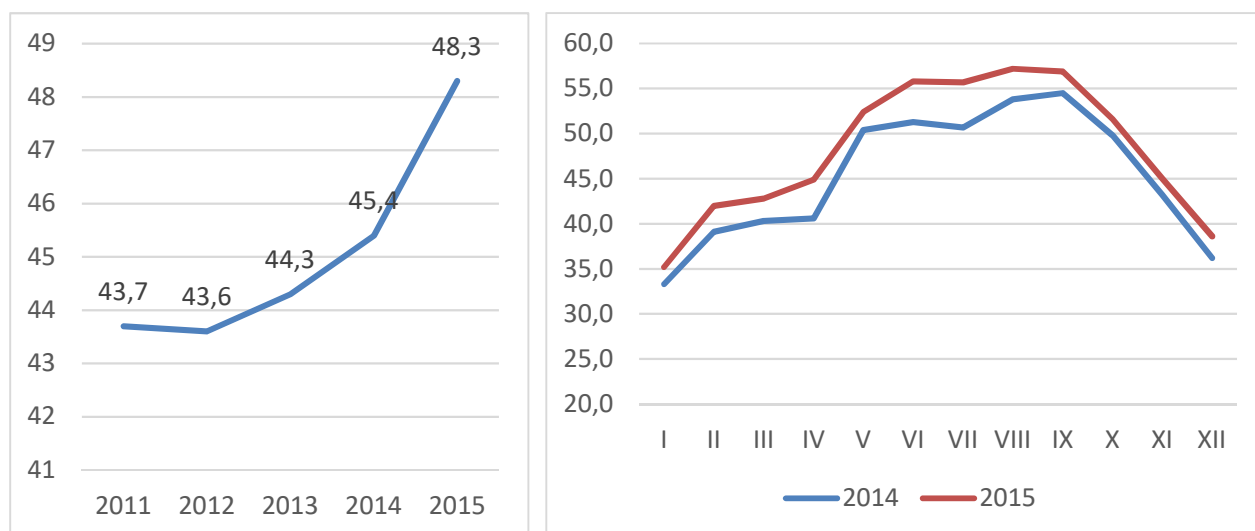
Rosnący popyt na usługi hotelowe znajduje swoje odzwierciedlenie w wyższym obłożeniu pokoi hotelowych<sup>3</sup>. W 2015r. stopień wykorzystania pokoi wyniósł 48,3% i w ciągu ostatnich 5 lat wzrósł o 5 pkt procentowych. Miesiącami o najwyższym poziomie obłożenia są tradycyjnie miesiące wakacyjne (52%-57%), natomiast najniższy poziom wykorzystania pokoi przypada na okres zimowy (33%-38%).

<sup>1</sup> Rynek hotelarski w Polsce. Raport 2016, Brog Marketing 2016.

<sup>2</sup> PKO BP, Monitoring Branżowy, Hotele 2016

<sup>3</sup> Knight Frank, Polska. Rynek komercyjny 2015/16

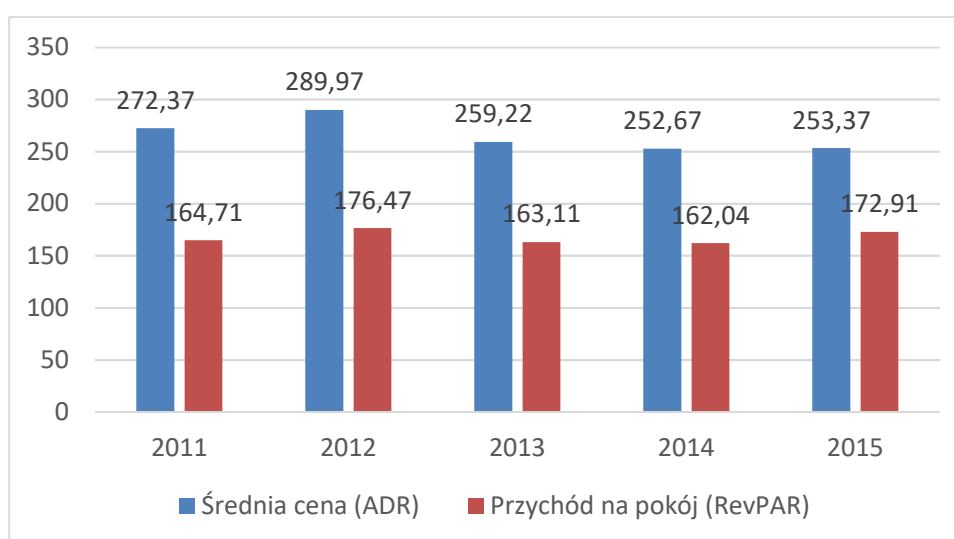
Rys. 4 Stopień wykorzystania pokoi hotelowych w Polsce (w %)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS

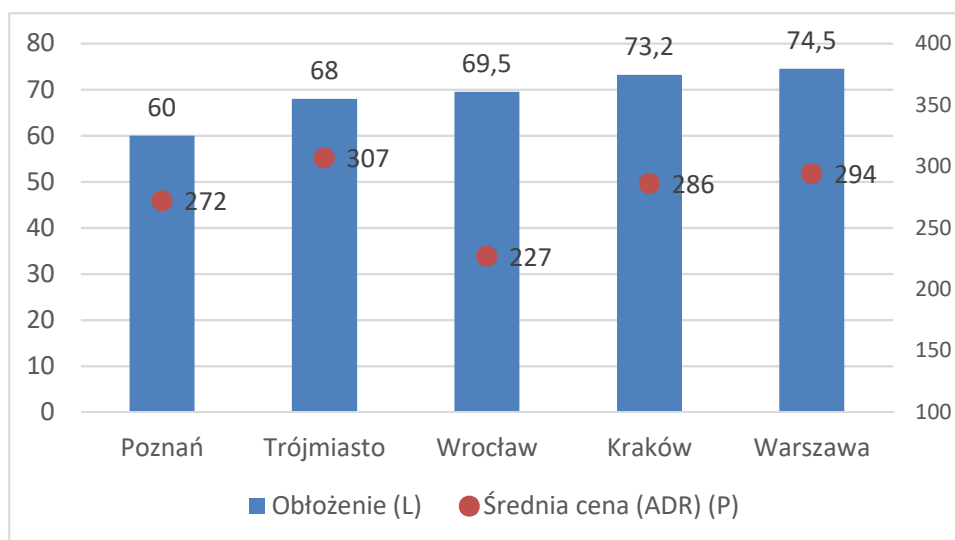
Dobra koniunktura na rynku hotelarskim nie wpłynęła jednak znacząco na średnią cenę uzyskiwaną za pokój. Pomimo wzrostu popytu na rynku, towarzysząca mu rozbudowa bazy hotelowej oraz silna konkurencja utrzymują ceny na względnie stabilnym poziomie. Średnia cena za pokój (ADR) w 2015r. dla całego rynku wyniosła 253,40 zł, natomiast średni przychód na pokój (uwzględniający poziom obłożenia) kształtował się na poziomie 172,90 zł (rys. 5). Zdecydowanie wyższe wskaźniki operacyjne odnotowują hotele w dużych miastach. Dzięki potencjałowi biznesowemu, lepszej infrastrukturze i większej liczbie turystów poziom obłożenia pokoi przekracza 60%, z kolei ceny za pokój (z wyjątkiem Wrocławia) wahają się w przedziale 272 zł-307 zł (rys. 6).

Rys. 5. Podstawowe wskaźniki operacyjne dla branży hotelowej w Polsce



Źródło: Horwath HTL, Hotel Guidebook 2015/16. Poland & CEE

Rys. 6. Wskaźniki operacyjne hoteli w dużych miastach (czerwiec 2016r.)



Źródło: Rynek hotelarski w Polsce. Raport 2016, Brog Marketing 2016.

Sytuacja finansowa podmiotów gospodarczych funkcjonujących w branży hotelarskiej (PKD 55.1 - Hotele i podobne obiekty zakwaterowania) jest silnie zróżnicowana. W 2015r. odsetek podmiotów rentownych wyniósł 67% i był wyższy w stosunku do lat poprzednich o 7-8 pkt procentowych. Wzrosła także rentowność przedsiębiorstw: wskaźnik rentowności sprzedaży (ROS) z poziomu 5,5% w 2014r. do 8,2%, natomiast wskaźnik rentowności kapitału własnego (ROE) wzrósł z 4,3% do 6,4%. Sytuację finansową podmiotów gospodarczych branży hotelarskiej z ostatnich lat przedstawia tabela 7.

**Tab. 7. Sytuacja finansowa jednostek gospodarczych z branży hotelarskiej**

Wskaźnik	2012	2013	2014	2015
Rentowność sprzedaży netto (ROS)	12,50%	3,60%	5,50%	8,20%
Rentowność kapitału własnego (ROE)	9,50%	2,50%	4,30%	6,40%
Rentowność aktywów (ROA)	4,60%	1,30%	2,00%	3,00%
Wskaźnik ogólnego zadłużenia (DR)	0,52	0,5	0,52	0,52
Nakłady inwestycyjne/amortyzacja	1,1	1	1	1,8

Źródło: PKO BP, Monitoring Branżowy, Hotele 2016

Prognozy dotyczące rynku hotelarskiego zakładają utrzymanie się tendencji wzrostowej w najbliższych latach. Rozwój ten możliwy będzie dzięki popytowi wewnętrznemu, ale również rosnącemu zainteresowaniu Polską ze strony turystów zagranicznych, wybierających bezpieczne lokalizacje na swoje wyjazdy wakacyjne i spotkania biznesowe. Należy spodziewać się w związku z tym zwiększenia obłożenia pokoi i wyższych cen za usługi hotelowe.

### 3.2. Wybór metody wyceny

Ze względu na złożony i zróżnicowany charakter podmiotów gospodarczych, których celem jest pomnażanie kapitału właścicieli w procesie realizowanej działalności produkcyjnej, handlowej bądź usługowej, brak jest uniwersalnego spojrzenia na wartość przedsiębiorstwa i czynników, które tą wartość tworzą.

Celem niniejszej wyceny jest oszacowanie wartości rynkowej przedsiębiorstwa. Zgodnie z art. 55<sup>1</sup> Kodeksu cywilnego *przedsiębiorstwo jest zorganizowanym zespołem składników niematerialnych i materialnych przeznaczonym do prowadzenia działalności gospodarczej. Obejmuje ono w szczególności:*

- 1) *oznaczenie indywidualizujące przedsiębiorstwo lub jego wyodrębnione części (nazwa przedsiębiorstwa);*
- 2) *własność nieruchomości lub ruchomości, w tym urządzeń, materiałów, towarów i wyrobów, oraz inne prawa rzeczowe do nieruchomości lub ruchomości;*
- 3) *prawa wynikające z umów najmu i dzierżawy nieruchomości lub ruchomości oraz prawa do korzystania z nieruchomości lub ruchomości wynikające z innych stosunków prawnych;*
- 4) *wierzytelności, prawa z papierów wartościowych i środki pieniężne;*
- 5) *koncesje, licencje i zezwolenia;*
- 6) *patenty i inne prawa własności przemysłowej;*
- 7) *majątkowe prawa autorskie i majątkowe prawa pokrewne;*
- 8) *tajemnice przedsiębiorstwa;*
- 9) *księgi i dokumenty związane z prowadzeniem działalności gospodarczej.*

W procesie wyceny szacowana jest wartość rynkowa przedsiębiorstwa. Jest to szczególna kategoria wartości definiowana jako: „...wyrażona w pieniądzu lub odpowiednim ekwiwalencie wartość przedmiotu wyceny, przy szacowaniu której zakłada się, że w transakcji biorą udział typowy hipotetyczny kupujący i typowy hipotetyczny sprzedający, zainteresowani przeprowadzeniem transakcji i niedziałający pod przymusem (nakazem)<sup>4</sup>.”

Odzwierciedleniem złożonego charakteru procesu szacowania wartości przedsiębiorstw jest rozbudowana metodologia ich wyceny. Typowa klasyfikacja metod wyceny pozwala wyodrębnić podejście majątkowe, dochodowe, porównawcze oraz mieszane. Wybór konkretnej

---

<sup>4</sup> PFSRM, *Powszechne Krajowe Zasady Wyceny*, Nota Interpretacyjna nr 5, Ogólne zasady wyceny przedsiębiorstw, s. 7.



metody podyktowany jest celem wyceny, rodzajem szacowanej wartości, specyfiką wycenianego podmiotu czy wymogami zlecniodawcy.

W praktyce wyceny podmiotów gospodarczych do najczęściej stosowanych rozwiązań należą metody dochodowe oraz metody majątkowe. Zgodnie z założeniami metod dochodowych wartość przedsiębiorstw uwzględnia ich zdolność do generowania dochodów dla podmiotów je finansujących. Istota wyceny sprowadza się zatem do oszacowania wartości bieżącej przyszłych dochodów prognozowanych do uzyskania przez inwestorów w ramach danego przedsięwzięcia gospodarczego przy danym poziomie ryzyka tejże działalności. W procesie poszukiwania wartości rynkowej, metody dochodowe w szerokim zakresie odwzorują mechanizm rynkowej wyceny aktywów inwestycyjnych i ich potencjału dochodowego<sup>5</sup>.

W przypadku metod majątkowych wartość przedsiębiorstwa postrzegana jest przez pryzmat wartości posiadanych przez niego składników majątkowych. Zgodnie z koncepcją wyceny majątkowej przedsiębiorstwo jest tyle warte ile wart jest jego majątek. Procedura szacowania wartości podmiotów gospodarczych sprowadza się zatem do identyfikacji i wyceny bilansowych i pozabilansowych składników majątku przedsiębiorstwa. Uwzględniając fakt finansowania się podmiotów gospodarczych kapitałem obcym, wartość majątkowa może być szacowana jako wartość brutto oraz netto, czyli wartość pomniejszona o zadłużenie<sup>6</sup>.

Wybór metody wyceny przedmiotowego przedsiębiorstwa determinowany jest przede wszystkim jego sytuacją prawną oraz ekonomiczno-finansową, a także celem wyceny, którym jest oszacowanie wartości dla potrzeb sprzedaży przedsiębiorstwa w postępowaniu upadłościowym.

Szczegółowe wytyczne dotyczące oszacowania wartości przedsiębiorstwa upadłego na potrzeby jego sprzedaży zawiera art. 319 ustawy z dnia 28 lutego 2003r. Prawo upadłościowe (w brzmieniu przed 1 stycznia 2016r.):

*Art. 319. 1. Sędzia-komisarz, na wniosek syndyka, przed sprzedażą przedsiębiorstwa wyznacza biegłego do sporządzenia opisu i oszacowania przedsiębiorstwa oraz jego zorganizowanych części. Może jednak tego zaniechać, jeżeli opisu i oszacowania przedsiębiorstwa lub jego zorganizowanych części dokonano przy sporządzeniu spisu inwentarza i oszacowaniu masy upadłości.*

---

<sup>5</sup> K. Żelazowski, *Majątkowe metody wyceny przedsiębiorstw* [w:] I. Miciuła red., *Wycena przedsiębiorstw*, Warszawa 2015, s. 69-70.

<sup>6</sup> I. Miciuła, *Majątkowe metody wyceny przedsiębiorstw* [w:] I. Miciuła red., *Wycena przedsiębiorstw*, Warszawa 2015, s. 28.

2. Opis przedsiębiorstwa powinien określać w szczególności przedmiot działalności przedsiębiorstwa, nieruchomości wchodzące w jego skład, ich obszar oraz oznaczenie księgi wieczystej lub zbioru dokumentów, inne środki trwałe, stwierdzone prawa, a także obciążenia.

3. W oszacowaniu należy odrębnie podać wartość przedsiębiorstwa w całości oraz jego zorganizowanych części, jeżeli mogą być wydzielone do sprzedaży.

4. Jeżeli składniki przedsiębiorstwa są obciążone hipoteką, zastawem, zastawem rejestrowym, zastawem skarbowym, hipoteką morską lub innymi prawami i skutkami ujawnienia praw i roszczeń osobistych, w oszacowaniu należy oddzielnie podać, które z tych praw pozostają w mocy po sprzedaży, a także ich wartość oraz wartość składników nimi obciążonych oraz stosunek wartości poszczególnych składników obciążonych do wartości przedsiębiorstwa.

W opracowaniu wartość spółki Park Edukacji S.A. w upadłości likwidacyjnej oszacowana została dwiema metodami: metodą majątkową oraz dochodową. W ramach podejścia majątkowego zastosowano metodę likwidacyjną z uwzględnieniem uwarunkowań prawnych wyceny wynikających z przepisów Prawa upadłościowego. W ramach podejścia dochodowego zastosowano metodę zdyskontowanych przepływów pieniężnych (metoda DCF). Zastosowanie obu podejść w wycenie pozwoli na wyeksponowanie głównych czynników kreujących wartość podmiotu oraz określenie jego potencjału majątkowego oraz dochodowego.

### **3.3. Wycena przedsiębiorstwa metodą likwidacyjną**

Metoda likwidacyjna zwana także metodą upłynnienia polega na określeniu wartości przedsiębiorstwa odpowiadającej kwocie środków pieniężnych, jakie można uzyskać ze sprzedaży składników jego aktywów w drodze przetargu lub aukcji, po spłaceniu jego zobowiązań i pokryciu wydatków związanych bezpośrednio z likwidacją<sup>7</sup>.

Uwzględniając stan prawny szacowanego przedsiębiorstwa przedmiotem wyceny w metodzie likwidacyjnej były wyłącznie jego składniki majątkowe (aktywa), gdyż zgodnie z art. 317 ust. 2 Prawa upadłościowego *nabywca przedsiębiorstwa upadłego nabywa je w stanie wolnym od obciążeń i nie odpowiada za zobowiązania upadłego*. Ponadto w wycenie przyjęto następujące założenia:

---

<sup>7</sup> B. Nita, *Metody wyceny i kształtowania wartości przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2007r., s. 65.

- podstawą identyfikacji składników majątkowych przedsiębiorstwa był bilans sporządzony na dzień 06.06.2016r. oraz spis inwentarza przygotowany przez syndyka masy upadłości;
- w wycenie aktywów uwzględniono ich stan techniczny, funkcjonalny, prawny, ceny identycznych lub podobnych składników majątkowych na rynku pierwotnym i wtórnym, specjalistyczne opracowania przygotowane przez rzeczoznawców;
- w wycenie nie uwzględniono środków pieniężnych (gotówki);
- w wycenie nie uwzględniono należności przedsiębiorstwa, zgodnie z ustaleniami będą one egzekwowane przez syndyka masy upadłości odrębnie.

### 3.3.1. Wycena aktywów przedsiębiorstwa

#### ▪ Aktywa trwałe

#### Wartości niematerialne i prawne

Na rzecz wycenianego przedsiębiorstwa zarejestrowany został słowno-graficzny znak towarowy. Poniżej przedstawione zostały podstawowe informacje dotyczące przedmiotowego znaku pochodzące z bazy Urzędu Patentowego Rzeczypospolitej Polskiej:

<b>Nazwa</b>	hotelossa CONGRESS & SPA
<b>Rodzaj znaku</b>	SG (słowno-graficzny)
<b>Numer zgłoszenia</b>	345326
<b>Numer prawa wyłącznego</b>	224654
<b>Data zgłoszenia</b>	2008-08-26
<b>Zgłaszający/Uprawniony</b>	"OSSA" Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością
<b>Numer WUP</b>	07/2010
<b>Data publikacji WUP</b>	2010-07-30
<b>Numer BUP</b>	25/2008
<b>Data publikacji BUP</b>	2008-12-08
<b>Klasyfikacja nicejska</b>	35: reklama, doradztwo w zakresie organizowania i prowadzenia działalności gospodarczej 39: usługi turystyczne zawarte w tej klasie, w tym organizowanie wycieczek, organizowanie podróży, transport podróżnych, wypożyczanie samochodów 43: usługi hoteli, restauracji, usługi związane z prowadzeniem kempingu, w tym udostępnianie terenu i urządzeń na kempingach
<b>Klasyfikacja wiedeńska</b>	01.01.01, 01.01.05, 27.05.01, 29.01.12
<b>Data wygaśnięcia</b>	2018-08-26



Zgodnie z art. 120. 1. Ustawy z dnia 30 czerwca 2000 r. Prawo własności przemysłowej (PWP): *znakiem towarowym może być każde oznaczenie, które można przedstawić w sposób graficzny, jeżeli oznaczenie takie nadaje się do odróżnienia towarów jednego przedsiębiorstwa od towarów innego przedsiębiorstwa.*

*Na znak towarowy może być udzielone prawo ochronne (art. 121 PWP) Czas trwania prawa ochronnego na znak towarowy wynosi 10 lat od daty zgłoszenia znaku towarowego w Urzędzie Patentowym (art. 153. ust. 2 PWP). Prawo ochronne na znak towarowy może zostać, na wniosek uprawnionego, przedłużone, w drodze decyzji, dla wszystkich lub części towarów na kolejne okresy dziesięcioletnie (art. 153. ust. 3 PWP).*

Głównym zadaniem znaku towarowego jest umożliwienie klientom zidentyfikowania i odróżnienia towaru lub usługi pochodzącej z konkretnego przedsiębiorstwa od towarów lub usług pochodzących z innych przedsiębiorstw<sup>8</sup>. Znak towarowy może być źródłem istotnych korzyści finansowych dla jego właściciela, przez co można mu przypisać określoną wartość. Wartość znaku towarowego odzwierciedla dodatkowe korzyści finansowe uzyskiwane przez przedsiębiorcę ze sprzedaży produktów lub usług dzięki oznaczeniu ich danym znakiem towarowym. Literatura przedmiotu wyodrębnia 3 podstawowe podejścia stosowane w wycenie znaku towarowego (marki):

- Kosztowe – określające wartość znaku towarowego (marki) jako sumę historycznych wydatków poniesionych przez przedsiębiorstwo w celu stworzenia oraz promowania marki. Metody kosztowe uznaje się jednak za mało wiarygodne ze względu na brak silnej zależności pomiędzy kosztami budowania znaku towarowego (marki), a jego zdolnością do generowania korzyści dla jego właścicieli<sup>9</sup>.

<sup>8</sup> Charkiewicz S., Chmura A., Chmura R., Dobosz E., Gędek M., Kruk M., Podgórska A., *Znaki towarowe w działalności małych i średnich przedsiębiorstw*, Warszawa 2008.

<sup>9</sup> Urbanek G., *Wycena przedsiębiorstwa i wybranych składników majątkowych*, [w:] (red.), *Ekonomia finansów prawo gospodarcze Podręcznik dla sędziów i prokuratorów*, Uniwersytet Łódzki Wydział Zarządzania, Łódź 2015, s. 98-100.

- Rynkowe – określające wartość znaku towarowego na podstawie porównania z transakcjami rynkowymi dotyczącymi identycznych lub podobnych znaków. Praktyczne znaczenie tych metod jest ograniczone ze względu na sporadyczną liczbę transakcji znakami towarowymi (markami), a przez to brak informacji o wartości rynkowej podobnych znaków, które stanowią podstawę wyceny w tej metodzie<sup>10</sup>.
- Dochodowe – określające wartość znaku towarowego (marki) jako sumy zdyskontowanych na datę wyceny przyszłych korzyści wynikających z posiadania danego znaku towarowego (marki)<sup>11</sup>.

W wycenie znaku towarowego stanowiącego własność Spółki Park Edukacji S.A. w upadłości likwidacyjnej zastosowano należącą do grupy metod dochodowych metodę zwolnienia z opłat licencyjnych (*relief from royalty approach*). Zgodnie z tą metodą wartość znaku towarowego (marki) szacowana jest jako wartość bieżąca przyszłych opłat licencyjnych z których płatca przedsiębiorstwo jest zwolnione będąc właścicielem wycenianego znaku towarowego (marki)<sup>12</sup>. Procedura wyceny w tej metodzie obejmuje:

- prognozę przyszłych przychodów ze sprzedaży produktów lub usług oznaczonych danym znakiem towarowym (marką);
- ustalenie na podstawie danych rynkowych wysokości stawki licencyjnej dla znaku towarowego (marki);
- określenie wysokości rocznych opłat licencyjnych jako iloczynu przychodów ze sprzedaży produktów/usług oznaczonych znakiem towarowym (marką) i przyjętej stawki opłat licencyjnych skorygowanych o podatek dochodowy;
- wyznaczenie wartości bieżącej opłat licencyjnych na podstawie formuły:

$$W_{zt} = \sum_{t=1}^n \frac{LP_t}{(1+d)^t} + RV \cdot \frac{1}{(1+d)^n}$$

gdzie:

$W_{zt}$  - wartość znaku towarowego

$LP_t$  - roczna opłata licencyjna

$d$  - stopa dyskontowa

<sup>10</sup> Stamborska M., Michalak K., *Wycena aktywów niematerialnych dla potrzeb PPA* [w:] Panfil M., Szablewski A., (red.) *Dylematy wyceny przedsiębiorstwa*, Poltext 2013.

<sup>11</sup> Tamże, s. 312.

<sup>12</sup> Panfil M., *Wycena aktywów niematerialnych dla potrzeb alokacji ceny nabycia według MSSF 3*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 690, Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia nr 51/2012, s. 733.

*RV* - wartość rezydualna znaku towarowego na koniec prognozy szczegółowej  
n – okres prognozy szczegółowej.

W wycenie znaku towarowego *hotelossa CONGRESS & SPA* przyjęto następujące założenia:

1. Opłaty licencyjne naliczane są od prognozowanych przychodów ze sprzedaży wycenianego przedsiębiorstwa tylko w części generowanej przez działalność hotelową. Na podstawie historycznych wyników Spółki ustalono, iż jest to 34% jej całkowitych przychodów operacyjnych.
2. Typowe stawki opłat licencyjnych w uznanych sieciach franczyzowych branży hotelarskiej wynoszą 3% – 6% od obrotu realizowanego na działalności hotelowej<sup>13</sup>. Uwzględniając mniejszą rozpoznawalność i siłę wycenianego znaku towarowego przyjęto w jego wycenie stawkę opłat licencyjnych na poziomie 1%.
3. Stopę dyskontową przyjęto na poziomie średniego ważonego kosztu kapitału przedsiębiorstwa – 8,35%.
4. W kalkulacji wartości rezydualnej znaku towarowego przyjęto, podobnie jak w wycenie całego przedsiębiorstwa, stałe tempo wzrostu opłat licencyjnych na poziomie 2,75%.
5. Istotny wpływ na wartość znaku towarowego przedmiotowej Spółki ma jej stan prawny (przedsiębiorstwo w upadłości likwidacyjnej). W praktyce wyceny znaków towarowych (marek) należących do przedsiębiorstw w upadłości, stosowane są dodatkowe korekty wartości bazowej w formie dyskonta. Na wartość dyskonta, które waha się zwyczajowo w przedziale 30%-90%, wpływ ma m.in. czas jaki upłynął od daty ogłoszenia upadłości do daty sprzedaży danego aktywa<sup>14</sup>. W wycenie przedmiotowego znaku towarowego uwzględniono dyskonto na poziomie 70%.

Oszacowanie wartości znaku towarowego *hotelossa CONGRESS & SPA* prezentuje tabela 8.

---

<sup>13</sup> Kachniewska M., *Franczyza – koszty i opłaty, ABC inwestycji hotelowych 2014/15*, HOTELARZ 2015, s. 33.

<sup>14</sup> Pęksyk M., *Wyzwania szacowania wartości znaku firmowego w warunkach upadłości i postępowania naprawczego*, *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia* nr 60/2013, s. 661.

**Tab. 8. Szacunek wartości znaku towarowego przedsiębiorstwa Park Edukacji S.A. w upadłości likwidacyjnej**

Wyszczególnienie	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
Przychody operacyjne ogółem	47 383 092,79	49 752 247,43	52 239 859,80	54 851 852,79	57 594 445,43
Przychody z cz. hotelowej	16 110 251,55	16 915 764,13	17 761 552,33	18 649 629,95	19 582 111,45
Oplaty licencyjne brutto	161 102,52	169 157,64	177 615,52	186 496,30	195 821,11
Oplaty licencyjne po skorygowaniu o podatek dochodowy	130 493,04	137 017,69	143 868,57	151 062,00	158 615,10
Współczynnik dyskontujący	0,923	0,852	0,786	0,726	0,670
Zdyskontowane strumienie opłat licencyjnych	120 436,58	116 712,89	113 104,32	109 607,32	106 218,45
Wartość rezydualna (RV)					2 910 303,89
Zdysk. wartość rezydualna (DRV)					1 948 918,88
Wartość znaku towarowego					2 514 998,44
Wartość znaku towarowego z 70% dyskontem					<b>754 499,53</b>

Oprócz znaku towarowego w skład wartości niematerialnych i prawnych przedmiotowego przedsiębiorstwa wchodzi licencje na oprogramowanie komputerowe (systemy operacyjne, pakiety biurowe, programy antywirusowe oraz oprogramowanie do obsługi multimediów i zarządzania firmą). W wycenie tych składników uwzględniono ich przydatność dla prowadzonej działalności gospodarczej, występowanie bardziej aktualnych i nowoczesnych zamienników oraz ceny identycznego lub podobnego oprogramowania na rynku wtórnym. Ich łączna wartość oszacowana została na poziomie **98 620 zł**.

Zbiorcze zestawienie wartości rynkowej posiadanych przez przedsiębiorstwo wartości niematerialnych i prawnych przedstawia tab. 9.

**Tab. 9. Wartość WNiP stanowiących własność przedsiębiorstwa Park Edukacji S.A. w upadłości likwidacyjnej**

Składnik WNiP	Wartość rynkowa
Znak towarowy	754 500
Licencje na oprogramowanie komputerowe	98 620
<b>RAZEM</b>	<b>853 120</b>

Wartość WNiP wchodzących w skład szacowanego przedsiębiorstwa wynosi:

$$W_{ST} = 853\,120 \text{ zł}$$

(słownie: osiemset pięćdziesiąt trzy tysiące sto dwadzieścia złotych)

## Nieruchomości

Głównymi składnikami majątku wycenianego przedsiębiorstwa są nieruchomości. Ich udział w majątku ogółem (wg stanu na dzień 06.06.2016) wynosi 89.9%. Są to zarówno nieruchomości gruntowe zabudowane obiektami Centrum Kongresowego jak i nieruchomości niezabudowane obejmujące rozległe tereny zielone wokół budynków hotelowych. Podstawową charakterystykę nieruchomości będących własnością wycenianej Spółki prezentuje tab. 10.

**Tab. 10. Nieruchomości stanowiące własność przedsiębiorstwa Park Edukacji S.A. w upadłości likwidacyjnej**

Nr księgi wieczystej	Nr działki	Rodzaj nieruchomości	Powierzchnia gruntu	Powierzchnia zabudowy
KW LD1R/00038251/7	303/2	Nieruchomość gruntowa	0,4445 ha	-
KW LD1R/00038023/0	307/2 318/1	Nieruchomość gruntowa	2,6979 ha	-
KW LD1R/00037923/2	306	Nieruchomość gruntowa	0,33 ha	-
KW LD1R/00037765/6	314	Nieruchomość gruntowa	0,59 ha	-
KW LD1R/00003074/8	304 315	Nieruchomość gruntowa	1,59 ha	-
KW LD1R/00005259/3	305 316 317 319	Nieruchomość gruntowa zabudowana	6,85 ha	13 202 m <sup>2</sup>

Wartość rynkowa nieruchomości przedsiębiorstwa oszacowana została przez rzeczoznawców majątkowych z uwzględnieniem ich specyfiki, stanu prawnego i technicznego oraz aktualnych uwarunkowań rynkowych. Przedmiotem wyceny był cały zespół nieruchomości składających się na Centrum Kongresowe. Szczegółowe informacje dotyczące wyceny nieruchomości zawarte zostały w operacie szacunkowym stanowiącym załącznik do niniejszego opracowania.

Wartość nieruchomości wchodzących w skład majątku szacowanego przedsiębiorstwa wynosi:

$$W_N = 188\,239\,000 \text{ zł}$$

(słownie: sto osiemdziesiąt osiem milionów dwieście trzydzieści dziewięć tysięcy złotych)

## Środki transportu

Przedsiębiorstwo jest właścicielem dwóch samochodów osobowych: Opel Vivaro i Suzuki Splash oraz samochodu ciężarowego: Opel Combo. Ich wartość rynkowa oszacowana



została przez uprawnionego rzeczoznawcę z uwzględnieniem ich charakterystyki i oceny technicznej oraz aktualnych uwarunkowań rynkowych. Sporządzone wyceny samochodów stanowią załącznik do niniejszego opracowania. Szczegółowe informacje dotyczące wartości środków transportu przedsiębiorstwa zawiera tab. 11.

**Tab. 11. Środki transportu stanowiące własność przedsiębiorstwa Park Edukacji S.A. w upadłości likwidacyjnej**

L.p.	Środek transportu	Wartość rynkowa*
1	Samochód osobowy Opel Vivaro Nr rej.: ERW 06TY	14 634,15
2	Samochód osobowy Suzuki Splash Nr rej.: ERW 9A48	12 520,33
3	Samochód ciężarowy Opel Combo Nr rej.: ERW 07TY	7 317,07
<b>RAZEM</b>		<b>34 471,55</b>

\* Wartość netto bez podatku VAT

Wartość środków transportu wchodzących w skład szacowanego przedsiębiorstwa wynosi:

$$W_{ST} = 34\,470 \text{ zł}$$

(słownie: trzydzieści cztery tysiące czterysta siedemdziesiąt złotych)

### **Pozostałe składniki majątku trwałego**

W ramach pozostałych aktywów trwałych uwzględnione zostały maszyny, urządzenia i wyposażenie nieruchomości związane z prowadzoną przez przedsiębiorstwo działalnością. Ich szczegółową strukturę i wycenę zawiera załącznik do niniejszego opracowania (Spis i wycena pozostałych aktywów trwałych stanowiących własność przedsiębiorstwa Park Edukacji S.A. w upadłości likwidacyjnej). W wycenie przyjęto ich wartość na poziomie:

$$W_{PAT} = 6\,945\,600 \text{ zł}$$

(słownie: sześć milionów dziewięćset czterdzieści pięć tysięcy sześćset złotych)

### **Należności długoterminowe**

Zgodnie z ewidencją bilansową przedsiębiorstwa (stan na dzień 06.06.2016r.) należności długoterminowe nie występowały. Ponadto były one wyłączone z wyceny.

## Inwestycje długoterminowe

Zgodnie z ewidencją bilansową przedsiębiorstwa (stan na dzień 06.06.2016r.) inwestycje długoterminowe nie występowały. W wycenie ich wartość przyjęto na poziomie 0 zł.

### ▪ Aktywa obrotowe

#### Zapasy

Zgodnie z ewidencją bilansową przedsiębiorstwa (stan na dzień 06.06.2016r.) zapasy nie występowały. W wycenie ich wartość przyjęto na poziomie 0 zł

#### Należności krótkoterminowe

Zgodnie z ewidencją bilansową przedsiębiorstwa (stan na dzień 06.06.2016r.) należności krótkoterminowe wynosiły 6 874 917,42 zł, były to przede wszystkim należności z tytułu dostaw i usług. Należności krótkoterminowe, zgodnie z przyjętymi założeniami, zostały wyłączone z wyceny.

#### Inwestycje krótkoterminowe

Zgodnie z ewidencją bilansową przedsiębiorstwa (stan na dzień 06.06.2016r.) inwestycje krótkoterminowe wynosiły 222 728,42 zł i obejmowały one środki pieniężne w kasie (gotówka). Zgodnie z przyjętymi założeniami gotówka została wyłączona z wyceny.

### 3.3.2. Oszacowanie wartości przedsiębiorstwa

Wartość przedsiębiorstwa w metodzie likwidacyjnej oszacowana została jako suma wartości poszczególnych składników jego majątku. Zbiorcze zestawienie wartości aktywów przedsiębiorstwa przedstawia tabela 12.

**Tab. 12. Wartość likwidacyjna aktywów przedsiębiorstwa**

Wyszczególnienie	Wartość likwidacyjna
<b>AKTYWA TRWAŁE</b>	<b>196 072 190</b>
I Wartości niematerialne i prawne	853 120
II Rzeczowe aktywa trwałe	195 219 070
1. Nieruchomości	188 239 000

2. Środki transportu	34 470
3. Pozostałe aktywa trwałe	6 945 600
III Należności długoterminowe	Wyłączone z wyceny
IV Inwestycje długoterminowe	0
<b>AKTYWA OBROTOWE</b>	<b>0</b>
I Zapasy	0
II Należności krótkoterminowe	Wyłączone z wyceny
III Inwestycje krótkoterminowe	Wyłączone z wyceny
<b>SUMA AKTYWÓW</b>	<b>196 072 190</b>

**Wartość przedsiębiorstwa oszacowana  
na podstawie metody likwidacyjnej wynosi  
(w zaokrągleniu do tys. zł):**

$$W_M = 196\,072\,000 \text{ zł}$$

(sto dziewięćdziesiąt sześć milionów siedemdziesiąt dwa tysiące złotych)

### 3.4. Wycena przedsiębiorstwa metodą DCF

W metodach dochodowych wyceny przedsiębiorstw wartość rynkowa określana jest na podstawie prognozowanej dochodowości podmiotu gospodarczego. Wartość jest tym wyższa, im wyższy poziom przyszłych dochodów generowanych przez wyceniany podmiot. W rozwiniętych gospodarkach rynkowych, metody dochodowe uznawane są za najefektywniejsze metody wyceny, odwzorowujące typowe podejście racjonalnych inwestorów w ocenie atrakcyjności inwestycyjnej przedsiębiorstwa.

W metodzie zdyskontowanych przepływów pieniężnych (metoda DCF) miarą przyszłych dochodów generowanych przez przedsiębiorstwo są przepływy pieniężne (zestawienie wpływów i wydatków przedsiębiorstwa w kolejnych latach jego funkcjonowania). Wartość przedsiębiorstwa określana jest na podstawie formuły:

$$W_p = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+d)^t} + RV \cdot \frac{1}{(1+d)^n}$$

gdzie:

$W_p$  - wartość przedsiębiorstwa

$CF_t$  - roczny przepływ pieniężny generowany przez wyceniany podmiot

$d$  - stopa dyskontowa

$RV$  - wartość rezydualna (wartość przedsiębiorstwa na koniec prognozy szczegółowej)

$n$  – okres prognozy szczegółowej.

$$RV = \frac{CF_n \cdot (1+g)}{d-g}$$

gdzie:

$CF_n$  - przepływ pieniężny z ostatniego roku prognozy

$g$  - stopa wzrostu przepływów pieniężnych po okresie prognozy.

### **3.4.1. Założenia przyjęte w wycenie**

#### **3.4.1.1. Okres prognozy**

W procesie wyceny okres szczegółowej prognozy przepływów pieniężnych zazwyczaj zawiera się w przedziale 5-10 lat. Uwzględniana w wycenie liczba lat prognozy zdeterminowana jest szeregiem czynników, w tym rodzajem prowadzonej działalności, planowaną działalnością inwestycyjną, zmiennością rynku, długością i aktualną fazą cyklu koniunkturalnego.

W wycenie przyjęto 5-letni okres prognozy przepływów pieniężnych (lata 2017-2021). Przepływy generowane po upływie 5 lat uwzględnione zostały w wartości rezydualnej. W kalkulacji wartości rezydualnej przyjęto stabilne tempo wzrostu przepływów pieniężnych na poziomie 2,75% rocznie (średnie prognozowane tempo wzrostu gospodarczego dla Polski po 2021r.<sup>15</sup>).

#### **3.4.1.2. Prognoza przepływów pieniężnych**

- **Przychody z działalności operacyjnej**

Uwzględniając perspektywy rozwoju rynku usług hotelarskich w Polsce oraz historyczne dane GUS (z ostatnich 3 lat) dotyczące dynamiki wzrostu przychodów z działalności operacyjnej podmiotów gospodarczych z sekcji *Zakwaterowanie i gastronomia*, zatrudniających powyżej 250 osób, przyjęto dla okresu prognozy dynamikę wzrostu przychodów na poziomie 5% rocznie.

- **Koszty działalności operacyjnej**

W prognozie kosztów działalności operacyjnej (bez amortyzacji) założono, iż zmieniać się będą adekwatnie do skali prowadzonej działalności. Na podstawie analizy danych historycznych (lata 2012-2015) przyjęto, iż koszty operacyjne (bez amortyzacji) stanowić będą 67% przychodów operacyjnych.

---

<sup>15</sup> Ministerstwo Rozwoju i Finansów, *Wytoczne dotyczące założeń makroekonomicznych na potrzeby wieloletnich prognoz finansowych jednostek samorządu terytorialnego*, Warszawa 2016.

Poziom odpisów amortyzacyjnych dla kolejnych lat oszacowano jako 2,4% wartości aktywów trwałych (z pominięciem gruntów) wycenianego podmiotu. Prognozę przychodów i kosztów operacyjnych przedstawia tabela 13.

- **Zmiany w kapitale obrotowym netto**

W prognozie zmian w kapitale obrotowym wycenianego podmiotu przyjęto wskaźniki rotacji należności, zapasów oraz zobowiązań w dniach na podstawie średnich ich wartości dla branży hotelarskiej w latach 2012-2015<sup>16</sup>. (por. tabela 14).

---

<sup>16</sup> PKO BP, Monitoring Branżowy, Hotele 2016

**Tabela 13. Prognoza przychodów i kosztów operacyjnych**

Wyszczególnienie	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
<b>Przychody operacyjne</b>	54 891 226,10	44 860 475,35	47 216 337,85	42 977 861,94	45 126 755,04	47 383 092,79	49 752 247,43	52 239 859,8	54 851 852,79	57 594 445,43
<b>Dynamika</b>		0,817	1,053	0,910	1,050	1,050	1,050	1,050	1,050	1,050
<b>Koszty działalności operacyjnej (bez amortyzacji)</b>	34 731 988,98	32 165 221,42	30 657 848,15	28 200 947,74	30 234 925,87	31 746 672,17	33 334 005,78	35 000 706,07	36 750 741,37	38 588 278,44
<b>Udział kosztów operacyjnych (bez amortyzacji) w przychodach operacyjnych</b>	0,63	0,72	0,65	0,66	0,67	0,67	0,67	0,67	0,67	0,67
<b>Amortyzacja</b>	5 380 866,51	5 379 133,65	5 416 186,24	5 112 829,83	5 111 935,046	5 124 203,69	5 136 501,78	5 148 829,38	5 161 186,57	5 173 573,42

**Tabela 14. Prognoza zmian w kapitale obrotowym netto**

Wyszczególnienie	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
<b>Wskaźnik rotacji należności</b>	13,5	27,4	25,2	62,4	21,0	21,0	21,0	21,0	21,0	21,0
<b>Wskaźnik rotacji zapasów</b>	4,5	5,0	4,4	1,5	14,0	14,0	14,0	14,0	14,0	14,0
<b>Wskaźnik rotacji zobowiązań</b>	45,0	73,9	74,8	76,3	34,0	34,0	34,0	34,0	34,0	34,0
<b>Stan należności</b>	2 002 570,30	3 349 914,95	3 244 388,78	7 268 217,27	2 632 394,04	2 698 048,33	2 832 950,75	2 974 598,29	3 123 328,20	3 279 494,61
<b>Stan zapasów</b>	664 283,04	608 565,14	566 914,33	169 022,27	1 754 929,36	1 798 698,89	1 888 633,83	1 983 065,52	2 082 218,80	2 186 329,74
<b>Stan zobowiązań handlowych</b>	6 675 662,05	9 025 149,01	9 610 889,04	8 887 508,95	4 261 971,31	4 368 268,73	4 586 682,17	4 816 016,27	5 056 817,09	5 309 657,94
<b>Zmiana kapitału obrotowego netto</b>	-	-1 057 860,21	-732 917,01	4 349 316,52	1 575 621,51	128 478,49	6 423,92	6 745,12	7 082,38	7 436,50

## ▪ Wydatki inwestycyjne

W prognozie wydatków inwestycyjnych uwzględniono strukturę posiadanego przez wyceniany podmiot majątku trwałego i wynikające z tego potrzeby utrzymania go w należytym stanie technicznym. Przyjęto dla okresu prognozy, iż wydatki inwestycyjne stanowią będą 1,1 krotność rocznych odpisów amortyzacyjnych co pozwoli nie tylko na utrzymanie substancji majątkowej przedsiębiorstwa (inwestycje restytucyjne) ale również realizację inwestycji rozwojowych umożliwiającą osiągnięcie planowanej dynamiki wzrostu działalności. Poziom nakładów inwestycyjnych w kolejnych latach prognozy przedstawia tabela 15.

**Tab. 15. Prognoza wydatków inwestycyjnych wycenianego podmiotu**

Wyszczególnienie	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
<b>Wydatki inwestycyjne</b>	5 636 624,06	5 650 151,96	5 663 712,32	5 677 305,23	5 690 930,76

### 3.4.1.3. Oszacowanie stopy dyskontowej

Uwzględniając rodzaj zastosowanej w wycenie kategorii przepływów pieniężnych (FCFF - przepływy pieniężne dla wszystkich finansujących przedsiębiorstwo), do oszacowania stopy dyskontowej zastosowano formułę średniego ważonego kosztu kapitału (WACC). WACC odzwierciedla średnią stopę zwrotu oczekiwaną przez wszystkie strony finansujące wyceniane przedsiębiorstwo<sup>17</sup> i jest określany na podstawie formuły:

$$WACC = \frac{E}{D + E} \cdot K_w + \frac{D}{D + E} \cdot (1 - t) \cdot K_o$$

gdzie:

WACC - średni ważony koszt kapitału

$E$  - wartość kapitału własnego

$D$  - wartość długu oprocentowanego

$K_w$  - koszt kapitału własnego

$K_o$  - koszt kapitału obcego

$t$  - stawka podatku dochodowego

<sup>17</sup> P. Szczepankowski, Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa, PWN Warszawa 2007r, s. 102.



Koszt kapitału własnego oszacowany został na podstawie modelu CAPM (Capital Assets Pricing Model) w postaci:

$$r_i = r_f + \beta_i \cdot (r_m - r_f)$$

gdzie:

$r_i$  - koszt kapitału własnego (oczekiwana przez dawców kapitału własnego stopa zwrotu)

$r_f$  - stopa zwrotu wolna od ryzyka

$\beta_i$  - miara ryzyka systematycznego

$(r_m - r_f)$  - premia za ryzyko rynkowe

Stopa zwrotu wolna od ryzyka określona została na poziomie średniej rentowności 10-letnich obligacji skarbowych, która wynosi 3% (tabela 16). Dla wycenianego podmiotu współczynnik beta określono na podstawie średniej jego wartości dla branży hotelarskiej<sup>18</sup>. Współczynnik beta na potrzeby wyceny został relewarowany z uwzględnieniem typowej dla krajowej branży hotelarskiej struktury finansowania (stosunek zadłużenia do wartości kapitałów własnych<sup>19</sup>). Premia rynkowa (Market Risk Premium) określona została na podstawie wyników badania przeprowadzonego w 2016r. przez P. Fernandez, A. Ortiza oraz I. Acín<sup>20</sup> wśród uczestników rynku finansowego (por. tabela 16).

**Tab. 16. Oszacowanie kosztu kapitału własnego**

Parametr	Wartość
Stopa wolna od ryzyka (proc.)	3,0%
Premia rynkowa (proc.)	6%
Współczynnik $\beta$	1,27
Koszt kapitału własnego $r_i$	<b>10,62%</b>

<sup>18</sup> Dane opublikowane przez A. Damodarana, Stern School of Business at New York University (<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar>)

<sup>19</sup> PKO BP, Monitoring Branżowy, Hotele 2016

<sup>20</sup> Fernandez P., Ortiza A., Acín I., *Market Risk Premium used in 71 countries in 2016*, ESE Business School, May 2016 (<http://www.valuewalk.com/wp-content/uploads/2016/05/SSRN-id2776636.pdf>)

Nominalny koszt kapitału obcego oszacowany został na podstawie rzeczywistego kosztu obsługi długu wycenianego podmiotu z ostatnich 5 lat, który wyniósł 7,50%. Wagi kapitału własnego oraz obcego przyjęte w kalkulacji średniego ważonego kosztu kapitału określone zostały na poziomie typowej struktury finansowania określonej na podstawie danych dotyczących podmiotów podobnych<sup>21</sup>.

$$WACC = 0,5 \cdot 10,62\% + 0,5 \cdot (1 - 19\%) \cdot 7,50\%$$

W wycenie przyjęto stopę dyskontową na poziomie:

$$WACC = 8,35\%$$

### **3.4.2. Oszacowanie wartości przedsiębiorstwa**

Przepływy pieniężne (FCFF) stanowią zestawienie wpływów i wydatków związanych z działalnością przedsiębiorstwa i obejmują zysk operacyjny po opodatkowaniu (NOPAT) powiększony o koszty nie będące wydatkami i wpływy nie uwzględnione w rachunku wyników oraz pomniejszony o wydatki pieniężne nie ujmowane w rachunku wyników. W kalkulacji przepływów pieniężnych zysk operacyjny po opodatkowaniu (NOPAT) skorygowany został o roczne odpisy amortyzacyjne oraz nakłady inwestycyjne na środki trwałe, a także zmiany w kapitale obrotowym netto. Kolejne etapy procesu wyceny przedsiębiorstwa przedstawia tabela 17:

---

<sup>21</sup> PKO BP, Monitoring Branżowy, Hotele 2016

Tab. 17. Prognoza przepływów pieniężnych oraz wycena przedsiębiorstwa Park Edukacji S.A w upadłości likwidacyjnej

	Wyszczególnienie	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
	Przychody operacyjne	47 383 092,79	49 752 247,43	52 239 859,80	54 851 852,79	57 594 445,43
-	Koszty operacyjne (bez amortyzacji)	31 746 672,17	33 334 005,78	35 000 706,07	36 750 741,37	38 588 278,44
=	EBITDA	15 636 420,62	16 418 241,65	17 239 153,73	18 101 111,42	19 006 166,99
-	Amortyzacja	5 124 203,69	5 136 501,78	5 148 829,38	5 161 186,57	5 173 573,42
=	Zysk operacyjny (EBIT)	10 512 216,93	11 281 739,87	12 090 324,35	12 939 924,85	13 832 593,57
=	Zysk operacyjny po opodatkowaniu (NOPAT)	8 514 895,71	9 138 209,30	9 793 162,72	10 481 339,13	11 204 400,79
+	Amortyzacja	5 124 203,69	5 136 501,78	5 148 829,38	5 161 186,57	5 173 573,42
-	Wydatki inwestycyjne	5 636 624,06	5 650 151,96	5 663 712,32	5 677 305,23	5 690 930,76
-	Zmiana kapitału obrotowego netto	128 478,49	6 423,92	6 745,12	7 082,38	7 436,50
=	FCFF	7 873 996,85	8 618 135,19	9 271 534,67	9 958 138,09	10 679 606,95
	Wsp. dyskontujący	0,923	0,852	0,786	0,726	0,670
	DCFF	7 267 186,76	7 341 004,18	7 288 948,46	7 225 409,77	7 151 723,10
	Wartość rezydualna (RV)					195 951 716,88
	Zdysk. wartość rezydualna (DRV)					131 221 347,97
	<b>Wartość całego przedsiębiorstwa (V)</b>					<b>167 495 620,24</b>
-	Dług oprocentowany (D)					-
+	Gotówka w kasie i na rachunkach bankowych					-
=	<b>Wartość rynkowa kapitału własnego (E)</b>					<b>167 495 620,24</b>

**Wartość przedsiębiorstwa oszacowana na podstawie metody  
zdyskontowanych przepływów pieniężnych wynosi**

**(w zaokrągleniu do tys. zł):**

$$W_D = 167\,496\,000 \text{ zł}$$

(sto sześćdziesiąt siedem milionów czterysta dziewięćdziesiąt sześć tysięcy złotych)

#### **IV Wnioski i rekomendacje**

Ze względu na przedmiot działalności wycenianego przedsiębiorstwa istotną rolę w kreowaniu jego wartości pełnią jego aktywa, których zasadniczym składnikiem są nieruchomości zabudowane budynkami hotelowymi. Wartość tej kategorii nieruchomości stanowi pochodną strumieni dochodów możliwych do uzyskania przez właściciela z działalności gospodarczej prowadzonej na nieruchomości. Wycena nieruchomości hotelowych oraz wycena przedsiębiorstwa prowadzącego działalność w obszarze usług hotelarskich wykazuje w związku z tym pewne podobieństwo. Źródłem różnic pomiędzy wartościami przedmiotowego przedsiębiorstwa oszacowanymi metodą majątkową oraz dochodową są m.in. odmienne koncepcje metodologiczne dotyczące wyceny nieruchomości komercyjnych oraz podmiotów gospodarczych.

Poszukując wartości rynkowej Spółki z uwzględnieniem wniosków płynących z wyceny majątkowej i dochodowej, jako jej rekomendację należy przyjąć wynik metody majątkowej.

**Wartość rynkowa przedsiębiorstwa**

**Park Edukacji S.A. w upadłości likwidacyjnej wynosi**

**(w zaokrągleniu do tys. zł):**

$$W_P = 196\,072\,000 \text{ zł}$$

(sto dziewięćdziesiąt sześć milionów siedemdziesiąt dwa tysiące złotych)

## **V Ocena możliwości wyodrębnienia zorganizowanych części przedsiębiorstwa**

Według art. 4a pkt 4 ustawy z dnia 15 lutego 1992 r. o podatku dochodowym od osób prawnych zorganizowana część przedsiębiorstwa (ZCP) to *„organizacyjnie i finansowo wyodrębniony w istniejącym przedsiębiorstwie zespół składników materialnych i niematerialnych, w tym zobowiązania, przeznaczonych do realizacji określonych zadań gospodarczych, który zarazem mógłby stanowić niezależne przedsiębiorstwo samodzielnie realizujące te zadania.”*

Zgodnie z orzecznictwem NSA (I FSK 1383/10) najistotniejszym dla określenia, czy mamy do czynienia ze zorganizowaną częścią przedsiębiorstwa jest przesądzenie, czy dany zespół składników majątkowych może stanowić niezależne przedsiębiorstwo w rozumieniu art. 55<sup>1</sup> k.c. Zorganizowana część przedsiębiorstwa musi obejmować zatem niezbędne minimum składników majątkowych i niemajątkowych bez którego dane przedsiębiorstwo nie mogłoby realizować swoich zadań gospodarczych. Istotne jest, aby po zbyciu zorganizowanej części przedsiębiorstwa, nabywca mógł samodzielnie kontynuować działalność bez dodatkowych inwestycji, przeprowadzenia reorganizacji czy zdobywania pozwoleń<sup>22</sup>.

Uwzględniając strukturę organizacyjną wycenianego przedsiębiorstwa należy stwierdzić, iż brak jest możliwości wyodrębnienia z jego majątku składników materialnych i niematerialnych spełniającej definicyjne założenia dla zorganizowanej części przedsiębiorstwa.

## **VI Składniki przedsiębiorstwa obciążone hipoteką, zastawem, zastawem rejestrowym, zastawem skarbowym, hipoteką morską lub innymi prawami**

Zgodnie z art. 319 ust. 4 Prawa upadłościowego (w brzmieniu obowiązującym przed 1 stycznia 2016r.): *„Jeżeli składniki przedsiębiorstwa są obciążone hipoteką, zastawem, zastawem rejestrowym, zastawem skarbowym, hipoteką morską lub innymi prawami i skutkami ujawnienia praw i roszczeń osobistych, w oszacowaniu należy oddzielnie podać, które z tych praw pozostają w mocy po sprzedaży, a także ich wartość oraz wartość składników nimi*

---

<sup>22</sup> Krzeszowski W., Pojęcie zorganizowanej części przedsiębiorstwa w prawie podatkowym” Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu nr 287, 2013, s. 125.

obciążonych oraz stosunek wartości poszczególnych składników obciążonych do wartości przedsiębiorstwa”.

Wyceniana Spółka posiada w strukturze swojego majątku składniki obciążone powyższymi prawami. Dotyczy to nieruchomości, na których ustanowione zostały hipoteki zabezpieczające wierzytelności pieniężne. Szczegółową charakterystykę nieruchomości obciążonych hipotecznie przedstawia tab. 18.

**Tab. 18. Nieruchomości przedsiębiorstwa Park Edukacji S.A. w upadłości likwidacyjnej obciążone hipotekami**

Nr księgi wieczystej	Nr działek	Dział III księgi wieczystej	Dział IV księgi wieczystej Ustanowione hipoteki
KW LD1R/00038251/7	303/2		<p><b>1. Hipoteka umowna łączna kaucyjna</b> Suma: 13 500 000 Wierzytelność i stosunek prawny: Kredyt konsorcjalno-inwestycyjny udzielony 16.11.2009r. Wierzyciel: Bank Spółdzielczy w Białej Rawskiej Oddział w Białej Rawskiej, Bank Polskiej Spółdzielczości S.A. Oddział regionalny w Warszawie</p> <p><b>2. Hipoteka umowna łączna</b> Suma: 11 655 000 Wierzytelność i stosunek prawny: Spłata kredytu wraz z odsetkami. Umowa o kredyt obrotowy z 14.12.2012r. Wierzyciel: Bank Spółdzielczy w Białej Rawskiej, Biała Rawska</p> <p><b>3. Hipoteka umowna łączna</b> Suma: 258 000 000 Wierzytelność i stosunek prawny: Spłata należności głównej z tyt. kredytu, odsetek umownych. Umowa kredytu inwestycyjnego z 14.11.2007r. Wierzyciel: Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski S.A. Regionalny Oddział Korporacyjny w Łodzi</p> <p><b>4. Hipoteka przymusowa łączna</b> Suma: 2 287 818,18 Wierzytelność i stosunek prawny: Roszczenie powoda w sprawie o zapłatę toczącej się w sądzie Okręgowym w Krakowie (syg. Akt IX GC 51/16 Wierzyciel: Sofaks Spółka z o.o.</p>
KW LD1R/00038023/0	307/2 318/1		<p><b>1. Hipoteka umowna łączna kaucyjna</b> Suma: 13 500 000 Wierzytelność i stosunek prawny: Kredyt konsorcjalno-inwestycyjny udzielony 16.11.2009r. Wierzyciel: Bank Spółdzielczy w Białej Rawskiej Oddział w Białej Rawskiej, Bank Polskiej Spółdzielczości S.A. Oddział regionalny w Warszawie</p>

			<p><b>2. Hipoteka umowna łączna</b> Suma: 11 655 000 Wierzytelność i stosunek prawny: Spłata kredytu wraz z odsetkami. Umowa o kredyt obrotowy z 14.12.2012r. Wierzyciel: Bank Spółdzielczy w Białej Rawskiej, Biała Rawska</p> <p><b>3. Hipoteka umowna łączna</b> Suma: 258 000 000 Wierzytelność i stosunek prawny: Spłata należności głównej z tyt. kredytu, odsetek umownych. Umowa kredytu inwestycyjnego z 14.11.2007r. Wierzyciel: Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski S.A. Regionalny Oddział Korporacyjny w Łodzi</p> <p><b>4. Hipoteka przymusowa łączna</b> Suma: 2 287 818,18 Wierzytelność i stosunek prawny: Roszczenie powoda w sprawie o zapłatę toczącej się w sądzie Okręgowym w Krakowie (syg. Akt IX GC 51/16 Wierzyciel: Sofaks Spółka z o.o.</p>
KW LD1R/00037923/2	306	Komornik sądowy przy Sądzie Rejonowym w Rawie Mazowieckiej prowadzi egzekucję z nieruchomości w sprawie egzekucyjnej KM 94/16 na rzecz PKO BP S.A.	<p><b>1. Hipoteka umowna łączna zwykła</b> Suma: 178 300 000 Wierzytelność i stosunek prawny: Kapitał kredytu inwestycyjnego udzielonego 14.11.2007r. Wierzyciel: Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski S.A. Regionalny Oddział Korporacyjny w Łodzi</p> <p><b>2. Hipoteka umowna łączna kaucyjna</b> Suma: 43 450 000 Wierzytelność i stosunek prawny: Odsetki od kredytu inwestycyjnego udzielonego 14.11.2007r. Wierzyciel: Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski S.A. Regionalny Oddział Korporacyjny w Łodzi</p> <p><b>3. Hipoteka umowna łączna kaucyjna</b> Suma: 13 500 000 Wierzytelność i stosunek prawny: Kredyt konsorcjalno-inwestycyjny udzielony 16.11.2009r. Wierzyciel: Bank Spółdzielczy w Białej Rawskiej Oddział w Białej Rawskiej, Bank Polskiej Spółdzielczości S.A. Oddział regionalny w Warszawie</p> <p><b>4. Hipoteka umowna łączna</b> Suma: 11 655 000 Wierzytelność i stosunek prawny: Spłata kredytu wraz z odsetkami. Umowa o kredyt obrotowy z 14.12.2012r. Wierzyciel: Bank Spółdzielczy w Białej Rawskiej, Biała Rawska</p> <p><b>5. Hipoteka przymusowa łączna</b> Suma: 2 287 818,18 Wierzytelność i stosunek prawny: Roszczenie powoda w sprawie o zapłatę toczącej się w sądzie Okręgowym w Krakowie (syg. Akt IX GC 51/16 Wierzyciel: Sofaks Spółka z o.o.</p>

<p>KW LD1R/00037765/6</p>	<p>314</p>	<p>Komornik sądowy przy Sądzie Rejonowym w Rawie Mazowieckiej prowadzi egzekucję z nieruchomości w sprawie egzekucyjnej KM 94/16 na rzecz PKO BP S.A.</p>	<p><b>1. Hipoteka umowna łączna zwykła</b> Suma: 178 300 000 Wierzytelność i stosunek prawny: Kapitał kredytu inwestycyjnego udzielonego 14.11.2007r. Wierzyciel: Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski S.A. Regionalny Oddział Korporacyjny w Łodzi</p> <p><b>2. Hipoteka umowna łączna kaucyjna</b> Suma: 43 450 000 Wierzytelność i stosunek prawny: Odsetki od kredytu inwestycyjnego udzielonego 14.11.2007r. Wierzyciel: Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski S.A. Regionalny Oddział Korporacyjny w Łodzi</p> <p><b>3. Hipoteka umowna łączna kaucyjna</b> Suma: 13 500 000 Wierzytelność i stosunek prawny: Kredyt konsorcjalno-inwestycyjny udzielony 16.11.2009r. Wierzyciel: Bank Spółdzielczy w Białej Rawskiej Oddział w Białej Rawskiej, Bank Polskiej Spółdzielczości S.A. Oddział regionalny w Warszawie</p> <p><b>4. Hipoteka umowna łączna</b> Suma: 11 655 000 Wierzytelność i stosunek prawny: Spłata kredytu wraz z odsetkami. Umowa o kredyt obrotowy z 14.12.2012r. Wierzyciel: Bank Spółdzielczy w Białej Rawskiej, Biała Rawska</p> <p><b>5. Hipoteka przymusowa łączna</b> Suma: 2 287 818,18 Wierzytelność i stosunek prawny: Roszczenie powoda w sprawie o zapłatę toczącej się w sądzie Okręgowym w Krakowie (syg. Akt IX GC 51/16 Wierzyciel: Sofaks Spółka z o.o.</p>
<p>KW LD1R/00003074/8</p>	<p>304 315</p>	<p>Komornik sądowy przy Sądzie Rejonowym w Rawie Mazowieckiej prowadzi egzekucję z nieruchomości w sprawie egzekucyjnej KM 94/16 na rzecz PKO BP S.A.</p>	<p><b>1. Hipoteka umowna łączna zwykła</b> Suma: 178 300 000 Wierzytelność i stosunek prawny: Kapitał kredytu inwestycyjnego udzielonego 14.11.2007r. Wierzyciel: Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski S.A. Regionalny Oddział Korporacyjny w Łodzi</p> <p><b>2. Hipoteka umowna łączna kaucyjna</b> Suma: 43 450 000 Wierzytelność i stosunek prawny: Odsetki od kredytu inwestycyjnego udzielonego 14.11.2007r. Wierzyciel: Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski S.A. Regionalny Oddział Korporacyjny w Łodzi</p> <p><b>3. Hipoteka umowna łączna kaucyjna</b> Suma: 13 500 000 Wierzytelność i stosunek prawny: Kredyt konsorcjalno-inwestycyjny udzielony 16.11.2009r.</p>



			<p>Wierzyciel: Bank Spółdzielczy w Białej Rawskiej Oddział w Białej Rawskiej, Bank Polskiej Spółdzielczości S.A. Oddział regionalny w Warszawie</p> <p><b>4. Hipoteka umowna łączna</b> Suma: 11 655 000</p> <p>Wierzytelność i stosunek prawny: Spłata kredytu wraz z odsetkami. Umowa o kredyt obrotowy z 14.12.2012r.</p> <p>Wierzyciel: Bank Spółdzielczy w Białej Rawskiej, Biała Rawska</p> <p><b>5. Hipoteka przymusowa łączna</b> Suma: 2 287 818,18</p> <p>Wierzytelność i stosunek prawny: Roszczenie powoda w sprawie o zapłatę toczącej się w sądzie Okręgowym w Krakowie (syg. Akt IX GC 51/16)</p> <p>Wierzyciel: Sofaks Spółka z o.o.</p>
<p>KW LD1R/00005259/3</p>	<p>305 316 317 319</p>	<p>Komornik sądowy przy Sądzie Rejonowym w Rawie Mazowieckiej prowadzi egzekucję z nieruchomości w sprawie egzekucyjnej KM 94/16 na rzecz PKO BP S.A.</p>	<p><b>1. Hipoteka umowna łączna zwykła</b> Suma: 178 300 000</p> <p>Wierzytelność i stosunek prawny: Kapitał kredytu inwestycyjnego udzielonego 14.11.2007r.</p> <p>Wierzyciel: Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski S.A. Regionalny Oddział Korporacyjny w Łodzi</p> <p><b>2. Hipoteka umowna łączna kaucyjna</b> Suma: 43 450 000</p> <p>Wierzytelność i stosunek prawny: Odsetki od kredytu inwestycyjnego udzielonego 14.11.2007r.</p> <p>Wierzyciel: Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski S.A. Regionalny Oddział Korporacyjny w Łodzi</p> <p><b>3. Hipoteka umowna łączna kaucyjna</b> Suma: 13 500 000</p> <p>Wierzytelność i stosunek prawny: Kredyt konsorcjalno-inwestycyjny udzielony 16.11.2009r.</p> <p>Wierzyciel: Bank Spółdzielczy w Białej Rawskiej Oddział w Białej Rawskiej, Bank Polskiej Spółdzielczości S.A. Oddział regionalny w Warszawie</p> <p><b>4. Hipoteka umowna łączna</b> Suma: 11 655 000</p> <p>Wierzytelność i stosunek prawny: Spłata kredytu wraz z odsetkami. Umowa o kredyt obrotowy z 14.12.2012r.</p> <p>Wierzyciel: Bank Spółdzielczy w Białej Rawskiej, Biała Rawska</p> <p><b>5. Hipoteka umowna</b> Suma: 1 759 737</p> <p>Wierzytelność i stosunek prawny: Spłata wierzytelności Skarbu Państwa z tyt. podatku od towarów i usług za IV kwartał 2014r. opiewającej na kwotę 1 173 158,00 zł oraz odsetek od tej wierzytelności</p> <p>Wierzyciel: Naczelnik Łódzkiego Urzędu Skarbowego w Łodzi</p> <p><b>6. Hipoteka przymusowa łączna</b> Suma: 2 287 818,18</p>

			Wierzytelność i stosunek prawny: Roszczenie powoda w sprawie o zapłatę toczącej się w sądzie Okręgowym w Krakowie (syg. Akt IX GC 51/16 Wierzyciel: Sofaks Spółka z o.o.
--	--	--	---

Tabela 19 przedstawia wartość nieruchomości obciążonych hipotekami oraz stosunek wartości nieruchomości obciążonych do wartości całego przedsiębiorstwa.

**Tab. 19. Wartość nieruchomości przedsiębiorstwa obciążonych hipotekami**

Oznaczenie nieruchomości Nr księgi wieczystej	Wartość nieruchomości	Stosunek wartości nieruchomości obciążonych hipotekami do wartości przedsiębiorstwa
KW LD1R/00038251/7	<b>188 239 000</b>	<b>96,00%</b>
KW LD1R/00038023/0		
KW LD1R/00037923/2		
KW LD1R/00037765/6		
KW LD1R/00003074/8		
KW LD1R/00005259/3		

Zgodnie z art. 317 ust. 2 zd. 2 Prawa upadłościowego (w brzmieniu obowiązującym przed 1 stycznia 2016r.) *nabywca przedsiębiorstwa upadłego nabywa je w stanie wolnym od obciążeń i nie odpowiada za zobowiązania upadłego. Wszelkie obciążenia na składnikach przedsiębiorstwa wygasają, z wyjątkiem obciążeń wymienionych w art. 313 ust. 3 i 4. Należy zatem stwierdzić, iż po sprzedaży przedmiotowego przedsiębiorstwa wyszczególnione powyżej obciążenia posiadanych przez niego nieruchomości wygasną.*

## VII ZAŁĄCZNIKI

1. Odpis z KRS
2. Operat szacunkowy z wyceny nieruchomości stanowiących własność przedsiębiorstwa Park Edukacji S.A. w upadłości likwidacyjnej
3. Wyceny środków transportu stanowiących własność przedsiębiorstwa Park Edukacji S.A. w upadłości likwidacyjnej
4. Spis i wycena wartości niematerialnych i prawnych stanowiących własność przedsiębiorstwa Park Edukacji S.A. w upadłości likwidacyjnej
5. Spis i wycena pozostałych aktywów trwałych stanowiących własność przedsiębiorstwa Park Edukacji S.A. w upadłości likwidacyjnej
6. Zgłoszenie znaku towarowego *hotelossa CONGRESS & SPA* w Urzędzie Patentowym Rzeczypospolitej Polskiej