

RAPORT Z WYCENY



LEVEL ONE CONSULTING

Marcin Barański

Łódź

13/11/2025

Spis treści

Usługa	3
Zamawiający	3
Zakres wyceny.....	3
Źródła danych / metodologia prac.....	3
Dane.....	3
Podstawowe dane	3
Dane finansowe	4
Prognoza wyników.....	5
Wycena	7
Metoda Majątkowa	7
Metoda Dochodowa	7
Metoda Porównawcza – Mnożnikowa.....	9
Wycena metodami mieszanymi.....	10
Metoda Berlińska / Niemiecka.....	10
Metoda Szwajcarska	10
Przedział wartości wyceny	11
Zmiana wartość spółki w czasie.....	11
Wnioski	12

Usługa

Zamawiający

Bartosz Zięba właściciel spółki działającego pod nazwą ZIKOM w dalszej części w skrócie ZIKOM.

Zakres wyceny

Podmiotem wyceny jest ZIKOM, którego dane podajemy poniżej, a przedmiotem jest wycena tego biznesu. W toku przeprowadzonych przez nas procedur rozważyliśmy każdą z 3 głównych metod wyceny:

- ✓ majątkowa
- ✓ dochodowa
- ✓ porównawcza

Oraz dodatkowo wyceny metodami mieszanymi.

Źródła danych / metodologia prac

Realizując w/o zakres prac korzystaliśmy z:

- ✓ danych księgowych
- ✓ danych zarządczych
- ✓ wcześniejszych wyceny oraz operatów szacunkowych
- ✓ wskaźników Damodarana do mnożnikowej metody wyceny :
https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html#multiples.
- ✓ Strona internetowa biznesu:
- ✓ <https://zikom.pl/>
- ✓ danych NBP do dochodowej metody wyceny:
- ✓ [Projekcja inflacji i PKB – lipiec 2025 | Narodowy Bank Polski - Internetowy Serwis Informacyjny](#)

Metodę dochodową przeprowadziliśmy za pomocą **metody DCF** – zdyskontowanych przepływów pieniężnych, gdzie za współczynnik dyskontujący przyjęliśmy wartość WIBOR + marża ryzyka. Sposób wyznaczenia tej marży szczegółowo opisujemy w części poświęconej wycenie metodą dochodową w dalszej części opracowania.

Dane

Podstawowe dane

Przeprowadziliśmy wycenę biznesu o następujących danych rejestrowych:

Dane podstawowe	
Nazwa	ZIKOM SPÓŁKA AKCYJNA
NIP	5732914251
REGON	384298921
KRS	0000802728
Adres	Aleja Jana Pawła II 27, 00-867 Warszawa, Polska
Forma	Spółka Akcyjna

Źródło: Dane ogólnodostępne

Dane finansowe

W/o spółka posiadała następujące wyniki w obszarze finansów w latach 2020-2024. Poniżej dane na bazie RZIS¹m które pochodzą ze złożonych sprawozdań finansowych:

ROK	2020	2021	2022	2023	2024
A. Przychody netto ze sprzedaży i zrównane z nimi, w tym:	1 544 244	1 775 066	1 050 791	2 222 962	2 429 751
I. Przychody netto ze sprzedaży produktów i usług	195	0	836	433	0
IV. Przychody netto ze sprzedaży towarów i materiałów	1 544 049	1 775 066	1 049 954	2 222 529	2 429 751
B. Koszty działalności operacyjnej	1 495 112	1 790 142	990 730	2 074 613	2 152 037
I. Amortyzacja	0	0	3 285	0	0
II. Zużycie materiałów i energii	2 222	226	41 131	120 124	96 236
III. Usługi obce	82 907	131 102	326 359	324 102	305 241
IV. Podatki i opłaty, w tym:	1 856	25	1 017	915	3 531
V. Wynagrodzenia	105 698	46 088	81 691	157 039	186 602
VI. Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	0	159	10 303	19 127	27 459
VII. Pozostałe koszty rodzajowe	8 925	10 031	48 833	55 589	104 968
VIII. Wartość sprzedanych towarów i materiałów	1 293 505	1 602 512	478 111	1 397 717	1 428 001
C. Zysk (strata) ze sprzedaży (A-B)	49 132	-15 076	60 060	148 349	277 713
D. Pozostałe przychody operacyjne	5 000	0	936	88	0
II. Dotacje	5 000	0	0	0	0
III. Inne przychody operacyjne	0	0	936	88	0
E. Pozostałe koszty operacyjne	75 502	0	6 624	3 535	221 821
III. Inne koszty operacyjne	75 502	0	6 624	3 535	221 821
F. Zysk (strata) z działalności operacyjnej (C+D-E)	-21 369	-15 076	54 373	144 902	55 892
G. Przychody finansowe	4 801	2 574	937	2 526	9 975
V. Inne	4 801	2 574	937	2 526	9 975
H. Koszty finansowe	11 153	28 539	37 915	116 328	239 456
I. Odsetki, w tym:	0	0	37 915	116 298	239 455
IV. Inne	11 153	28 539	0	30	1
I. Zysk (strata) z działalności gospodarczej (F+G-H)	-27 722	-41 041	17 395	31 100	-173 588
K. Zysk (strata) brutto (I+J)	-27 722	-41 041	17 395	31 100	-173 588
L. Podatek dochodowy	0	0	2 162	2 195	4 341
N. Zysk (strata) netto (K-L-M)	-27 722	-41 041	15 233	28 905	-177 929

Źródło: Dane klienta

Powyższe dane są ogólnodostępne w internecie, podobnie jak dane majątkowe na bazie bilansu:

Bilans ZIKOM 2020-2024 ²					
Rok	2020	2021	2022	2023	2024
Aktywa ³	563	585	806	1 664	2 302
Obrotowe	563	585	806	1 664	2 302
Pasywa	563	585	806	1 664	2 302
Kapitały	179	138	169	198	20
Zobowiązania	384	448	637	1 466	2 283

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych klienta

¹ RZIS – Rachunek Zysków i Strat

² Dane w tysiącach złotych oraz uproszczone – tylko podstawowe pozycje bo majątek w postaci aktywów nie jest dźwignią rozwoju biznesu

³ Brak aktywów trwałych

Prognoza wyników

Ponadto klient przekazał nam projekcje dane finansowych na okres 2025⁴-2030. Dla potrzeb analizy wykorzystaliśmy dane wynikowe które posłużyły za podstawę do realizacji wyceny⁵.

ROK ⁶	2025	2026	2027	2028	2029	2030
A. Przychody netto ze sprzedaży	2 500	8 000	23 000	45 000	75 000	100 000
B. Koszty działalności operacyjnej	2 214	7 394	21 028	40 491	68 394	90 293
I. Amortyzacja						
II. Zużycie materiałów i energii	99	148	222	333	500	750
III. Usługi obce	314	471	706	1 059	1 589	2 384
IV. Podatki i opłaty	4	5	7	11	16	37
V. Wynagrodzenia	192	2 000	5 925	9 522	13 849	18 213
VI. Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	28	295	873	1 403	2 041	2 684
VII. Pozostałe koszty rodzajowe	108	140	183	237	309	401
VIII. Wartość sprzedanych towarów i materiałów	1 470	4 336	13 112	27 925	50 091	65 824
C. Zysk (strata) ze sprzedaży	286	606	1 972	4 509	6 606	9 707
F. Zysk (strata) z działalności operacyjnej	286	606	1 972	4 509	6 606	9 707
H. Koszty finansowe	450	480	640	800	960	1 200
I. Zysk (strata) na działalności gospodarczej	-164	126	1 332	3 709	5 646	8 507
K. Zysk (strata) brutto	-164	126	1 332	3 709	5 646	8 507
L. Podatek dochodowy		24	253	705	1 073	1 616
N. Zysk (strata) netto	-164	102	1 079	3 004	4 573	6 891

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych klienta

Do realizacji w/o prognozy przyjęliśmy następujące założenia:

- 2025-2030 wielkość biznesu zgodnie z planem przyjętym przez Zarząd ZIKOM:

ROK	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Dane	Rzeczywiste				Planowane					
Przychód = sprzedaż ⁷	1 775	1 050	2 223	2 429	2 500	8 000	23 000	45 000	75 000	100 000

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych klienta

⁴ Za rok 2025 są częściowe dane, które potwierdzają wiarygodność prognozy, ponieważ wycena jest sporządzana w trakcie roku i nie ma możliwości aby były dane za cały rok 2025 daliśmy tutaj dane z prognozy tak aby dane roczne były jednorodne – albo prognoza albo rzeczywiste a nie łączone część rok wg jednego klucza a część wg drugiego

⁵ Prognoza wyników to podstawa dla wyceny metoda DCF

⁶Dane w tysiącach złotych

⁷ Wartość w tysiącach

2. Koszt sprzedaży = wartość towarów i materiałów jako proporcja wynikająca z:
 - a. Podział pomiędzy Hurt / Detal
 - b. Koszt zakupu Hurt / Detal w formie narzutu

Charakterystyka sprzedaży ZIKOM 2026-2030					
Rok	2026	2027	2028	2029	2030
Hurt udział w sprzedaży	70%	75%	75%	80%	80%
Detal udział w sprzedaży	30%	25%	25%	20%	20%
Hurt koszt zakupu	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10
Detal koszt zakupu	1,30	1,30	1,31	1,32	1,33

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych klienta

3. Koszty rodzajowe:
 - a. 2025 wg przyjętego przez ZIKOM budżetu na ten rok
 - b. 2026-2030
 - c. Usługi Obce wzrost 50% rocznie
 - d. Zużycie materiałów i Energii wzrost 50% rocznie
 - e. Podatki i opłaty wzrost 30% rocznie
 - f. Pozostałe koszty rodzajowe wzrost 30% rocznie
4. Koszty finansowe
 - a. 2025 wg przyjętego przez ZIKOM budżetu na ten rok
 - b. 2026- na poziomie 8% oczekiwanego średniego wolumenu pożyczek:

Wolumen pożyczek średnioroczny w okresie 2026-2030					
Rok	2026	2027	2028	2029	2030
Kwota ⁸	6 000	8 000	10 000	12 000	15 000

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych klienta

5. Spółka ZIKOM planuje wprowadzić do swojego portfela usługi i podział sprzedaży pomiędzy usługi a sprzęt ma wyglądać następująco

Struktura sprzedaży usługi vs. sprzęt - 2026-2030 ⁹					
Rok	2026	2027	2028	2029	2030
Sprzęt	5 500	15 000	32 000	57 000	75 000
Usługi	2 500	8 000	13 000	19 000	25 000

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych klienta

6. Co do kosztów realizacji usług przyjęliśmy że będzie to 70% wartości usługi jako koszt wynagrodzeń + 15% ubezpieczenia społeczne i świadczenia – jest to założenia bardzo konserwatywne i jest duża szansa, że wyniki tego segmentu będą dużo lepsze niż zgodnie z założeniami przyjętymi do tej wyceny

⁸ Dane w tysiącach złotych

⁹ Dane w tysiącach złotych

Wycena

W ramach przeprowadzonych prac rozważyliśmy wszystkie główne metody wyceny:

- ✓ Majątkowa
- ✓ Dochodowa
- ✓ Porównawcza

Poniżej prezentujemy efekty naszych rozważań dla ZIKOM wynikające dla każdej z w/w metod wyceny:

Metoda Majątkowa

Wycena metoda majątkową we wszystkich głównych stosowanych w tym obszarze wyceniania metodach musi się odbywać w oparciu o obecny majątek a nie o przyszły majątek. Wg stanu na 31/12/2024 lub średnie z poprzednich lat.

Na koniec 2024 roku brak istotnego w z pktu widzenia wyceny rzeczowego majątku np., w postaci środków trwałych lub hali czy też maszyn.

Analizowaliśmy też bieżące dane za niezakończony rok 2025 – sytuacja nie uległa zmianie.

Strategia spółki na lata 2026-2030 również nie zakłada rozwoju poprzez inwestycje w majątek trwały w postaci maszyn/urządzeń oraz tego aby tego typu majątek był dźwignią rozwoju biznesu.

Metoda Dochodowa

Wykonując metodę dochodową metodą DCF jako wartość dyskontującą – średnioważony koszt kapitału przyjęliśmy wskaźnik WIBOR powiększony o marżę/premię ryzyka oszacowaną na 5%. W ramach obliczeń do wyceny DCF użyliśmy następujących wzorów:

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t} + DRV$$

$$DRV = \frac{\frac{FCFF_i \times (1+g)}{WACC-g}}{(1+WACC)^n}$$

$$RV = \frac{FCFF_i \times (1 + g)}{WACC - g}$$

Źródło: <https://wycenafirm.com.pl/wycena-spolki-metoda-dochodowa-wycena-przedsiębiorstw-dcf/>

Gdzie poszczególne litery oznaczają co następuje:

- V- wartość przedsiębiorstwa
- FCFF – wolne przepływy pieniężne
- WACC – średnioważony koszt kapitału
- RV – wartość rezydualna
- DRV – zdyskontowana wartość rezydualna
- g – stabilna stopa wzrostu po okresie prognozy

Źródło: <https://wycenafirm.com.pl/wycena-spolki-metoda-dochodowa-wycena-przedsiębiorstw-dcf/>

Dane przychodowo/kosztowe przyjęte do tego wariantu obrazują najbardziej prawdopodobny wg właścicieli ZIKOM scenariusz wyników. Wycena realizowana przez nas tą metodą jest aktualna na datę jej sporządzenia i w warunkach rynkowych oraz otoczenia gospodarczego biznesu na tą datę – 12/11/2025. W toku obliczeń zastosowaliśmy następujące założenia:

- ✓ WACC na poziomie 9,37%
- ✓ WIBOR na poziomie 4,37%
- ✓ marża ryzyka na poziomie 5%
- ✓ g na poziomie 5%
- ✓ dyskonto okresu 2-letniego

5% marża ryzyka wynika z dokonanej przez nas oceny biznesu ZIKOM oraz rynkowego kosztu pozyskania pieniądza na rynku, innych źródeł finansowania oraz zmian wskaźnika WIBOR w przyszłości.

Oraz w oparciu o następującą prognozę wyników przygotowaną w oparciu o najlepszą wiedzę:

Prognoza wyników ZIKOM 2026-2030 ¹⁰					
Rok	2026	2027	2028	2029	2030
EBIT	172	1 972	4 509	6 606	9 707
EBIDTA	172	1 972	4 509	6 606	9 707

Źródło: Opracowanie własne na bazie danych klienta

W przypadku zmiany sytuacji i otoczenia gospodarczego¹¹ i/lub w/o założeń konieczna będzie rewizja wyceny i zgodnie z jej efektami podniesienie bądź obniżenie prognozy wyników biznesu w każdym z wariantów, a co za tym idzie wyników wyceny tą metodą.

¹⁰ Dane w tysiącach złotych

¹¹ Prognoza zrealizowana wg mechanizmu opisanego w sekcji prognoza wyników

Metoda Porównawcza – Mnożnikowa

Wykonując metodą mnożnikową posłużyliśmy się mnożnikami wg Damodara:

https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html#multiples

Jako mnożnik przyjęliśmy wskaźnik EV/EBIT oraz EV/EBIDTA. Ponadto w tej konkretnej wycenie zastosowaliśmy współczynniki korygujące z uwagi na:

- (-) Biznes nie jest notowany na giełdzie
- (-) Na rynku istnieje duża konkurencja w zakresie firm oferujących sprzęt regenerowany / po leasingowy
- (-) Finansowanie większe od obecnego obrotu
- (-) Planowane wyniki odległe od obecnych
- (-) inwestycja do poczynienia jest porównywalna do wartości obecnego obrotu generowanego przez biznes
- (+) duży potencjał rozwoju biznesu a najbliższych 3 -5 lat – osiągnięcie poziomu obrotu ok. 100mln
- (+) nowe korzystne regulacje UE, które wpłyną na wzrost popytu na usługi świadczone spółką
- (+) duży potencjał rozwoju poprzez akwizycje biznesów komplementarnych
 - Serwis
 - Serwery
 - Inne
- (+) duże doświadczenie biznesowe właściciela – Bartosz Zięba, pozwoli na stabilny rozwój biznesu
- (+) Przez ostatnie 3 lata (2022-2025) spółka osiągała dodatnie wyniki zarówno wg miar EBIT/EBIDTA
- (+) w/o konsekwentnie realizowane dodatnie wyniki pomimo start-upowego charakteru firmy ZIKOM świadczą o tym, że firma jest dobrze zarządzana a potencjalny inwestor może realnie liczyć na udział w przyszłych zyskach

Z uwagi na w/w przyjęliśmy korektę wskaźnika z tablic o do 0,5. Jako branże wg której dokonywaliśmy obliczeń wybraliśmy branżę „Computers/Peripherals” oraz „Office Equipment & Services” a także wskaźnik ogólny rynku – „Total Market”:

		Only positive EBITDA firms				All firms			
Industry Name	Number of firms	EV/EBITDAR&D	EV/EBIDTA	EV/EBIT	EV/EBIT (1-t)	EV/EBITDAR&D	EV/EBIDTA	EV/EBIT	EV/EBIT (1-t)
Computers/Peripherals	42	8,3	12,14	16,94	18,92	11,22	17,37	20,48	22,88
Office Equipment & Services	20	6,56	6,9	9	11,62	6,15	6,45	9,08	11,72
Total Market (without financials)	6149	8,27	9,41	12,99	17,34	8,78	10,03	13,38	17,86

Źródło: [vebitdaEurope.xls \(live.com\)](#)

Wybrany przez nas wskaźnik po korekcie o połowę z uwagi na w/o czynniki dał następujące wyniki:

Metoda porównawcza mnożnikowa wg wskaźników Damodarana ¹²			
Wskaźnik	wartość	mnożnik	wycena
EBIT ¹³ średni (2021-2024)	55	8,47	469
EBIT 2024 ¹⁴	55	6,07	336

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych klienta

Wycena metoda porównawczą jako opartą o dotychczasowe wyniki danego biznesu nie jest metodą miarodajną dla biznesów takich jak ZIKOM które cechują się dużym potencjałem wzrostowym. W firmie takiej jak ZIKOM duże cyfry zarówno w ujęciu obrotu jak i wyniku dopiero się pojawiają i naszym zdaniem to ten potencjał stanowi o wartości tego biznesu nie zaś jego bieżący wynik.

Wycena metodami mieszanymi

W ramach uzupełnienia naszych rozważań o wycenie ZIKOM zrealizowaliśmy również wyceny metodami:

Metoda Berlińska / Niemiecka

$$V_E = \frac{W_M + W_D}{2}$$

Źródło: https://mfiles.pl/pl/index.php/Mieszane_metody_wyceny_przedsi%C4%99biorstw

Gdzie:

- ✓ V_E – enterprise value – wartość przedsiębiorstwa wg wyceny
- ✓ W_M – wartość wyceny metodą majątkową
- ✓ W_D – wartość wyceny metodą dochodową - DCF

Metoda Szwajcarska

$$V_E = \frac{W_M}{3} + \frac{2 \cdot W_D}{3}$$

Źródło: https://mfiles.pl/pl/index.php/Mieszane_metody_wyceny_przedsi%C4%99biorstw

Gdzie:

- ✓ V_E – enterprise value – wartość przedsiębiorstwa wg wyceny
- ✓ W_M – wartość wyceny metodą majątkową
- ✓ W_D – wartość wyceny metodą dochodową - DCF

W/w metody dają następujące wartości wyceny:

¹² Wartość w tysiącach

¹³ Ponieważ, wartość EBIDTA = EBIT z uwagi na brak amortyzacji środków trwałych posłużyliśmy się mnożnikiem tej drugiej miary

¹⁴ Używamy danych za rok 2024 bo jest to ostatni zamknięty i rozliczony rok obrotowy spółki

Wycena metodami mieszanymi ¹⁵	
Berlińska	18 452 ¹⁶
Szwajcarska	27 586 ¹⁷

Źródło: Opracowanie własne na bazie danych klienta

Przedział wartości wyceny

Biorąc pod uwagę w/w rozważania odnośnie poszczególnych metod wyceniania biznesów w kontekście ZIKOM dokonaliśmy wyceny następującymi metodami:

Wartość wyceny porównanie ¹⁸	
Dochodowa DCF	72 993
Majątkowa	220
Porównawcza wskaźnikowa	373
Berlińska	18 452
Szwajcarska	27 586
Średnia	23 925
Średnia skorygowana po odrzuceniu skrajnych wartości	15 470
Wycena ważona	16 127

Źródło: Opracowanie własne na bazie danych klienta

Zmiana wartość spółki w czasie

Biorąc pod uwagę strategię rozwojową 2025-2030 dokonaliśmy wyceny spółki przy wpływie realizacji założeń strategii spółki:

Zmiana wartości przedsiębiorstwa 2025-2030						
Rok	2025	2026 ¹⁹	2027	2028	2029	2030
Wycena 2025	16 127	16 127	16 127	16 127	16 127	16 127
Wartość przedsiębiorstwa ważona ²⁰	16 127	19 839	29 352	42 542	53 593	70 284
Wartość udziałów ²¹	1 000	1 230	1 820	2 638	3 323	4 358

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych klienta

¹⁵ Wartość w tysiącach

¹⁶ Zamiast DCF wzięliśmy średnią DCF oraz Wyceny Metodą porównawczą wskaźnikową i dopiero od tej średniej – niższej niż wartość w metodzie DCF w przypadku spółki ZIKOM, liczyliśmy średnią z wartością wyceny metodą majątkową

¹⁷ Zamiast DCF wzięliśmy średnią DCF oraz Wyceny Metodą porównawczą wskaźnikową i dopiero od tej średniej – niższej niż wartość w metodzie DCF w przypadku spółki ZIKOM, liczyliśmy średnią z wartością wyceny metodą majątkową

¹⁸ Wartość w tysiącach

¹⁹ Wycena jako średnia ważoną biorąc pod uwagę zamiast prostej średniej przyjęcie wag gdzie na wartość firmy w 75% metodę wskaźnikową – mniej korzystną a w 25% metodę DCF – bardziej korzystną

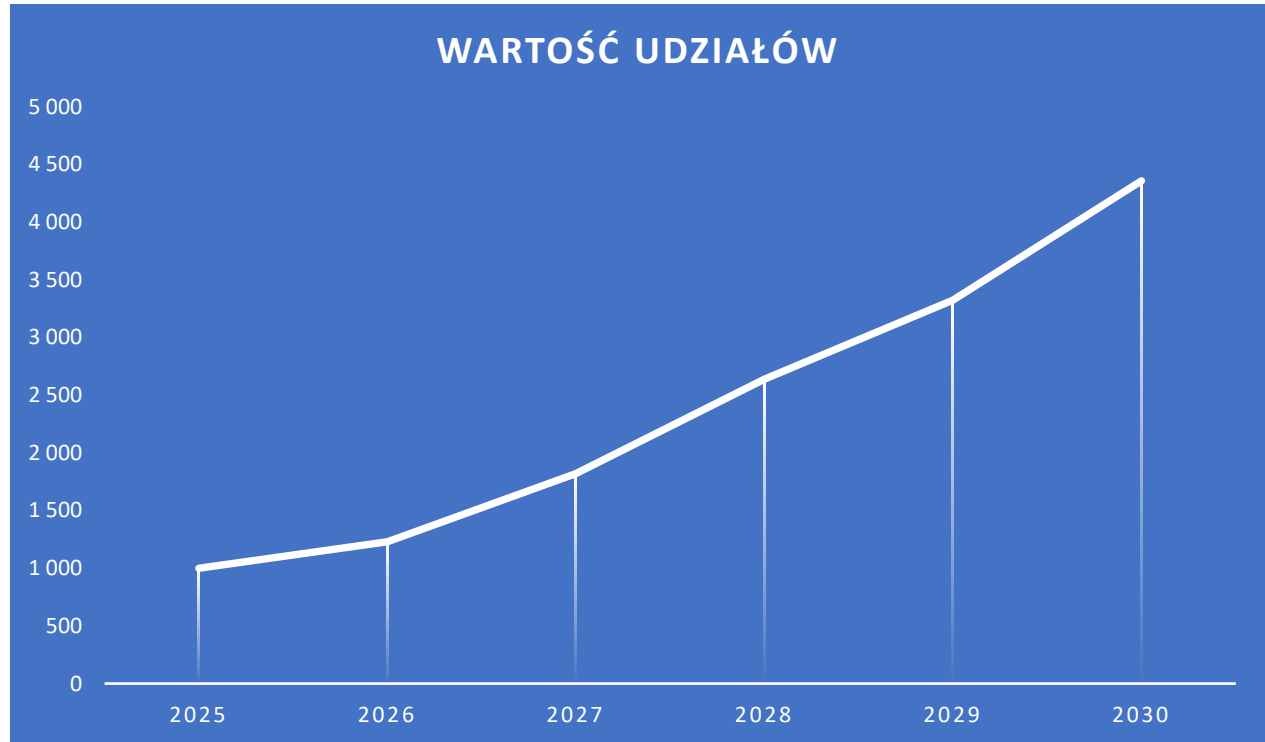
²⁰ W tysiącach

²¹ Zmana wartość na przykładzie udziału wartego 1000 zł

Wnioski

Biorąc pod uwagę w/o wyniki z wyceny mam następujące wnioski:

1. ZIKOM posiada duży potencjał rozwoju biznesu z uwagi na:
 - a. nowe korzystne regulacje UE, które wpłyną na wzrost popytu na usługi świadczone spółką
 - b. duży potencjał rozwoju poprzez akwizycje biznesów komplementarnych
 - i. Serwis
 - ii. Serwery
 - iii. Inne
 - c. duże doświadczenie biznesowe właściciela – Bartosz Zięba, pozwoli na stabilny rozwój biznesu
2. Wartość przedziału wyceny biznesu ZIKOM w oparciu o przegląd różnych jej metod oceniamy na: +/- 16.127.000,00 PLN na dziś
3. Wycena spółki za główne źródło wartości firmy wskazuje przyszłe przychody wygenerowane przez realizację planu biznesowego za okres 2025-2030
4. Duży potencjał tkwi w nowym segmencie usług który ruszy w pełni od roku 2026
5. Rozwój biznesu poprzez skalowanie pozwoli na stopniowe zmniejszenia relacji koszty/przychody w obszarach kosztów rodzajowych – zwiększenie marży nie tylko nominalnie ale też procentowo aż w okolice 10-12% marży EBITDA
6. Biorąc pod uwagę obecną kondycję oraz zaplanowaną strategię wykonane przez nas wyliczenia wskazują, że inwestor który zainwestuje w spółkę przy obecnej wartości ma szansę na ponad 4krotny zwrot inwestycji w horyzoncie 2025-2030:



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych klienta