

Wyniki analizy finansowej muszą zostać porównane z celami wyznaczonymi uprzednio w sferze finansowej. Cele finansowe dla „STOLARNI AWER” pokazano w tabeli 9.2.

**Tabela 9.1. Cele strategiczne w perspektywie finansowej**

Lp.	Określenie celu	Miernik	Okres
F1	Osiągnięcie i utrzymanie płynności finansowej podmiotu	Dodatni stan środków pieniężnych na koniec okresu Wskaźniki płynności bieżącej na poziomie przynajmniej 1,5; Dodatni poziom kapitału obrotowego netto	Od momentu rozpoczęcia działalności
F2	Długoterminowy wzrost wartości jednostki	Systematyczny wzrost wartości podmiotu obliczany za pomocą metody DCF	Od momentu rozpoczęcia działalności
F3	Osiągnięcie zadowalającego poziomu rentowności sprzedaży netto	Wskaźnik rentowności sprzedaży netto na poziomie przynajmniej 5%	Sukcesywnie od momentu rozpoczęcia działalności

Źródło: plan strategiczny.

Zgodnie z przyjętą metodyką dalsze prace analityczne rozpoczęto od analizy danych finansowych. Przytoczone poniżej dane pozwalają stwierdzić, że sprawozdania finansowe są poprawne od strony formalnej. W rezultacie przygotowano zestaw dokumentów analitycznych, dotyczących kolejnych 5 lat. Analizy te obejmują:

- analizę płynności,
- analizę rentowności,

- analizę zadłużenia,
- analizę sprawności działania,
- ocenę efektywności przedsięwzięcia
- wycenę wartości przedsiębiorstwa metodami ekonomicznymi.

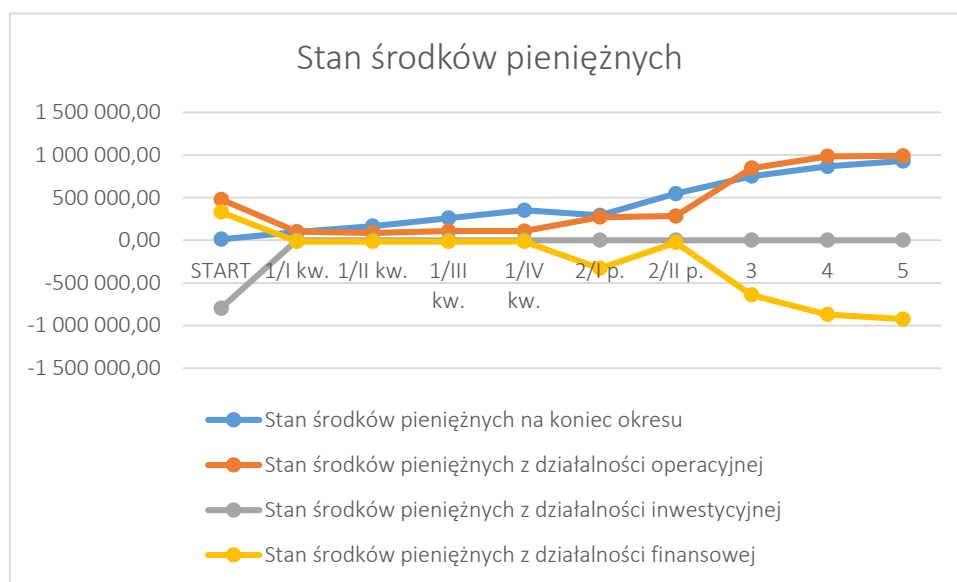
**Analizę płynności** rozpoczęto od pokazania stanu środków pieniężnych (wszystkie dane w tabelach podano w zł). W tabeli 9.3 oraz na wykresie 9.1 zaprezentowano przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej, inwestycyjnej i finansowej.

**Tabela 9.2. Stan środków pieniężnych**

Stan środków pieniężnych	START	1/I kw.	1/II kw.	1/III kw.	1/IV kw.	2/I p.	2/II p.	3	4	5
Stan środków pieniężnych na koniec okresu	10 800,00	95 049,50	166 019,06	258 462,33	350 620,92	290 239,33	546 904,18	751 503,53	864 513,94	928 636,46
Stan środków pieniężnych z działalności operacyjnej	478 800,00	99 249,50	85 719,56	106 943,27	106 408,58	270 598,57	283 664,85	845 585,50	984 211,67	988 585,28
Stan środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej	-798 000,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Stan środków pieniężnych z działalności finansowej	330 000,00	-15 000,00	-14 750,00	-14 500,00	-14 250,00	-330 980,16	-27 000,00	-640 986,15	-871 201,26	-924 462,76

Źródło: opracowanie własne.

**Wykres 9.1. Stan środków pieniężnych na koniec okresu**



Źródło: opracowanie własne.

Analizując stan środków pieniężnych z poszczególnych rodzajów działalności, należy zauważyć, że:

## Studium przypadku „STOLARNI AWER” – zestaw analiz

### Jerzy T. Skrzypek [2014] Biznesplan w 10 krokach POLTEXT

- działalność operacyjna generuje dodatni stan środków pieniężnych, co jest zjawiskiem korzystnym ponieważ pozwala pokryć wydatki inwestycyjne oraz zapewnić obsługę zadłużenia i wypłaty na rzecz właścicieli,
- działalność inwestycyjna to jedynie wydatki w roku „0”, co jest wynikiem poniesienia nakładów inwestycyjnych na uruchomienie przedsięwzięcia,
- działalność finansowa przynosi wpływy w roku „0” (wpłaty właścicieli i zaciągnięcie kredytu) oraz generuje ujemny stan w pozostałych okresach, co jest związane ze spłatą zadłużenia i wypłatami na rzecz właścicieli.

W całym analizowanym okresie stan środków pieniężnych na koniec każdego okresu jest dodatni, a więc przedsięwzięcie ma charakter trwały. Tym samym został spełniony jeden z warunków określonych przez cel F1: Osiągnięcie i utrzymanie płynności finansowej podmiotu. Należy jednak zwrócić uwagę na rosnący poziom środków pieniężnych, co może wskazywać na nadpłynność. Podejrzenia te pewnie potwierdzą się na etapie oceny wskaźników płynności bieżącej.

Korzystny jest również poziom kapitału obrotowego pokazany w tabeli 9.4. Tym samym został osiągnięty również drugi warunek związany z osiągnięciem celu F1.

**Tabela 9.3. Kapitał obrotowy**

Kapitał obrotowy	START	1/I kw.	1/II kw.	1/III kw.	1/IV kw.	2/I p.	2/II p.	3	4	5
Aktywa trwałe	798 000,00	758 100,00	718 200,00	678 300,00	638 400,00	558 600,00	478 800,00	319 200,00	159 600,00	0,00
Kapitał własny	130 000,00	191 173,00	258 806,62	346 117,67	432 980,16	366 068,55	610 986,15	801 201,26	894 462,76	934 745,28
Zobowiązania długoterminowe	200 000,00	190 000,00	180 000,00	170 000,00	160 000,00	140 000,00	120 000,00	80 000,00	40 000,00	0,00
Kapitał stały	808 800,00	381 173,00	438 806,62	516 117,67	592 980,16	506 068,55	730 986,15	881 201,26	934 462,76	934 745,28
Kapitał obrotowy	10 800,00	77 933,00	151 526,62	244 797,67	337 620,16	282 628,55	539 466,15	753 521,26	870 622,76	934 745,28

Źródło: opracowanie własne.

Następnie obliczono podstawowe wskaźniki płynności (tabela 9.5).

**Tabela 9.4. Wskaźniki płynności**

A. WSKAŹNIKI PŁYNNOSCI FIN	Jedn.	START	1/I kw.	1/II kw.	1/III kw.	1/IV kw.	2/I p.	2/II p.	3	4	5
1. WSKAŹNIK PŁYNNOSCI BIEŻĄCEJ	Krot.	BD	1,90	2,98	4,15	5,37	4,31	7,41	8,89	9,66	10,29
2. WSKAŹNIK SZYBKCI	Krot.	BD	1,78	2,85	4,02	5,24	4,17	7,27	8,74	9,50	10,14
3. WSKAŹNIK NATYCHMIAST	Krot.	BD	1,10	2,17	3,32	4,54	3,40	6,50	7,87	8,60	9,23

Źródło: opracowanie własne.

## *Studium przypadku „STOLARNI AWER” – zestaw analiz*

### *Jerzy T. Skrzypek [2014] Biznesplan w 10 krokach POLTEXT*

Wszystkie wskaźniki płynności przyjmują wysokie wartości w całym analizowanym okresie, gwarantując utrzymanie bezpiecznego poziomu płynności finansowej, czyli spełniając trzeci warunek określony w celu F1.

Wyniki analizy płynności należy jednak opatrzyć następującym komentarzem. Stan środków pieniężnych na koniec każdego okresu jest dodatni, co jest zjawiskiem pozytywnym, jednak bardzo wysoki poziom wskaźników płynności może wskazywać na nadpłynność. W tym miejscu należy przypomnieć, że na poziom wskaźników płynności nie wpływa wykorzystywanie lokat krótkoterminowych, stąd niekiedy ich wysoki poziom może być uzasadniony. Po sprawdzeniu okazuje się, że właściciele lokują nadwyżki środków pieniężnych jedynie na lokatach krótkoterminowych. Oprócz tego w rachunku przepływów pieniężnych pojawiają się nie małe wypłaty na rzecz właścicieli: od prawie 300 tys. zł za rok 1 do ponad 640 tys. zł w roku 5. Konkludując, właściciele powinni w najbliższym czasie podjąć decyzje zmierzające do zagospodarowania nadwyżki środków pieniężnych przez np.:

- przeznaczenie na inwestycje odtworzeniowe (zalecane),
- wykorzystanie lokat długoterminowych,
- inwestowanie w nowe przedsięwzięcia,
- zwiększenie wypłat na rzecz właścicieli.

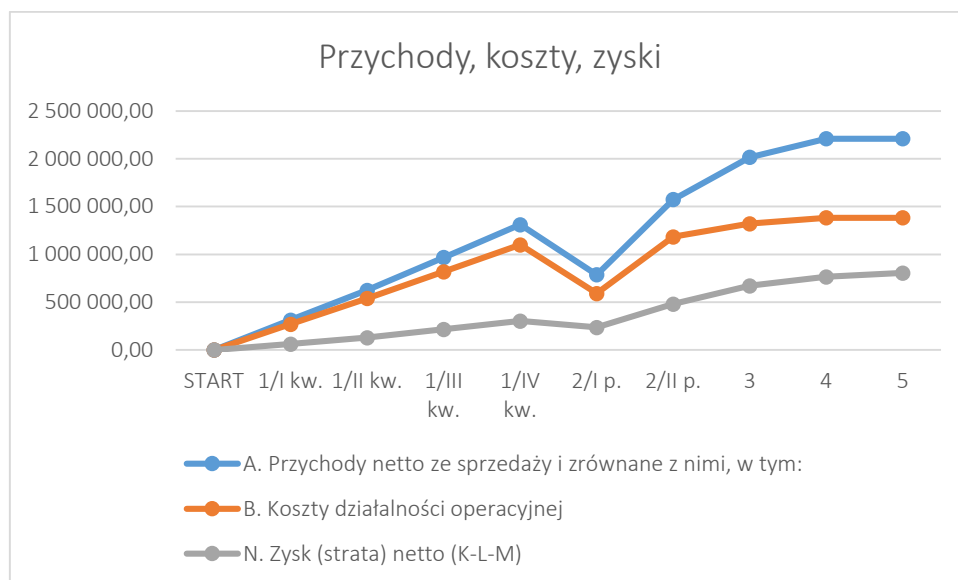
Ponieważ już wiadomo, że podmiotowi nie grozi utrata płynności, warto przyjrzeć się rentowności całego przedsięwzięcia. **Analizę rentowności** postanowiono rozpocząć od oceny poziomu zysku (straty), generowanego przez podmiot w planowanym okresie. Informacje te można znaleźć w rachunku zysków i strat. W rezultacie w tabeli 9.6 i na wykresie 9.2 pokazano poziom przychodów ze sprzedaży, kosztów oraz zysku netto. Warto przy tym podkreślić, że w rachunku zysków i strat wszystkie dane liczbowe są podawane narastająco od początku każdego roku, a więc np. dane za 3. kwartał danego roku obejmują wartości za okres od początku roku do końca wspomnianego kwartału.

Tabela 9.5. Przychody, koszty, zyski

Rachunek zysków i strat	START	1/I kw.	1/II kw.	1/III kw.	1/IV kw.	2/I p.	2/II p.	3	4	5
A. Przychody netto ze sprzedaży i zrównane z nimi, w tym:	0,00	312 500,00	625 000,00	967 500,00	1 310 000,00	787 000,00	1 574 000,00	2 015 000,00	2 210 000,00	2 210 000,00
B. Koszty działalności operacyjnej	0,00	270 294,00	539 588,00	819 382,00	1 099 176,00	591 688,00	1 183 376,00	1 320 926,00	1 383 176,00	1 383 176,00
C. Zysk (strata) ze sprzedaży (A-B)	0,00	42 206,00	85 412,00	148 118,00	210 824,00	195 312,00	390 624,00	694 074,00	826 824,00	826 824,00
D. Pozostałe przychody operacyjne	0,00	23 940,00	47 880,00	71 820,00	95 760,00	47 880,00	95 760,00	95 760,00	95 760,00	95 760,00
E. Pozostałe koszty operacyjne	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
F. Zysk (strata) z działalności operacyjnej (C+D-E)	0,00	66 146,00	133 292,00	219 938,00	306 584,00	243 192,00	486 384,00	789 834,00	922 584,00	922 584,00
G. Przychody finansowe	0,00	27,00	264,62	679,67	646,16	876,55	1 602,15	1 367,26	1 878,76	2 161,28
H. Koszty finansowe	0,00	5 000,00	4 750,00	4 500,00	4 250,00	8 000,00	7 000,00	120 000,00	160 000,00	120 000,00
I. Zysk (strata) z działalności gospodarczej (F+G-H)	0,00	61 173,00	128 806,62	216 117,67	302 980,16	236 068,55	480 986,15	671 201,26	764 462,76	804 745,28
J. Wynik zdarzeń nadzwyczajnych (J.I. - J.II.)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
K. Zysk (strata) brutto (I+/-J)	0,00	61 173,00	128 806,62	216 117,67	302 980,16	236 068,55	480 986,15	671 201,26	764 462,76	804 745,28
N. Zysk (strata) netto (K-L-M)	0,00	61 173,00	128 806,62	216 117,67	302 980,16	236 068,55	480 986,15	671 201,26	764 462,76	804 745,28
	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Stopa podatku dochodowego	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

Źródło: opracowanie własne.

Wykres 9.2. Przychody, koszty, zyski



Źródło: opracowanie własne.

We wszystkich okresach, po ukończeniu inwestycji, jednostka generuje znaczne zyski, które systematycznie rosną od ok. 302 tys. zł w pierwszym roku do ponad 800 tys. zł w ostatnim prognozowanym roku. Gdy jest tylko dwóch właścicieli, masa generowanego zysku wykazuje stosunkowo wysoki poziom. Na ile jest to korzystny poziom, będzie można ocenić, analizując wskaźniki rentowności, pokazane w tabeli 9.7.

Tabela 9.6. Wskaźniki rentowności

B. WSKAŹNIKI RENTOWNOŚCI	Jedn.	START	1/I kw.	1/II kw.	1/III kw.	1/IV kw.	2/I p.	2/II p.	3	4	5
1. WSKAŹNIK RENTOWNOŚCI SPRZEDAŻY (BRUTTO)	%	BD	19,58%	20,61%	22,34%	23,13%	30,00%	30,56%	33,31%	34,59%	36,41%
2. WSKAŹNIK RENTOWNOŚCI SPRZEDAŻY (NETTO)	%	BD	19,58%	20,61%	22,34%	23,13%	30,00%	30,56%	33,31%	34,59%	36,41%
3. WSKAŹNIK RENTOWNOŚCI KAPITAŁU WŁASNEGO (Brutto)	%	0,00%	32,00%	49,77%	62,44%	69,98%	64,49%	78,72%	83,77%	85,47%	86,09%
4. WSKAŹNIK RENTOWNOŚCI KAPITAŁU WŁASNEGO (Netto)	%	0,00%	32,00%	49,77%	62,44%	69,98%	64,49%	78,72%	83,77%	85,47%	86,09%
5. WSKAŹNIK RENTOWNOŚCI AKTYWÓW (Brutto)	%	0,00%	6,63%	13,61%	21,59%	28,77%	25,48%	43,63%	57,46%	67,60%	77,73%
6. WSKAŹNIK RENTOWNOŚCI AKTYWÓW (Netto)	%	0,00%	6,63%	13,61%	21,59%	28,77%	25,48%	43,63%	57,46%	67,60%	77,73%

Źródło: opracowanie własne.

Wskaźniki rentowności przyjmują korzystne wartości. Szczególnie warto zwrócić uwagę na bardzo wysokie wartości wskaźnika rentowności sprzedaży netto, który rośnie od poziomu 23,13% w pierwszym roku do poziomu 36,41% w ostatnim analizowanym roku. Warto podkreślić, że wartości te są nie tylko wyższe od zakładanych w planie strategicznym, lecz także przyjmują wartości zdecydowanie wyższe od przeciętnie obserwowanych w sektorze MŚP. W tej sytuacji należy zalecić autorom ponowne przejrzenie wszystkich założeń, ponieważ istnieje uzasadnione podejrzenie, że zostały przeszacowane przychody lub niedoszacowane koszty.

W tej sytuacji warto przeprowadzić analizę wrażliwości poziomu zysku netto na zmianę głównych czynników, od których ten poziom zależy. Głównymi elementami – z punktu widzenia poziomu zysku – są osiągnięte przychody i ponoszone koszty. W związku z tym w tabeli 9.8 pokazano procentowy poziom zysku netto w stosunku do przychodów ze sprzedaży oraz kosztów działalności operacyjnej.

Tabela 9.7. Analiza wrażliwości ze względu na zmianę przychodów i kosztów

Analiza wrażliwości	START	1/I kw.	1/II kw.	1/III kw.	1/IV kw.	2/I p.	2/II p.	3	4	5
Zysk netto/przychody ze sprzedaży	BD	19,58%	20,61%	22,34%	23,13%	30,00%	30,56%	33,31%	34,59%	36,41%
Zysk netto/koszty	BD	86,49%	86,33%	84,69%	83,91%	75,18%	75,18%	65,55%	62,59%	62,59%

Źródło: opracowanie własne.

Dane zawarte w tabeli 9.8 pokazują, że przedsięwzięcie charakteryzuje się znacznym marginesem bezpieczeństwa, gdyż z punktu widzenia generowania dodatniego poziomu zysku ze sprzedaży:

- przychody mogą spaść (w stosunku do prognozowanego poziomu) nawet od 23,13% w roku 1, do 36,41% w roku 5,
- koszty mogą wzrosnąć (w stosunku do prognozowanego poziomu) od 16,09% w pierwszym roku do 57,41% w ostatnim z analizowanych okresów.

Jeszcze korzystniej będzie oczywiście wyglądała sytuacja, gdy z rachunku wyeliminujemy amortyzację, która jest tylko kosztem, ale nie jest wydatkiem.

## Studium przypadku „STOLARNI AWER” – zestaw analiz

### Jerzy T. Skrzypek [2014] Biznesplan w 10 krokach POLTEXT

Reasumując, analiza rentowności pokazała, że został zrealizowany również trzeci cel strategiczny w sferze finansowej: F3 Osiągnięcie zadowalającego poziomu rentowności sprzedaży netto.

**Analiza zadłużenia** obejmuje wskaźniki zadłużenia (tabela 9.9). Ich poziom wynika z faktu finansowania działalności za pomocą zobowiązań krótkoterminowych.

**Tabela 9.8. Wskaźniki zadłużenia**

D. WSKAŹNIKI ZADŁUŻENIA	Jedn.	START	1/I kw.	1/II kw.	1/III kw.	1/IV kw.	2/I p.	2/II p.	3	4	5
1. WSKAŹNIK ZADŁUŻENIA AKTYWÓW	%	83,93%	79,28%	72,65%	65,42%	58,89%	60,49%	44,58%	31,41%	20,90%	9,71%
2. WSKAŹNIK ZADŁUŻENIA KAPITAŁU WŁASNEGO	%	153,85%	144,58%	99,16%	71,58%	54,79%	61,55%	33,41%	21,90%	15,72%	10,76%
OGÓLEM	%	0,00%	11,81%	11,15%	11,87%	12,45%	15,22%	17,12%	26,01%	42,55%	100,00%

Źródło: opracowanie własne.

Prognozowane wartości wskaźników sprawności działania wynikają bezpośrednio z relacji między danymi bilansowymi a danymi zawartymi w rachunku zysków i strat (tabela 9.10).

**Tabela 9.9. Wskaźniki sprawności działania**

C. WSKAŹNIKI SPRAWNOŚCI DZIAŁANIA	Jedn.	START	1/I kw.	1/II kw.	1/III kw.	1/IV kw.	2/I p.	2/II p.	3	4	5
1. WSKAŹNIK ROTACJI NALEŻNOŚCI	Krot.	BD	5,33	12,00	18,00	24,33	12,00	24,33	24,33	24,33	24,33
2. WSKAŹNIK CYKLU NALEŻNOŚCI	Dni	BD	15,00	15,00	15,00	15,00	15,00	15,00	15,00	15,00	15,00
3. WSKAŹNIK ROTACJI ZOBOWIĄZAŃ	Krot.	BD	2,67	6,00	9,00	12,17	6,00	12,17	12,17	12,17	12,17
4. WSKAŹNIK CYKLU ZOBOWIĄZAŃ	Dni	BD	30,00	30,00	30,00	30,00	30,00	30,00	30,00	30,00	30,00
5. WSKAŹNIK ROTACJI ZAPASÓW	Krot.	BD	13,47	28,54	42,65	57,18	27,98	56,41	55,64	55,38	55,38
6. WSKAŹNIK CYKLU ZAPASÓW	Dni	BD	5,94	6,31	6,33	6,38	6,43	6,47	6,56	6,59	6,59

Źródło: opracowanie własne.

Za korzystne zjawisko należy przy tym uznać krótszy okres ściągania należności niż regulowania zobowiązań.

Warto również przyjrzeć się opłacalności realizacji całego przedsięwzięcia. Już pierwsza analiza poziomu generowanych zysków w porównaniu z wymaganymi nakładami inwestycyjnymi wskazuje, że realizacja przedsięwzięcia będzie bardzo korzystna. W celu weryfikacji tej tezy oceniono jego efektywność, stosując w tym celu wymienione poniżej mierniki:

- wartość bieżącą netto (NPV),
- wewnętrzną stopę zwrotu (IRR),
- stosunek korzyści do kosztów (K/K).

## Studium przypadku „STOLARNI AWER” – zestaw analiz

Jerzy T. Skrzypek [2014] *Biznesplan w 10 krokach POLTEXT*

Na początku przyjęto też, że okres referencyjny wyniesie 5 lat, wartość stopy dyskontowej wyniesie 5%, jak w przypadku projektów realizowanych przy dofinansowaniu funduszy unijnych w przypadku zastosowania cen stałych. Otrzymane wyniki pokazano w tabeli 9.11.

**Tabela 9.10. Ocena efektywności projektu NPV, NPV/I, IRR, K/K**

Ocena efektywności przedsięwzięcia	START	1/IV kw.	2/II p.	3	4	5
Wpływy	0,00	1 310 000,00	1 574 000,00	2 015 000,00	2 210 000,00	2 210 000,00
Przychody ze sprzedaży	0,00	1 310 000,00	1 574 000,00	2 015 000,00	2 210 000,00	2 210 000,00
Wartość rezydualna	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Wydatki	798 000,00	1 223 360,54	1 029 338,73	1 170 781,76	1 227 667,09	1 223 576,00
Nakłady inwestycyjne	798 000,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Koszty działalności operacyjnej	0,00	939 576,00	1 023 776,00	1 161 326,00	1 223 576,00	1 223 576,00
Zapotrzebowanie na kapitał obrotowy	0,00	283 784,54	5 562,73	9 455,76	4 091,09	0,00
Przyrost należności	0,00	350 620,92	10 849,31	18 123,29	8 013,70	0,00
Przyrost zapasów	0,00	10 389,04	1 633,97	2 637,95	1 193,83	0,00
Spadek zobowiązań	0,00	-77 225,42	-6 920,55	-11 305,48	-5 116,44	0,00
Saldo	-798 000,00	86 639,46	544 661,27	844 218,24	982 332,91	986 424,00
Stopa dyskontowa	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
Czynnik dyskontowy	1,05	1,10	1,16	1,22	1,28	1,34
Saldo zdyskontowane	-760 000,00	78 584,55	470 498,88	694 540,44	769 683,54	736 084,78
NPV	1 989 392,18					
IRR	54,48%					
K/K	1,36					

Źródło: opracowanie własne.

Jak się można było spodziewać, przytoczone wcześniej wartości wskaźników efektywności przedsięwzięcia przemawiają za jego realizacją, gdyż:

- NPV przyjmuje dodatnią wartość,
- wewnętrzna stopa zwrotu IRR przyjmuje wartości dodatnie, znacznie przy tym wyższe od stopy dyskontowej,
- współczynnik K/K przyjmuje wartość wyższą od jeden.



## Studium przypadku „STOLARNI AWER” – zestaw analiz

Jerzy T. Skrzypek [2014] *Biznesplan w 10 krokach POLTEXT*

Realizacja przedsięwzięcia przyniesie nadwyżkę w wysokości 1 989 392,18zł w stosunku do ulokowania kwoty, odpowiadającej nakładom inwestycyjnym, w bezpieczne papiery wartościowe o stopie oprocentowania 5% w skali roku. Stopa zwrotu z przedsięwzięcia wyniesie 54,49%.

Jak w każdym przypadku i w tym konieczne jest przeprowadzenie analizy wrażliwości wskaźników efektywności przedsięwzięcia na zmiany głównych zmiennych, takich jak zmiana poziomu stopy dyskontowej, spadek przychodów, wzrost kosztów czy wzrost nakładów inwestycyjnych. Wyniki analizy wrażliwości zestawiono w tabeli 9.12.

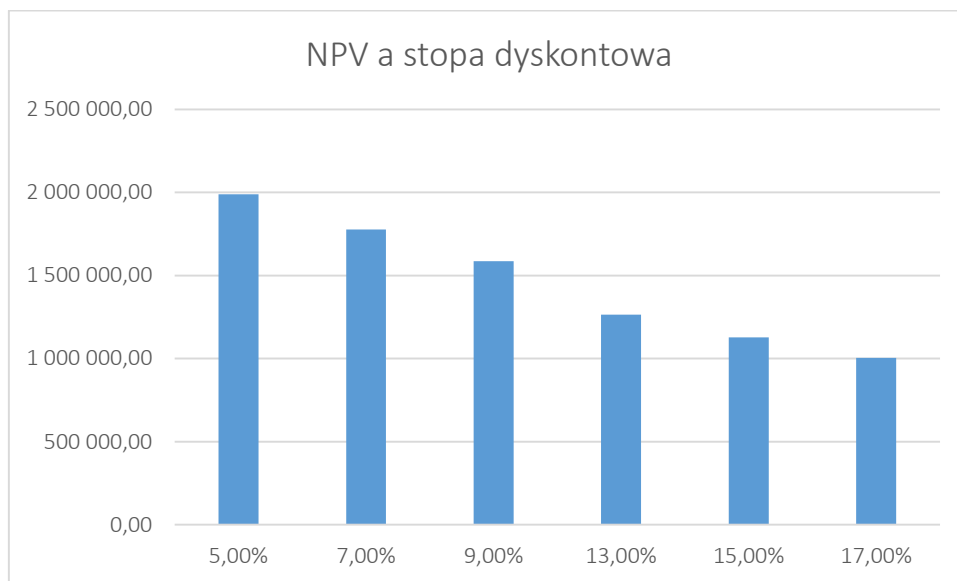
**Tabela 9.12.** W dokumencie nie ma tekstu o podanym stylu. **11. Analiza wrażliwości**

Wyniki analizy wrażliwości - stopa dyskontowa	5,00%	7,00%	9,00%	13,00%	15,00%	17,00%
NPV	1 989 392,18	1 776 221,51	1 586 077,92	1 263 877,83	1 127 258,37	1 004 426,72
IRR	54,48%	54,48%	54,48%	54,48%	54,48%	54,48%
B/C	1,36	1,25	1,16	1,00	0,93	0,87
Wyniki analizy wrażliwości - zmiana przychodów	100,00%	-5,00%	-10,00%	-15,00%	-20,00%	-25,00%
NPV	1 989 392,18	1 592 644,79	1 195 897,39	799 150,00	402 402,60	5 655,21
IRR	54,48%	45,18%	35,71%	26,00%	15,89%	5,16%
Wyniki analizy wrażliwości - zmiana kosztów	100,00%	5,00%	10,00%	15,00%	20,00%	25,00%
NPV	1 989 392,18	1 764 972,85	1 540 553,52	1 316 134,19	1 091 714,86	867 295,54
IRR	54,48%	49,23%	43,94%	38,59%	33,17%	27,66%
Wyniki analizy wrażliwości - zmiana nakładów	100,00%	5,00%	10,00%	15,00%	20,00%	25,00%
NPV	1 989 392,18	1 951 392,18	1 913 392,18	1 875 392,18	1 837 392,18	1 761 392,18
IRR	54,48%	52,05%	49,79%	47,67%	45,68%	42,04%

Źródło: opracowanie własne.

Jak już wcześniej wspomniano, to inwestor decyduje o poziomie stopy dyskontowej, jaka zostaje w swoich obliczeniach, mimo to warto pokazać zmianę NPV w zależności od zmiany stopy dyskontowej (wykres 9.3). Oczywiście, jak w typowych przypadkach wartość NPV maleje wraz ze wzrostem stopy dyskontowej, ale wartości ujemne osiąga dopiero po przekroczeniu bardzo wysokiego poziomu 54,49%.

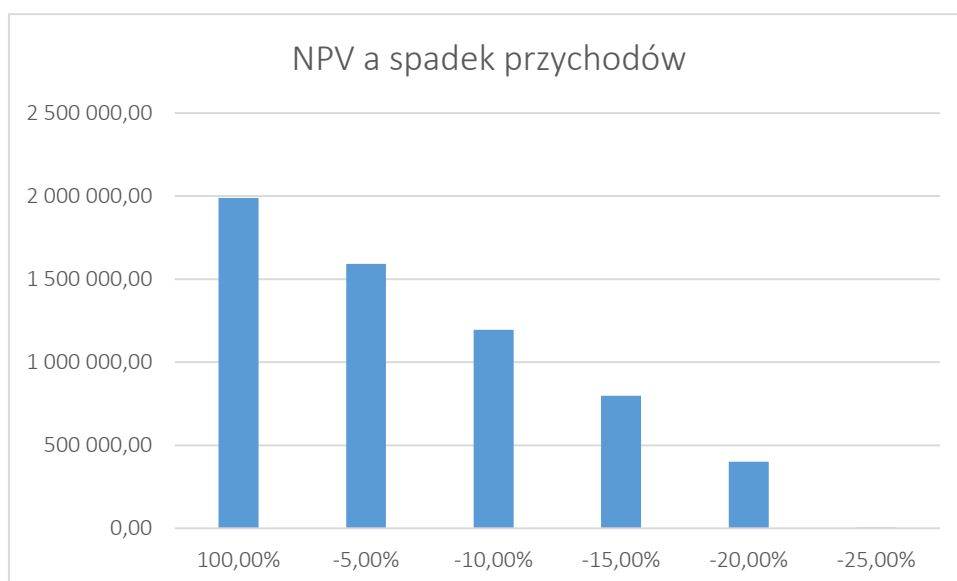
**Wykres 9.3. NPV a stopa dyskontowa**



Źródło: opracowanie własne.

Analogicznie spadek przychodów powoduje spadek wszystkich wskaźników efektywności, a NPV jest bliskie zero dopiero przy spadku przychodów o 25% (wykres 9.4).

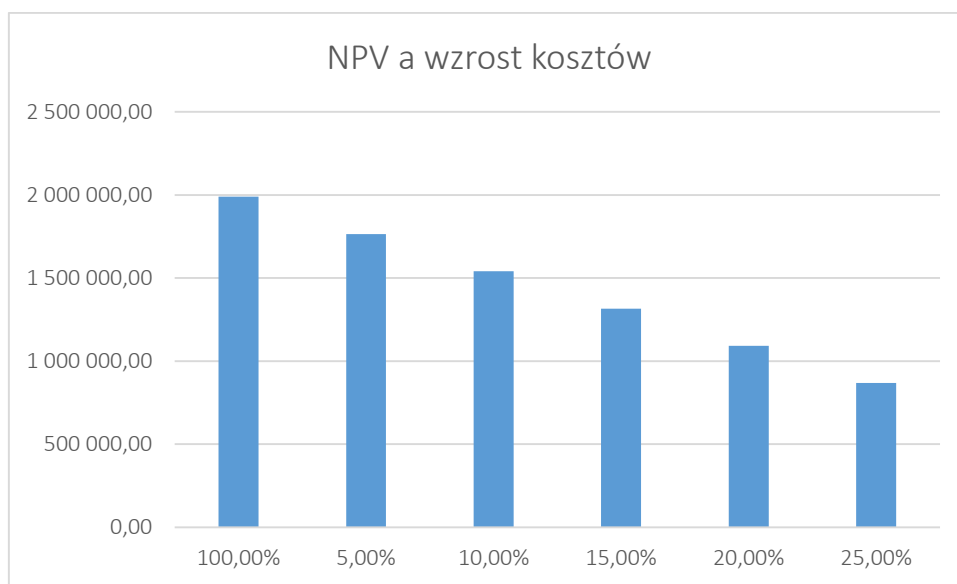
**Wykres 9.4. NPV a spadek przychodów**



Źródło: opracowanie własne.

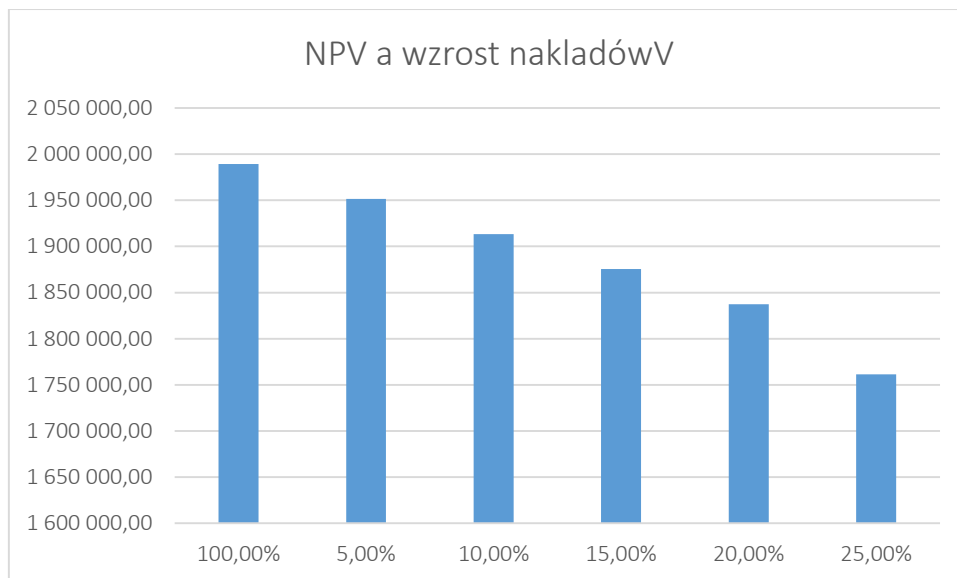
Również wzrost kosztów oraz wzrost nakładów inwestycyjnych powoduje obniżenie poziomu efektywności przedsięwzięcia (wykresy 9.5 i 9.6).

**Wykres 9.5. NPV a wzrost kosztów**



Źródło: opracowanie własne.

**Wykres 9.6. NPV a wzrost nakładów**



Źródło: opracowanie własne.

Należy jednak wyraźnie podkreślić, że realizacja przedsięwzięcia jest bardzo korzystna, a margines bezpieczeństwa – otrzymany jako wynik analizy wrażliwości – bardzo szeroki. Wyniki analizy efektywności przedsięwzięcia powinny skłonić właścicieli do przemyślenia konieczności starania się o dofinansowanie z funduszy unijnych. Uzyskanie dofinansowania oczywiście korzystnie wpłynie na efektywność całego przedsięwzięcia, ale będzie się wiązać zapewne z długim okresem oczekiwania na pozyskanie dofinansowania (tabela 9.13).

Tabela 9.12. Efektywność przedsięwzięcia po uzyskaniu dofinansowania

Po uzyskaniu dofinansowania	START	1/IV kw.	2/II p.	3	4	5
<b>Wpływy</b>	0,00	1 310 000,00	1 574 000,00	2 015 000,00	2 210 000,00	2 210 000,00
Przychody ze sprzedaży	0,00	1 310 000,00	1 574 000,00	2 015 000,00	2 210 000,00	2 210 000,00
Wartość rezydualna	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Wydatki</b>	478 800,00	1 223 360,54	1 029 338,73	1 170 781,76	1 227 667,09	1 223 576,00
Nakłady inwestycyjne	478 800,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Koszty działalności operacyjnej	0,00	939 576,00	1 023 776,00	1 161 326,00	1 223 576,00	1 223 576,00
Zapotrzebowanie na kapitał obrotowy	0,00	283 784,54	5 562,73	9 455,76	4 091,09	0,00
Przyrost należności	0,00	350 620,92	10 849,31	18 123,29	8 013,70	0,00
Przyrost zapasów	0,00	10 389,04	1 633,97	2 637,95	1 193,83	0,00
Spadek zobowiązań	0,00	-77 225,42	-6 920,55	-11 305,48	-5 116,44	0,00
<b>Saldo</b>	-478 800,00	86 639,46	544 661,27	844 218,24	982 332,91	986 424,00
Stopa dyskontowa	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
Czynnik dyskontowy	1,05	1,10	1,16	1,22	1,28	1,34
<b>Saldo zdyskontowane</b>	-456 000,00	78 584,55	470 498,88	694 540,44	769 683,54	736 084,78
NPV	2 293 392,18	0	0	0	0	0
IRR	83,61%					
K/K	1,43					

Źródło: opracowanie własne.

Analiza danych zawartych w tabeli 9.14 powinna przekonać właścicieli, że warto realizować przedsięwzięcie nawet bez uzyskania dofinansowania z funduszy unijnych, ponieważ ewentualne zmiany – przy uwzględnieniu dofinansowania – NPV i IRR nie są bardzo duże.

Tabela 9.13. Porównanie efektywności przedsięwzięcia

NPV - środki własne	1 989 392,18
NPV - dofinansowanie unijne	2 293 392,18
IRR - środki własne	54,48%
IRR - dofinansowanie unijne	83,61%
K/K - środki własne	1,36
K/K fundusze unijne	1,43

Źródło: opracowanie własne.

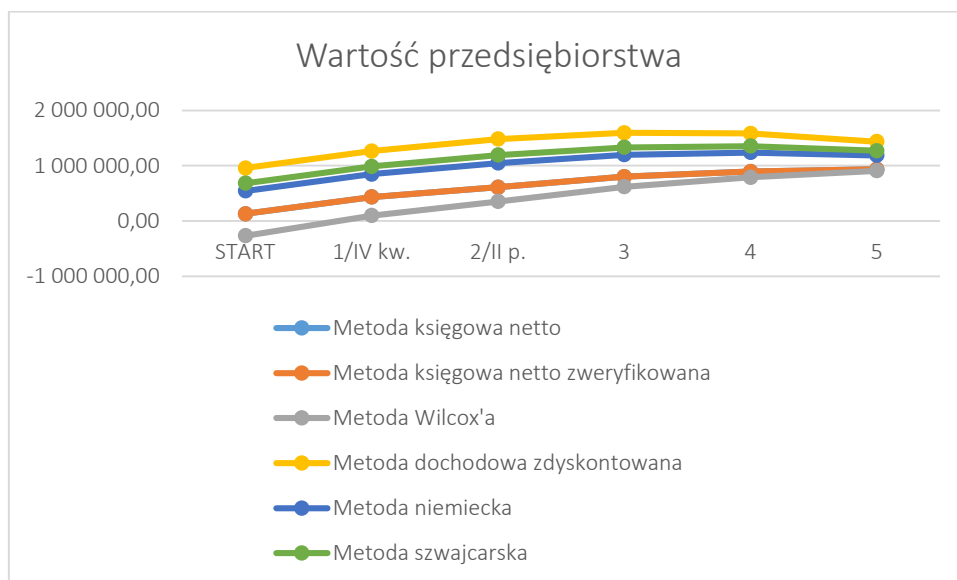
Jednym z ważnych celów strategicznych w sferze finansowej był cel F2: Długoterminowy wzrost wartości jednostki. Aby ocenić stopień jego wykonania, obliczono wartość przedsiębiorstwa., która bezpośrednio wynika z realizowanego przedsięwzięcia. W tabeli 9.15 i na wykresie 9.7 pokazano wartość przedsiębiorstwa obliczona według metod opisanych w tym rozdziale przewodnika.

Tabela 9.14. Wartość przedsiębiorstwa

Wartość przedsiębiorstwa - wyniki	START	1/IV kw.	2/II p.	3	4	5
Metoda księgową netto	130 000,00	432 980,16	610 986,15	801 201,26	894 462,76	934 745,28
Metoda księgową netto zweryfikowana	130 000,00	432 980,16	610 986,15	801 201,26	894 462,76	934 745,28
Metoda Wilcox'a	-269 000,00	97 723,99	352 409,17	617 233,97	787 993,58	908 076,11
Metoda dochodowa zdyskontowana	956 130,13	1 263 802,47	1 480 731,79	1 595 597,26	1 582 634,41	1 435 922,80
Metoda niemiecka	543 065,06	848 391,31	1 045 858,97	1 198 399,26	1 238 548,58	1 185 334,04
Metoda szwajcarska	680 753,42	986 861,70	1 190 816,57	1 330 798,59	1 353 243,86	1 268 863,63

Źródło: opracowanie własne.

Wykres 9.7. Wartość przedsiębiorstwa



Uzyskane wyniki pokazują, że wartość przedsiębiorstwa – w wyniku realizacji przedsięwzięcia – systematycznie rośnie, a więc został zrealizowany cel strategiczny F2. Warto przy tym zwrócić uwagę na ujemną wartość przedsiębiorstwa na starcie, otrzymaną w wyniku zastosowania metody likwidacyjnej (Wilcoxa). Oznacza to, że w przypadku pozyskania dofinansowania z funduszy unijnych zaniechanie realizacji przedsięwzięcia na starcie wymagałoby zwrotu dofinansowania, a na jego spłatę nie wystarczyłyby kwoty uzyskane ze sprzedaży aktywów trwałych.

Oczywiście, jak i w poprzednich przypadkach, powinna zostać zaprezentowana analiza wrażliwości wartości przedsiębiorstwa na zmiany głównych zmiennych. Konieczne jest również wskazanie – właściwej dla danego przedsiębiorstwa – metody wyceny jego wartości. Należy też pamiętać, że rezultaty wyceny metodami ekonomicznymi służą zwykle jedynie jako punkt odniesienia w negocjacjach związanych ze sprzedażą podmiotu, przedsiębiorstwo jest bowiem tyle warte, ile nabywca będzie chciał zapłacić. Pocięszające jest przy tym, że oczywiście zwykle nie ma przymusu sprzedawania przedsiębiorstwa za każdą – podyktowaną przez rynek – cenę.

*Studium przypadku „STOLARNI AWER” – zestaw analiz*

*Jerzy T. Skrzypek [2014] Biznesplan w 10 krokach POLTEXT*