

Trudno zrozumieć, czym jest i jaki status ma dokument.

Strona tytułowa podaje, że jest to „raport z wyceny wartości Spółki z uwzględnieniem podmiotów podporządkowanych (datowany na 22 czerwca 2018 roku), jednocześnie we wstępie można przeczytać, że Raport zawiera wyniki procedur wykonanych w ramach umowy z 28 maja pomiędzy Elektrim SA i DGA Audyt Sp. z o.o. na wycenę wartości Spółki z uwzględnieniem podmiotów podporządkowanych dwiema metodami: skorygowanej wartości aktywów netto, wartości księgowej” i ma „na celu wyłącznie udzielenie pomocy odbiorcy Raportu w ocenie realności wyceny Spółki.” Prawdopodobnie należy uznać, że wykonano tzw. *Agreed-Upon-Procedures (AUP)*, co oznacza, że **raport może mieć wartość dla spółki w kontekście pewnych zagadnień, ale nie jest obiektywną wyceną na żadne cele związane z emisją akcji, debiutem na giełdzie czy inne i dla stron trzecich może być mylący.** W szczególności w ramach AUP można zlecać wyceny i inne prace, które mogą być wykonywane w nakreślony przez zlecającego sposób, który nie musi uwzględniać obowiązujących zasad księgowości, wyceny, itp. Spółka ma dowolność wyboru kryteriów.

Raport jest na podstawie danych na koniec roku 2017, więc wartości są zdezaktualizowane o około pół roku. Można by tego choć częściowo uniknąć, przyjmując np. wycenę DCF (spółki podałyby prognozy aktualne a nie na koniec roku).

Raport zawiera poważne błędy merytoryczne.

- **zaniżono wartość Enelki o 126.497 tys.** (przed "potrąceniem" 10% dyskonta za szybką sprzedaż), **patrz Załącznik 1**
- **zaniżono wartość udziałów Elektrim Megadex (s. 12) o 4.968 tys.:** skoro ich wartość w księgach spółki Elektrim jest 0 (odpis na wartość brutto), to niezasadna jest korekta in minus prowadząca wartość udziałów poniżej zera

Raport zawiera poważne błędy w ocenie.

- **zawyżono wartość zobowiązań podatkowych o dużą kwotę (wymaga szacunku).** Na s. 5 zapisano, że „Ustalenie wartości godziwej poszczególnych pozycji aktywów wynika głównie z: (...) oszacowania istotnych rezerw na zobowiązania bilansowe oraz zobowiązania warunkowe.” Jest jasne, że takie oszacowanie nie zostało dokonane w przypadku podatków za rok 2006 i 2011, przy czym szczególnie przypadek podatku za rok 2006 wydaje się szczególnie jasny. Wiadomo, że 16 kwietnia 2018 roku WSA uchylił decyzję Dyrektora Izby Skarbowej i (tego DGA nie pisze) w motywach wyroku podał, że spółce przysługuje uwzględnienie jako kosztów podatkowych bardzo dużych kwot. Niezależnie od kwestii przedawnienia zobowiązania (też istotnej, choć prawdopodobnie trzeba by jej dochodzić już poza Polską) **wartość zobowiązania podatkowego powinna być znacząco mniejsza.** Na s. 7 podano, że „w ocenie Zarządu – popartej opiniami doradców prawych i podatkowych Spółki – rozliczenia podatkowe zostały dokonane zgodnie z obowiązującymi przepisami prawa i ostatecznie nie powinny powodować wypływu korzyści ekonomicznych dla Spółki.” O ile kontrowersyjne może być, czemu w sprawozdaniu jednostkowym Elektrimu widzimy zatem zobowiązania na łącznie 1.324 mln złotych (wydaje się, że powinny być mniejsze lub zerowe, vide np. nieujmowanie spornych zobowiązań podatkowych przez różne spółki, ostatnio np. Cyfrowy Polsat), to już **zupełnie kontrowersyjne nie jest, że na cele wyceny wartości księgowe powinny być ocenione pod kątem racjonalności i skorygowane, czego nie dokonano.**

- **nie trafnie oceniono, że (s. 7), „Wartościowe aktywa posiadane przez Elektrim to udziały w spółkach zależnych i nieruchomości, które z uwagi na swój charakter są trudno zbywalne.”**

Przykładowo ostatnia sprzedaż znacznej ilości akcji Cyfrowego Polsatu przez p. Heronima Rutę odbyła się szybko i sprawnie. **Może to rodzić zasadne wątpliwości, czy na cele**

wyceny należy stosować dyskonto 10% (s. 14, pomniejsza wartość spółki (nie licząc innych kwestii) o 124.118 tys.)

Dobór metod wyceny jest wysoce kontrowersyjny

- wycena ZEPAK jest wg wartości giełdowej: bez dokładniejszego uzasadnienia. W sytuacji, gdy na giełdzie utrzymują się bardzo niskie wskaźniki C/Z, C/WK właściwe byłoby uzasadnić taki sposób wyceny. W szczególności można podejrzewać, że należałoby wyceniać metodą odtworzeniową jako bardziej właściwą dla spółek energetycznych/górnictwa. Można wspomnieć odrzucenie przez Zygmunta Solorza oferty sprzedaży ZEPAK kilka lat temu, jego prywatne zdanie o wartości tego aktywa jest najwyraźniej takie, że wycena giełdowa jest zbyt niska o p. Solorz jest z pewnością dobrze poinformowany o sytuacji w ZEPAK.

- wycena spółek budowlanych/deweloperskich (głównie spółki z „Port” w nazwie, może także Harmony, SPV Grodzisk i in.) powinna być wg budowanej powierzchni użytkowej lub innych metod: branie wartości księgowych może być sensowne dla dojrzałych spółek, ale nie dla takich, np. sprzedaż lokali do momentu podpisania aktu notarialnego (choćby wszystko inne włącznie z przelewem od kupującego było zrobione) nie zwiększa wyniku finansowego (księgowanie jako przychody przyszłych okresów w pasywach przeksięgowane na przychody w rachunku zysków i strat po akcie notarialnym); vide też publikowany na Youtube wywiad prezesa Portu Praskiego p. Pykela – wynika z niego dużo wyższa wycena.

- w stosunku do pozostałych spółek rodzaj wyceny jest bardzo wątpliwy: lepsza metoda byłaby porównawcza lub DCF - wybranie takiej jak tu wyceny świadczyć może o trudnościach/niemożliwości dokonania wycen metodami porównawczą/DCF, może wynikających także z braku danych od zarządów lub dostarczenia przez nie danych mało wiarygodnych.

- metoda wyceny może generować błędy, gdyż bazuje na wartościach księgowych, które koryguje się wtedy, kiedy wyceniającemu wydaje się, że należy je skorygować; przy tak wielu spółkach, holdingowej strukturze, krzyżowemu posiadaniu udziałów ryzyko niezauważenia albo pomylenia jest bardzo duże,

Wycena jest miejscami stanowczo zbyt szczegółowa a z drugiej strony występują istotne braki, co jest mylące i niekonsekwentne. Dokument jest ogólnie nieczytelny przed brak podsumowań, skomplikowane ujęcie tabel, błędy merytoryczne i także językowe.

Jako przykład można podać:

- umowane są korekty na minus 2, 16, minus 71, minus 71 tys., minus 1 (ss. 19, 27, 38, 43, 55: Argumenol, Embud 2, Megadex Development, Megadex Expo, Port Praski Inwestycje),

- brak korekty podatku dochodowego w Elektrimie 1.324 mln (szczeg. dot. 2006 roku, omówione w osobnym punkcie),

- ewentualne korekty nie są zdaniem DGA istotne, więc ich nie ujęto (s. 22, Centrum Zdrowia i Relaksu Verano, dot. wartości podmiotu wycenionego na 63.019 tys. SEK).

- ujmowane pojedynczo są mało istotne spółki, np. s. 55, Port Praski Inwestycje, wartość aktywów przed korektami 501 tys.

- nie są ujmowane pojedynczo Emkon Enerji (prawdopodobnie spółka-córka Enelki, s. 29), Market-Bud (z opisów na ss. 50 i 52 wynika, że posiada ponad 50% Port Praski sp. zoo Białystok ska, ale nie wiadomo z raportu, czy Market-Bud jest w jakiś sposób powiązany z Grupą Elektrim) a także spółki zależne IB 8 Fizan (s. 17: Polynon Investments, Pogoris Investments, Justiana Investments i Icenus Investments).

- brakuje objaśnień dotyczących Pantanomo, ta posiadające znaczne aktywa spółka jest posiadana (wg sprawozdania skonsolidowanego Grupy Elektrim za rok 2017) przez Grupę Elektrim w części 49,11%, wycena DGA nie ujawnia ani nie opisuje tego,

- brakuje objaśnień dotyczących Embud zoo/Embud ska, szczególnie na tle podnoszonych kontrowersji dotyczących wypłaty dywidendy Cyfrowego Polsatu: pomimo, że Embud ska

posiada 9,07% udziałów w Cyfrowym Polsacie a Grupa Elektrim 97,37% w Embud ska to znaczna część dywidendy należnej Embud ska miałyby przynieść korzyść ekonomiczną nie Grupie Elektrim a innemu podmiotowi zależnemu od p. Solorza.

- s. 7: konieczność uregulowania zobowiązań podatkowych "ma" (a nie "miałyby") "niewątpliwy wpływ na wycenę spółki". Jaki to wpływ i gdzie go widać? Może dokonano jakichś korekt in minus, ale nie wiadomo jakich i gdzie. Z drugiej strony przy opisie wyceny nie napisano nic o tym, że możliwy jest taki rodzaj korekt, który wynika z konieczności szybkiego upłynniania aktywów. Możliwe też, że opis nie ma żadnego związku z dalszą częścią wyceny.

- ogólnie nie ma wyjaśnień dotyczących korekt; są zaprezentowane jako fakt i nie wyjaśnia się dla danych pozycji, czemu wystąpiły, co uniemożliwia ocenę zasadności.

Z raportu, s. 4: "w niektórych spółkach audyty za 2017 rok nie były jeszcze zakończone". Wpływa to istotnie na wiarygodność danych wejściowych a w konsekwencji na wiarygodność wyceny. Wydaje się, że nie przedsięwzięto żadnych procedur, żeby problem zaadresować.

Ogółem jedna spółka z aktywami (przed korektami) 8.149 tys. złotych miała opinię z zastrzeżeniem, dwie (aktywa 179.309 tys.) nie miały jeszcze wydanej opinii, **17 (aktywa 1.184.228 tys. nie podlegały badaniu/nie były badane) Można to porównać z łączną wyceną spółki 1.117.062 tys.**

Załącznik 2 przedstawię szczegółowe dane.

DGA podaje fałszywy opis wyceny, względnie spółki nieprawidłowo prezentują swoje jednostkowe sprawozdania finansowe.

Na s. 9 zapisano, że "W przypadku gdy wartość kapitałów (...) jest niższa od ceny nabycia to nie wystąpi korekta aktywów, ponieważ w sprawozdaniu jednostkowym tworzy się odpis z tytułu utraty wartości." **Albo opis ten nie jest prawdziwy, albo spółki w swych sprawozdaniach jednostkowych nieprawidłowo ujmują udziały w innych jednostkach.**

Na ss. 19, 23, 34, 40, 45, 48 i 50 DGA oszacowało korekty dotyczące wartości udziałów jak pokazano w Załączniku 3. Łącząc to ze zdaniem zacytowanym powyżej, należałoby (wg DGA) w jednostkowych sprawozdaniach tych spółek dokonać odpisów aktualizacyjnych, **sprawozdania te są więc nieprawidłowo sporządzone.**

Przyjmując, że (1) być może nie jest to prawdą dla spółek niepolskich (inne zasady księgowości w sprawozdaniu jednostkowym) oraz 2) być może czasem nie jest to materialne (szczególnie np. Port Praski, Argumenol) można wskazać spółki:

- Elektrim Megadex (aktywa przed korektą 8.149 tys., niedokonany odpis 2.733 tys., dodatkowo **opinia audytora z zastrzeżeniem**, lecz dotyczącym podatku),
- Laris Investments (aktywa przed korektą 296.083 tys., niedokonany odpis 13.264 tys.),
- Megadex SPV (aktywa przed korektą 40.867 tys., niedokonany odpis 1.139 tys., **nie podlegało badaniu**).

Należy dodać, że gdyby faktycznie występowały istotne błędy, to nie skorygowali ich także audytorzy Elektrim Megadex Doradca (m. in. były audytor Elektrimu) oraz Laris Investments Ernst & Young (aktualny bądź były audytor wielu spółek z grup Elektrim, Cyfrowy Polsat, ZEPAK).

Wydaje się, że wycena była robiona bardzo szybko, bez odpowiedniego sprawdzenia i nadzoru wyższej kadry menedżerskiej DGA. Świadczą o tym niezwykle liczne zwroty potoczne/niezręczności stylistyczne ("w chwili obecnej mamy uchyloną wycenę"), sztamkowe przeklepanie tabelki nawet z identycznymi błędami (vide "W związku z tym, że zaawansowanie budowy i procesu sprzedaży jest jeszcze niewielki"), rozjeżdżające się formatowanie tekstu. **Niekiedy błędy te wpływają na rozumienie tekstu** (pomyłone

podmioty posiadające udziały). **Można domniemywać, że część opisanych wyżej problemów wiąże się właśnie z pośpiechem i brakiem nadzoru.**

Załącznik 4 przedstawię szczegółowe dane, znalezione i na pewno nie jedyne błędy: **8 merytorycznych**, 2 ortograficzne, 13 gramatycznych, 20 interpunkcyjnych, 3 przykłady niechlujnego formułowania myśli.

Należy rozważyć, czy właściwie potraktowano informacje ze spółki – z odpowiednią dozą ostrożności.

Na s. 4 napisano: „W trakcie prac (...) wykorzystano (...) oraz informacje uzyskane od zlecającego i zarządów spółek. Założono, że wszystkie te informacje są prawdziwe i rzetelne oraz odzwierciedlają stan faktyczny oraz najlepszą wiedzę Zarządu co do kształtowania się przyszłych relacji finansowych w Grupie Kapitałowej Elektrim SA. Opieraliśmy się na informacjach finansowych (...) oraz innych danych otrzymanych od Zarządów i służb księgowych oraz finansowych. (...) Do zakresu naszej odpowiedzialności nie należała weryfikacja informacji, publicznie dostępnych lub dostarczonych przed przedstawicielemi wycenianych Spółek (...) założyliśmy, iż otrzymane dane są wystarczająco dokładne i kompletne, by możliwe było sporządzenie wiarygodnej analizy wyceny.”

Wprawdzie to nie zlecenie audytowe, ale przez analogię można odwołać się np. do ISA 200, 240 i 580:

ISA 200, A22: *The auditor cannot be expected to disregard past experience of the honesty and integrity of the entity's management and those charged with governance. Nevertheless, a belief that management and those charged with governance are honest and have integrity does not relieve the auditor of the need to maintain professional skepticism or allow the auditor to be satisfied with less than persuasive audit evidence when obtaining reasonable assurance.* **ISA 240, Professional scepticism, 12:** *In accordance with ISA 200, the auditor shall maintain professional scepticism throughout the audit, recognizing the possibility that a material misstatement due to fraud could exist, notwithstanding the auditor's past experience of the honesty and integrity of the entity's management and those charged with governance.*

ISA 240, A54, pkt. 3: *Examples of exceptional circumstances that may arise and that may bring into question the auditor's ability to continue performing the audit include,* pkt. 3 *The auditor has significant concern about the competence or integrity of management or those charged with governance.*

ISA 580, A13: *Although such written representations provide necessary audit evidence, they do not provide sufficient appropriate audit evidence on their own for that assertion.*

Z powyższych punktów wynika przede wszystkim konieczność zachowania profesjonalnego sceptycyzmu w stosunku do przedstawianych przez zarząd danych, **szczególnie gdy są wątpliwości co do kompetencji bądź uczciwości zarządu.**

Obecny zarząd ma na koncie wiele kontrowersyjnych działań, sytuacji, gdy jego wypowiedzi nie okazywały się prawdziwe, jest w konflikcie z akcjonariuszami mniejszościowymi i unika rzetelnego informowania ich. Wydaje się, że DGA w żaden sposób nie uwzględniła w procedurach ostrożnego podejścia do informacji od zarządu Elektrim, przeciwnie, raczej wierzyła im bez zastrzeżeń. O ile być może nie jest to zarzut pod adresem DGA (gdyż to nie audyt), to jednak ma znaczenie: wynik wyceny może być mało wiarygodny i jest to obciążone dużo poważniejszym ryzykiem niż zazwyczaj w podobnych sytuacjach. Można wymienić (lista jest tylko przykładowa) fakty świadczące o wątpliwościach co do uczciwości i kompetencji zarządu (załącznik 5).