

Pomimo różnych zastrzeżeń, tu zostanie przyjęte w wywodzie, że metoda SWAN (skor. wart. aktywów netto) jest poprawna w odniesieniu do Elektrimu i także dla Enelki i na tym tle pokazane zostaną błędy.

Wartość Elektrimu przyjęta w wycenie (przed "potrąceniem" 10% dyskonta za szybką sprzedaż) to 1.241.180 tys. zł, na co składa się kapitał własny w jednostkowym sprawozdaniu Elektrimu 203.121. tys. zł i korekty in plus 1.038.059 wynikające z tego, że w celu otrzymania poprawnej wartości w metodzie SWAN jednostkowa wartość księgowa w księgach Elektrimu powinna zostać powiększona (lub pomniejszona). Jest to zrozumiałe w naturalny sposób, gdyż w jednostkowym sprawozdaniu finansowym ujmuje się wartość nabytych spółek po koszcie nabycia - gdyby taka spółka przynosiła regularne zyski (i nie wypłacała dywidendy) to spółka matka wcale by nie pokazała żadnego zysku (w rachunku zysków) i zwiększenia aktywów (w bilansie) z tego tytułu. To jest normalna i poprawna praktyka księgowa (sprawozdanie skonsolidowane pokazuje całą grupę jak gdyby była jedną spółką i w nim oczywiście zysk córki jest po prostu zyskiem grupy i zwiększa aktywa grupy - w uproszczeniu, bo można mieć mniej niż 100% udziałów a część zysków córki może być osiągnięta w transakcjach wewnątrzgrupowych, wtedy to nie jest proste dodawanie zysków wszystkich spółek).

Jaka w ramach owych 203.121 tys. plus 1.038.059 jest wg raportu DGA wartość jaką wnosi Enelka?

A): 203.121 Wiemy, że kapitał własny w sprawozdaniu jednostkowym Elektrimu to suma arytmetyczna wartości aktywów ze sprawozdania jednostkowego (wartość dodatnia) i zobowiązań Elektrimu (wartość ujemna), czyli liczba to $203.121 \text{ tys.} = 1.584.251 + (-1.381.130)$. Patrząc na raport DGA trudno powiedzieć, jaka wartość zobowiązań Elektrimu przypada na Enelkę, jednak ze ss. 41-42 jednostkowego sprawozdania Elektrimu (transakcje z jednostkami powiązanymi) niedwuznacznie wynika, że Elektrim nie ma zobowiązań ani pożyczek od Enelki. Zatem udział Enelki w kwocie 203.121 tys. zł w całości przypada na 1.584.251 tys. i w tej kwocie wynosi:

- pożyczki udzielone przez Elektrim: 210.907 tys. zł (jak w sprawozdaniu jednostkowym Elektrimu na s. 42 a jednocześnie odpowiada to pozycjom 7-10 na s. 13 raportu DGA: $465.232+360.198-254.325-360.198$, czyli kapitał+odsetki-odpisy aktualizujące wartości kapitału i odsetek),
- wartość udziałów Enelki posiadanych przez Elektrim: 39 tys. zł (s. 12 raportu DGA)
- wartość udziałów Enelki posiadanych przez Embud zoo ska: 84 tys. zł (s. 25 raportu DGA); ta wartość wykazana jest pośrednio i wchodzi w skład wartości 1.000.598, czyli udziałów Elektrimu w Anokymma (s. 12 raportu DGA), gdyż w wartości udziałów Elektrimu w Anokymma są też udziały Anokymma w IB 8 Fizan i Fizan Ltd., dalej IB 8 Fizan i Anokymma mają udziały w Fizan Ltd., który ma udziały w Embud zoo ska a Embud zoo ska w Enelce. Jest to w uproszczeniu, bo dochodzą powiązania przez Argumenol/Embud zoo/Embud zoo ska i inne; w każdym razie w wartości udziałów Elektrimu w Anokymma, Argumenol i może jeszcze jakiś innych jest też w szczególności pośrednio kwota 89 tys.

Udział Enelki w kwocie 203.121 tys. zł to $210.907+39+84$ tys. zł.

B): 1.038.059 Korekty przypadające na Enelkę to:

- minus 39 tys. zł (s. 12 raportu DGA)

- minus 84 tys. zł (s. 25 raportu DGA); podobnie jak wyżej ta kwota jest na s. 12 raportu DGA pośrednio wykazana m. in. w kwotach korekt dla Argumenol i Anokymma (minus 174.527 i plus 969.028 tys. zł).

Udział Enelki w kwocie 1.038.059 to minus 39 minus 84 tys. zł.

A)-B) Udział Enelki w kwocie 203.121 plus 1.038.059 (czyli w wartości Elektrimu przed "potrąceniem" 10% dyskonta za szybką sprzedaż), to $210.907+39+84-39-84 = 210.907$.

Powinno zaś być tyle, ile Elektrim może „wyjąć” z Enelki, czyli jak dużo majątku reprezentuje sobą posiadanie tej spółki. Chociaż udziały Elektrimu i Embud zoo ska sumują się do 100%, to udział skonsolidowany jest mniejszy i wynosi 98,51% (s. 6 skonsolidowanego sprawozdania finansowego Grupy Elektrim). Jest to prawie 100%, więc bardzo dobrym uproszczeniem jest traktować Enelkę jako po prostu własność Elektrimu. Można więc na 2 sposoby policzyć poprawną kontrybucję (udział) Enelki w wycenie Elektrimu wg metody SWAN.

- 1) Najprościej („brzytwa Ockhama”) nie mnożyć bytów (zredukować je) i wykonać eksperymentalnie na papierze wchłonięcie Enelki przez Elektrim (obowiązuje zasadne uproszczenie, że Elektrim jest właścicielem Enelki i na poprawność wyводу nie wpływa fakt łańcuskowego posiadania akcji Enelki przez podmioty z grupy, przyjmujemy, że po prostu Elektrim ma 100% Enelki). Wchłonięcie jednej spółki przez drugą nie może obiektywnie zmienić wyceny spółki przejmującej, gdyż dalej ma ten sam majątek i zobowiązania tylko w inny sposób (kontrola aktywów i konieczność regulowania zobowiązań bezpośrednio a nie w formie posiadania udziałów spółce, które ma aktywa i zobowiązania). Zauważmy, że w wyniku tej operacji znikają pożyczki w Enelce, bo Enelka była winna Elektrimowi a po wchłonięciu Elektrim sam sobie nie będzie winien.

- a) Ile powinno „zniknąć” zobowiązań? Zgodnie z zasadami rachunkowości Enelka w swoim jednostkowym sprawozdaniu pokazuje w zobowiązaniach księgowe wartości pożyczek jako wartości brutto (sama nie pomniejsza sobie księgowo zobowiązań o odpisy aktualizacyjne odpowiadające tym samym odpisom w Elektrimie; ma to głębokie uzasadnienie, bo inaczej w sprawozdaniach byłoby „im gorzej tym lepiej”, tj. spółka notuje straty, to zmniejsza prawdopodobieństwo spłaty przez nią pożyczek, więc robi sobie na nie odpis, co powiększa zysk; w następnym roku może wystąpić paradoks „im lepiej, tym gorzej” itp.). Enelka pokazuje więc w pozycjach 6 i 9 na s. 30 raportu DGA zobowiązania (raczej źle opisane 465.506 tys. zł to nie „odsetki” a kapitał) pożyczkowe 465.506+360.410, razem 825.916, to są pożyczki z Elektrimu, gdyż Elektrim pokazuje należności od Enelki 465.232+360.198, razem 825.430, niewielkie różnice mogą wynikać z polityki rachunkowości, dopuszczalnych niewielkich błędów przy uzgadnianiu odsetek, kursów. Przyjąć można, że „znikają” (Elektrim po wchłonięciu nie przyjmuje „na stan” swojego bilansu) zobowiązania na 825.430 tys. zł

- b) Ile powinno „zniknąć” aktywów? Powyżej ustalono, że Enelka nie ma należności i nie udzieliła pożyczek Elektrimowi (ss. 41-42 jednostkowego sprawozdania Elektrimu). Jak potraktować poz. 4,5 i 8 w jej sprawozdaniu (s. 30 raportu DGA: inwestycje w jednostkach zależnych i współzależnych, stowarzyszonych i należności krótkoterminowe)? Nie ułatwia sprawy bałaganiarska forma dokumentu: w poszczególnych punktach widzimy, w jakich jednostkach udziały ma Argumenol, Anokymma, Fizan Ltd., itp., ale dla Enelki nie jest to ujawnione. Drugi drobny element, na s. 29 podano, że

skorygowane aktywa Enelki są wykazane w Elektrimie i Embudzie zoo, co jest błędem – naprawdę w Elektrimie i Embudzie zoo ska. Trzeba jednak powiedzieć, że sam sposób pokazania wyceny przez DGA wyklucza, że trzeba by było usunąć te wartości (by nie wystąpiło podwójne liczenie). W wycenie Elektrimu na s. 12 raportu DGA są jego aktywa (w tym udziały Elektrimu w spółkach) plus korekty wynikające z przeszacowania wartości udziałów w spółkach do wartości skorygowanej udziałów tych spółek, które z kolei wynikają z przeszacowań wartości ich udziałów w następnych spółkach do odpowiednich wartości skorygowanych itp. Kaskadowo, cała kontrybucja Enelki w aktywach była 84+39-84-39, więc nie trzeba nic ujmować. Na marginesie, zapewne poz. 4 na s. 30 raportu DGA (98.771 tys.) to udziały w Emkon Enerji a poz. 8 (25.404 tys. zł) to należności od jednostek spoza grupy. Nie należy ich eliminować. Wprawdzie na s. 9 skonsolidowanego raportu Grupy Elektrim stwierdza się, że Emkon Enerji nie jest konsolidowana, gdyż występują ograniczenia w sprawowaniu kontroli, to takie stwierdzenie tłumaczy nieujmowanie wartości tej spółki w wartościach księgowych tegoż sprawozdania, ekonomicznie jednak jej wartość istnieje. Gdyby miało być inaczej, to oznaczałoby popełnienie dwóch błędów: przez spółkę Enelka i jej audytora (niesłuszne ujmowanie w aktywach 98.771 tys. zł, powinno być nieujmowane (niekonsolidowane) z tych samych powodów, co w Grupie Elektrim) oraz przez DGA: nieujęcie korekty in minus na przypuszczalnie 98.771 tys. w poz. 4 na s. 30 raportu DGA w aktywach i odpowiednio w pasywach. Z aktywów „znika” zatem 0.

Z rozważań a)-b) wynika zatem, że teoretyczne wchłonięcie Elektrimu przez Enelkę spowoduje, że Enelka (tutaj: aktywa i zobowiązania na stanie Elektrimu wynikające z przejęcia Enelkowych) będzie w jego wartości odpowiadać za 337.404 tys. zł. Wynika to z faktu przyjęcia „na stan” aktywów netto minus 488.026 tys. zł (kapitał własny, czyli aktywa netto = aktywa minus zobowiązania Enelki jak na s. 30 raportu Enelki) powiększonych (obniżamy zobowiązania, czyli powiększamy aktywa netto) o 825.430 tys. zł z punktu a) (punkt b): brak efektu).

- 2) Utrzymujemy się w konwencji raportu DGA. Nie można jednocześnie twierdzić, że Elektrim ma należność netto (tzn. wartości brutto kapitału i odsetek od pożyczek pomniejszone o odpisy) a Enelka ma zobowiązanie brutto (bez pomniejszeń). Oczywiście nie należy tego korygować w ten sposób, że powiększa się aktywa Elektrimu (korekta in plus, anulowanie odpisów aktualizacyjnych). Jest to zupełnie jasne: wiadomo, że Enelka z aktywów 487.738 tys. zł nie spłaci pożyczek 825.430 tys. zł, należy również przyjąć za zaudytowanym sprawozdaniem jednostkowym, że realną odzyskiwalną wartością jest 210.907 tys. zł, nie ma podstaw, by to podważać. Odpowiednią korektę należy więc wprowadzić w sprawozdaniu jednostkowym Enelki na s. 30 raportu DGA. Oczywiście nie oznacza to, że sprawozdanie jednostkowe Enelki jest niepoprawne (wyżej omówiono logikę niekorygowania w sprawozdaniu wartości księgowych długu własnego), ale jest to korekta tego sprawozdania do poprawnego ujęcia w wycenie spółki Elektrim. Korekta in plus powinna wynieść tyle, ile odpisy aktualizacyjne Elektrimu: 254.325+360.198 tys. zł, razem 614.523 tys. zł. Po jej naniesieniu na s. 30 raportu DGA otrzymujemy wartość kapitałów własnych po korektach minus 488.026 plus 614.523, czyli 126.497 tys. zł. Na s. 12 raportu DGA powinno mieć to takie odzwierciedlenie, że korekta dla Enelka zamiast minus 39 przyjmuje wartość minus 39 powiększoną o 43,47% (udział Elektrimu w Enelce) x 126.497, podobnie zwiększają się korekty dla Argumenolu, Anokymmy i in. (efekt kaskadowy, np. na s. 25 dla Embud zoo ska zamiast korekty minus 84 będzie minus

84 plus $56,53\% \times 126.497$, co spowoduje zwiększenie korekty w Fizan Ltd. O $56,53\% \times 88,78\% \times 126.497$, w Argumenol o $56,53\% \times 11,21\% \times 126.497$ i Embud o $56,53\% \times 0,01\% \times 126.497$ i następne iteracje w górę grupy) na łącznie $56,53\% \times 126.497$, czyli razem 126.497 tys. zł

Z punktu 1) wynika, że Enelka powinna mieć wkład w wartość Elektrimu 337.404 tys. zł zamiast 210.907 tys. zł, czyli o 126.497 tys. zł więcej niż wg raportu DGA. Z punktu 2) wynika dokładnie to samo wg poprawionej metodologii DGA: trzeba dodać korektę in plus 126.497 tys. zł. Oznacza to powiększenie wartości spółki Elektrim wg metody SWAN o 126.497 tys. zł, ewentualnie po uwzględnieniu 10% dyskonta o 113.847 tys., co daje 1,51, ewentualnie 1,36 zł na akcję.