

Opinię sporządzono na podstawie materiałów dostarczonych przez Sąd – akta sprawy nr I C 1 420/08, trzy tomy, oraz o:

- dane dotyczące przebiegu notowań otrzymane z internetowej bazy danych www.parkiet.com
- pozyskane ze stron internetowych emitentów prospekty emisyjne i dokumenty informacyjne 53 spółek spośród tych, które debiutowały na Giełdzie Papierów Wartościowych na ok. 1,5 r. przed debiutem BOMI SA

II. ODPOWIEDZI NA PYTANIA SĄDU

II.1. Pytanie 1

Czy Dom Maklerski IDM Spółka Akcyjna w Krakowie popełniła błąd metodologiczny przy określaniu wyceny spółki BOMI metodą porównawczą?

W odpowiedzi na powyższe pytanie należy odróżnić dwie kwestie. Jedną z nich jest sam wybór metody wyceny, a drugą prawidłowość zastosowania wybranej metody wyceny.

Metody porównawcze są bardzo często stosowanymi metodami wyceny przedsiębiorstw. Polegają one na porównaniu wybranych wskaźników ekonomicznych wycenianego przedsiębiorstwa ze analogicznymi wskaźnikami firm z tej samej branży, których wycena rynkowa jest już znana (choćby poprzez np. fakt znajdowania się ich w obrocie giełdowym), i ustaleniu na tej podstawie wartości wycenianego przedsiębiorstwa. Metodologia wyceny bazuje na danych finansowych – rachunku zysków i strat, bilansie oraz przepływach pieniężnych. Wskaźniki brane pod uwagę to np. zysk netto, zysk operacyjny, wartość sprzedaży, wartość księgowa i in¹. Taka metoda wyceny w stosunkowo dobry sposób ujmuje bieżące trendy rynkowe, gdyż nakierowana jest na próbę zmierzenia wartości

¹ Wycena i zarządzanie wartością firmy, pr. zb. p. red. A. Szablewskiego i R. Tuzimka, Warszawa 2008, s.144

porównawczej, a nie wartości wewnętrznej jak np. metoda DCF². Dlatego też należy uznać, że sam wybór metody jest prawidłowy i nie budzi żadnych zastrzeżeń.

Osobną kwestię stanowi natomiast sama metodologia dokonanej przez Marcina Boguckiego, analityka Domu Maklerskiego IDM SA, wyceny akcji spółki BOMI metodą porównawczą. Zdaniem niżej podpisanego biegłego popełniono tutaj istotny błąd metodologiczny.

Jako porównawczy materiał wyjściowy przyjęto roczne wyniki badanych spółek po I kwartale 2007 roku (tj. za II, III i IV kwartał 2006 r. i I kwartał 2007 r.) i zestawiano go z prognozami finansowymi na 2007 rok Zarządu BOMI. Nie zostały więc użyte dane porównywalne – należało skorzystać z historycznych wyników BOMI za analogiczny okres, ewentualnie porównać prognozy BOMI z prognozami spółek z branży.

Można oczekiwać, że prognozy dla spółek z branży za 2007 rok byłyby wyższe od wykonania za minione cztery kwartały (trzy z 2006 r. i jeden z 2007 r.). Gdyby tak było, to znajdująca się w Raporcie analitycznym wycena spółki BOMI metodą porównawczą byłaby wyceną zawyżoną.

Wadę takiego doboru danych trafnie pokazuje, w celowo przejęskrawiony sposób, *Przykład 1* ze strony 2 (akta., s. 63) podany przez Jarosława Supłacza w sporządzonym przez niego opracowaniu *Bomi pędzi na giełdę*. Zestawiając prognozy z danymi historycznymi dla kilku niemal identycznych spółek ze zbliżoną oczekiwaną dynamiką zysku, otrzymuje się niedowartościowanie każdej z nich w porównaniu z pozostałymi.

² Wycena i zarządzanie... op. cit., s. 200