

OSZACOWANIE

**WARTOŚCI GODZIWEJ 100% UDZIAŁÓW
PRZEDSIĘBIORSTWA**

**HYDROPRESS SERWIS Spółka z o.o.
ORAZ CLEANPROFIT Spółka z o.o.**

według stanu na 30.09.2017 roku

przy założeniu połączenia tych firm



1. WSTĘP

1.1 WPROWADZENIE

Niniejszy raport dotyczy oszacowania wartości godziwej połączonego przedsiębiorstwa Hydropress Serwis Sp. z o.o. z siedzibą w Warszawie, ul. Rakowiecka 34/2, KRS: 0000243789 („Hydropress Serwis”) i Cleanprofit Sp. z o.o. z siedzibą w Warszawie, ul. Rakowiecka 34/2, KRS: 0000497504 („Cleanprofit”) według stanu na 30 września 2017 roku przy założeniu dojścia do skutku przedmiotowego połączenia oraz dokapitalizowania kapitałem obcym połączonego biznesu.

Raport został sporządzony przez Firmę Audytorską Nr 731 Biuro Obrachunkowe Teresa Wylegała, na potrzeby określenia wartości godziwej udziałów połączonego przedsiębiorstwa.

Ze względu na fakt, iż Cleanprofit sp. z o.o. posiada 100% udział w kapitale własnych Hydropress Serwis Sp. z o.o., połączenie zostanie dokonane w trybie uproszczonym, zgodnie z art. 492 § 1 pkt. 1 oraz art. 515 § 1 Kodeksu Spółek Handlowych, bez podwyższenia kapitału zakładowego.

Wyniki wyceny nie mogą zostać wykorzystane do innych celów bez pisemnej zgody Wykonawcy. Podstawę formalną pracy stanowiły uzgodnienia zawarte pomiędzy Firmą Audytorską, a Zarządami obu Spółek.

Wycenę wartości godziwej połączonego przedsiębiorstwa przeprowadzono w oparciu o metodę zdyskontowanych przyszłych przepływów pieniężnych (DCF). Wynika z ustaleń pomiędzy Wykonawcą a Zlecającym. Podczas prac nad wyceną oparto się na danych i dokumentach, które zostały udostępnione przez Spółkę:

1. Plany związane z rozwojem biznesu połączonego podmiotu
2. Prognoz sporządzonych przez Zarząd dotyczących połączonego przedsiębiorstwa na lata 2017-2021,
3. Szczegółowe zestawienia pozycji aktywów i pasywów Spółek
4. Zestawienie obrotów i sald łączonych podmiotów
5. Sprawozdania finansowe za okresy kończący się 31 grudnia 2015 oraz roku 31 grudnia 2016 roku.
6. Bilanse oraz rachunki zysków i strat łączonych podmiotów za okres styczeń-wrzesień 2017 roku.
7. Inne dokumenty i informacje przygotowane i przekazane przez Spółki w formie pisemnej, elektronicznej oraz ustnej, w tym m.in. dotyczące posiadanego majątku, prowadzonej działalności oraz założeń dalszego rozwoju.

1.2 OGRANICZENIA I ZASTRZEŻENIA

W trakcie prac nad oszacowaniem wartości połączonego przedsiębiorstwa wykorzystano dostępne dane makroekonomiczne oraz informacje uzyskane od Zlecającego i od łączonych podmiotów.

Założono, że wszystkie te informacje są prawdziwe i rzetelne oraz odzwierciedlają stan faktyczny oraz najlepszą wiedzę Zarządu co do kształtowania się przyszłych relacji ekonomiczno-finansowych w Spółkach.

Podczas prac opierano się na nieaudytowanych informacjach finansowych oraz innych danych otrzymanych od Spółek. Mój osąd jest zależny od tego, czy podane informacje były kompletne i dokładne we wszystkich istotnych aspektach. Zgodnie z powszechnie przyjętymi zasadami przy dokonywaniu wycen, zakres prac nie pozwala mi ponosić odpowiedzialności za dokładność i kompletność dostarczonych informacji.

Wycenę sporządzono z należytą rzetelnością, należy jednak zwrócić uwagę na fakt, że wszelkie opracowania dotyczące wyceny podmiotów gospodarczych niosą za sobą ryzyko popełnienia błędu wynikającego z subiektywizmu ocen wyprowadzonych przez Wyceniającego bądź też ocen zawartych w cytowanych materiałach źródłowych, czy też braku wiedzy o zjawiskach i zdarzeniach dotyczących wycenianego podmiotu, a nie przekazanych wyceniającemu w trakcie zbierania materiałów informacyjnych w firmach.

Należy pamiętać, rozważając wyniki wyceny, iż nie dokonywałam żadnych prac o naturze audytu, w odniesieniu do wszelkich informacji, które były dostępne i uwzględnione w procesie analizy i wyceny. Do zakresu mojej odpowiedzialności nie należała weryfikacja żadnych informacji, publicznie dostępnych lub dostarczonych przez przedstawicieli wycenianych Spółek łącznie, dotyczących pośrednio lub bezpośrednio wycenianych aktywów, włączając w to wszelkie informacje finansowe oraz prognozy. W związku z tym, na potrzeby sporządzenia niniejszego raportu założyłam, iż otrzymane dane są wystarczająco dokładne i kompletne, by możliwe było sporządzenie wiarygodnej analizy i wyceny.

Niniejsze opracowanie stanowi integralną część opracowania i żadna z jej części lub stron nie może być interpretowana bez przeczytania całości, a zwłaszcza jego ograniczeń i zastrzeżeń.

Wyliczenia przeprowadzono z pełną dokładnością arkusza kalkulacyjnego, dlatego mogą wystąpić pewne rozbieżności w tabelach prezentujących rezultaty kalkulacji wynikające z zaokrągleń, które nie mają wpływu na poprawność oszacowanej wartości Spółek łącznie.

Wycenę sporządzono w tysiącach złotych (tys. PLN), chyba że inaczej zaznaczono w treści opracowania.

1.3 WYNIK WYCENY

Wynik wyceny wartości godziwej przedsiębiorstwa powstałego z połączenia spółek Hydropress Serwis oraz Cleanprofit, przeprowadzonej według stanu na 30.09.2017 r. z wykorzystaniem metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych („DCF”) przedstawia się następująco:

Wynik wyceny

Wycena metodą DCF na dzień 30.09.2017 r. **3 091 tys. PLN**

Wartość godziwa 100% udziałów połączonego przedsiębiorstwa Hydropress Serwis i Cleanprofit:

3 091 tys. PLN

Źródło: Opracowanie własne

Podpis wyceniającego

WYGLY BEWERTUNG
Wylegala Tawer
mgr Teresa Wylegala
(nr. 001 4436)

BIURO OBRACZUNKOWE
mgr Teresa Wylegala
ul. ...
...
...

1.4 UZASADNIENIE WYBRANYCH METOD WYCENY

Dla potrzeb oszacowania wartości godziwej połączonego przedsiębiorstwa, wykorzystano metodę zdyskontowanych przyszłych przepływów pieniężnych (ang. Discounted Cash Flow, DCF).

Z uwagi na fakt, iż wartość powstałego w wyniku połączenia przedsiębiorstwa opiera się na realizacji strategii rozwoju, zakładającej intensywny wzrost w obszarze produkcji myjni oraz otworzenie działalności operatorskiej, metoda DCF pozwala na ujęcie spodziewanych efektów ekonomicznych wraz z uwzględnieniem potencjalnego ryzyka. Ponadto pozwala ona na ujęcie zakładanego dofinansowania działalności w przepływach pieniężnych.

Metoda zdyskontowanych przyszłych przepływów pieniężnych reprezentująca podejście dochodowe jest jedną z powszechnie stosowanych w praktyce metod wyceny. Pozwala ona na uwzględnienie w wycenie przedsiębiorstwa nie tylko elementów związanych z bieżącą działalnością, ale również perspektyw jej rozwoju wynikających z przyjętej strategii czy też uwarunkowań ekonomicznych.

Metodyka i sposób przeprowadzenia wyceny wartości są zgodne z powszechnie stosowanymi standardami.

Biorąc pod uwagę specyfikę sektora, w którym funkcjonować będzie przedsiębiorstwo powstałe w wyniku połączenia Hydropress Serwis oraz Cleanprofit (sprzedaż produktów przeznaczonych dla myjni bezdotykowych oraz usługi powiązane jak serwisowanie, montaż oraz doradztwo w zakresie obsługi) oraz fakt, iż wartość opiera się na realizacji założonej strategii rozwoju należy stwierdzić, że brakuje merytorycznego uzasadnienia dla zastosowania metod wyceny reprezentujących podejście majątkowe lub kosztowe.

Wartość godziwa podmiotów postrzegana jest zazwyczaj przez pryzmat zdolności do generowania w przyszłości korzyści finansowych dla właścicieli/potencjalnych właścicieli w postaci strumieni pieniężnych.

Przedstawione wyżej fakty uzasadniają zastosowanie metody wyceny, która pozwoli na ujęcie zdolności połączonych podmiotów do generowania dodatnich strumieni pieniężnych w przyszłości. Oznacza to, że oszacowanie wartości godziwej Spółki rozumianej jako cena, którą zainteresowany (ale nie zdeterminowany) nabywca gotów jest zaoferować, a sprzedawca zaakceptować może być uzyskane za pomocą wartości przyszłych strumieni przepływów pieniężnych, zdyskontowanych na datę wyceny odpowiednią stopą odzwierciedlającą ryzyko związane z ich wygenerowaniem.

2. PODSTAWOWE INFORMACJE O PODMIOTACH

a) Hydropress Serwis Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością.

NIP: 5782905550, KRS: 0000243789, REGON: 280053841

Spółka została wpisana do rejestru przedsiębiorców przez Sąd Rejonowy dla miasta stołecznego Warszawy w Warszawie XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego w dniu 24.10.2005 roku.

Podstawowym przedmiotem działalności jest produkcja myjni bezdotykowych dla klientów z terytorium RP oraz zza granicy. Obecnie spółka zrealizowała blisko 180 projektów na terenie Polski, Republiki Czeskiej, Ukrainy oraz Federacji Rosyjskiej, co czyni spółkę jednego z liderów w grupie polskich producentów myjni bezdotykowych. Spółka planuje rozwijać sprzedaż na rynki zagraniczne w szczególności na obszarze Europy Centralnej oraz Południowo Wschodniej. Hydropress Serwis oferuje ponadto kompleksową obsługę w zakresie realizacji inwestycji w myjnię, w tym oprócz dostarczenia technologii i urządzeń również doradztwo inwestycyjno-budowlane, finansowe czy pomoc w opracowaniu biznesplanu. Spółka posiada własny zakład produkcyjny o powierzchni użytkowej 723 m² zlokalizowany w Miszewku (gmina Banino, województwo pomorskie) zlokalizowany na działce o powierzchni 3126 m² będący własnością Spółki.

b) Cleanprofit Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością.

NIP: 5892013025, KRS: 0000497504, REGON: 222030584

Spółka została wpisana do rejestru przedsiębiorców w Sądzie Rejonowym Gdańsk-Północ w Gdańsku VIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego w dniu 10.02.2014 rok.

Poniżej zostały przedstawione historyczne dane finansowe spółki Hydropress Serwis.

Bilans Hydropress Serwis (tys. PLN)

Data	31.12.2015	31.12.2016	30.09.2017
Aktywa razem	4 973	3 294	3 817
Aktywa trwałe	1 556	1 522	1 769
Wartości niematerialne i prawne	12	39	37
Rzeczowe aktywa trwałe	1 544	1 484	1 450
Inwestycje długoterminowe	0	0	282
Aktywa obrotowe	3 417	1 771	2 048
Zapasy	1 526	777	1 185
Należności krótkoterminowe	1 738	733	804
z tytułu dostaw i usług	1 381	532	648
z tytułu podatków, dotacji, ubezpieczeń społecznych	199	98	115
Inwestycje krótkoterminowe	89	246	41
Środki pieniężne	89	199	41

OSZACOWANIE WARTOŚCI PRZEDSIĘBIORSTWA HYDRO PRESS SERWIS Spółka z o.o.
i CLEANPROFIT Spółka z o.o. według stanu na 30.09.2017 roku przy założeniu połączenia tych firm

Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	65	16	19
Pasywa razem	4 973	3 294	3 817
Kapitały własne	390	-3 033	-4 594
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	4 583	6 326	8 411
Rezerwy na zobowiązania	0	0	0
Zobowiązania długoterminowe	1 587	875	4 129
Zobowiązania krótkoterminowe	2 996	5 034	4 283
z tytułu dostaw i usług	937	1 444	1 626
Kredyty i pożyczki	927	3 346	325
Zaliczki na dostawy	808	0	1 778
z tytułu podatków, ceł, ubezpieczeń społecznych	249	144	426
z tytułu wynagrodzeń	64	100	81
Rozliczenia międzyokresowe	0	417	0

Rachunek zysków i strat (tys. PLN)

Data	31.12.2015	31.12.2016	30.09.2017
Przychody ze sprzedaży	5 819	6 879	1 734
Koszty operacyjne	6 256	8 436	2 314
Amortyzacja	95	95	63
Zużycie materiałów i energii	3 461	4 160	153
Usługi obce	860	1 176	379
Podatki i opłaty	37	29	31
Wynagrodzenia	1 194	1 554	1 224
Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	217	293	234
Pozostałe koszty rodzajowe	215	174	44
Wartość sprzedanych towarów i materiałów	178	955	186
Zysk (strata) ze sprzedaży	-437	-1 557	-580
Marża ze sprzedaży	-7,5%	-22,6%	-33,5%
Pozostałe przychody operacyjne	58	9	0
Pozostałe koszty operacyjne	42	1 477	0
Wynik z działalności operacyjnej (EBIT)	-421	-3 024	-580
Marża EBIT	-7,2%	-44,0%	-33,5%
Przychody finansowe	0	5	-1
Koszty finansowe	156	404	285
Zysk (strata) brutto	-577	-3 423	-866
Rentowność sprzedaży brutto	-9,9%	-49,8%	-50,0%
Podatek dochodowy	0	0	0
Zysk (strata) netto	-577	-3 423	-866
Rentowność sprzedaży netto	-9,9%	-49,8%	-50,0%

OSZACOWANIE WARTOŚCI PRZEDSIĘBIORSTWA HYDROPPRESS SERWIS Spółka z o.o.
i CLEANPROFIT Spółka z o.o. według stanu na 30.09.2017 roku przy założeniu połączenia tych firm

Bilans spółki Cleanprofit (tys. PLN) na datę wyceny.

Data	31.12.2015	31.12.2016	30.09.2017
Aktywa razem	3 080	1 029	1 020
Aktywa trwałe	2 192	87	65
<i>Wartości niematerialne i prawne</i>	92	62	40
<i>Rzeczowe aktywa trwałe</i>	0	0	0
<i>Należności długoterminowe</i>	0	0	0
<i>Inwestycje długoterminowe</i>	2 100	25	25
<i>Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe</i>	0	0	0
Aktywa obrotowe	888	942	955
<i>Zapasy</i>	331	0	0
<i>Należności krótkoterminowe</i>	367	697	693
<i>z tytułu dostaw i usług</i>	294	694	690
<i>z tytułu podatków, dotacji, ubezpieczeń społecznych</i>	73	3	4
<i>Inwestycje krótkoterminowe</i>	190	245	262
<i>Środki pieniężne</i>	5	0	0
<i>Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe</i>	0	0	0
Pasywa razem	3 080	1 029	1 020
Kapitały własne	1 883	-178	-271
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	1 197	1 208	1 290
<i>Rezerwy na zobowiązania</i>	0	0	0
<i>Zobowiązania długoterminowe</i>	0	0	0
<i>Zobowiązania krótkoterminowe</i>	1 197	1 208	1 290
<i>z tytułu dostaw i usług</i>	1	4	1
<i>Kredyty i pożyczki</i>	150	190	207
<i>inne zobowiązania finansowe</i>	1 047	1 013	1 083
<i>z tytułu podatków, ceł, ubezpieczeń społecznych</i>	0	0	0
<i>z tytułu wynagrodzeń</i>	0	0	0
<i>Rozliczenia międzyokresowe</i>	0	0	0

OSZACOWANIE WARTOŚCI PRZEDSIĘBIORSTWA HYDRO PRESS SERWIS Spółka z o.o.
i CLEANPROFIT Spółka z o.o. według stanu na 30.09.2017 roku przy założeniu połączenia tych firm

Rachunek zysków i strat Cleanprofit (tys. PLN) na datę wyceny.

Data	31.12.2015	31.12.2016	30.09.2017
Przychody ze sprzedaży	525	0	0
Koszty operacyjne	562	52	28
Amortyzacja	30	30	23
Zużycie materiałów i energii	0	0	0
Usługi obce	303	19	4
Podatki i opłaty	3	3	1
Wynagrodzenia	0	0	0
Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	0	0	0
Pozostałe koszty rodzajowe	0	0	0
Wartość sprzedanych towarów i materiałów			0
Zysk (strata) ze sprzedaży	-37	-52	-28
Marża ze sprzedaży	-7,09%	-	-
Pozostałe przychody operacyjne	0	0	0
Pozostałe koszty operacyjne	0	0	0
EBIT	-37	-52	-28
Marża EBIT	-7,09%	-	-
Przychody finansowe	0	60	17
Koszty finansowe	117	2 361	81
Zysk (strata) brutto	-154	- 2 352	-192
Rentowność sprzedaży brutto	-29,32%	-	-
Podatek dochodowy	0	0	0
Zysk (strata) netto	-154	-2 352	-92
Rentowność sprzedaży netto	-29,32%	-	-

Źródło: Dane Spółek

3. METODY WYCENY

W literaturze przedmiotu stosuje się przede wszystkim następujące metody wyceny:

- metody dochodowe,
- metody majątkowe,
- metody porównawcze (mnożnikowa, wskaźnikowa)

Wyceny metodą dochodową

Metoda dochodowa pozwala na określenie wartości przedsiębiorstwa w oparciu o przepływy pieniężne jakie jest w stanie ono generować. Jedną z najbardziej rozpowszechnionych metod w ramach tej kategorii jest metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (*ang. Discounted Cash Flow*). W zależności od przyjętego sposobu określenia przepływów pieniężnych oraz związanej z nimi stopy dyskontowej istnieje kilka możliwych podejść do wyceny wartości przedsiębiorstwa metodą DCF. W gruncie rzeczy wyróżnić można dwa podstawowe rodzaje przepływów:

- Przepływ do właścicieli oraz
- Przepływ do firmy.

Według metody DCF wartość przedsiębiorstwa równa jest sumie zdyskontowanych odpowiednią stopą dyskontową generowanych przez przedsiębiorstwo przepływów pieniężnych, które po zsumowaniu, tworzą łączny strumień pieniężny pozostający do dyspozycji firmy lub właściciela. Sporządzenie wyceny wartości przedsiębiorstwa metodą DCF jest działaniem skomplikowanych, obejmującym wszystkie istotne zmienne ekonomiczne przedsiębiorstwa oraz uwzględniające warunki gospodarcze w jakich funkcjonuje lub będzie funkcjonować.

W rzeczywistości poszczególne strumienie przepływów pieniężnych przypadają na różne momenty czasowe od chwili wyceny. Powoduje to konieczność ich dyskontowania, które uwzględnia wartości pieniądza oraz ryzyko związane z ich wygenerowaniem. Ważnym elementem jest również określenie wartości rezydualnej, czyli wysokości zdyskontowanych przepływów pieniężnych po okresie szczegółowej prognozy. Z reguły przyjmuje się, iż przedsiębiorstwo nie ma określonego czasu trwania, a przepływy będzie generować w nieskończoność.

Zaletą metody DCF jest możliwość wyznaczenia wartości Spółki w oparciu o potencjał rozwoju w prognozowanych latach oraz uwzględniający realizację założonych celów biznesowych. Jednakże ze względu na niepewność co do szacunków związanych z kształtowaniem się wielkości ekonomicznych, w tym również makroekonomicznych prognozy obarczone są często istotnym ryzykiem błędu i nie należy ich traktować jako zapewnienie, że określenie wartości zostaną w przyszłości osiągnięte.

Poniżej został przedstawiony podstawowy wzór określenia wartości przedsiębiorstwa metodą DCF w oparciu o przepływy pieniężne dla firmy.

$$V = \frac{FCF_n}{(1 + WACC)^n} + \frac{FCF_n * (1 + g)}{(WACC - g)(1 + WACC)^n}$$

V	wartość przedsiębiorstwa
FCFF _n	Wynik na działalności operacyjnej po obciążeniach podatkowych + amortyzacja + zmiana w kapitale obrotowym netto – wydatki kapitałowe
WACC	(ang. Weighted Average Cost of Capital) Stopa dyskontowa odzwierciedlająca koszt kapitału przedsiębiorstwa przyjęta do określenia wartości bieżącej przepływów do firmy
g	stopa wzrostu w okresie rezydualnym tj. po okresie szczegółowej prognozy

$$WACC = W_D * r_D * (1 - T) + W_E * r_E$$

W _D	Udział długu w strukturze finansowania przedsiębiorstwa
R _D	Koszt finansowania działalności kapitałem obcym przez przedsiębiorstwo
T	Stopa podatku dochodowego
W _E	Udział kapitału własnego w strukturze finansowania przedsiębiorstwa
r _E	Koszt kapitału własnego

Wyceny metodą majątkowa

Historycznie najstarsza koncepcja wyceny podmiotów gospodarczych. Za podstawę określenia wartości przyjmowany jest majątek. Zarówno w literaturze jak i w praktyce wskazuje się następujące metody majątkowe:

- metodę księgową i jej modyfikację tj. metodę skorygowanych wartości aktywów netto, które odnoszą wartość spółki do wartości bilansowej aktywów i zobowiązań.
- metodę odtworzeniową, której celem jest oszacowanie nakładów finansowych, jakie potrzebne byłyby do odtworzenia poszczególnych elementów majątku wycenianego przedsiębiorstwa.
- metodę likwidacyjną. Opierającą się na oszacowaniu wpływów wynikających z upłynięciem poszczególnych składników majątku oraz uregulowaniu zobowiązań przedsiębiorstwa.

Z uwagi na fakt, iż wycena majątkowa nie jest w stanie odzwierciedlić planów rozwoju połączonych podmiotów, w tym uwzględnionych istotnych nakładów inwestycyjnych zdecydowano się nie stosować jej w celach wyceny.

Wyceny metodą porównań rynkowych (mnożnikowe)

Metoda ta polega na ustalaniu wartości przedsiębiorstwa, na podstawie informacji o mnożnikach, których wartość rynkowa jest znana. Mnożniki są tak skonstruowane, że pokazują stosunek wartości rynkowej przedsiębiorstwa do określonej zmiennej ekonomicznej. Bardzo ważną kwestią jest dobór spółek do grupy porównawczej, które powinny cechować się jak najbardziej zbliżonym modelem biznesowym do wycenianego przedsiębiorstwa, charakterystyką działalności oraz jej skalą.

Po przeanalizowaniu notowanych podmiotów stwierdzono brak spółek podobnych pod względem prowadzonej działalności oraz jej skali do biznesu jaki będzie prowadzony przez połączone podmioty. Z tego względu nie zastosowano wyceny metodą mnożnikową.

4. WYCENA POŁĄCZONEGO PRZEDSIĘBIORSTWA

Zgodnie z treścią zamieszczoną na wstępie, wycena wartości godziwej przedsiębiorstwa powstałego wskutek połączenia Hydropress Serwis Sp. z o.o. oraz Cleanprofit Sp. z o.o. dokonano metodą dochodową, opartą o przepływy pieniężne dla firmy.

a) ograniczenia wyceny

Wycena przeprowadzona została na podstawie prognoz finansowych sporządzanych przez spółki – Hydropress Serwis oraz Cleanprofit. Nie dokonano weryfikacji założeń leżących u podstaw prognozowanych bilansów, rachunków zysków i strat i przepływów pieniężnych, a jedynie dokonano niezbędnych wyłączeń i drobnych korekt w zakresie, w jakim było to niezbędne do sporządzenia niniejszej wyceny, w tym dokonano konsolidacji pro-forma bilansu obu spółek.

Pomimo, że plany odzwierciedlają najlepszą wiedzę i oczekiwania co do przyszłości jednostki to rzeczywiste wyniki osiągnięte przez połączony podmiot mogą różnić się od założonych planów. Wszelkie odchylenia rzeczywistych wyników od prognozowanych mogą mieć istotne znaczenie dla wyceny. Plany nie gwarantują osiągnięcia założonych przez jednostkę wyników ze względu na zmienność otoczenia oraz ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej. Wartość rezydualna (końcowa), stanowiąca istotny element wyceny, zależy w głównej mierze od wyników za ostatnie prognozowane okresy. Sporządzone plany dotyczą 5 letniego okresu, a co za tym idzie istnieje ryzyko, że rzeczywisty przepływ w ostatnim okresie prognozy będzie różnił się od planowanego.

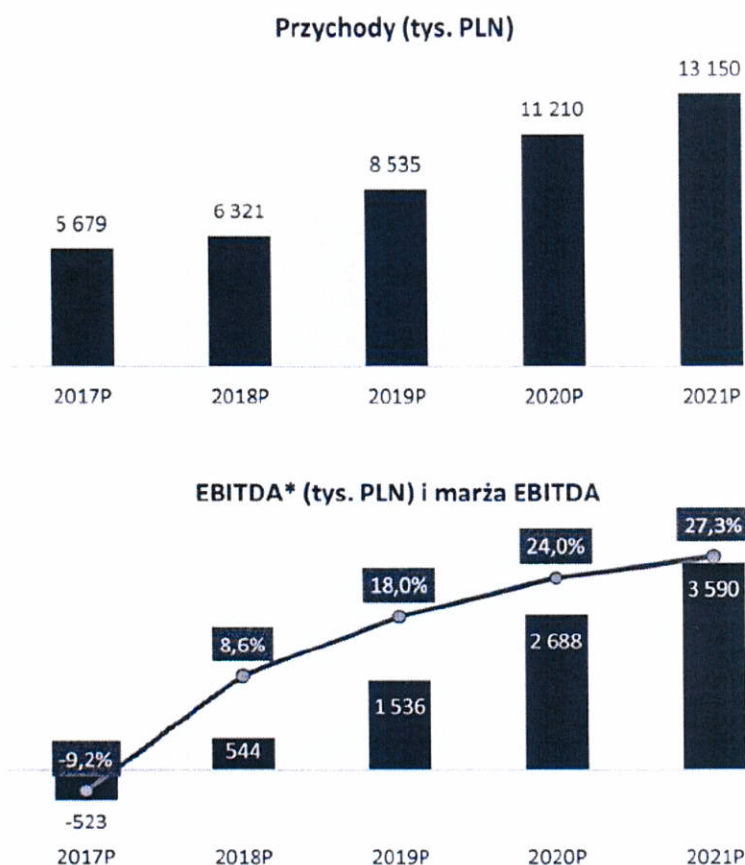
b) czynności niezbędne do dokonania wyceny:

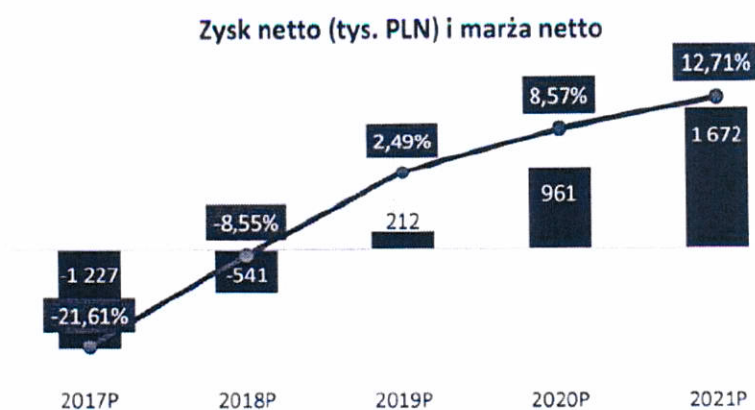
- sporządzenie prognozowanych przepływów, na podstawie przepływów dostarczonych przez Zleceniodawcę,
- wyliczenie współczynnika dyskontowego na podstawie modelu CAPM i WACC oraz danych dostępnych na rynku (rentowność obligacji, oprocentowanie kredytów),
- oszacowanie wartości przepływu pieniężnego po zakończeniu okresu prognozy.

c) założenia przyjęte przy sporządzaniu planów finansowych

Szczegółowe założenia dotyczące sporządzanych planów finansowych posiada wyceniana jednostka.

Ze względu na elementy stanowiące tajemnicę handlową, na prośbę jednostki, nie zostały załączone do niniejszego opracowania. Poniżej zostały zaprezentowane prognozowane wielkości przychodów oraz rentowność EBITDA.





Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Spółek, *EBITDA – wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację.

d) wyznaczenie współczynnika dyskontującego

Ustalenie współczynnika dyskontującego wywiera istotny wpływ na wielkość wyceny.

W ciągu ostatniego roku, ze względu na skalę zmian warunków gospodarczych, istotnie wzrósł czynnik ryzyka szacowania zmian stóp procentowych, od których uzależnione są rentowności pewnych papierów wartościowych, takich jak obligacje czy bony skarbowe stanowiące podstawę modeli wyznaczania stóp dyskontowych.

W celu wyliczenia stopy dyskontowej posłużono się modelem WACC uzupełnionym o wyznaczenie oprocentowania kapitałów własnych na podstawie modelu CAPM.

W celu wyliczenia kosztu kapitału własnego zaangażowanego w działalność Spółki zastosowano model wyceny aktywów kapitałowych CAPM (Capital Asset Pricing Model).

$$R_E = R_f + \beta * MRP$$

R_E	Oczekiwana stopa zwrotu z kapitału własnego
R_f	Stopa wolna od ryzyka
β	Współczynnik wrażliwości na ryzyko rynkowe
MRP	Oczekiwana premia zwrotu za ryzyko rynkowe (ang. Market Risk Premium)

W ramach kosztu kapitału przyjęto następujące założenia:

- Stopa zwrotu z papierów wolnych od ryzyka na datę wyceny równa jest rentowności obligacji zerokuponowych Skarbu Państwa serii DS0727 równej 3,36% i została przyjęta na stały poziomie.
- Współczynnik beta nieuwzględniający struktury finansowania został przyjęty na poziomie 1, co odpowiada jednostkowej wrażliwości na premię za ryzyko rynkowe.
- Premia za ryzyko rynkowe została przyjęta na poziomie 6,66%, na którą składa się premia za ryzyko dla rynków rozwiniętych równa 5,69% oraz premia wynikająca z ryzyka gospodarczego dla Polski wyrażona na podstawie spreadu CDS (Credit Default Spread) pomiędzy Polską a USA na poziomie 0,97%.
- Na potrzeby wyceny, koszt kapitału obcego oszacowano na poziomie 12,00%, zgodnie z informacjami przekazanymi przez Spółki.

Poniżej przedstawiono wyliczenia dla stopy dyskontowej zastosowanej następnie do dyskontowania przepływów pieniężnych.

Data	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021
WACC	19,18%	18,05%	16,99%	17,29%	17,67%
udział kapitału własnego	38,36%	31,69%	38,19%	44,30%	52,18%
udział długu	61,64%	68,31%	61,81%	55,70%	47,82%
koszt kapitału własnego	30,72%	33,20%	28,75%	26,80%	24,96%
Premia za ryzyko prognoz	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%
MRP	6,66%	6,66%	6,66%	6,66%	6,66%
Stopa wolna od ryzyka	3,36%	3,36%	3,36%	3,36%	3,36%
beta lewarowana	2,61	2,98	2,31	2,02	1,74
beta nielewarowana	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Podatek dochodowy	0,00%	8,19%	19,00%	19,00%	19,00%
D/E	160,66%	215,60%	161,86%	125,71%	91,63%
koszt długu po podatku	12,00%	11,02%	9,72%	9,72%	9,72%
koszt długu przed podatkiem	12,00%	12,00%	12,00%	12,00%	12,00%
Podatek dochodowy	0,00%	8,19%	19,00%	19,00%	19,00%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych bondspot.pl oraz A. Damodaran

Ze względu na ryzyko związane z osiągnięciem zakładanych przepływów oraz oparcie wyceny w całości na realizacji strategii rozwoju zdecydowano się uwzględnić premię za ryzyko prognoz na poziomie 10 p.p. ponad wartość wynikającą z modelu CAPM. Struktura finansowania uwzględnia również pozyskanie kwoty 2 400 tys. PLN.

e) ustalenie przepływów pieniężnych

Spółka zamierza rozwinąć działalność operatorską, w związku z czym konieczne będzie poniesienie wydatków kapitałowych na myjnie. Zgodnie z prognozami przedstawionymi przez Zarządy Spółek, roczne wartość nakładów inwestycyjnych wyniesie w latach 2018 i 2019 łącznie 2 400 tys. PLN, natomiast w 2020 roku będzie to 600 tys. PLN.

Poniżej przedstawiono oszacowanie przepływów pieniężnych do firmy.

Data	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021
EBIT	-110	410	1 212	2 136	2 918
Podatek od EBIT	0	78	230	406	554
EBIT – podatek (NOPAT)	-110	332	982	1 730	2 363
Amortyzacja	36	134	324	552	672
Zmiana kapitału obrotowego netto	-2 168	1 606	664	105	46
Nakłady inwestycyjne	0	1 200	1 200	600	672
FCFF	-2 241	872	770	1 788	2 409
Stopa dyskontowa	19,18%	18,27%	17,70%	17,57%	17,60%
Skumulowany okres	0,25	1,25	2,25	3,25	4,25
Współczynnik dyskontowy	95,7%	81,1%	69,3%	59,1%	50,2%
Zdyskontowane FCFF	-2 145	707	533	1 056	1 210

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych spółki

Łączny strumień zdyskontowanych przepływów pieniężnych wynosi 1 361 tys. PLN.

W celu określenia przepływu rezydualnego przyjęto stopę wzrostu w okresie rezydualnym na poziomie 1,5% oraz stopę dyskontową dla okresu rezydualnego na poziomie 17,67%. Ponadto, z uwagi na charakter wycenianych aktywów zdecydowano się uwzględnić w wycenie dyskonto z tytułu braku płynności. Odzwierciedla ono nakłady związane z procesem poszukiwania inwestora oraz kwestie związane z dostępem do informacji, w tym czas i koszty potrzebne na doprowadzenie transakcji do skutku. Wartość dyskonta przyjęto na poziomie 10%.

Przepływ w okresie rezydualnym	2 445
Wartość rezydualna	15 117
Zdyskontowana wartość rezydualna	7 591
Wartość przedsiębiorstwa	8 952
Dług netto	5 518
Kapitały własne przed korektami	3 434
Dyskonto z tytułu braku płynności	10,00%
Wartość godziwa 100% kapitałów własnych	3 091

W efekcie uzyskano finalną wartość godziwą 100% kapitałów własnych połączonych spółek na poziomie 3 091 tys. PLN.

Wykorzystanie wyceny

Niniejsza wycena została opracowana na potrzeby potencjalnego nabywcy.

Wycena sporządzona została przy założeniu:

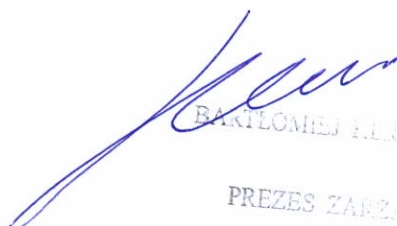
- połączenia spółek Hydropress Serwis Sp. z o.o. i Cleanprofit Sp. z o.o. według stanu na 30.09.2017,
- realizacji zakładanego planu rozwoju, w tym w szczególności opartego na działalności operatora myjni bezdotykowych,
- dokapitalizowaniu połączonych podmiotów w kwocie 2 400 tys. PLN.

Sporządził:

14.11.2017

BIURO OBRACHUNKOWE
Wylegata Teresa
mgr Teresa Wylegata
(nr ew. 4484)

BIURO OBRACHUNKOWE
mgr Teresa Wylegata
ul. Długa 100, 00-001 Warszawa
E-mail: biuro@wylegata.pl
Telefon: 22 624 11 11
Kontakt: 22 624 11 11


BARTŁOMIEJ ILRODACKI
PREZES ZARZĄDU

CleanProfit sp. z o. o.
ul. Rakowiecka 34 lok 2, 02-532 Warszawa
NIP: 5892013025, REGON: 222030584