



SAWYER | we know how

**Raport z aktualizacji wyceny spółki MTB Poland Sp. z o.o.  
dla MEDORT S.A.  
wg stanu na 31 grudnia 2016 r.**

Poznań, 12 maja 2017 roku

## SPIS TREŚCI

|    |                                                        |    |
|----|--------------------------------------------------------|----|
| 1  | SŁOWNIK.....                                           | 3  |
| 2  | WPROWADZENIE.....                                      | 4  |
| 3  | 1 Wyniki wyceny i rekomendacja.....                    | 6  |
| 4  | 2 Charakterystyka spółki MTB Poland Sp. z o.o.....     | 9  |
| 5  | 2.1 Informacje o Spółce.....                           | 9  |
| 6  | 2.2 Otoczenie rynkowe Spółki.....                      | 10 |
| 7  | 2.2.1 Rynek sprzętu i artykułów medycznych.....        | 11 |
| 8  | 2.2.2 Rynek krajowy.....                               | 13 |
| 9  | 2.2.3 Podmioty konkurencyjne.....                      | 16 |
| 10 | 3 Metodologia wyceny.....                              | 20 |
| 11 | 3.1 Wybór metod wyceny.....                            | 20 |
| 12 | 3.2 Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych..... | 20 |
| 13 | 3.3 Metoda porównań rynkowych.....                     | 23 |
| 14 | 4 Wycena metodą dochodową DCF.....                     | 26 |
| 15 | 4.1 Założenia ogólne do aktualizacji wyceny DCF.....   | 26 |
| 16 | 4.2 Przychody ze sprzedaży i zrównane z nimi.....      | 27 |
| 17 | 4.3 Pozostałe przychody operacyjne.....                | 27 |
| 18 | 4.4 Przychody finansowe.....                           | 28 |
| 19 | 4.5 Koszty działalności operacyjnej.....               | 28 |
| 20 | 4.6 Pozostałe koszty operacyjne.....                   | 30 |
| 21 | 4.7 Koszty finansowe.....                              | 30 |
| 22 | 4.8 Aktywa trwałe.....                                 | 30 |
| 23 | 4.9 Kapitał obrotowy netto.....                        | 30 |
| 24 | 4.10 Pozostałe pozycje bilansowe.....                  | 32 |
| 25 | 4.11 Bilans Spółki.....                                | 33 |
| 26 | 4.12 Rachunek zysków i strat.....                      | 34 |
| 27 | 4.13 Rachunek przepływów pieniężnych.....              | 36 |
| 28 | 4.14 Koszt kapitału.....                               | 37 |
| 29 | 4.15 Wyniki wyceny wartości dochodowej Spółki.....     | 38 |
| 30 | 5 Wycena metodą porównań rynkowych.....                | 40 |
| 31 | 5.1 Założenia przyjęte do wyceny.....                  | 40 |
| 32 | 5.2 Wyniki wyceny wartości porównawczej Spółki.....    | 41 |
| 33 | SPIS TABEL.....                                        | 43 |
| 34 | SPIS RYSUNKÓW.....                                     | 43 |
| 35 | DANE KONTAKTOWE.....                                   | 45 |



## SŁOWNIK

|                                          |                                                                                                                    |
|------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>MTB Poland Sp. z o.o.,<br/>Spółka</b> | MTB Poland Sp. z o.o. z siedzibą w Łodzi przy<br>ul. Hanki Ordonówny 1, numer KRS<br>0000349366                    |
| <b>MEDORT S.A.,<br/>Zamawiający</b>      | MEDORT S.A. z siedzibą w Łodzi przy<br>ul. Andrzejka Struga 20, numer KRS<br>0000048169                            |
| <b>SAWYER, Doradca</b>                   | SAWYER Doradztwo Gospodarcze Sp. z o.o.<br>z siedzibą w Poznaniu przy ul. Strzeleckiej 49,<br>numer KRS 0000432773 |
| <b>Dzień Wyceny</b>                      | 31 grudnia 2016 r.                                                                                                 |
| <b>Okres Prognozy</b>                    | od 1 stycznia 2017 r. do 31 grudnia 2021 r.                                                                        |
| <b>Przedmiot Wyceny</b>                  | Przedmiotem wyceny jest 100% udziałów<br>Spółki                                                                    |
| <b>Cel opracowania</b>                   | Określenie wartości Spółki jako przedmiotu<br>zabezpieczenia emisji obligacji                                      |



## WPROWADZENIE

Niniejszy dokument został przygotowany zgodnie z aneksem nr 1 do umowy nr 32/PK/2015 zawartym 10 maja 2017 r. pomiędzy MEDORT S.A. a SAWYER Doradztwo Gospodarcze Sp. z o.o.

Przedmiot umowy obejmuje wykonanie aktualizacji wyceny wartości 100% udziałów spółki MTB Poland Sp. z o.o. z siedzibą w Łodzi według stanu na dzień 31 grudnia 2016 r.

Celem aktualizacji wyceny było określenie wartości MTB Poland Sp. z o.o. dla potrzeb określenia wartości udziałów Spółki będących zabezpieczeniem emisji obligacji w postaci zastawu rejestrowego.

Oszacowanie wartości MTB Poland Sp. z o.o. zostało sporządzone z wykorzystaniem metody dochodowej zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz metody porównań rynkowych w wariacie spółek porównywalnych, przy uwzględnieniu obecnej sytuacji ekonomiczno-finansowej MTB Poland Sp. z o.o.

Informacje i dane dla potrzeb oszacowania wartości Spółki przekazane były w formie: elektronicznej oraz ustnej. Dostarczone Doradcy informacje i dane stanowią wystarczającą podstawę do wyrażenia opinii o wartości MTB Poland Sp. z o.o.

Doradca, a w szczególności osoby pracujące nad sporządzeniem niniejszej wyceny, nie są w jakikolwiek sposób związane z MTB Poland Sp. z o.o., w związku z czym mają pełną zdolność do świadczenia niezależnych usług.

SAWYER Doradztwo Gospodarcze Sp. z o.o. nie ponosi odpowiedzialności za efekty wykorzystania niniejszego opracowania (w części lub całości) przez osoby niebędące jego adresatem (Właściciela oraz Zarząd MEDORT S.A.). SAWYER Doradztwo Gospodarcze Sp. z o.o. nie ponosi również odpowiedzialności za skutki jakichkolwiek decyzji podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszym dokumencie.

W związku z faktem, iż celem projektu nie była weryfikacja kompletności, rzetelności i prawdziwości wszystkich otrzymanych od MTB Poland Sp. z o.o. informacji, danych, zestawień oraz dokumentów, SAWYER Doradztwo Gospodarcze Sp. z o.o. nie ponosi za nie odpowiedzialności.

Niniejszy dokument stanowi całość i żadna jego część lub strona nie powinna być czytana i interpretowana bez zapoznania się z całością dokumentu.

A handwritten signature in blue ink is written over a red circular stamp. The stamp contains some illegible text, possibly a date or a reference number.

WYNIKI WYCENY I REKOMENDACJA

## 1 Wyniki wyceny i rekomendacja

W efekcie przeprowadzonych przez SAWYER Doradztwo Gospodarcze Sp. z o.o. analiz i obliczeń otrzymano następujące wyniki wyceny wartości Spółki:

Tabela 1: Podsumowanie wyników wyceny Spółki

| Metoda wyceny             | Wartość<br>1 udziału | Wartość 100% kapitałów<br>własnych Spółki [PLN] |
|---------------------------|----------------------|-------------------------------------------------|
| Metoda dochodowa DCF      | 1 872,24             | 4 886 546                                       |
| Metoda porównań rynkowych | 2 168,44             | 5 659 628                                       |
| REKOMENDACJA              | 1 872,24             | 4 886 546                                       |

Źródło: Opracowanie własne SAWYER

Celem aktualizacji wyceny było określenie wartości MTB Poland Sp. z o.o. dla potrzeb określenia wartości udziałów Spółki będących zabezpieczeniem emisji obligacji w postaci zastawu rejestrowego.

Uwzględniając cel wyceny, Doradca dokonał wyceny wartości Spółki z wykorzystaniem metody dochodowej DCF oraz metody porównań rynkowych.

W metodach dochodowych przedsiębiorstwo rozumiane jest, jako podmiot gospodarczy ukierunkowany przede wszystkim na wzrost dochodów oraz wartości. Wycena metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych DCF

określa zdolność firmy do generowania dochodów (korzyści i zysków), które wynikają z połączenia umiejętności menedżerskich, wykorzystania posiadanych zasobów będących własnością firmy oraz innych dostępnych zasobów.

Metoda porównań rynkowych zakłada natomiast oszacowanie wartości przedsiębiorstwa na podstawie informacji o mnożnikach finansowych spółek giełdowych, których wartość rynkowa jest znana. Mnożniki konstruowane są w oparciu o relację wartości rynkowej spółki notowanej na rynku publicznym do określonej zmiennej ekonomicznej.

Jeśli celem wyceny jest określenie wartości przedmiotu zabezpieczenia emisji obligacji, wówczas optymalnym, powszechnie akceptowalnym i najczęściej stosowanym podejściem do wyceny jest wykorzystanie metody dochodowej zdyskontowanych przepływów pieniężnych DCF. Również w ocenie SAWYER **podejście dochodowe DCF stanowi najlepszy miernik wartości przedsiębiorstwa**, zarówno z punktu widzenia strony sprzedającej jak i kupującej.

Spółka MTB Poland Sp. z o.o. nie jest podmiotem notowanym na rynku publicznym. Spółki porównywalne wykorzystane w wycenie metodą porównań rynkowych zostały dobrane na podstawie reguły arm's length w branży produkcji wyrobów medycznych związanych z ortopedią i rehabilitacją. Doradca wykorzystał w wycenie spółki zagraniczne z uwagi na brak wystarczającej liczby podmiotów porównywalnych na polskim rynku kapitałowym. W efekcie wyselekcjonowany benchmark zawiera spółki z USA oraz Danii. Uwzględniając jednak znacząco niższy poziom wyników

kapitałowym, w efekcie wyselekcjonowany - uśredniłak zawieszę z poziomu 4 z USA oraz Danii. Uważałem jednak znacząco niższy poziom wyników

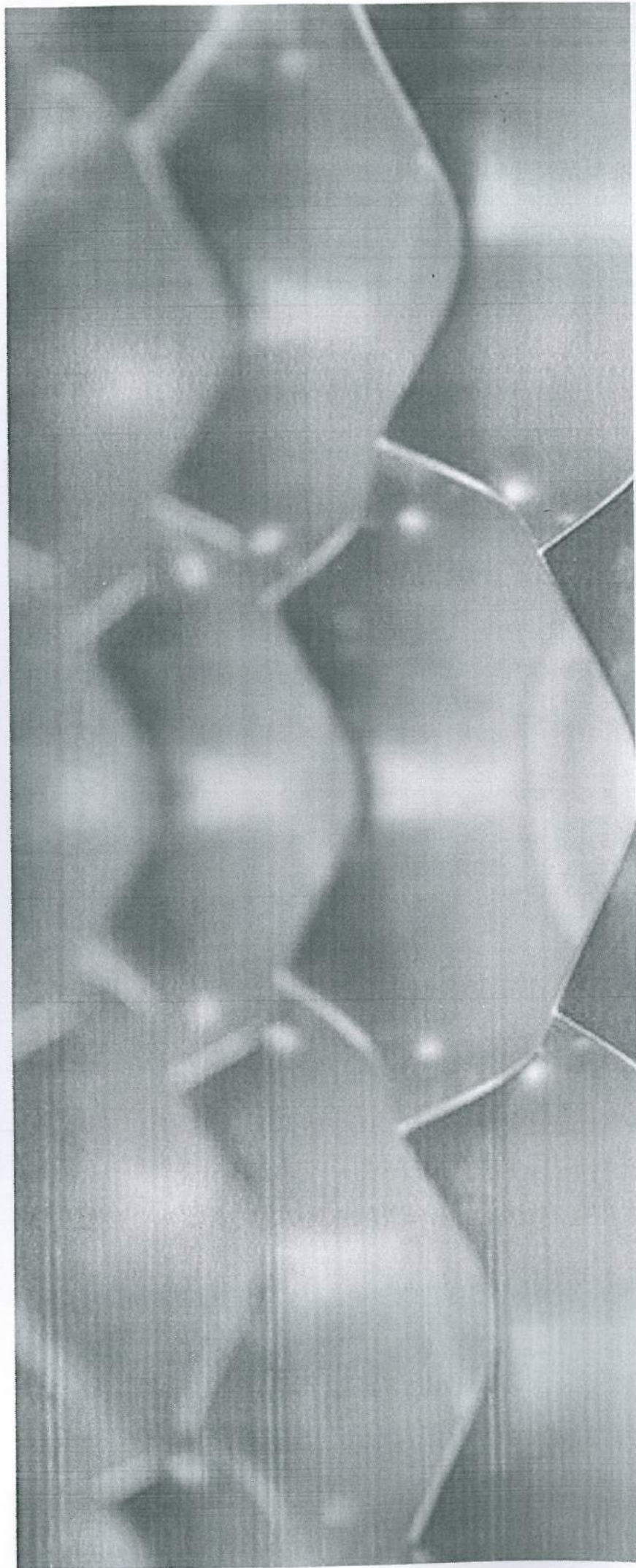
SAWYER stoi na stanowisku, iż wycena wartości Spółki oszacowana metodą DCF określa jej rzeczywistą wartość rynkową.

Wartość 100% kapitałów własnych spółki MTB Poland Sp. z o.o., na podstawie wyceny sporządzonej przez SAWYER Doradztwo Gospodarcze Sp. z o.o., wg stanu na 31 grudnia 2016 r. wynosi:

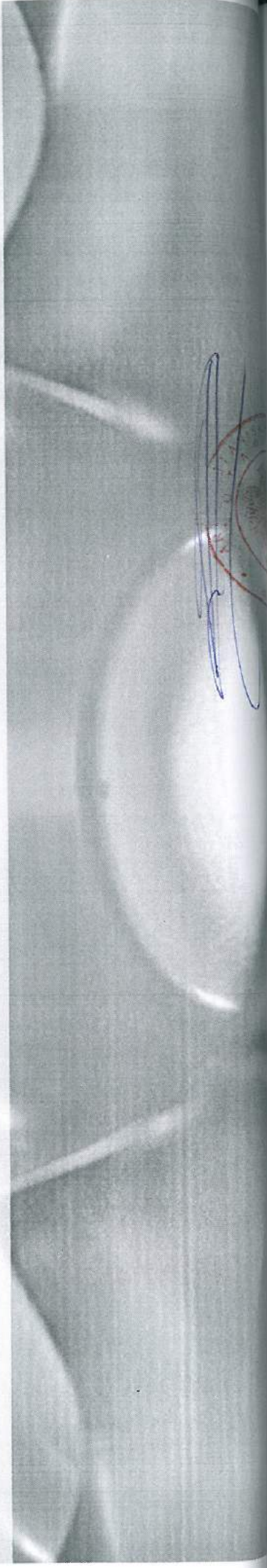
**natomiast wartość 1 udziału Spółki wynosi:**

Michał Sawicki

Poznań, 12 maja 2017 r.



## OPIS PRZEDMIOTU WYCENY

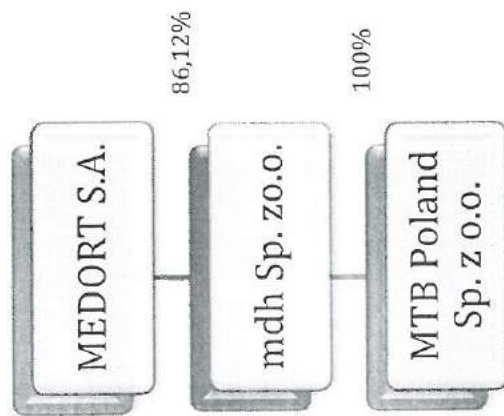


## 2 Charakterystyka spółki MTB Poland Sp. z o.o.

### 2.1 Informacje o Spółce

Spółka MTB Poland Sp. z o.o. jest podmiotem należącym do grupy kapitałowej MEDORT S.A.

Rysunek 1: Powiązanie kapitałowe Spółki z MEDORT S.A.



Źródło: Dane Spółki

Grupa MEDORT S.A. jest znaczącym dystrybutorem europejskiego rynku sprzętu rehabilitacyjno-ortopedycznego a także liderem polskiego oraz węgierskiego rynku rehabilitacyjnego.

MEDORT S.A. specjalizuje się w produkcji, dystrybucji i sprzedaży detalicznej sprzętu medycznego:

- nie inwazyjnego sprzętu ortopedycznego,
- sprzętu rehabilitacyjnego,
- obuwia profilaktycznego.

Spółki z grupy MEDORT S.A. prowadzą sprzedaż hurtową produktów własnych oraz innych renomowanych producentów do prawie 85% istniejących podmiotów z branży oraz sprzedaż detaliczną w największej sieci 60 własnych i partnerskich placówek w całej Polsce.

MTB Poland sp. z o.o. jest nowo powstałą fabryką wózków inwalidzkich aktywnych, których produkcją uzupełniła ofertę produktową grupy MEDORT S.A. Wyłącznym dystrybutorem wózków aktywnych jest spółka mdh sp. z o.o.

Firma MTB Poland istnieje na rynku od 1993 roku. Produkowane przez Spółkę wózki inwalidzkie oznaczone są marką MTB Poland i obejmują serie:

- Tornado / Tornado STAB,
- Aviator / Aviator STAB,
- Tornado Junior / TJ STAB.

Rysunek 2: Wózki inwalidzkie produkowane przez Spółkę



Źródło: Dane Spółki, <http://www.mtbpoland.pl/oferta.html>

Produkowane przez Spółkę wózki Tornado i Aviator przeszły pozytywnie badania w laboratorium mechanicznym na zgodność z następującymi normami: PN-EN 12183:2011; PN-EN 12182:2005; PN-ISO 7176, PN-EN 1021-1:2007.

Podstawowe dane na temat Spółki przedstawia kolejna tabela.

Tabela 2: Podstawowe dane Zamawiającego

| Wyszczególnienie         | Dane Spółki                                                                                                    |
|--------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Nazwa                    | MTB Poland Sp. z o.o.                                                                                          |
| Siedziba / adres Zarządu | 93-233 Łódź, ul. Hanki Ordonówny 1                                                                             |
| Forma prawna             | Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością                                                                        |
| Telefon / Fax            | 42 678 24 46                                                                                                   |
| Adres e-mail             | biuro@mtbpoland.pl                                                                                             |
| Adres strony www         | <a href="http://mtbpoland.pl">http://mtbpoland.pl</a>                                                          |
| Organ rejestrowy         | Sąd Rejonowy dla Łodzi Śródmieścia w Łodzi, XX Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego                 |
| Numer Rejestru (KRS)     | 0000349366                                                                                                     |
| NIP                      | 728-025-73-75                                                                                                  |
| Regon                    | 470282112                                                                                                      |
| Podstawowa działalność   | PRODUKCJA ROWERÓW I WÓZKÓW INWALIDZKICH (PKD 30.92.Z)                                                          |
| Udziałowcy / właściciele | mdh Sp. z o.o. (2 610 udziałów, 100,00% udział w kapitale Spółki)                                              |
| Kapitał podstawowy       | Kapitał zakładowy Spółki wynosi 261 000 PLN i dzieli się na 2 610 udziałów o wartości nominalnej 100 PLN każdy |

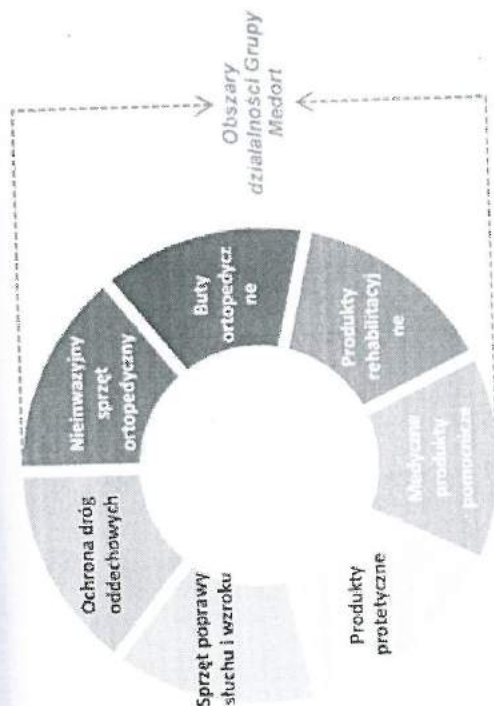
Źródło: Opracowanie własne na podstawie KRS oraz strony internetowej Spółki

## 2.2 Otoczenie rynkowe Spółki

Rynek sprzętu ortopedyczno-rehabilitacyjnego jest częścią branży produkcji sprzętu medycznego. Głównym determinantem rozwoju rynku ortopedyczno-rehabilitacyjnego jest problem starzejącego się społeczeństwa, co niewątpliwie wpływa na dynamiczny wzrost liczby przedsiębiorstw produkujących sprzęt rehabilitacyjno-ortopedyczny.

Aktualizacja: 01.01.2014 r. (03.01.2014 r. - data MEDORT S.A.)

Rysunek 3: Struktura rynku ortopedyczno-rehabilitacyjnego



Źródło: Dane Spółki

W ramach struktury rynku sprzętu ortopedyczno-rehabilitacyjnego można wyróżnić następujące segmenty:

- produkty chroniące drogi oddechowe,
- nieinwazyjny sprzęt ortopedyczny,
- buty ortopedyczne,
- produkty rehabilitacyjne,
- medyczne produkty pomocnicze,
- produkty protetyczne,
- sprzęt poprawy słuchu i wzroku.

Podstawowa działalność Grupy MEDORT skupia się na czterech segmentach rynku sprzętu ortopedyczno-rehabilitacyjnego tj. na segmencie:

- nieinwazyjnego sprzętu ortopedycznego,
- produktów profilaktycznych,
- produktów rehabilitacyjnych,
- medycznych produktów pomocniczych.

## 2.2.1 Rynek sprzętu i artykułów medycznych

Jak podaje Summary Seven, wartość światowego rynku wózków inwalidzkich w 2015 roku wyniosła 2,1 mld EUR. Największym udziałem w rynku charakteryzowały się Stany Zjednoczone, ich udział stanowił 51%. Drugie miejsce zajęły Niemcy z 10-procentowym udziałem w rynku. Z kolei najmniejszy udział charakteryzował takie kraje, jak Włochy i Hiszpanię. Ich udział w rynku stanowił odpowiednio 4% i 3%.

Rysunek 4: Największe gracze na światowym rynku wózków inwalidzkich w 2015 roku

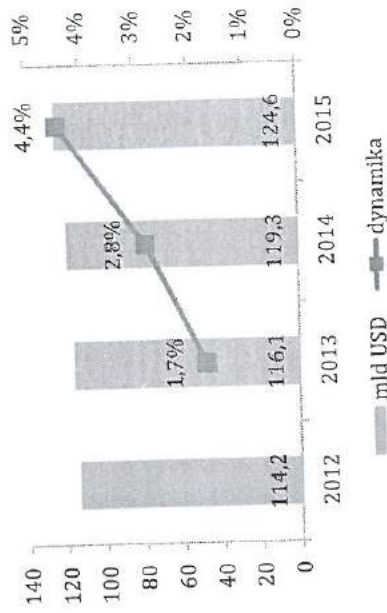


Źródło: Opracowanie własne SAWYER na podstawie danych Zamawiającego

Wartość europejskiego rynku sprzętu i artykułów medycznych w 2015 roku<sup>1</sup> wyniosła 124,5 mld USD. Względem roku poprzedniego odnotowano wzrost o 4,4%. W okresie 2012-2015 europejski rynek wzrastał w tempie 2,6% rocznie.

<sup>1</sup> Health Care Equipment and Supplies in Europe, MarketLine, 2016

Rysunek 5: Wartość europejskiego rynku sprzętu i artykułów medycznych w latach 2012-2015 (w mld USD)



Źródło: Opracowanie własne SAWYER na podstawie danych MarketLine

Zgodnie z danymi BMI Research największy udział w europejskim rynku wózków inwalidzkich w 2015 roku miały Niemcy – 25%. Francja oraz Wielka Brytania zajęły drugie i trzecie miejsce i stanowiły odpowiednio 14% i 11% rynku. Najmniejszy udział charakteryzował Polskę oraz Danię. Udział tych państw w rynku europejskim wyniósł po 2%.

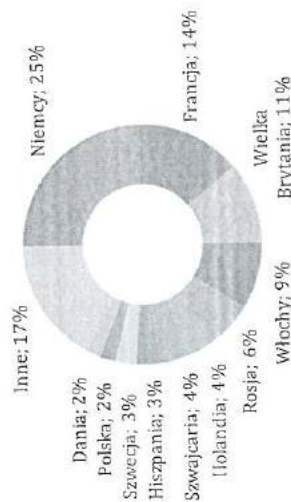


Aktualizacja Wytycznych w sprawie / Polska / J.D. MEDORT S.A. |

Rysunek 6: Udział poszczególnych państw w europejskim rynku wózków inwalidzkich w 2015 roku

2.2.2 Rynek krajowy  
W Polsce funkcje zarządcze, finansowania oraz nadzoru i kontroli systemu ochrony zdrowia rozdzielone są pomiędzy Ministerstwo Zdrowia, Narodowy

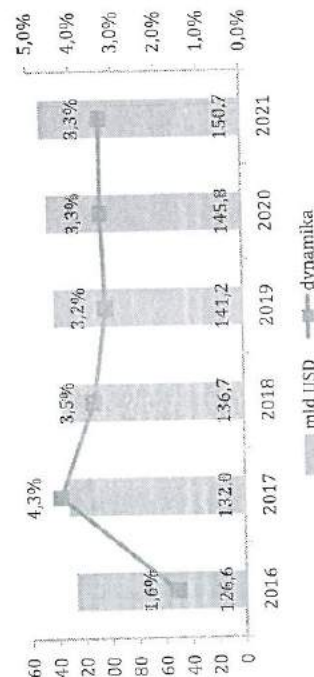
**Rysunek 6: Udział poszczególnych państw w europejskim rynku wózków inwalidzkich w 2015 roku**



Źródło: Opracowanie własne SAWYER na podstawie danych Zamawiającego

Przewiduje się, iż w latach 2016-2021 rynek europejski będzie nieustannie rosł w tempie 3,5% r/r i do 2021 roku jego wartość sięgnie 150,7 mld USD.

**Rysunek 7: Wartość europejskiego rynku sprzętu i artykułów medycznych w latach 2012-2015 (w mld USD)**



Źródło: Opracowanie własne SAWYER na podstawie danych MarketLine

## 2.2.2 Rynek krajowy

W Polsce funkcje zarządcze, finansowania oraz nadzoru i kontroli systemu ochrony zdrowia rozdzielone są pomiędzy Ministerstwo Zdrowia, Narodowy Fundusz Zdrowia oraz samorządy terytorialne. NFZ – główny płatnik w Polskim systemie ochrony zdrowia składa się z centrali NFZ oraz 16 oddziałów wojewódzkich. Ma on za zadanie finansować świadczenia opieki zdrowotnej i kontraktować je z publicznymi i niepublicznymi świadczeniodawcami, a także monitorować wywiązywanie się z warunków tychże umów.

Działania NFZ nadzoruje Ministerstwo Zdrowia, natomiast nadzór w zakresie gospodarki finansowej NFZ sprawuje Ministerstwo Finansów. Dodatkowym zadaniem Ministerstwa Zdrowia jest wytyczanie polityki zdrowotnej, finansowanie i wdrażanie programów zdrowotnych, finansowanie wybranych świadczeń wysokospecjalistycznych i większych inwestycji. Terytorialne władze samorządowe wszystkich szczebli są odpowiedzialne za identyfikowanie potrzeb zdrowotnych swoich mieszkańców, planowanie podaży świadczeń zdrowotnych, promocję zdrowia, a w stosunku publicznych jednostek opieki zdrowotnej, dla których są organami założycielskimi, pełnią pewne funkcje związane z zarządzaniem placówką. Świadczenia opieki zdrowotnej udzielane są przez publiczne i niepubliczne podmioty lecznicze, jak również indywidualne i grupowe praktyki lekarskie. Głównym źródłem finansowania systemu są, odprowadzane do Narodowego Funduszu Zdrowia, obowiązkowe składki ubezpieczeniowe stanowiące 9% dochodów osobistych. Składki na ubezpieczenie zdrowotne są gromadzone

przez ZUS i KRUS, a następnie są przekazywane do NFZ. Niektóre świadczenia wyspospecialistyczne finansowane są bezpośrednio z budżetu Ministerstwa Zdrowia oraz z budżetu Państwa (np. przedszpitalne ratownictwo medyczne)<sup>2</sup>.

W ramach ubezpieczenia zdrowotnego, ubezpieczonym przysługuje refundacja przedmiotów ortopedycznych i środków pomocniczych. Są one refundowane w różnej wysokości i na określony czas. Wysokość refundacji oraz okres użytkowania określają przepisy Rozporządzenia Ministra Zdrowia z dnia 29 sierpnia 2009 r. w sprawie świadczeń gwarantowanych z zakresu zaopatrzenia w wyroby medyczne będące przedmiotami ortopedycznymi oraz środkami pomocniczymi (Dz. U. z dnia 31 sierpnia 2009 r. Nr 139 poz. 1141 z późn. zm.).

W 2013 roku wartość polskiego rynku wyrobów medycznych wyniosła 6,5 mld PLN, a w 2014 roku jeszcze bardziej zbliżyła się do 7 mld PLN<sup>3</sup>. Jednym z czynników wpływających na wzrost sprzedaży jest eksport, rosnący z roku na rok. W strukturze polskiego rynku wyrobów medycznych około 85% urządzeń medycznych jest importowanych, głównie z krajów UE, przede wszystkim z Niemiec. Polskie firmy produkują szeroką gamę wyrobów tanich, jednorazowych oraz sprzętu elektro-diagnostycznego. Krajowa produkcja na rynek medyczny jest szacowana na około 1,4 mld PLN.

<sup>2</sup> Dane Spółki

<sup>3</sup> <https://www.seaon.com/blog/eksport-sprzetu-medycznego/>

Przewiduje się, że w 2018 roku rynek ten osiągnie wartość blisko 12 mld PLN (3 mld USD).

Korzystne perspektywy rozwoju rynku sprzętu medycznego w Polsce i w UE, wynikają ze zmian demograficznych i społecznych, takich jak:

- starzejące się społeczeństwo - szacuje się, że udział osób w wieku 65 lat i wyższym w stosunku do osób w wieku 15-65 lat w Polsce w 2050 r. przekroczy 40% i będzie jednym z najwyższych w Europie,
- zmieniająca się struktura zachorowalności, wzrost liczby urazów,
- zmiana stylu życia, wzrost aktywności fizycznej społeczeństwa,
- większa troska i dbałość o zdrowie,
- wzrost zamożności społeczeństwa – PKB Polski w ujęciu per capita wzrosło prawie 3-krotnie w ciągu ostatnich 20 lat, natomiast polska gospodarka stała się 20. gospodarką świata<sup>4</sup>.

Nieprzerwany wzrost liczby producentów sprzętu medycznego wynika przede wszystkim z powiększającego się rynku wewnętrznego oraz ekspansji polskich przedsiębiorstw na rynku zagranicznym, do najważniejszych produktów eksportowych polskich producentów można zaliczyć:

- sprzęt rehabilitacyjny,
- aparaturę bioelektroniczną,
- wyposażenie sal operacyjnych,

<sup>4</sup> MEDORA S.A., Dokument Informatywny 2013

- meble przeznaczone do placówek medycznych,
- narzędzia chirurgiczne.

Według danych Narodowego Spisu Powszechnego liczba osób niepełnosprawnych w Polsce wynosiła około 4,7 mln (dokładnie 4 697,5 tys.) w 2011 r. Tym samym liczba osób niepełnosprawnych w Polsce stanowiła 12,2% ludności kraju w 2011 r. wobec 14,3% w 2002 r. (blisko 5,5 mln osób niepełnosprawnych w 2002 roku). Instytucją o znaczącym wpływie na rozwój rynku sprzętu ortopedyczno-rehabilitacyjnego jest Narodowy Fundusz Zdrowia, którego wydatki na produkty ortopedyczno-rehabilitacyjne w 2011 r. wyniosły 152 mln EUR (od 2006 r. wydatki NFZ rosły w stałym tempie 5,5% do 2011 r.). NFZ w 2013 r. zabudżetował wydatki na produkty ortopedyczno-rehabilitacyjne w wysokości 211 mln EUR.

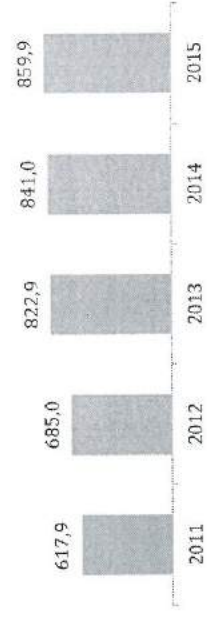
Kolejnym istotnym podmiotem, który wspiera rozwój rynku sprzętu ortopedyczno-rehabilitacyjnego jest Państwowy Fundusz Rehabilitacji Osób Niepełnosprawnych (PFRON), którego wydatki stanowią 20% wydatków na sprzęt ortopedyczno-rehabilitacyjny w Polsce.<sup>5</sup>

Powszechna dostępność refundacji kosztów poniesionych w związku z zakupem sprzętu ortopedyczno-rehabilitacyjnego przez wymienione podmioty (NFZ, PFRON) oraz pomoc w pokryciu wkładu własnego (PFRON, MOPS) sprawia, że głównym czynnikiem determinującym poziom sprzedaży

<sup>5</sup> MEDORT S.A. Dokument Informacyjny 2013

sprzętu ortopedyczno-rehabilitacyjnego są czynniki demograficzno-społeczne.

Rysunek 8: Wydatki NFZ na produkty ortopedyczno-rehabilitacyjne i medyczne produkty pomocnicze (mln PLN)



Źródło: Dane NFZ

Rysunek 9: Wydatki PFRON na produkty ortopedyczno-rehabilitacyjne i medyczne produkty pomocnicze (mln PLN)



Źródło: Dane PFRON

### 2.2.3 Podmioty konkurencyjne

Poniżej zaprezentowano wybranych konkurentów Spółki działających w skali globalnej.



**Yes, you can.® Invacare GmbH**

Strona www: <http://www.invacare.com/>

Lokalizacja: Alemannenstr. 10, D - 88316 Isny, Niemcy

Oferta :

1. wózki inwalidzkie manualne,
2. wózki inwalidzkie z napędem elektrycznym,
3. inny sprzęt medyczny

Skonsolidowane przychody Invacare Inc. w 2015 roku : 1,1 mld USD

### **ottobock. Otto Bock HealthCare GmbH**

Strona www: <http://www.ottobock.de/>

Lokalizacja: Max-Näder-Straße 15, 37115 Duderstadt, Niemcy

Oferta :

1. wózki inwalidzkie manualne dla dorosłych i dzieci,
2. wózki inwalidzkie z napędem elektrycznym dla dorosłych i dzieci,
3. inny sprzęt medyczny

Skonsolidowany przychód Ottobock Group w 2015 roku : 1 mld EUR



**Sunrise Medical GmbH**

Strona www: <http://www.sunrisemedical.de/>

Lokalizacja: Kahlbachring 2-4, D-69254 Malsch / Heidelberg, Niemcy

Oferta :

1. wózki inwalidzkie manualne dla dorosłych i dzieci,
2. wózki inwalidzkie z napędem elektrycznym dla dorosłych i dzieci,
3. skutery
4. inny sprzęt medyczny

Przychód netto w 2015 roku : 470 mln EUR

### **permobil Permobil GmbH**

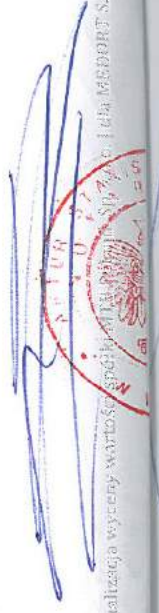
Strona www: <http://www.permobil.com/de/Germany/>

Lokalizacja: 4, Brandenburger Str. 2, 40880 Ratingen, Niemcy

Oferta :

1. wózki inwalidzkie manualne dla dorosłych i dzieci,
2. wózki inwalidzkie z napędem elektrycznym dla dorosłych i dzieci,
3. inny sprzęt medyczny

Przychód netto w 2015 roku : 316 mln EUR



Aktualizacja wyceny wartości spółki: 14.04.2016 r. | J. H. MEYER S.A. |

**Pride**

LEVO.d<sup>®</sup>

Levo AG Wohlen

Strona www: <https://www.levo.ch/en>

Lokalizacja: Anglikerstrasse 20, 5610 Wohlen, Szwajcaria

Oferta:

1. wózki inwalidzkie manualne dla dorosłych i dzieci,
2. wózki inwalidzkie z napędem elektrycznym dla dorosłych i dzieci,
3. inny sprzęt medyczny



Etac AB

Strona www: <https://www.etac.com/>

Lokalizacja: SE-164 51 Kista, Szwecja

Oferta:

1. wózki inwalidzkie manualne dla dorosłych i dzieci,
2. wózki inwalidzkie z napędem elektrycznym dla dorosłych,
3. sprzęt rehabilitacyjny

Przychód netto w 2014 roku : 127 mln EUR

**Pride**  
Mobility Products Corp.

Pride Mobility Products Corp.

Strona: <http://www.pridemobility.com>

Lokalizacja: 182 Susquehanna Avenue, Exeter, PA 18643, Stany

Zjednoczone

Oferta:

1. wózki inwalidzkie manualne dla dorosłych i dzieci,
2. wózki inwalidzkie z napędem elektrycznym dla dorosłych
3. skutery
4. fotele

Przychód netto w 2014 roku : 73 mln EUR

**drive**

DeVilbiss  
HEALTHCARE

Drive DeVilbiss Healthcare

Strona: <http://www.pridemobility.com>

Lokalizacja: 100 DeVilbiss Drive, Somerset, Pennsylvania 15501-2125,

Stany Zjednoczone

Oferta:

1. wózki inwalidzkie manualne dla dorosłych i dzieci,
2. wózki inwalidzkie z napędem elektrycznym dla dorosłych
3. skutery
4. chodziki

5. łóżka

6. inny sprzęt medyczny

Przychód netto w 2014 roku : 255 mln EUR

Zakres działalności spółek konkurencyjnych przedstawia kolejna tabela.

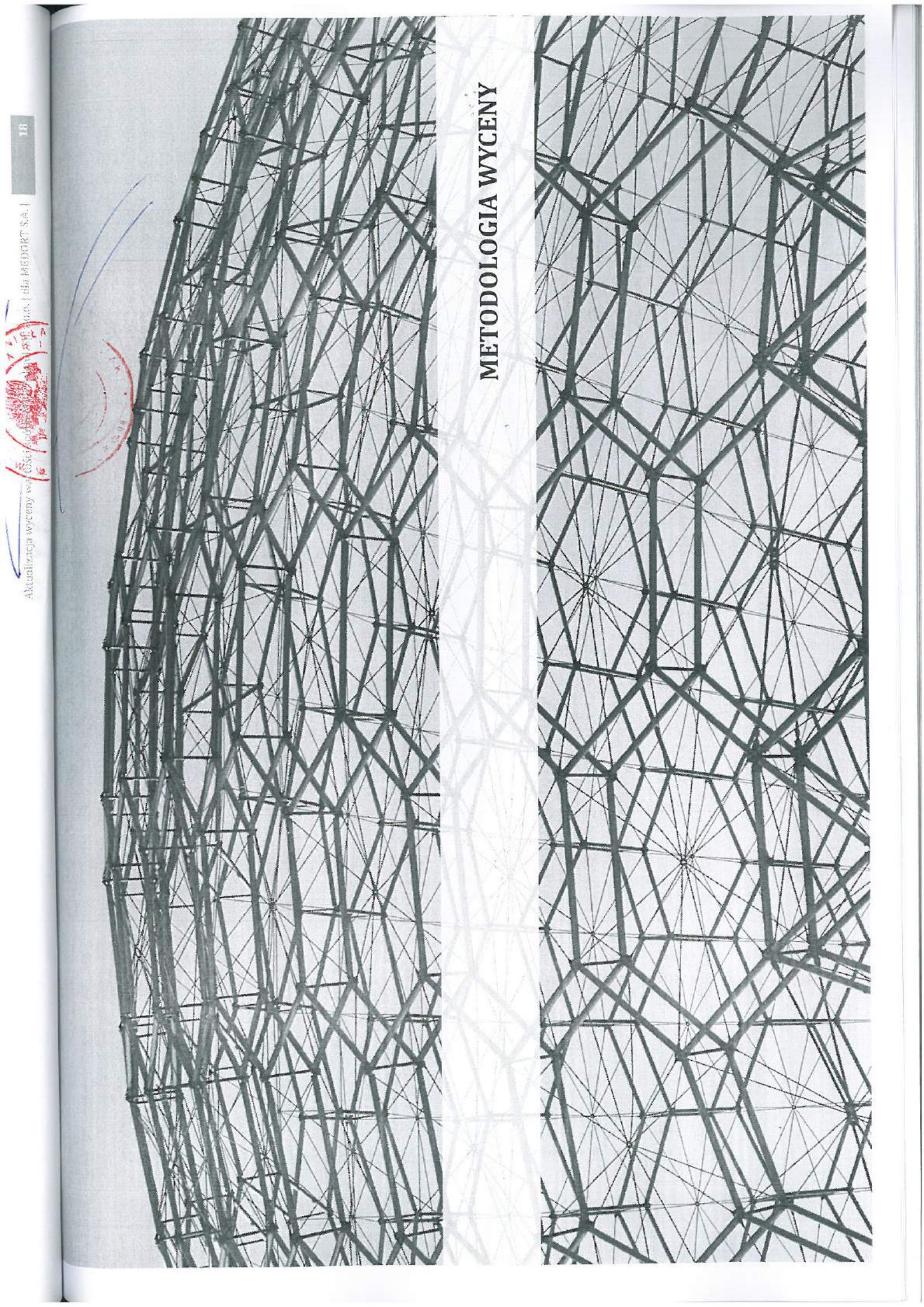
Rysunek 10: Zakres produkcji spółek konkurencyjnych w 2015 roku

| Nazwa firmy     | Rodzaje wózków |             |         |            |
|-----------------|----------------|-------------|---------|------------|
|                 | manualne       | elektryczne | skutery | dla dzieci |
| Invacare        | ✓              | ✓           | ✓       | ✓          |
| Otto Bock       | ✓              | ✓           | ✓       | ✓          |
| Permobil        | ✓              | ✓           | ✓       | ✓          |
| Sunrise Medical | ✓              | ✓           | ✓       | ✓          |
| Drive DeVilbiss | ✓              | X           | ✓       | ✓          |
| Etac            | ✓              | X           | X       | X          |
| Pride Mobility  | X              | ✓           | ✓       | X          |
| Levo AG Wohlen  | ✓              | ✓           | X       | ✓          |

Źródło: Opracowanie własne SAWYER na podstawie danych Zamawiającego



# METODOLOGIA WYCENY



### 3 Metodologia wyceny

#### 3.1 Wybór metod wyceny

Doradca dokonał wyceny Spółki z wykorzystaniem **dwóch metod**:

- metody dochodowej – zdyskontowanych przepływów pieniężnych DCF,
- metody porównań rynkowych – w wariacie spółek porównywalnych.

#### 3.2 Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych

Istotą metod dochodowych wyceny wartości przedsiębiorstwa jest wskazanie źródła wartości w przepływach pieniężnych, jakie generuje przedsiębiorstwo swoim właścicielom. Metody dochodowe opierają się na prognozowaniu możliwych do wygenerowania przez dane przedsiębiorstwo wyników finansowych, jednocześnie uwzględniając czynniki ryzyka takiej prognozy odzwierciedlone w stopie dyskontowej wykorzystanej do oszacowania wartości bieżącej prognozowanych korzyści.

Dochodowe podejście do wyceny wartości przedsiębiorstwa zakłada, iż stanowi ono samodzielny podmiot gospodarczy, ukierunkowany przede wszystkim na wzrost dochodów oraz wartości, wykorzystujący w działalności dostępne zasoby o charakterze zarówno rzeczowym, jak i niematerialnym.

W metodzie zdyskontowanych przepływów pieniężnych DCF wartość rynkowa spółki równa jest sumie korzyści finansowych, jakie przyniesie wyceniana spółka właścicielowi. Korzyści te stanowi suma:

- zaktualizowanej wartości salda przepływów pieniężnych działalności firmy w założonym horyzoncie prognozy;
- zaktualizowanej wartości rezydualnej, czyli wartości przedsiębiorstwa po zakończeniu okresu szczegółowej prognozy.

Wartość przedsiębiorstwa w metodzie DCF określana jest zgodnie z formułą:

$$W = \frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+r)^n} + \frac{RV}{(1+r)^n}$$

gdzie oznaczono:

|    |                                                         |
|----|---------------------------------------------------------|
| W  | wartość firmy                                           |
| CF | przepływ pieniężny z działalności firmy w danym okresie |
| r  | stopa dyskontowa (oczekiwana stopa zwrotu)              |
| n  | ilość okresów szczegółowej prognozy                     |
| RV | wartość rezydualna                                      |

Wycena wartości spółki dokonana metodą zdyskontowanych przyszłych przepływów pieniężnych DCF uwzględnia wszystkie zdarzenia, jakie mają wpływ na sytuację finansową firmy: zarówno te, które miały miejsce w przeszłości, mające swoje konsekwencje w dniu wyceny, jak również w wyniku wyceny uwzględnione są zdarzenia z okresu prognozy.

Określenie przepływów pieniężnych

Przepływ pieniężny przyjęty do wyceny stanowią wolne operacyjne przepływy pieniężne należne ~~z wszystkich~~ stronom finansującym

przedsiębiorstwo (FCFF – ang. Free Cash Flow to Firm). Wolny operacyjny przepływ pieniężny w danym okresie stanowi różnica pomiędzy przychodami ze sprzedaży netto, a kosztami działalności operacyjnej bez amortyzacji, pomniejszoną o zmiany kapitału obrotowego netto, wartość nakładów inwestycyjnych na zakup wartości niematerialnych i prawnych oraz rzeczowych aktywów trwałych, a także obciążenia podatkowe (podatek dochodowy od EBIT). Przy tej konstrukcji przepływów, wolne przepływy pieniężne (FCFF) przyjęte do wyceny nie uwzględniają wpływów i wydatków z działalności finansowej.

Prognoza wolnych przepływów pieniężnych sporządzana jest w ujęciu nominalnym, przy założeniu braku zmian i utrzymania w całym okresie projekcji stałego poziomu stóp procentowych, stawek podatkowych oraz inflacji, równym ich poziomowi z dnia wyceny.

#### Wartość rezydualna

Wartość rezydualna oznacza wartość przedsiębiorstwa po okresie szczegółowej projekcji i obliczana jest według formuły renty wieczystej:

$$RV = \frac{(1+q)CF_n}{r-q}$$

gdzie oznaczono:

RV      wartość rezydualna  
q      parametr wzrostu przepływów pieniężnych po okresie szczegółowej projekcji

#### CFn      przepływ w okresie rezydualnym

Przepływ pieniężny w okresie rezydualnym szacowany jest albo jako przepływ ostatniego roku szczegółowej projekcji z uwzględnieniem skorygowanej relacji pomiędzy wielkością nakładów inwestycyjnych i amortyzacją, albo jako średni poziom/mediana wolnych przepływów gotówkowych z pełnych lat projekcji<sup>6</sup>.

Ponadto dla potrzeb przepływu w okresie rezydualnym wyznaczonego na podstawie ostatniego roku projekcji zakłada się, że zmiany wartości kapitału obrotowego netto uwzględniają zarówno wartości wskaźników rotacji z okresu szczegółowej projekcji oraz wartości przychodów i kosztów powiększonych o stopę wzrostu przyjętą dla RV.

#### Stopa dyskontowa

Stopa dyskontowa dla wycenianego przedsiębiorstwa określona jest w ujęciu nominalnym, przy założeniu utrzymania w całym okresie projekcji stałego poziomu stóp procentowych, stawek podatkowych oraz inflacji, równym ich poziomowi z dnia wyceny.

<sup>6</sup> Przepływ w okresie rezydualnym ustalany jest na poziomie przepływu z ostatniego roku szczegółowej projekcji z uwzględnieniem koniecznych relacji, za wyjątkiem sytuacji, w której wolne przepływy gotówkowe w okresie szczegółowej projekcji charakteryzują się wysoką zmiennością, wtedy przepływ rezydualny ustalany jest na poziomie średniej tych przepływów (przepływy dodatnie i ujemne) lub mediany (zmienne przepływy dodatnie).

Proгноза stopy dyskontowej ustalona jest na podstawie oszacowania średniego ważonego kosztu kapitału (WACC – anf. Weighted Average Cost of Capital) zgodnie z poniższym wzorem:

$$WACC = r_w \times \frac{K_w}{K} + r_o \times \frac{D}{K} \times (1 - T)$$

gdzie oznaczono:

|       |                                    |
|-------|------------------------------------|
| WACC  | średni ważony koszt kapitału       |
| $r_w$ | stopa zwrotu z kapitałów własnych  |
| $K_w$ | wartość rynkowa kapitałów własnych |
| $K$   | suma kapitałów własnych i obcych   |
| $r_o$ | stopa zwrotu z kapitałów obcych    |
| $D$   | wartość rynkowa kapitałów obcych   |
| $T$   | stawka podatku dochodowego         |

Rynkowa wartość kapitałów własnych szacowana jest przy zastosowaniu metody iteracyjnej. Powyższa metoda pozwala jednocześnie ustalić wartość WACC i rynkową wartość kapitału własnego, która z kolei wyznaczana jest przy użyciu WACC poprzez dyskontowanie wolnych przepływów pieniężnych i odejmowanie stanu zadłużenia.

**Koszt kapitału własnego** zostanie oszacowany zgodnie z założeniami teorii i modelu CAPM, zgodnie z poniższą formułą.

$$r = r_f + (r_m - r_f) \times \beta$$

gdzie oznaczono:

|         |                                                                                                                |
|---------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| $r_f$   | stopa zwrotu z instrumentów wolnych od ryzyka                                                                  |
| $r_m$   | stopa zwrotu z portfela rynkowego                                                                              |
| $\beta$ | współczynnik ryzyka zmiany stopy zwrotu danego papieru wartościowego na zmianę stopy zwrotu portfela rynkowego |

W wycenie wykorzystuje się odlewarowany wskaźnik beta oszacowany na podstawie poziomu ryzyka systematycznego obliczonego dla spółek z branży wycenianego podmiotu. Odlewarowany wskaźnik beta jest następnie ponownie zlewarowany stałym/zmiennym poziomem dźwigni finansowej oraz stawką podatku dochodowego właściwymi dla spółki będącej przedmiotem wyceny.

W celu lewarowania/delewarowania wskaźnika beta wykorzystano wzór Hamady:

$$\beta_L = \beta_U \times [1 + (1 - T \times D/E)]$$

gdzie oznaczono:

|           |                                                     |
|-----------|-----------------------------------------------------|
| $\beta_L$ | beta lewarowana                                     |
| $\beta_U$ | beta odlewarowana                                   |
| $T$       | stawka podatku dochodowego                          |
| $D/E$     | relacja zobowiązań finansowych do kapitału własnego |



**Koszt kapitału obcego** obliczany jest na podstawie oszacowania kosztu poszczególnych kredytów i pożyczek, określenia ich udziałów w sumie zadłużenia oraz przyjęcia odpowiednich stawek podatkowych zgodnie z ustawą o podatku dochodowym od osób prawnych. Prognoza kosztu poszczególnych kredytów i pożyczek szacowana jest przy założeniu stałego poziomu stóp procentowych, równego poziomowi z dnia wyceny.

### 3.3 Metoda porównań rynkowych

Wycena wartości spółki metodą porównań rynkowych może zostać przeprowadzona, jeśli istnieje możliwość zidentyfikowania spółki bądź spółek, których walory są w sposób ciągły notowane na rynkach publicznych i których zakres oraz specyfika prowadzonej działalności odzwierciedlają działalność Spółki wycenianej.

Metoda porównań rynkowych zakłada oszacowanie wartości przedsiębiorstwa na podstawie informacji o mnożnikach finansowych spółek, których wartość rynkowa jest znana. Mnożniki konstruowane są w oparciu o relację wartości rynkowej spółki notowanej na rynku do określonej zmiennej ekonomicznej.

W celu skonstruowania mnożników do wyceny najczęściej wykorzystywane są następujące zmienne ekonomiczne:

- przychody ze sprzedaży,
- EBIT (wynik na działalności operacyjnej),
- wynik netto,

- wartość księgowa kapitału własnego,
- przepływy z działalności operacyjnej.

Relacje wartości rynkowej spółki oraz wybranych zmiennych zapisuje się zgodnie z poniższą formułą:

$$\frac{W_{benchmark}}{Z_{benchmark}} = \frac{W_{spółka}}{Z_{spółka}}$$

gdzie oznaczono:

|                 |                                          |
|-----------------|------------------------------------------|
| $W_{benchmark}$ | Wartość rynkowa spółki porównywalnej     |
| $Z_{benchmark}$ | Zmienna ekonomiczna spółki porównywalnej |
| $W_{spółka}$    | Wartość rynkowa wycenianej spółki        |
| $Z_{spółka}$    | Zmienna ekonomiczna wycenianej spółki    |

Wycena wartości rynkowej spółki polega przekształceniu relacji oraz dokonaniu obliczeń zgodnie z formułą:

$$W_{spółka} = Z_{spółka} \times \frac{W_{benchmark}}{Z_{benchmark}}$$

Miarą wartości rynkowej spółki mogą stanowić:

- Kapitalizacja (Value of Equity) - wartość kapitałów własnych spółki - iloczyn ceny akcji w dniu wyceny oraz ogólnej liczby akcji stanowiących kapitał akcyjny
- Enterprise value (EV) - kapitalizacja spółki plus zadłużenie finansowe netto

W efekcie powyższego w wycenie metodą porównań rynkowych znajdują zastosowanie wskaźniki (mnożniki):

1. Mnożniki Equity Value (kapitalizacji), służące do określenia bezpośrednio wartości rynkowej kapitału własnego spółki będącej przedmiotem wyceny:

- $(P/E)$  - cena do zysku netto,
- $(P/EBIT)$  - cena do zysku operacyjnego,
- $(P/BV)$  - cena do wartości księgowej,
- $(P/S)$  - cena do przychodów ze sprzedaży,
- $(P/CFD)$  - cena do przepływów z działalności operacyjnej.

2. Mnożniki Enterprise Value (wartość całego przedsiębiorstwa), pozwalające ustalić rynkową wartość całego przedsiębiorstwa - kapitału własnego wraz z zadłużeniem.

- $(EV/S)$  - enterprise value do przychodów ze sprzedaży,
- $(EV/EBIT)$  - enterprise value do wyniku na działalności operacyjnej,
- $(EV/EBITDA)$  - enterprise value do wyniku na działalności operacyjnej powiększonego o amortyzację.

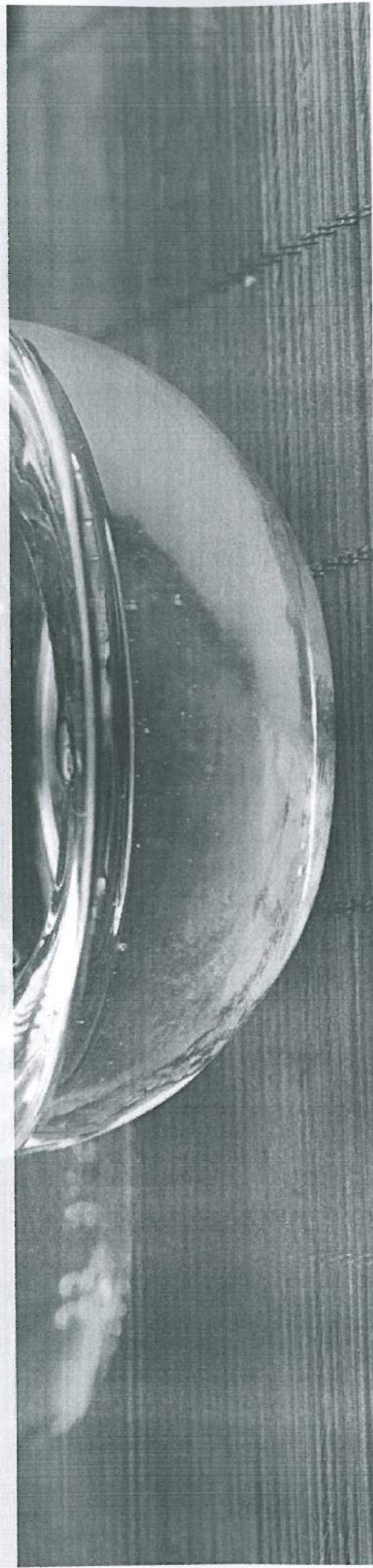
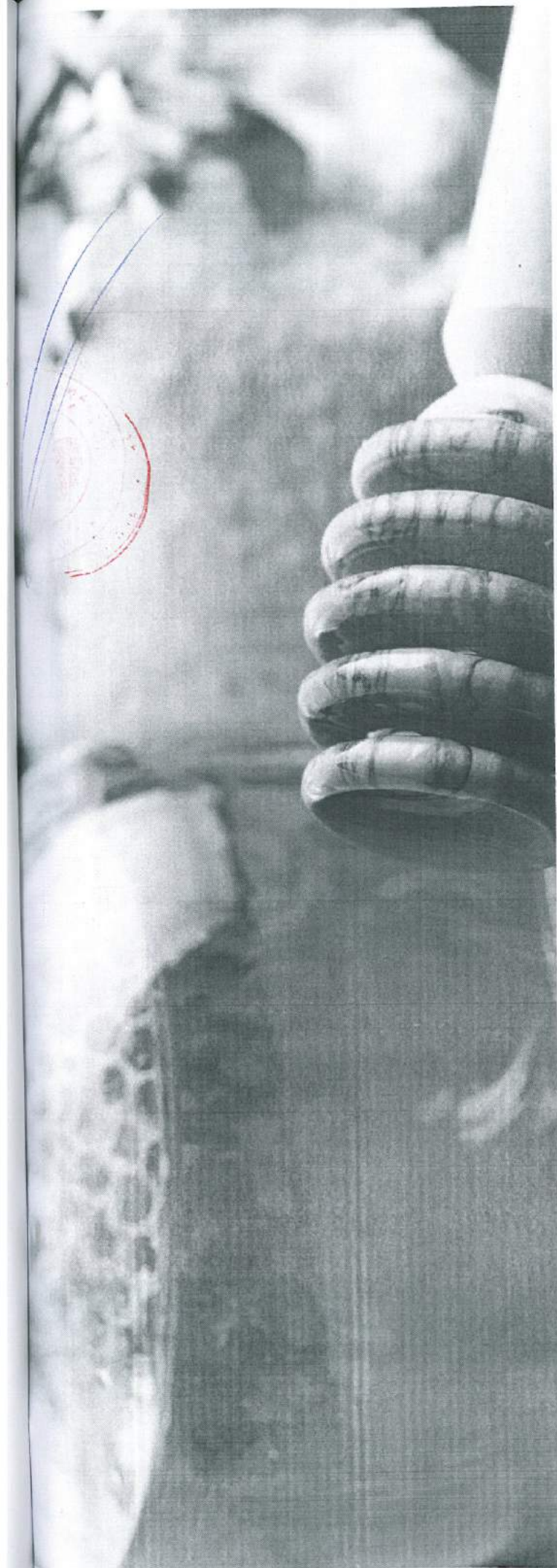
W przypadku zidentyfikowania kilku spółek stanowiących benchmark spełniający odpowiednie kryteria wyceny do obliczeń wykorzystywana jest mediana wartości wskaźników (mnożników) obliczonych dla poszczególnych spółek porównywalnych.

W celu uwzględnienia wszystkich czynników kształtujących wartość rynkową przedsiębiorstwa stosuje się równoległe kilka zmiennych i na podstawie uzyskanych wyników porównań częściowych dokonywana jest kalkulacja średniej ważonej stanowiącej wynik oszacowania wartości rynkowej przedsiębiorstwa.

W przypadku, kiedy przedmiotem wyceny jest spółka, której walory nie podlegają obrotowi na rynku publicznym, do wyniku wyceny wartości rynkowej przedsiębiorstwa może zostać zastosowane dyskonto z tytułu braku płynności. Rezultat uzyskany po zdyskontowaniu wartości o wskaźnik z tytułu braku płynności na poziomie 15% stanowi ostateczną wartość rynkową przedsiębiorstwa.



## WYNIKI WYCENY



## 4 Wycena metodą dochodową DCF

### 4.1 Założenia ogólne do aktualizacji wyceny DCF

Do wyceny wartości Spółki metodą DCF przyjęto następujące założenia:

1. Dniem Wyceny jest 31 sierpnia 2016 r.
2. Okres Prognozy obejmuje okres od 01 stycznia 2017 r. do 31 grudnia 2021 r.
3. Prognozy finansowe zostały przygotowane w ujęciu rocznym.
4. Podstawą kalkulacji prognoz był planowany budżet Spółki na 2017 rok, prognoza finansowa Spółki wykorzystana w pierwotnej wycenie na lata 2015-2019 sporządzone przez Spółkę oraz pozostałe założenia dotyczące przyszłej strategii Spółki oraz przewidywanych wyników finansowych na lata 2020-2021, przekazane przez Zamawiającego. Prognoza została sporządzona przez Doradcę na potrzeby wyceny, na podstawie założeń przedstawionych przez Spółkę.
5. Prognozy finansowe zaprezentowano w cenach nominalnych. W wycenie przyjęto stały poziom inflacji oraz stopy procentowej wolnej od ryzyka z Dnia Wyceny w całym Okresie Prognozy.
6. Prognoza wolnych przepływów gotówkowych oraz prognoza stopy dyskontowej przygotowywane są w ujęciu nominalnym, przy założeniu utrzymania w całym Okresie Projekcji stałego poziomu wskaźnika inflacji, równego poziomowi z Dnia Wyceny. W całym Okresie Projekcji:

- 6.1. podstawą prognoz finansowych są prognozowane zmiany poszczególnych pozycji rachunku zysków i strat wynikające jedynie ze wzrostu w ujęciu ilościowym oraz oczekiwanych zmian polityki cenowej Spółki,
- 6.2. prognoza nominalnej stopy dyskontowej uwzględnia stały poziom stopy wolnej od ryzyka oraz premii za inwestycyjne ryzyko rynkowe kraju, równe poziomowi z Dnia Wyceny,
- 6.3. prognoza kosztu poszczególnych kredytów i pożyczek szacowana jest przy założeniu stałego poziomu stóp procentowych oraz premii kosztu długu z Dnia Wyceny.
7. Przepływ w okresie rezydualnym przyjęto na poziomie przepływu pieniężnego z ostatniego roku okresu szczegółowej prognozy, z uwzględnieniem skorygowanej relacji pomiędzy wielkością nakładów inwestycyjnych i amortyzacją.
8. Stopa wzrostu po okresie projekcji (qj): 1%.
9. W Okresie Prognozy nie założono wypłat z zysku ani dywidendy na rzecz właścicieli.
10. W wycenie uwzględniono podwyższenie kapitału Spółki, które miało miejsce 5 lutego 2016 roku. Podniesienie kapitału miało miejsce w zamian za wkład pieniężny, a otrzymane od właściciela środki Spółka przeznaczyła na spłatę posiadanej pożyczki właścicielskiej. Dokapitalizowanie Spółki odbyło się na kwotę 2 965 034 PLN poprzez emisję 1.000 szt. nowych udziałów o wartości nominalnej 100 PLN każdy.
11. W Spółce według stanu na Dzień Wyceny nie zidentyfikowano zobowiązań odsetkowych.

12. W Spółce według stanu na Dzień Wyceny nie zidentyfikowano aktywów o pozaoperacyjnym charakterze.

#### 4.2 Przychody ze sprzedaży i zrównane z nimi

Łączna wartość przychodów ze sprzedaży prognozowana przez Spółkę na rok 2017 wynosi 2,9 mln PLN i planuje się ich stopniowy wzrost o 20% r/r w okresie 2018-2019 oraz o 15% r/r w okresie 2020-2021.

Tabela 3: Przychody ze sprzedaży

| Wyszczególnienie              | 2014             | 2015             | 2016             | 2017             | 2018             | 2019             | 2020             | 2021             |
|-------------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| <b>Przychody ze sprzedaży</b> | <b>1 974 733</b> | <b>2 172 785</b> | <b>2 670 809</b> | <b>2 915 721</b> | <b>3 127 100</b> | <b>3 576 800</b> | <b>3 990 330</b> | <b>4 490 488</b> |
| Sprzedaż produktów            | 864 231          | 1 385 399        | 2 361 349        | 2 668 971        | 2 687 800        | 3 225 400        | 3 709 210        | 4 265 592        |
| Sprzedaż usług                | 0                | 0                | 0                | 0                | 0                | 0                | 0                | 0                |
| Sprzedaż towarów i materiałów | 1 110 502        | 787 386          | 309 460          | 246 750          | 439 300          | 351 400          | 281 120          | 224 896          |

Źródło: Opracowanie SAWYER na podstawie danych Spółki

W kolejnej tabeli przedstawiono strukturę przychodów ze sprzedaży w latach 2014-2016 oraz w Okresie Prognozy.

Tabela 4: Struktura przychodów ze sprzedaży

| Wyszczególnienie              | 2014           | 2015           | 2016           | 2017           | 2018           | 2019           | 2020           | 2021           |
|-------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Przychody ze sprzedaży</b> | <b>100,00%</b> | <b>100,00%</b> | <b>100,00%</b> | <b>100,00%</b> | <b>100,00%</b> | <b>100,00%</b> | <b>100,00%</b> | <b>100,00%</b> |
| Sprzedaż produktów            | 43,76%         | 63,76%         | 88,41%         | 91,54%         | 85,95%         | 90,18%         | 92,95%         | 94,99%         |
| Sprzedaż usług                | 0,00%          | 0,00%          | 0,00%          | 0,00%          | 0,00%          | 0,00%          | 0,00%          | 0,00%          |
| Sprzedaż towarów i materiałów | 56,24%         | 36,24%         | 11,59%         | 8,46%          | 14,05%         | 9,82%          | 7,05%          | 5,01%          |

Źródło: Opracowanie własne SAWYER na podstawie danych Spółki

#### 4.3 Pozostałe przychody operacyjne

Wartość pozostałych przychodów operacyjnych w okresie 2017-2021 została oszacowana na stałym poziomie 73,7 tys. PLN. Założono utrzymanie się

W poniższej tabeli zaprezentowano historyczne przychody ze sprzedaży osiągnięte przez Spółkę w latach 2014-2016 oraz prognozowane w Okresie Prognozy.

poziomu rozliczenia dotacji dla jej wartości prognozowanej na 2017 rok w całym Okresie Prognozy. Zakładane jest rozliczenie dotacji proporcjonalnie do amortyzacji środków trwałych nabytych z wykorzystaniem dotacji.

Poniżej zaprezentowano historyczne pozostałe przychody operacyjne osiągnięte przez Spółkę w latach 2014-2016 oraz prognozowane w Okresie Prognozy.

Tabela 5: Pozostałe przychody operacyjne

| Wyszczególnienie                               | 2014          | 2015           | 2016           | 2017          | 2018          | 2019          | 2020          | 2021          |
|------------------------------------------------|---------------|----------------|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Razem pozostałe przychody operacyjne</b>    | <b>71 153</b> | <b>111 061</b> | <b>117 289</b> | <b>73 794</b> | <b>73 794</b> | <b>73 794</b> | <b>73 794</b> | <b>73 794</b> |
| Zysk ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych | 0             | 0              | 0              | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| Dotacje                                        | 0             | 79 805         | 77 835         | 73 794        | 73 794        | 73 794        | 73 794        | 73 794        |
| Inne przychody operacyjne                      | 71 153        | 31 256         | 39 455         | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |

Źródło: Opracowanie własne SAWYER na podstawie danych Spółki

#### 4.4 Przychody finansowe

W Okresie Prognozy nie założono występowania przychodów finansowych

#### 4.5 Koszty działalności operacyjnej

Wartość poszczególnych rodzajów kosztów działalności operacyjnej oszacowano w oparciu o następujące założenia:

1. Pozycje kosztowe przedstawiono w układzie porównawczym.
2. Koszty amortyzacji zostały oszacowane w oparciu o dotychczas posiadany przez Spółkę majątek trwały, prognozowane przez Spółkę nakłady na nabycie majątku trwałego w Okresie Prognozy oraz stawki amortyzacji przyjęte na podstawie przewidywanego okresu ekonomicznej użyteczności środków trwałych.

3. Koszty zużycia materiałów i energii, usług obcych, pozostałe koszty rodzajowe oraz wartość sprzedanych towarów i materiałów oszacowano na podstawie prognoz Spółki na lata 2017-2019 (budżet na 2017 rok oraz prognoza dla pierwotnej wyceny na lata 2018-2019) oraz założeń dotyczących dalszej działalności w latach 2020-2021 przedstawionych przez Spółkę.

4. Koszty podatków i opłat przyjęto na stałym poziomie w Okresie Prognozy zgodnie z prognozą Spółki.

5. Wartość kosztów wynagrodzeń oszacowano na podstawie określonej przez Spółkę wielkości prognozowanego zatrudnienia oraz wzrostu przeciętnego wynagrodzenia o 2% r/r.

6. Koszty ubezpieczeń społecznych oszacowano na podstawie relacji tych kosztów do kosztów wynagrodzeń występującej w 2016 roku. W kolejnej tabeli zaprezentowano historyczne koszty działalności operacyjnej Spółki w latach 2014-2016 oraz prognozowane w Okresie Prognozy.

Tabela 6: Koszty działalności operacyjnej

| Wyszczególnienie                              | 2014             | 2015             | 2016             | 2017             | 2018             | 2019             | 2020             | 2021             |
|-----------------------------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| <b>Koszty działalności operacyjnej ogółem</b> | <b>2 409 187</b> | <b>2 914 144</b> | <b>3 306 111</b> | <b>3 006 150</b> | <b>3 284 192</b> | <b>3 599 545</b> | <b>3 787 806</b> | <b>3 937 527</b> |
| Amortyzacja                                   | 182 142          | 295 795          | 283 494          | 288 794          | 290 434          | 295 327          | 300 327          | 226 054          |
| Zużycie materiałów i energii                  | 603 966          | 990 029          | 1 268 563        | 1 140 119        | 1 361 900        | 1 536 900        | 1 736 697        | 1 965 941        |
| Usługi obce                                   | 183 995          | 237 841          | 312 206          | 173 631          | 219 200          | 227 100          | 235 730          | 245 159          |
| Podatki i opłaty                              | 18 415           | 20 703           | 23 170           | 21 400           | 20 700           | 20 700           | 20 700           | 20 700           |
| Wynagrodzenia                                 | 517 707          | 600 753          | 939 428          | 939 428          | 866 958          | 1 023 923        | 1 044 402        | 1 065 290        |
| Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia    | 102 290          | 125 226          | 197 957          | 197 985          | 182 712          | 215 793          | 220 109          | 224 511          |
| Pozostałe koszty rodzajowe                    | 11 244           | 10 508           | 11 625           | 9 792            | 30 000           | 30 000           | 30 000           | 30 000           |
| Wartość sprzedanych towarów i materiałów      | 789 429          | 633 289          | 269 667          | 235 000          | 312 287          | 249 802          | 199 841          | 159 873          |

Źródło: Opracowanie SAWYER na podstawie danych Spółki

W kolejnej tabeli zaprezentowano strukturę kosztów działalności operacyjnej w latach 2014-2016 i w Okresie Prognozy.

Tabela 7: Struktura kosztów działalności operacyjnej

| Wyszczególnienie                              | 2014           | 2015           | 2016           | 2017           | 2018           | 2019           | 2020           | 2021           |
|-----------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Koszty działalności operacyjnej ogółem</b> | <b>100,00%</b> | <b>100,00%</b> | <b>100,00%</b> | <b>100,00%</b> | <b>100,00%</b> | <b>100,00%</b> | <b>100,00%</b> | <b>100,00%</b> |
| Amortyzacja                                   | 7,56%          | 10,15%         | 8,57%          | 9,61%          | 8,84%          | 8,20%          | 7,93%          | 5,74%          |
| Zużycie materiałów i energii                  | 25,07%         | 33,97%         | 38,37%         | 37,93%         | 41,47%         | 42,70%         | 45,85%         | 49,93%         |
| Usługi obce                                   | 7,64%          | 8,16%          | 9,44%          | 5,78%          | 6,67%          | 6,31%          | 6,22%          | 6,23%          |
| Podatki i opłaty                              | 0,76%          | 0,71%          | 0,70%          | 0,71%          | 0,63%          | 0,58%          | 0,55%          | 0,53%          |
| Wynagrodzenia                                 | 21,49%         | 20,62%         | 28,41%         | 31,25%         | 26,40%         | 28,45%         | 27,57%         | 27,05%         |
| Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia    | 4,25%          | 4,30%          | 5,99%          | 6,59%          | 5,56%          | 6,00%          | 5,81%          | 5,70%          |
| Pozostałe koszty rodzajowe                    | 0,47%          | 0,36%          | 0,35%          | 0,33%          | 0,91%          | 0,83%          | 0,79%          | 0,76%          |
| Wartość sprzedanych towarów i materiałów      | 32,77%         | 21,73%         | 8,16%          | 7,82%          | 9,51%          | 6,94%          | 5,28%          | 4,06%          |

Źródło: Opracowanie SAWYER na podstawie danych Spółki

#### 4.6 Pozostałe koszty operacyjne

W Okresie Prognozy nie założono występowania pozostałych kosztów operacyjnych.

#### 4.7 Koszty finansowe

W Okresie Prognozy nie założono występowania kosztów finansowych. Kredyty i pożyczki. W Spółce według stanu na Dzień Wyceny nie zidentyfikowano zobowiązań odsetkowych.

#### 4.8 Aktywa trwałe

Poziom nakładów na zakup aktywów trwałych przyjęto na podstawie informacji uzyskanych od Zamawiającego. Uśredniony roczny poziom inwestycji odtworzeniowych został oszacowany przez Zamawiającego na poziomie 50 000 PLN.

W przypadku środków trwałych w budowie, Doradca założył ich przyjęcie do użytkowania w do końca 2017 roku.

W kolejnej tabeli zaprezentowano tabelę amortyzacji środków trwałych oraz wartości niematerialnych i prawnych w Okresie Prognozy.

Tabela 8: Wartości niematerialne i prawne oraz środki trwałe

| Wyszczególnienie                       | 2016             | 2017             | 2018             | 2019             | 2020             | 2021             |
|----------------------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| <b>Wartości niematerialne i prawne</b> | <b>791 050</b>   | <b>691 833</b>   | <b>592 615</b>   | <b>493 397</b>   | <b>394 180</b>   | <b>294 962</b>   |
| Wartość brutto                         | 1 055 470        | 1 055 470        | 1 055 470        | 1 055 470        | 1 055 470        | 1 055 470        |
| Umorzenie                              | 264 419          | 363 637          | 462 855          | 562 073          | 661 290          | 760 508          |
| Odписy aktualizujące                   | 0                | 0                | 0                | 0                | 0                | 0                |
| Wartość netto                          | 791 050          | 691 833          | 592 615          | 493 397          | 394 180          | 294 962          |
| Amortyzacja w okresie                  | 99 218           | 99 218           | 99 218           | 99 218           | 99 218           | 99 218           |
| <b>Środki trwałe</b>                   | <b>2 382 152</b> | <b>2 254 600</b> | <b>2 113 384</b> | <b>1 967 274</b> | <b>1 816 164</b> | <b>1 739 328</b> |
| Wartość brutto                         | 3 098 610        | 3 160 833        | 3 210 833        | 3 260 833        | 3 310 833        | 3 360 833        |
| Umorzenie                              | 716 657          | 906 234          | 1 097 450        | 1 293 559        | 1 494 669        | 1 621 595        |
| Odписy aktualizujące                   | 0                | 0                | 0                | 0                | 0                | 0                |
| Wartość netto                          | 2 382 152        | 2 254 600        | 2 113 384        | 1 967 274        | 1 816 164        | 1 739 328        |
| Amortyzacja w okresie                  | 184 276          | 189 576          | 191 216          | 196 110          | 201 110          | 125 836          |

Źródło: Opracowanie SAWYER na podstawie danych Spółki

#### 4.9 Kapitał obrotowy netto

Do projekcji zmian w kapitale obrotowym Spółki przyjęto wartości z bilansu przygotowanego na Dzień Wyceny oraz planowane wskaźniki rotacji zapasów, należności i zobowiązań handlowych.

Wartość planowanych wskaźników rotacji zapasów, należności i zobowiązań handlowych przyjęto w ich wartości z 2016 roku. Wartości wskaźników rotacji majątku obrotowego przyjęte do prognozy przedstawia kolejna tabela.

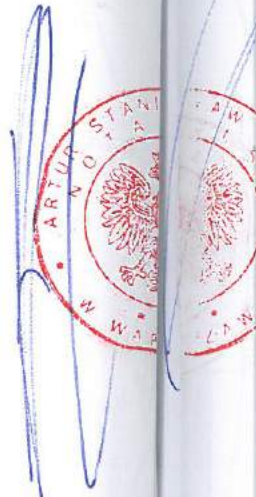


Tabela 9: Wskaźniki rotacji majątku obrotowego (w dniach)

Tabela 9: Wskaźniki rotacji majątku obrotowego (w dniach)

| Wyszczególnienie                            | Wartość wskaźnika |
|---------------------------------------------|-------------------|
| <b>Zapasy</b>                               |                   |
| Materiały                                   | 245,12            |
| Półprodukty i produkty w toku               | 19,38             |
| Produkty gotowe                             | 15,09             |
| Towary                                      | 135,23            |
| Zaliczki na dostawy                         | 0,00              |
| <b>Należności z tytułu dostaw i usług</b>   |                   |
| od jednostek powiązanych                    | 22,61             |
| od pozostałych jednostek                    | 1,33              |
| <b>Zobowiązania z tytułu dostaw i usług</b> |                   |
| od jednostek powiązanych                    | 280,19            |
| od pozostałych jednostek                    | 17,41             |

Źródło: Opracowanie SAWYER na podstawie danych Spółki

Szacowane w Okresie Prognozy zapotrzebowanie na kapitał obrotowy netto Spółki w oparciu o przedstawione wskaźniki rotacji majątku obrotowego przedstawia poniższa tabela.

Tabela 10: Zapotrzebowanie na kapitał obrotowy netto

| Wyszczególnienie                            | 2014             | 2015             | 2016             | 2017             | 2018             | 2019             | 2020             | 2021             |
|---------------------------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| <b>Zapasy</b>                               | <b>745 861</b>   | <b>758 014</b>   | <b>1 260 557</b> | <b>1 136 585</b> | <b>1 340 411</b> | <b>1 464 562</b> | <b>1 598 004</b> | <b>1 751 283</b> |
| Materiały                                   | 597 471          | 593 835          | 849 574          | 765 645          | 914 582          | 1 032 103        | 1 166 276        | 1 320 224        |
| Półprodukty i produkty w toku               | 83 655           | 66 488           | 175 085          | 159 636          | 174 401          | 191 147          | 201 144          | 209 095          |
| Produkty gotowe                             | 58 806           | 43 810           | 136 265          | 124 242          | 135 733          | 148 766          | 156 547          | 162 735          |
| Towary                                      | 5 929            | 53 882           | 99 633           | 87 063           | 115 696          | 92 546           | 74 037           | 59 230           |
| Zaliczki na dostawy                         | 0                | 0                | 0                | 0                | 0                | 0                | 0                | 0                |
| <b>Należności z tytułu dostaw i usług</b>   | <b>315 516</b>   | <b>82 782</b>    | <b>174 695</b>   | <b>191 237</b>   | <b>205 101</b>   | <b>234 596</b>   | <b>261 718</b>   | <b>294 523</b>   |
| od jednostek powiązanych                    | 26 514           | 64 078           | 164 960          | 180 580          | 193 671          | 221 522          | 247 134          | 278 110          |
| od pozostałych jednostek                    | 289 002          | 18 704           | 9 735            | 10 657           | 11 430           | 13 073           | 14 585           | 16 413           |
| <b>Zobowiązania z tytułu dostaw i usług</b> | <b>1 782 640</b> | <b>1 830 480</b> | <b>1 532 951</b> | <b>1 288 229</b> | <b>1 585 140</b> | <b>1 683 322</b> | <b>1 812 530</b> | <b>1 974 547</b> |
| od jednostek powiązanych                    | 1 766 407        | 1 812 478        | 1 443 248        | 1 212 846        | 1 492 384        | 1 584 820        | 1 706 467        | 1 859 003        |
| od pozostałych jednostek                    | 16 233           | 18 002           | 89 703           | 75 383           | 92 757           | 98 502           | 106 063          | 115 544          |
| <b>Kapitał obrotowy netto</b>               | <b>-721 263</b>  | <b>-989 685</b>  | <b>-97 699</b>   | <b>39 593</b>    | <b>-39 629</b>   | <b>15 836</b>    | <b>47 192</b>    | <b>71 259</b>    |
| <b>Zmiana kapitału obrotowego netto</b>     | <b>-109 794</b>  | <b>-268 422</b>  | <b>891 985</b>   | <b>137 292</b>   | <b>-79 222</b>   | <b>55 464</b>    | <b>31 357</b>    | <b>24 067</b>    |

Źródło: Opracowanie własne SAWYER na podstawie danych Spółki

#### 4.10 Pozostałe pozycje bilansowe

W przypadku innych niż handlowe rozrachunków Doradca założył ich utrzymywanie się na stałym poziomie z Dnia Wyceny w Okresie Prognozy.

Rozliczenia międzyokresowe czynne przyjęto w stałej wartości w Okresie Prognozy na ich poziomie z Dnia Wyceny.

W przypadku rozliczeń międzyokresowych biernych dokonano ich prognozy przy założeniu dalszego rozliczania dotacji w wysokości odpisów planowanych w budżecie na 2017 rok.

Pozostałe pozycje bilansowe w Okresie Prognozy przyjęto na stałym poziomie z Dnia Wyceny.



## 4.11 Bilans Spółki

Tabela 11: Bilans Spółki - aktywa

| Wyszczególnienie                                         | 2014             | 2015             | 2016             | 2017             | 2018             | 2019             | 2020             | 2021             |
|----------------------------------------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| <b>A. AKTYWA TRWAŁE</b>                                  | <b>2 961 028</b> | <b>3 495 893</b> | <b>3 492 379</b> | <b>3 253 585</b> | <b>3 013 151</b> | <b>2 767 823</b> | <b>2 517 496</b> | <b>2 341 442</b> |
| I. Wartości niematerialne i prawne                       | 72 892           | 837 326          | 791 050          | 691 833          | 592 615          | 493 397          | 394 180          | 294 962          |
| II. Rzeczowe aktywa trwałe                               | 2 888 136        | 2 493 998        | 2 394 176        | 2 254 600        | 2 113 384        | 1 967 274        | 1 816 164        | 1 739 328        |
| 1. Środki trwałe                                         | 2 446 271        | 2 401 152        | 2 382 152        | 2 254 600        | 2 113 384        | 1 967 274        | 1 816 164        | 1 739 328        |
| a) grunty (w tym prawo użytkowania wieczystego gruntu)   | 357 088          | 357 088          | 357 088          | 357 088          | 357 088          | 357 088          | 357 088          | 357 088          |
| b) budynki, lokale i obiekty inżynierii lądowej i wodnej | 1 450 608        | 1 412 434        | 1 382 905        | 1 356 326        | 1 317 724        | 1 279 122        | 1 240 520        | 1 201 918        |
| c) urządzenia techniczne i maszyny                       | 609 232          | 522 643          | 449 118          | 385 687          | 320 617          | 250 654          | 175 690          | 175 000          |
| d) środki transportu                                     | 0                | 0                | 0                | 0                | 0                | 0                | 0                | 0                |
| e) inne środki trwałe                                    | 29 343           | 188 986          | 193 042          | 155 498          | 117 954          | 80 410           | 42 866           | 5 322            |
| 2. Środki trwałe w budowie                               | 441 865          | 12 846           | 12 024           | 0                | 0                | 0                | 0                | 0                |
| 3. Zaliczki na środki trwałe w budowie                   | 0                | 0                | 0                | 0                | 0                | 0                | 0                | 0                |
| III. Należności długoterminowe                           | 0                | 0                | 0                | 0                | 0                | 0                | 0                | 0                |
| IV. Inwestycje długoterminowe                            | 0                | 0                | 0                | 0                | 0                | 0                | 0                | 0                |
| V. Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe             | 0                | 164 569          | 307 152          | 307 152          | 307 152          | 307 152          | 307 152          | 307 152          |
| <b>B. AKTYWA OBROTOWE</b>                                | <b>1 760 282</b> | <b>887 042</b>   | <b>1 511 805</b> | <b>1 415 448</b> | <b>1 895 752</b> | <b>2 304 614</b> | <b>2 919 067</b> | <b>3 762 240</b> |
| I. Zapasy                                                | 745 861          | 758 014          | 1 260 557        | 1 136 585        | 1 340 411        | 1 464 562        | 1 598 004        | 1 751 283        |
| II. Należności krótkoterminowe                           | 322 296          | 110 997          | 208 222          | 224 764          | 238 628          | 268 123          | 295 245          | 328 050          |
| III. Inwestycje krótkoterminowe                          | 30 602           | 11 343           | 37 813           | 48 886           | 311 500          | 566 716          | 1 020 604        | 1 677 694        |
| IV. Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe           | 661 524          | 6 689            | 5 213            | 5 213            | 5 213            | 5 213            | 5 213            | 5 213            |
| <b>AKTYWA RAZEM</b>                                      | <b>4 721 310</b> | <b>4 382 934</b> | <b>5 004 184</b> | <b>4 669 032</b> | <b>4 908 903</b> | <b>5 072 437</b> | <b>5 436 563</b> | <b>6 103 682</b> |

Źródło: Opracowanie własne SAWYER na podstawie danych Spółki

Tabela 12: Bilans Spółki - pasywa

| Wyszczególnienie                                 | 2014             | 2015             | 2016             | 2017             | 2018             | 2019             | 2020             | 2021             |
|--------------------------------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| <b>A. KAPITAŁ (FUNDUSZ) WŁASNY</b>               | <b>-63 905</b>   | <b>-416 287</b>  | <b>2 419 033</b> | <b>2 402 398</b> | <b>2 419 151</b> | <b>2 558 298</b> | <b>2 867 009</b> | <b>3 445 906</b> |
| I. Kapitał (fundusz) podstawowy                  | 161 000          | 161 000          | 261 000          | 261 000          | 261 000          | 261 000          | 261 000          | 261 000          |
| II. Należne wpłaty na kapitał podstawowy         | 0                | 0                | 0                | 0                | 0                | 0                | 0                | 0                |
| III. Udziały (akcje) własne                      | 0                | 0                | 0                | 0                | 0                | 0                | 0                | 0                |
| IV. Kapitał (fundusz) zapasowy                   | 2 068 351        | 2 068 351        | 4 933 385        | 4 933 385        | 4 933 385        | 4 933 385        | 4 933 385        | 4 933 385        |
| V. Kapitał (fundusz) z aktualizacji wyceny       | 0                | 0                | 0                | 0                | 0                | 0                | 0                | 0                |
| VI. Pozostałe kapitały (fundusze) rezerwowe      | 0                | 0                | 0                | 0                | 0                | 0                | 0                | 0                |
| VII. Zysk (strata) z lat ubiegłych               | -2 157 472       | -2 293 255       | -2 645 638       | -2 775 351       | -2 791 986       | -2 775 234       | -2 636 086       | -2 327 375       |
| VIII. Zysk (strata) netto                        | -135 783         | -352 382         | -129 714         | -16 635          | 16 752           | 139 147          | 308 711          | 578 896          |
| IX. Odpisy z zysku netto w ciągu roku obrotowego | 0                | 0                | 0                | 0                | 0                | 0                | 0                | 0                |
| <b>B. ZOBOWIĄZANIA I REZERWY NA ZOBOWIĄZANIA</b> | <b>4 785 214</b> | <b>4 799 222</b> | <b>2 585 151</b> | <b>2 266 634</b> | <b>2 489 752</b> | <b>2 514 139</b> | <b>2 569 553</b> | <b>2 657 776</b> |
| I. Rezerwy na zobowiązania                       | 0                | 0                | 0                | 0                | 0                | 0                | 0                | 0                |
| II. Zobowiązania długoterminowe                  | 1 830 151        | 0                | 0                | 0                | 0                | 0                | 0                | 0                |
| III. Zobowiązania krótkoterminowe                | 2 013 875        | 3 937 838        | 1 801 602        | 1 556 880        | 1 853 791        | 1 951 973        | 2 081 181        | 2 243 198        |
| IV. Rozliczenia międzyokresowe                   | 941 188          | 861 383          | 783 549          | 709 755          | 635 961          | 562 167          | 488 373          | 414 579          |
| <b>PASYWA RAZEM</b>                              | <b>4 721 310</b> | <b>4 382 934</b> | <b>5 004 184</b> | <b>4 669 032</b> | <b>4 908 903</b> | <b>5 072 437</b> | <b>5 436 563</b> | <b>6 103 682</b> |

Źródło: Opracowanie własne SAWYER na podstawie danych Spółki

## 4.12 Rachunek zysków i strat

Wartość podatku dochodowego w Okresie Prognozy została szczegółowo skalkulowana przez Doradcę, który przyjął wynik brutto jako podstawę opodatkowania, kalkulując wartość podatku z zastosowaniem stawki

opodatkowania dochodów podatkiem CIT w wysokości 19%, przy uwzględnieniu rozliczenia strat podatkowych z lata ubiegłych zgodnie z przepisami Ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych.



Tabela 13: Rachunek zysków i strat

| Wyszczególnienie |                                                           | 2014      | 2015      | 2016      | 2017      | 2018      | 2019      | 2020      | 2021      |
|------------------|-----------------------------------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| A.               | Przychody ze sprzedaży i zrównane z nimi, w tym:          | 2 318 847 | 2 572 762 | 3 115 943 | 2 915 721 | 3 227 150 | 3 680 373 | 4 081 902 | 4 578 420 |
| B.               | Koszty działalności operacyjnej                           | 2 409 187 | 2 914 144 | 3 306 111 | 3 006 150 | 3 284 192 | 3 599 545 | 3 787 806 | 3 937 527 |
| I.               | Amortyzacja                                               | 182 142   | 295 795   | 283 494   | 288 794   | 290 434   | 295 327   | 300 327   | 226 054   |
| II.              | Zużycie materiałów i energii                              | 603 966   | 990 029   | 1 268 563 | 1 140 119 | 1 361 900 | 1 536 900 | 1 736 697 | 1 965 941 |
| III.             | Usługi obce                                               | 183 995   | 237 841   | 312 206   | 173 631   | 219 200   | 227 100   | 235 730   | 245 159   |
| IV.              | Podatki i opłaty                                          | 18 415    | 20 703    | 23 170    | 21 400    | 20 700    | 20 700    | 20 700    | 20 700    |
| V.               | Wynagrodzenia                                             | 517 707   | 600 753   | 939 428   | 939 428   | 866 958   | 1 023 923 | 1 044 402 | 1 065 290 |
| VI.              | Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia                | 102 290   | 125 226   | 197 957   | 197 985   | 182 712   | 215 793   | 220 109   | 224 511   |
| VII.             | Pozostałe koszty rodzajowe                                | 11 244    | 10 508    | 11 625    | 9 792     | 30 000    | 30 000    | 30 000    | 30 000    |
| VIII.            | Wartość sprzedanych towarów i materiałów                  | 789 429   | 633 289   | 269 667   | 235 000   | 312 287   | 249 802   | 199 841   | 159 873   |
| C.               | Zysk / strata ze sprzedaży (A-B)                          | -90 340   | -341 382  | -190 168  | -90 429   | -57 042   | 80 829    | 294 096   | 640 893   |
| D.               | Pozostałe przychody operacyjne                            | 71 153    | 111 061   | 117 289   | 73 794    | 73 794    | 73 794    | 73 794    | 73 794    |
| E.               | Pozostałe koszty operacyjne                               | 416       | 38 570    | 41 599    | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| F.               | Zysk / Strata na działalności operacyjnej (C+D-E)         | -19 604   | -268 891  | -114 477  | -16 635   | -16 752   | 154 623   | 367 890   | 714 687   |
| G.               | Przychody finansowe                                       | 3         | 119       | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| H.               | Koszty finansowe                                          | 116 182   | 83 611    | 15 237    | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| I.               | Zysk / Strata brutto na działalności gospodarczej (F+G-H) | -135 783  | -352 382  | -129 714  | -16 635   | -16 752   | 154 623   | 367 890   | 714 687   |
| J.               | Wynik zdarzeń nadzwyczajnych                              | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| K.               | Zysk / Strata brutto (I+J)                                | -135 783  | -352 382  | -129 714  | -16 635   | -16 752   | 154 623   | 367 890   | 714 687   |
| L.               | Podatek dochodowy                                         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 15 475    | 59 179    | 135 790   |
| M.               | Pozostałe obowiązkowe zmniejszenia zysku                  | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| N.               | Zysk / Strata netto (K-L-M)                               | -135 783  | -352 382  | -129 714  | -16 635   | -16 752   | 139 147   | 308 711   | 578 896   |

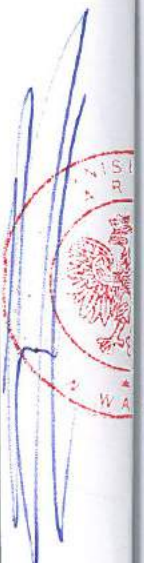
Źródło: Opracowanie własne SAWYER na podstawie danych Spółki

#### 4.1.3 Rachunek przepływów pieniężnych

Tabela 14: Rachunek przepływów pieniężnych

|                                                                                                              | 2017           | 2018           | 2019           | 2020             | 2021             |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|------------------|------------------|
| <b>Przebieganie</b>                                                                                          |                |                |                |                  |                  |
| <b>Przebieganie</b>                                                                                          |                |                |                |                  |                  |
| Przebieganie z działalności operacyjnej                                                                      |                |                |                |                  |                  |
| Przychody ze sprzedaży ogółem (+)                                                                            | 2 915 721      | 3 227 150      | 3 680 373      | 4 081 902        | 4 578 420        |
| Koszty działalności operacyjnej (-)                                                                          | -3 006 150     | -3 284 192     | -3 599 545     | -3 787 806       | -3 937 527       |
| Pozostałe przychody operacyjne (+)                                                                           | 73 794         | 73 794         | 73 794         | 73 794           | 73 794           |
| Pozostałe koszty operacyjne (-)                                                                              | 0              | 0              | 0              | 0                | 0                |
| Koszty finansowe (bez odsetek) (-)                                                                           | 0              | 0              | 0              | 0                | 0                |
| Podatek dochodowy (-)                                                                                        | 0              | 0              | -15 475        | -59 179          | -135 790         |
| Amortyzacja (+)                                                                                              | 288 794        | 290 434        | 295 327        | 300 327          | 226 054          |
| Zmiana zapotrzebowania na KON (-)                                                                            | -137 292       | 79 222         | -55 464        | -31 357          | -24 067          |
| Zmiana stanu rezerw (-)                                                                                      | 0              | 0              | 0              | 0                | 0                |
| Inne korekty (+)                                                                                             | -73 794        | -73 794        | -73 794        | -73 794          | -73 794          |
| <b>Przebieganie z działalności operacyjnej razem</b>                                                         | <b>61 073</b>  | <b>312 614</b> | <b>305 217</b> | <b>503 888</b>   | <b>707 089</b>   |
| <b>Przebieganie z działalności inwestycyjnej</b>                                                             |                |                |                |                  |                  |
| Nabywanie aktywów trwałych lub wartości niematerialnych (-)                                                  | -62 024        | -50 000        | -50 000        | -50 000          | -50 000          |
| Wyłączenie niepieniężnych nakładów inwestycyjnych                                                            | 12 024         | 0              | 0              | 0                | 0                |
| Rozliczenie zbycia rzeczowych aktywów trwałych (+)                                                           | 0              | 0              | 0              | 0                | 0                |
| Rozliczenie zbycia wartości niematerialnych i prawnych (+)                                                   | 0              | 0              | 0              | 0                | 0                |
| Przychody finansowe (+)                                                                                      | 0              | 0              | 0              | 0                | 0                |
| Inne wpływy/wydatki inwestycyjne                                                                             | 0              | 0              | 0              | 0                | 0                |
| <b>Przebieganie z działalności inwestycyjnej razem</b>                                                       | <b>-50 000</b> | <b>-50 000</b> | <b>-50 000</b> | <b>-50 000</b>   | <b>-50 000</b>   |
| <b>Przebieganie z działalności finansowej</b>                                                                |                |                |                |                  |                  |
| Dotacje                                                                                                      | 0              | 0              | 0              | 0                | 0                |
| Wpływy netto z wydania udziałów (emisji akcji) i innych instrumentów finansowych oraz dopłat do kapitału (+) | 0              | 0              | 0              | 0                | 0                |
| Emisja dłużnych papierów wartościowych netto (+)                                                             | 0              | 0              | 0              | 0                | 0                |
| Wykup dłużnych papierów wartościowych (-)                                                                    | 0              | 0              | 0              | 0                | 0                |
| Splata / zaciągnięcie kredytów bankowych                                                                     | 0              | 0              | 0              | 0                | 0                |
| Splata / zaciągnięcie leasingu                                                                               | 0              | 0              | 0              | 0                | 0                |
| Odsetki (-)                                                                                                  | 0              | 0              | 0              | 0                | 0                |
| Wypłata dywidendy lub inne wydatki z tytułu podziału zysku (-)                                               | 0              | 0              | 0              | 0                | 0                |
| <b>Przebieganie z działalności finansowej razem</b>                                                          | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>         | <b>0</b>         |
| <b>Przebieganie netto</b>                                                                                    | <b>11 073</b>  | <b>262 614</b> | <b>255 217</b> | <b>453 888</b>   | <b>657 089</b>   |
| Środki pieniężne na początek okresu                                                                          | 37 813         | 48 886         | 311 500        | 566 716          | 1 020 604        |
| <b>Środki pieniężne na koniec okresu</b>                                                                     | <b>48 886</b>  | <b>311 500</b> | <b>566 716</b> | <b>1 020 604</b> | <b>1 677 694</b> |

Źródło: Opracowanie własne SAWYER



#### 4.14 Koszt kapitału

Przyjęte w ramach projekcji wskaźniki / stopy i ich poziom:

1. Stawka podatkowa **19%**
2. Stopa wolna od ryzyka (średnia rentowność 10-letnich obligacji skarbowych seria DS0726 – przetarg z dnia 06.04.2017): **3,44%**
3. Premia za inwestycyjne ryzyko rynkowe w Polsce wg Aswath Damodaran<sup>7</sup> **6,90%**
4. Beta delewarowana obliczona dla spółek branży „Healthcare products” dla rynków „Europe” wg klasyfikacji Aswath Damodaran, na poziomie<sup>8</sup> **0,86**
5. Dodatkowa premia z tytułu ryzyka specyficznego Spółki: **1%**

5.1. Ryzyko realizacji prognozy rentowności – 1%,

Na potrzeby kalkulacji bety lewarowanej przyjęto strukturę kapitału Spółki według wartości księgowych kapitałów z Dnia Wyceny.

<sup>7</sup> <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>  
<sup>8</sup> <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Szczegółowe obliczenia dotyczące kosztu kapitału, zgodnie ze stosowaną metodologią, przedstawia kolejna tabela.

Tabela 15: Koszt kapitału

| WACC                                                        | 2017 | 2018          | 2019          | 2020          | 2021          |
|-------------------------------------------------------------|------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Koszt kapitału własnego</b>                              |      |               |               |               |               |
| Stopa zwrotu z dłużnych instrumentów finansowych            | Rf   | 3,44%         | 3,44%         | 3,44%         | 3,44%         |
| Premia za inwestycyjne ryzyko kraju                         | Rm   | 6,90%         | 6,90%         | 6,90%         | 6,90%         |
| Stawka podatku dochodowego                                  | T    | 19,00%        | 19,00%        | 19,00%        | 19,00%        |
| Współczynnik beta nielewarowany                             | Bu   | 0,86          | 0,86          | 0,86          | 0,86          |
| Współczynnik beta lewarowany                                | B    | 0,86          | 0,86          | 0,86          | 0,86          |
| Koszt kapitału własnego                                     | Kw   | 9,35%         | 9,35%         | 9,35%         | 9,35%         |
| Premia za ryzyko specyficzne (dodatkowa)                    |      | 1,00%         | 1,00%         | 1,00%         | 1,00%         |
| <b>Koszt kapitału własnego po uwzględnieniu dod. premii</b> |      | <b>10,35%</b> | <b>10,35%</b> | <b>10,35%</b> | <b>10,35%</b> |
| <b>Struktura zaangażowanego kapitału (planowana)</b>        |      |               |               |               |               |
| Udział kapitału własnego                                    |      | 100%          | 100%          | 100%          | 100%          |
| Udział długu                                                |      | 0%            | 0%            | 0%            | 0%            |
| D/E (dług/kapitał własny w wartościach rynkowych)           |      | 0%            | 0%            | 0%            | 0%            |
| <b>WACC</b>                                                 |      | <b>10,35%</b> | <b>10,35%</b> | <b>10,35%</b> | <b>10,35%</b> |

Źródło: Opracowanie własne SAWYER

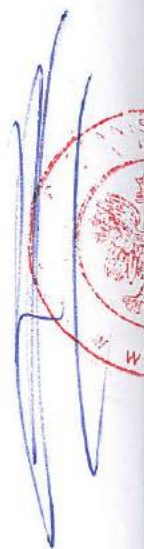
## 4.15 Wyniki wyceny wartości dochodowej Spółki

Wyniki wyceny Spółki metodą DCF według stanu na 31 grudnia 2016 r. zgodnie z opisanymi założeniami przedstawia poniższa tabela.

Tabela 16: Wycena Spółki metodą DCF

| Wyszczególnienie                                                  | 2017             | 2018           | 2019           | 2020           | 2021           | RV             |
|-------------------------------------------------------------------|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Przychody netto ze sprzedaży (+)                                  | 2 915 721        | 3 227 150      | 3 680 373      | 4 081 902      | 4 578 420      | 4 151 600      |
| Pozostałe przychody operacyjne (+)                                | 73 794           | 73 794         | 73 794         | 73 794         | 73 794         | 73 794         |
| Koszty działalności operacyjnej (-)                               | -3 006 150       | -3 284 192     | -3 599 545     | -3 787 806     | -3 937 527     | -3 424 600     |
| Pozostałe koszty operacyjne (-)                                   | 0                | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| <b>EBIT (Wynik na działalności operacyjnej)</b>                   | <b>-16 635</b>   | <b>16 752</b>  | <b>154 623</b> | <b>367 890</b> | <b>714 687</b> | <b>800 794</b> |
| Stopa podatku dochodowego                                         | 0,0%             | 0,0%           | 0,0%           | 10,0%          | 16,1%          | 19,0%          |
| Podatek dochodowy (-)                                             | 0                | 0              | 0              | 36 820         | 114 965        | 152 151        |
| <b>NOPAT (Wynik operacyjny po opodatkowaniu)</b>                  | <b>-16 635</b>   | <b>16 752</b>  | <b>154 623</b> | <b>331 071</b> | <b>599 722</b> | <b>648 643</b> |
| Amortyzacja (+)                                                   | 288 794          | 290 434        | 295 327        | 300 327        | 226 054        | 240 000        |
| Zakup aktywów trwałych (-)                                        | -62 024          | -50 000        | -50 000        | -50 000        | -50 000        | -240 000       |
| Zmiana zapotrzebowania na kapitał obrotowy netto (-)              | -137 292         | 79 222         | -55 464        | -31 357        | -24 067        | -24 067        |
| Inne korekty (rezervy) (+)                                        | -73 794          | -73 794        | -73 794        | -73 794        | -73 794        | 0              |
| <b>FCFF (Wolne przepływy pieniężne)</b>                           | <b>-951</b>      | <b>262 614</b> | <b>270 692</b> | <b>476 247</b> | <b>677 915</b> | <b>624 576</b> |
| Pierwszy okres dyskonta (1=rok; 0,5=pół roku)                     | 1,00             |                |                |                |                |                |
| Stona dyskontowa w okresie (WACC)                                 | 10,35%           | 10,35%         | 10,35%         | 10,35%         | 10,35%         | 10,35%         |
| Współczynnik dyskonta                                             | 0,9062           | 0,8212         | 0,7441         | 0,6743         | 0,6111         | 0,5537         |
| <b>Bieżąca wartość wolnych przepływów pieniężnych w okresie</b>   | <b>-861</b>      | <b>215 652</b> | <b>201 432</b> | <b>321 147</b> | <b>414 251</b> | <b>345 853</b> |
| <b>Skumulowana wartość bieżąca wolnych przepływów pieniężnych</b> | <b>1 151 620</b> |                |                |                |                |                |
| Stona wzrostu po okresie prognozy (q)                             | 1,00%            |                |                |                |                |                |
| Przepływy pieniężne w okresie rezidualnym                         | 624 576          |                |                |                |                |                |
| <b>Wartość rezidualna</b>                                         | <b>3 734 943</b> |                |                |                |                |                |
| <b>EV (WARTOŚĆ PRZEDSIĘBIORSTWA)</b>                              | <b>4 886 563</b> |                |                |                |                |                |
| Zadłużenie (-)                                                    | 0                |                |                |                |                |                |
| Nadwyżka wolnych środków pieniężnych (+)                          | 0                |                |                |                |                |                |
| Wartość rynkowa aktywów finansowych przeznaczonych do zbycia (+)  | 0                |                |                |                |                |                |
| <b>EQUITY (Wartość rynkowa kapitałów własnych)</b>                | <b>4 886 563</b> |                |                |                |                |                |
| Dyskonto z tytułu braku płynności (10%)                           | 0                |                |                |                |                |                |
| <b>EQUITY (Wartość rynkowa kapitałów własnych)</b>                | <b>4 886 563</b> |                |                |                |                |                |

Źródło: Opracowanie własne SAWYER



Wartość przedsiębiorstwa (Enterprise Value) Spółki na dzień 31 grudnia 2016 r. wynosi 4 886 563 PLN. Na wartości przedsiębiorstwa składa się w szczególności wartość rezydualna, która stanowi 76,4% wartości przedsiębiorstwa, co odpowiada kwocie 3 734 943 PLN. Wartość bieżąca wolnych przepływów pieniężnych z okresu szczegółowej prognozy wynosi natomiast 1 151 620 PLN, co stanowi 23,6% wartości przedsiębiorstwa (Enterprise Value).

Według stanu na Dzień Wyceny nie zidentyfikowano w Spółce zobowiązań odsetkowych.

MTB Poland Sp. z o.o. nie jest spółką publiczną, jednak nie dokonano korekty wyniku wyceny dochodowej o dyskonto z tytułu braku płynności udziałów Spółki. Celem wyceny jest bowiem ustalenie wartości udziałów Spółki w związku z ustanowieniem na udziałach Spółki zabezpieczenia emisji obligacji. Ze względu na charakter tego typu transakcji, zdaniem Doradcy, nie jest zasadnym uwzględnianie dyskonta z tytułu braku płynności.

Wartość dochodową jednego udziału oraz 100% kapitału własnego Spółki przedstawiono w poniższej tabeli.

Tabela 17: Wartość dochodowa 1 akcji oraz 100% kapitału własnego Spółki

| Wyszczególnienie                | Wartość   |
|---------------------------------|-----------|
| 1 udział                        | 1 872,24  |
| Liczba udziałów                 | 2 610     |
| Wartość 100% kapitałów własnych | 4 886 546 |

Źródło: Opracowanie własne SAWYER

Oszacowana wartość 100% kapitałów własnych Spółki z wykorzystaniem metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych wynosi 4 886 546 PLN (słownie złotych: cztery miliony osiemset osiemdziesiąt sześć tysięcy pięćset czterdzieści sześć).

Przeprowadzono również analizę wrażliwości wyniku wyceny na zmiany kosztu kapitału oraz stopy wzrostu przepływów pieniężnych po okresie szczegółowej prognozy. Wyniki analizy wrażliwości przedstawia kolejna tabela.

Tabela 18: Analiza wrażliwości

| WACC / q | -1,00%    | 0,00%     | 1,00%     | 2,00%     | 3,00%     |
|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 8,4%     | 5 320 658 | 5 856 015 | 6 536 996 | 7 432 375 | 8 662 316 |
| 9,4%     | 4 685 372 | 5 097 911 | 5 609 233 | 6 259 642 | 7 114 823 |
| 10,4%    | 4 167 640 | 4 492 379 | 4 886 563 | 5 375 133 | 5 996 602 |
| 11,4%    | 3 738 557 | 3 998 715 | 4 309 132 | 4 685 931 | 5 152 954 |
| 12,4%    | 3 377 904 | 3 589 424 | 3 838 208 | 4 135 055 | 4 495 381 |

Źródło: Opracowanie własne SAWYER

## 5 Wycena metodą porównań rynkowych

### 5.1 Założenia przyjęte do wyceny

Dla potrzeb aktualizacji wyceny wartości Spółki metodą porównań rynkowych dokonano ponownej weryfikacji potencjalnych spółek spełniających kryteria porównywalności. Walory jednej ze spółek porównywalnych, występującej w pierwotnej wycenie (Pani Teresa Medica S.A.) zostały wyłączone z obiegu GPW. W wyniku ponownej analizy spółek porównywalnych wybrano 3 podmioty spełniające kryteria porównywalności (co do przedmiotu działalności), których walory notowane są na

Tabela 19: Spółki porównywalne do MTB Poland notowane na rynkach publicznych

| Spółki porównywalne       |        |       |  | Opis |
|---------------------------|--------|-------|--|------|
| Nazwa                     | Rynek  | Skrót |  |      |
| Ossur HF                  | CSE    | OSSR  |  |      |
| Exactech<br>Incorporation | NASDAQ | EXAC  |  |      |
| STAAR Surgical<br>Company | NASDAQ | STAA  |  |      |

Założona w 1971 roku, Ossur posiada szerokie doświadczenie w rozwoju, produkcji i sprzedaży nieinwazyjnych produktów ortopedycznych. Spółka jest notowana na Giełdzie Papierów Wartościowych w Islandii w 1999 roku. Firma nosi nazwę po Óssur Kristinsson, protektu islandzkiego pochodzenia, który opracował przełomowy interfejs silikonowy dla gniazd protetycznych, wkładka Iceross®. Opierając się na tej pionierskiej tradycji, Óssur wprowadził liczne zmiany do produktów do swojej oferty. Wśród nich są dynamiczne szelki czy pierwsza na świecie kompletna proteza nogi stworzona w bionicznej technologii od początku przez Óssur.

Exactech Inc opracowuje, produkuje, sprzedaje oraz dystrybuje implanty ortopedyczne i powiązane przyrządy chirurgiczne oraz usługi medyczne dla szpitali i lekarzy. Segmenty produktowe firmy obejmują następujące części ciała: kolano, biodro i kręgosłup. Pozostałe produkty obejmują różne kategorie sprzedaży, takie jak cement kostny, wynajem przyrządów chirurgicznych i inne linie produktów. Spółka dystrybuje implanty stawów, w tym systemy implantu kolanowego, biodrowego, kręgosłupa i kończyn górnych, oraz produkty i usługi medyczne i materiałów z cementu kostnego stosowane w chirurgii ortopedycznej i stomatologicznej.

Firma STAAR Surgical Company projektuje, rozwija i sprzedaje soczewki wszczepialne do oczu i układów dostarczania soczewek do oczu. Dział w okulistyczno-chirurgicznym segmencie rynku. Jej głównymi produktami są soczewki wewnątrzgałkowe stosowane w chirurgii zaćmy oraz wszczepialne soczewki kolagenu stosowane w chirurgii refrakcyjnej. Na dzień 30 grudnia 2016 r. spółka sprzedaje swoje produkty w ponad 60 krajach, z bezpośrednią dystrybucją w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Japonii i Hiszpanii oraz niezależną dystrybucję w pozostałej części świata

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z serwisu [www.money.pl](http://www.money.pl) wg stanu na Dzień Wyceny.

regulowanych rynkach publicznych. Wszystkie z wybranych spółek są notowane na rynkach zagranicznych (USA oraz Dania). Są to spółki działające w branży ochrony zdrowia związane z segmentem produkcji sprzętu ortopedycznego i rehabilitacyjnego:

- Ossur Hf,
- Exactech Incorporation,
- STAAR Surgical Company.

Zakres prowadzonej działalności przez spółki porównywalne zaprezentowano w kolejnej tabeli.



W wycenie posłużono się wartościami 3 wskaźników finansowych, którym przyporządkowano następujące wagi:

- $P / \text{EBITDA} - 33\%$ ,
- $P / \text{BV} - 33\%$ ,
- $P / S - 33\%$ .

Zastosowanym wskaźnikom przyporządkowano równomierne wagi równe 33%. Wartość przyjętych wag wynika z założenia, że znaczenie każdego z czynników wpływających na wartość firmy reprezentowanych przez powyższe wskaźniki jest porównywalne. Wybór wskaźników oraz wartość przyjętych wag wynika z sytuacji i wyników finansowych Spółki MTB Poland Sp. z o.o. (ujemny wynik netto). Doradca przyjął w efekcie powyższego założenie, że znaczenie każdego z czynników wpływających na wartość firmy reprezentowanych przez powyższe wskaźniki jest porównywalne.

Dane finansowe spółek porównywalnych pochodzą z raportów okresowych publikowanych przez te spółki. Wykorzystane dane finansowe przedstawiono w poniższej tabeli.

**Tabela 20: Wyniki finansowe spółek porównywalnych (w tys. zł) za okres 1Q2016-4Q2016**

| Nazwa firmy            | Wynik netto | EBIT    | Wartość księgowa | Przychody | EBITDA  | Kapitał zakładowy |
|------------------------|-------------|---------|------------------|-----------|---------|-------------------|
| Ossur Hf               | 213 136     | 301 624 | 1 952 531        | 2 176 362 | 392 303 | 6 494 780         |
| Exactech Incorporation | 677         | 31 886  | 978 968          | 1 076 475 | 107 149 | 1 667 293         |
| STAAR Surgical Company | -50 458     | -52 889 | 162 993          | 344 508   | -43 444 | 1 923 519         |

Źródło: Opracowanie własne SAWYER.

Wartości zastosowanych mnożników finansowych obliczono dla każdej ze spółek porównywalnych na podstawie dostępnych sprawozdań finansowych za okres czterech pełnych zakończonych kwartałów poprzedzających Dzień Wyceny tj. za okres 01 stycznia 2016 do 31 grudnia 2016 oraz na podstawie średnich notowań z ostatnich 10 dni sesyjnych poprzedzających Dzień Wyceny.

Wartości mnożników przyjętych w wycenie obliczonych dla spółek porównywalnych zaprezentowano w poniższej tabeli. Do wyceny wartości Spółki przyjęto wartość mediany uzyskanych wyników.

**Tabela 21: Wartości mnożników dla spółek porównywalnych**

| Nazwa firmy            | P/BV  | P/S  | P/EBITDA |
|------------------------|-------|------|----------|
| Ossur Hf               | 3,33  | 2,98 | 16,56    |
| Exactech Incorporation | 1,70  | 1,55 | 15,56    |
| STAAR Surgical Company | 11,80 | 5,58 | -44,28   |
| Najwyższy              | 11,80 | 5,58 | 16,56    |
| Najniższy              | 1,70  | 1,55 | -44,28   |
| Średnia                | 5,61  | 3,37 | -4,05    |
| Śr. bez skrajnych      | 1,11  | 0,99 | 5,19     |
| Mediana                | 3,33  | 2,98 | 15,56    |

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z serwisu [www.bankier.pl](http://www.bankier.pl).

## 5.2 Wyniki wyceny wartości porównawczej Spółki

Wyniki wyceny wartości kapitału własnego Spółki metodą porównań rynkowych na podstawie benchmarku spółek publicznych przedstawia kolejna tabela.

Tabela 22: Wyniki wyceny metodą porównawczą na podstawie benchmarku spółek publicznych

| Wyszczególnienie                                                 | Kapitałizacja<br>(w tys. zł) | P/EBITDA  | P/BV             | P/S       |
|------------------------------------------------------------------|------------------------------|-----------|------------------|-----------|
| Podstawa wyceny                                                  |                              | EBITDA    | Wartość księgowa | Przychody |
| Dane MTB Poland Sp. z o.o.                                       |                              | 169 016   | 2 419 033        | 3 115 943 |
| Wartość mnożnika                                                 |                              | 15,56     | 3,33             | 2,98      |
| Wycena oparta o wyniki<br>wybranych spółek notowanych na<br>WGPW | 6 658 406                    | 2 629 985 | 8 046 522        | 9 298 711 |
| Wagi                                                             |                              | 33%       | 33%              | 33%       |

|                                                                        |           |
|------------------------------------------------------------------------|-----------|
| Wycena wartości Spółki<br>skorygowana o wsp. braku<br>płynności (-15%) | 5 659 645 |
| Liczba udziałów                                                        | 2 610     |
| Wartość 1 udziału                                                      | 2 168,44  |

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z serwisu [www.money.pl](http://www.money.pl) oraz raportów okresowych spółek.

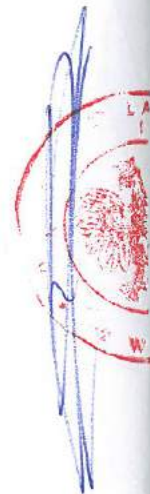
Z uwagi na fakt, iż Nazwa Podmiotu nie jest spółką notowaną na Giełdzie Papierów Wartościowych ostateczny wynik wyceny metodą porównawczą został skorygowany o współczynnik braku płynności na poziomie 15%.

Tabela 23: Wartość porównawcza jednego udziału oraz 100% kapitału własnego Spółki

| Wyszczególnienie                | Wartość   |
|---------------------------------|-----------|
| Wartość 1 udziału               | 2 168,44  |
| Liczba udziałów                 | 2 610     |
| Wartość 100% kapitałów własnych | 5 659 628 |

Źródło: Opracowanie własne SAWYER

Oszacowana wartość 100% kapitałów własnych Spółki z wykorzystaniem metody porównań rynkowych na podstawie benchmarku spółek porównywalnych wynosi 5 659 628 PLN (słownie złotych: pięć milionów sześćset pięćdziesiąt dziewięć tysięcy sześćset dwadzieścia osiem).



## SPIS TABEL

|                                                                               |    |
|-------------------------------------------------------------------------------|----|
| Tabela 1: Podsumowanie wyników wyceny Spółki .....                            | 6  |
| Tabela 2: Podstawowe dane Zamawiającego .....                                 | 10 |
| Tabela 3: Przychody ze sprzedaży .....                                        | 27 |
| Tabela 4: Struktura przychodów ze sprzedaży .....                             | 27 |
| Tabela 5: Pozostałe przychody operacyjne .....                                | 28 |
| Tabela 6: Koszty działalności operacyjnej .....                               | 29 |
| Tabela 7: Struktura kosztów działalności operacyjnej .....                    | 29 |
| Tabela 8: Wartości niematerialne i prawne oraz środki trwałe .....            | 30 |
| Tabela 9: Wskaźniki rotacji majątku obrotowego (w dniach) .....               | 31 |
| Tabela 10: Zapotrzebowanie na kapitał obrotowy netto .....                    | 32 |
| Tabela 11: Bilans Spółki - aktywa .....                                       | 33 |
| Tabela 12: Bilans Spółki - pasywa .....                                       | 34 |
| Tabela 13: Rachunek zysków i strat .....                                      | 35 |
| Tabela 14: Rachunek przepływów pieniężnych .....                              | 36 |
| Tabela 15: Koszt kapitału .....                                               | 37 |
| Tabela 16: Wycena Spółki metodą DCF .....                                     | 38 |
| Tabela 17: Wartość dochodowa 1 akcji oraz 100% kapitału własnego Spółki ..... | 39 |
| Tabela 18: Analiza wrażliwości .....                                          | 39 |

|                                                                                              |    |
|----------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Tabela 19: Spółki porównywalne do MTB Poland notowane na rynkach publicznych .....           | 40 |
| Tabela 20: Wyniki finansowe spółek porównywalnych (w tys. zł) za okres 1Q2016-4Q2016 .....   | 41 |
| Tabela 21: Wartości mnożników dla spółek porównywalnych .....                                | 41 |
| Tabela 22: Wyniki wyceny metodą porównawczą na podstawie benchmarku spółek publicznych ..... | 42 |
| Tabela 23: Wartość porównawcza jednego udziału oraz 100% kapitału własnego Spółki .....      | 42 |

## SPIS RYSUNKÓW

|                                                                                                            |    |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Rysunek 1: Powiązanie kapitałowe Spółki z MEDORT S.A. ....                                                 | 9  |
| Rysunek 2: Wózki inwalidzkie produkowane przez Spółkę .....                                                | 10 |
| Rysunek 3: Struktura rynku ortopedyczno-rehabilitacyjnego .....                                            | 11 |
| Rysunek 4: Największe gracze na światowym rynku wózków inwalidzkich w 2015 roku .....                      | 12 |
| Rysunek 5: Wartość europejskiego rynku sprzętu i artykułów medycznych w latach 2012-2015 (w mld USD) ..... | 12 |
| Rysunek 6: Udział poszczególnych państw w europejskim rynku wózków inwalidzkich w 2015 roku .....          | 13 |

|                                                                                                                  |    |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Rysunek 7: Wartość europejskiego rynku sprzętu i artykułów medycznych w latach 2012-2015 (w mld USD) .....       | 13 |
| Rysunek 8: Wydatki NFZ na produkty ortopedyczno-rehabilitacyjne i medyczne produkty pomocnicze (mln PLN) .....   | 15 |
| Rysunek 9: Wydatki PFRON na produkty ortopedyczno-rehabilitacyjne i medyczne produkty pomocnicze (mln PLN) ..... | 15 |
| Rysunek 10: Zakres produkcji spółek konkurencyjnych w 2015 roku .....                                            | 18 |



## DANE KONTAKTOWE



**Michał Sawicki**  
Prezes Zarządu  
tel.: +48 601 809 334  
mail: [michal.sawicki@sawyer.com.pl](mailto:michal.sawicki@sawyer.com.pl)



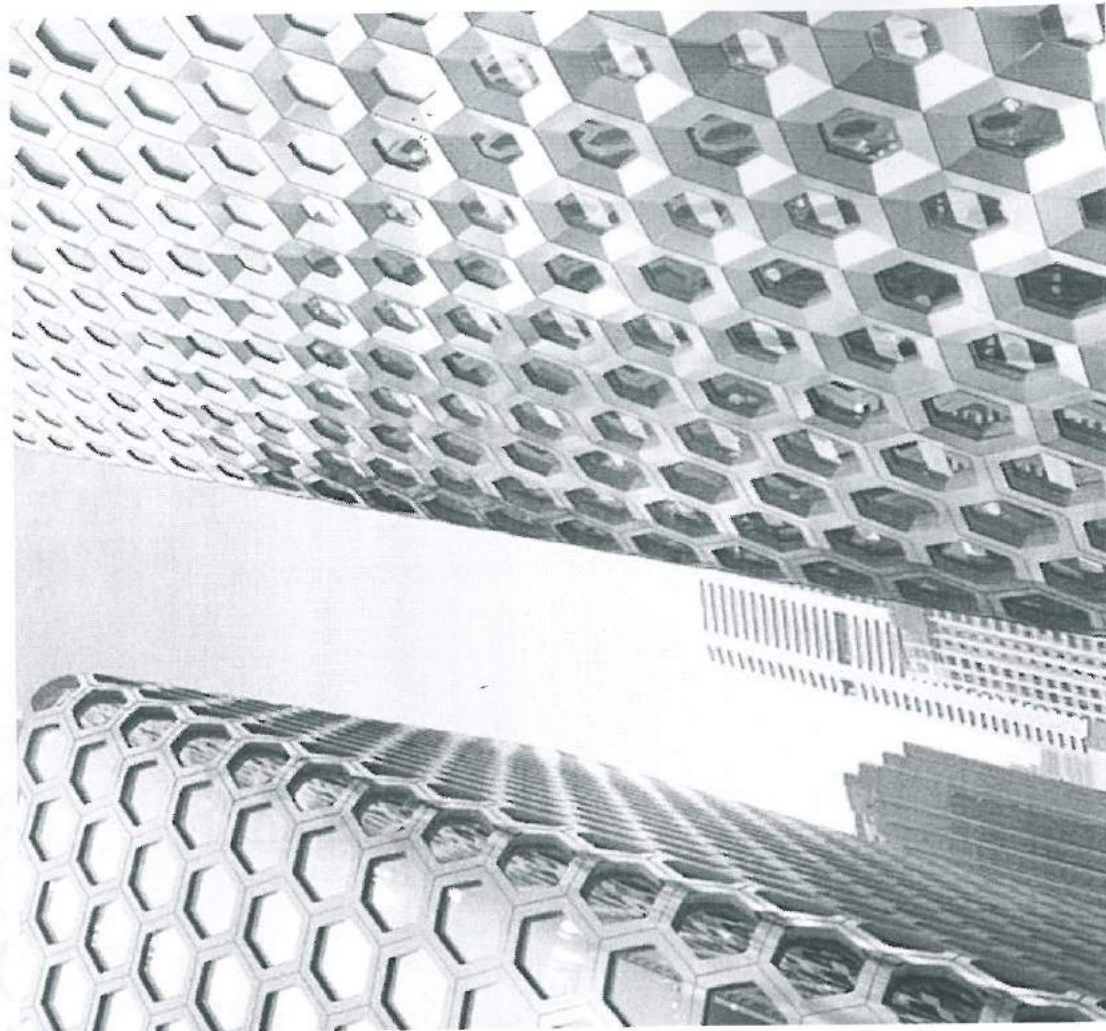
**Dariusz Ząbkiewicz**  
Konsultant  
tel.: +48 607 661 873  
mail: [dariusz.zabkiewicz@sawyer.com.pl](mailto:dariusz.zabkiewicz@sawyer.com.pl)

### Dane rejestrowe:

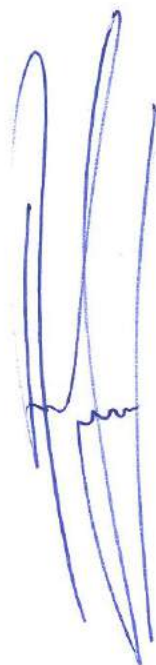
SAWYER Doradztwo Gospodarcze Sp. z o.o.  
NIP: 763-109-19-571 Regon: 302211819  
Sąd Rejonowy Poznań - Nowe Miasto i Wilda w Poznaniu  
VIII Wydział Gospodarczy nr KRS 0000643273  
Kapitał zakładowy: 100.000 PLN

**SAWYER Doradztwo Gospodarcze Sp. z o.o.**

ul. Strzelecka 49  
61-846 Poznań  
tel.: 61 623 31 16  
[www.sawyer.com.pl](http://www.sawyer.com.pl)



PUSTA STRONA

A handwritten signature in blue ink, consisting of several vertical strokes and a horizontal line across the middle, located on the right side of the page.