

Oszacowanie wartości Spółki
Mex Master Sp. z .o.
z siedzibą w Łodzi
wg stanu na dzień 28.02.2015
wersja z dnia 4.05.2015 r.

Wykonawca:

Enterprise Support Sp. z o.o.

Łódź maj 2015



Spis treści

1	Wstęp.....	3
1.1	Wprowadzenie.....	3
1.2	Wyniki przeprowadzonych wycen	4
1.3	Uzasadnienie rekomendowanej wartości Spółki	5
1.4	Uzasadnienie wybranych metod wyceny	5
2	Wiadomości ogólne o Spółce	6
3	Charakterystyka działalności Spółki - Fakty istotne dla wyceny	8
3.1	Profil działalności.....	8
3.2	Zatrudnienie i uwarunkowania prawno-organizacyjne	8
3.3	Charakterystyka Sieci i opis modelu franczyzy	9
3.4	Sytuacja finansowo-ekonomiczna	10
3.5	Podsumowanie i ocena stanu Spółki	11
4	Wycena metodą zdyskontowanych przyszłych strumieni pieniężnych (DCF)	12
4.1	Metodologia wyceny	12
4.2	Założenia ogólne projekcji sprawozdań finansowych Spółki stanowiących podstawę wyceny metodą DCF	13
4.3	Założenia szczegółowe do projekcji sprawozdań finansowych stanowiących podstawę oszacowania wartości dochodowej Spółki	14
4.4	Wycena Spółki metodą DCF	15
5	Załączniki	17

1 WSTĘP

1.1 WPROWADZENIE

Niniejszy raport dotyczy oszacowania wartości udziałów Spółki Mex Master Sp. z o.o. z siedzibą w Łodzi (dalej określanej również jako „Spółka”).

Raport został sporządzony przez firmę Enterprise Support Sp. z o.o. (Wykonawca) z siedzibą w Łodzi na zlecenie Mex Polska S.A. na potrzeby ustalenia wartości rynkowej udziałów spółki Mex Master Sp. z o.o. (Zlecający) w związku intencją zakupu udziałów firmy Mex Master Sp. z o.o. przez Mex Polska S.A.

Podstawę formalną prac stanowi Umowa z dnia 22 kwietnia 2015 r. zawarta pomiędzy Enterprise Support Sp. z o.o. z siedzibą w Łodzi a Mex Polska S.A. z siedzibą w Łodzi.

Do wyceny wykorzystano metodę zdyskontowanych przyszłych przepływów pieniężnych (DCF).

Zastosowane metody wynikają z umowy pomiędzy Wykonawcą a Zlecającym.

Podczas prac nad wyceną oparto się na następujących danych i dokumentach, które zostały udostępnione przez Spółkę:

1. Pełne sprawozdanie finansowe Spółki za rok 2014,
2. Zestawienie obrotów i sald Spółki na dzień 31.12.2014
3. Strategia Mex Polska S.A. na lata 2015 - 2019 opublikowana w marcu 2015 roku
4. Szczegółowe budżety poszczególnych bistr (lokalii działających pod marką "Pijalnia Wódki i Piwa") powiązanych ze Spółką umowami franczyzy.
5. Rachunek zysków i strat Spółki na dzień 28.02.2015
6. Zestawienie obrotów i sald Spółki na dzień 28.02.2015
7. Sprawozdania finansowe Spółek francyzowych za rok 2014
8. Umowa masterfranczyzy łącząca Spółkę ze Zlecającym.
9. Inne materiały analityczne zebrane przez Wyceniającego lub przygotowane przez Spółkę.

W trakcie prac nad oszacowaniem wartości Spółki wykorzystano dostępne dane makroekonomiczne oraz informacje uzyskane od Zlecającego. Założono, że wszystkie te informacje są prawdziwe i rzetelne oraz odzwierciedlają stan faktyczny oraz najlepszą wiedzę Zarządu co do kształtowania się przyszłych relacji ekonomiczno-finansowych w Spółce.

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

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

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

1.2 WYNIKI PRZEPROWADZONEJ WYCENY

Wyniki wyceny przeprowadzonej przy zastosowaniu metody DCF (zdyskontowanych przepływów środków pieniężnych) przedstawiają się następująco:

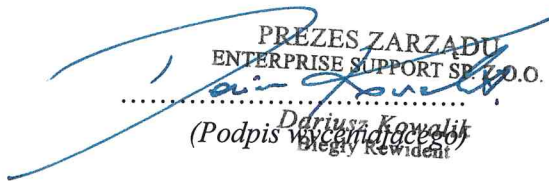
Rok	Zdyskontowana wartość przepływów w poszczególnych latach 2014-2018
2014	647 877,78 zł
2015	1 124 074,81 zł
2016	1 669 714,54 zł
2017	2 040 373,41 zł
2018	2 416 862,45 zł
Suma	7 898 902,99 zł

Wartość udziałów Spółki przy zastosowaniu metody DCF wynosi:

7 898 902,99 zł.

W związku z tym, że realizacja prognoz finansowych jest czasami obarczona ryzykiem (np. ze względu na branżę, w której działa Spółka czy wyższy koszt kapitału, niż założono w raporcie) wyliczono wartość udziałów w Spółce, która jest wynikiem skorygowania zdyskontowanych przepływów pieniężnych o 10%.

7 109 012,69 zł.


PREZES ZARZĄDU
ENTERPRISE SUPPORT SP. Z O.O.
.....
Dariusz Kowalik
(Podpis Wycałanacego)
Biegły Rewident

1.3 UZASADNIENIE REKOMENDOWANEJ WARTOŚCI SPÓŁKI

Przeprowadzona wycena Spółki została dokonana z należytą rzetelnością, na podstawie wiedzy i doświadczenia Wyceniającego. Wyniki wynikają z danych przedstawionych przez Spółkę, jednakże część danych to dane rzeczywiste. Dane prognozowane natomiast wynikają w dużej mierze ze Strategii opracowanej i ogłoszonej na GPW przez Grupę Mex Polska S.A.

1.4 UZASADNIENIE WYBRANEJ METODY WYCENY

Metoda wyceny przedsiębiorstwa posiada zarówno zalety jak i wady, dlatego każdorazowo należy przeprowadzić analizę, która z metod wyceny w konkretnym przypadku będzie najlepsza.

Zalety metody DCF

- ☐ wycena faktycznie generowanych przepływów pieniężnych,
- ☐ ocena zdolności posiadanego majątku (aktywów, posiadanych praw) do generowania takich przepływów,
- ☐ możliwość określenia aktywów niezbędnych oraz tych, które mogą zostać upłynnione,
- ☐ skupienie się na przyszłej działalności przedsiębiorstwa

Wady metody DCF

- ☐ wysoki stopień złożoności tej metody
- ☐ konieczność prognozowania wielu zmiennych, na których oparta zostanie wycena i trudności z tym związane,
- ☐ realizacja prognoz finansowych często bywa obarczona dużym ryzykiem,
- ☐ występują trudności w szacowaniu kosztu kapitału oraz rynkowych wartości tych kapitałów,
- ☐ istnieje niebezpieczeństwo znacznych przeszacowań w przypadku gdy duża część wartości przypada na okres następujący po okresie prognozy (wartość rezydualna)

Wycena udziałów Spółki Mex Master Sp. z o.o. metodą dochodową DCF jest najbardziej odpowiednią metodą ponieważ:

- 1) Spółka sporządza prognozy finansowe
- 2) Spółka nie posiada znaczącego majątku, ale posiada prawa, które pozwalają jej osiągać zyski
- 3) Zdyskontowano ryzyko związane z realizacją prognoz oraz przyszłym kosztem kapitału
- 4) Nie uwzględniono do wyceny wartości rezydualnej

2 WIADOMOŚCI OGÓLNE O SPÓŁCE

FIRMA SPÓŁKI:

Spółka działa pod firmą Mex Master Sp. z o.o..

ADRES SIEDZIBY SPÓŁKI:

90-105 Łódź, ul. Piotrkowska 60

NUMER IDENTYFIKATORA GUS:

Nr REGON 101419436

NUMER IDENTYFIKACYJNY PODATNIKA PODATKU OD TOWARÓW I USŁUG:

Nr NIP 725-20-60-494

DATA I MIEJSCE REJESTRACJI SPÓŁKI:

Spółka została utworzona aktem notarialnym z dnia 6.04.2012

Aktualnie Spółka jest wpisana do Krajowego Rejestru Sądowego prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla Łodzi-Śródmieścia w Łodzi, XX Wydział KRS, pod numerem 0000422594

KAPITAŁ PODSTAWOWY SPÓŁKI:

Kapitał zakładowy Spółki wynosi 5 000 zł. i dzieli się na 100 równych i niepodzielnych udziałów o wartości nominalnej 50 zł. każdy.

STRUKTURA WŁASNOŚCI SPÓŁKI:

Według stanu na 28.02.2015 roku struktura własności przedstawia się następująco:

Andrzej Domżał - 46 udziałów o łącznej wartości 2 300 zł.

Joanna Kowalewska - 46 udziałów o łącznej wartości 2 300 zł.

Grzegorz Kubiak - 8 udziałów o łącznej wartości 400 zł.

PRZEDMIOT PODSTAWOWEJ DZIAŁALNOŚCI SPÓŁKI:

Działalność Mex Master Sp. z o.o., zgodnie z Umową Spółki oraz wpisem do KRS obejmuje m.in:

- ☐ 70 działalność firm centralnych (head offices); doradztwo związane z zarządzaniem
- ☐ 73 reklama, badanie rynku i opinii publicznej
- ☐ 82 działalność związana z administracyjną obsługą biura i pozostała działalność wspomagająca prowadzenie działalności gospodarczej
- ☐ 56 działalność usługowa związana z wyżywieniem



- ☐ 64 9 pozostała finansowa działalność usługowa, z wyłączeniem ubezpieczeń i funduszów emerytalnych

POWIĄZANIA OSOBOWO-ORGANIZACYJNE:

Spółka Mex Master Sp. z o.o. jest Spółką, która w świetle Międzynarodowych Standardów Rachunkowości, Międzynarodowych Standardów Sprawozdawczości Finansowej, a także Ustawy o Rachunkowości powinna być traktowana jako spółka zależna od Mex Polska S.A. Zależność wynika z powiązań osobowych (Prezes Zarządu Spółki Mex Master Sp. z o.o. jest Przewodniczącym Rady Nadzorczej Mex Polska S.A.) oraz organizacyjnych (Mex Polska S.A. udzielił masterfranczyzy Spółce Mex Master Sp. z o.o., czy znacząco ograniczył możliwości samodzielnego funkcjonowania w okresie obowiązywania umowy masterfranczyzy). Wskazać należy dodatkowo, że współwłaścicielami Spółki Mex Master Sp. z o.o. są w części współwłaściciele Mex Polska S.A.



3 CHARAKTERYSTYKA DZIAŁALNOŚCI SPÓŁKI – FAKTY ISTOTNE DLA WYCENY

3.1 PROFIL DZIAŁALNOŚCI

Podstawowym celem funkcjonowania Spółki jest rozwój sieci "Pijalnia Wódki i Piwa". Podstawowym zadaniem funkcjonowania Spółki jest pozyskiwanie lokalizacji oraz inwestorów, którzy będą gotowi wybudować "Pijalnie Wódki i Piwa". Drugim niezwykle ważnym zadaniem jest nadzór nad siecią franczyzową, w ramach której działają "Pijalnie Wódki i Piwa"

3.2 ZATRUDNIENIE I UWARUNKOWANIA PRAWNO-ORGANIZACYJNE

Spółka, co do zasady nie zatrudnia pracowników. Wszelkie jej działania opierają się na podwykonawcach. Taki sposób funkcjonowania pozwala na optymalizację kosztów.

Spółka Mex Master Sp. z o.o. jest stroną umowy masterfranczyzy, zawartej pomiędzy Mex Polska S.A. a Mex Master Sp. z o.o. Najważniejszymi postanowieniami tej umową są:

- ☐ Mex Polska S.A. udziela Mex Master Sp. z o.o. prawa do wyłącznego korzystania z Konceptu gastronomicznego „Pijalni Wódki i Piwa” i organizacji jego rozwoju na terenie RP. Mex Polska S.A. przyznaje także Mex Master Sp. z o.o. prawo do sprawowania kontroli i nadzoru nad należytym prowadzeniem Punktów gastronomicznych.
- ☐ Mex Master Sp. z o.o. zobowiązuje się do podejmowania wszelkich czynności mających na celu rozwój Sieci poprzez uruchamianie nowych "Pijani Wódki i Piwa" na terenie RP, poszukiwanie inwestorów, niezbędnego kapitału i lokalizacji, jak również sprawowanie kontroli i nadzoru nad uruchomionymi Punktami gastronomicznymi, aby zagwarantować właściwe stosowanie Konceptu gastronomicznego „Pijalnia Wódki i Piwa” oraz zapewnić odpowiednią jakość oferowanych usług;
- ☐ Rozwój Sieci może być realizowany przez Mex Master Sp. z o.o. wyłącznie w ramach Spółek operatorskich. Każdy nowy Punkt gastronomiczny będzie przedmiotem oddzielnej Umowy franchisingu, zawieranej przez Mex Master Sp. o.o. ze Spółką operatorską według zatwierdzonego wzoru.
- ☐ Mex Master Sp. z o.o. jest zobowiązany do organizowania Punktów gastronomicznych, poprzez zakładanie Spółek operatorskich w formie spółek z ograniczoną odpowiedzialnością, których celem będzie prowadzenie Punktów gastronomicznych. Spółkę operatorską tworzyć będzie Mex Master Sp. z o.o. wraz z Inwestorem w trybie przewidzianym w Kodeksie Spółek Handlowych. Wspólnikami w Spółce operatorskiej mogą być wyłącznie Mex Master Sp. z o.o. oraz Inwestor.
- ☐ Zawarcie niniejszej Umowy nie ogranicza Mex Polska S.A. w zakresie prowadzenia Punktów Gastronomicznych bezpośrednio przez Mex Polska S.A. lub jego spółki zależne zarówno funkcjonujących w dacie zawarcia niniejszej Umowy jak i nowych.
- ☐ Mex Master Sp. z o.o. zobowiązany jest do uiszczania na rzecz Mex Polska S.A. miesięcznej opłaty w wysokości 6 % obrotu netto uzyskanego w poprzednim miesiącu



kalendarzowym przez każdy z Punktów gastronomicznych utworzonych na podstawie niniejszej Umowy przez Mex Master Sp. z o.o. Opłata, o której mowa w zdaniu poprzednim nie może być wyższa niż 60 % przychodów netto uzyskiwanych przez Mex Master Sp. z o.o. w poprzednim miesiącu kalendarzowym z każdego Punktu gastronomicznego z tytułu Umów franchisingu. W okresie spłaty pożyczki udzielonej danej Spółce operatorskiej przez Inwestora, Mex Master Sp. z o.o. zobowiązana będzie do uiszczania na rzecz Mex Polska S.A. opłaty miesięcznej dotyczącej tej Spółki operatorskiej w wysokości 100 zł. Od miesiąca następującego po miesiącu spłaty pożyczki za dany Punkt gastronomiczny Mex Polska należna będzie opłata w wysokości wskazanej na początku akapitu.

- ☐ Mex Master Sp. z o.o. zobowiązany jest do ponoszenia na rzecz Mex Polska miesięcznego wynagrodzenia zwanego dalej „Opłatą Licencyjną”, która stanowić będzie 2 % obrotu w poprzednim miesiącu kalendarzowym przez każdy z Punktów gastronomicznych utworzonych na podstawie umowy masterfranczyzy przez Mex Master, jednakże w żadnym wypadku nie mniej niż 1 tys. zł.
- ☐ Umowa została zawarta na czas określony do 31.10.2015 roku.

3.3 CHARAKTERYSTYKA SIECI I OPIS MODELU FRANCZYZY

„Pijalnia Wódki i Piwa”, to unikalny, rozwinięty w sieć o zasięgu ogólnokrajowym, koncept gastronomiczny. Powstał po latach doświadczeń i zapoczątkował na rynku polskim nowy trend w gastronomii – lokale o koncepcji zbliżonej do popularnego w wielu krajach Europy typu „Bistro”. Jego menu ogranicza się do prostych przekąsek typu „zimne nóżki”, śledzik” „tatar” oraz wybranych napojów alkoholowych i bezalkoholowych, oferowanych po bardzo przystępnych cenach na poziomie 4 zł i 8 zł. Konsumpcja odbywa się z reguły przy barze, często na stojąco. Wystrój lokalu nawiązuje do stylu lokali z czasów PRL-u, z lat 70 i 80 XX wieku. Formuła ta została bardzo dobrze przyjęta przez gości w każdym miejscu, w którym istnieje i od momentu otwarcia, każdy z kolejnych lokali, cieszy się ogromnym, niesłabnącym zainteresowaniem. Ciekawy projekt wnętrza i niezobowiązująca atmosfera sprawiają, że goście czują się komfortowo i swobodnie, a dzięki temu chętnie spędzają w lokalu wolny czas.

Zarząd zapewnia, że „Pijalnia Wódki i Piwa”, to projekt dopracowany w najdrobniejszych szczegółach, a prowadzona w nim działalność gospodarcza jest dochodowa, co potwierdzają wyniki poszczególnych Spółek Francyzowych. Potencjalne lokalizacje dla tego konceptu, to centra dużych i średniej wielkości miast na terenie całej Polski.

Model franczyzy różni się znacząco od francyz dostępnych na rynku. Podstawowym czynnikiem wyróżniającym jest zawiązanie spółki celowej z Inwestorem, który jest odpowiedzialny za wskazanie odpowiedniego lokalu do prowadzenia „Pijalni Wódki i Piwa” oraz zapewnia środki do finansowania poszczególnych lokalizacji. Powstała spółka staje się francyzobiorcą. Głównym czynnikiem, który decyduje o atrakcyjności stosowanego modelu franczyzy jest fakt, że Inwestor w pierwszej kolejności odzyskuje zainwestowane środki finansowe. Ważnym elementem umowy francyzowej jest zminimalizowanie opłat francyzowych w okresie spłaty poniesionych nakładów na adaptację i wyposażenie placówki. Jest to istotne zmniejszenie kosztów, mające niebagatelne znaczenie, szczególnie w pierwszym okresie prowadzenia działalności. Każdy z nowo uruchamianych lokali stopniowo zdobywa klientów, poprawia swoje wyniki finansowe, a brak dodatkowej opłaty, w postaci opłaty z tytułu franczyzy, znacząco skraca okres odzyskania zainwestowanych przez Inwestora

środków na uruchomienie lokalu. Dodatkowo ważnym elementem, który ma pozytywny wpływ na tempo zwrotu poniesionych nakładów są otrzymane znaczące środki finansowe wynikające z umów marketingowych pomiędzy franczyzobiorcą a dostawcami. Są to dodatkowe czynniki, oprócz dużej atrakcyjności samego konceptu, które sprawiają, że zgodnie z informacjami uzyskanymi od Zarządu Spółki jest duże zainteresowanie Inwestorów przystąpieniem do franczyzy.

3.4 SYTUACJA FINANSOWO - EKONOMICZNA

W związku z opisaną powyżej umową masterfranczyzy, Mex Master Sp. z o.o. przekazuje na rzecz Mex Polska S.A. środki pieniężne z tytułu:

- 1) opłaty masterfranczyzowej
- 2) opłaty licencyjnej (opłaty za znak).

Te dwa źródła stanowią dla Mex Polska S.A. znaczące przychody, natomiast dla Mex Master Sp. z o.o. są to dwa podstawowe koszty funkcjonowania.

Przychody Mex Polska S.A. z tytułów wymienionych w punktach 1 i 2 w latach 2014-2018 przedstawia poniższa tabela:

rok	przychody Mex Polska z tytułu franczyzy w Bistrach uzyskana za pośrednictwem Mex Master Sp. z o.o.	przychody Mex Polska z tytułu używania znaku towarowego w Bistrach uzyskana za pośrednictwem Mex Master Sp. z o.o.
2014	476 646,37 zł	238 719,47 zł
2015	853 710,78 zł	403 290,68 zł
2016	1 392 586,29 zł	557 214,62 zł
2017	1 695 526,29 zł	677 714,62 zł
2018	2 138 446,29 zł	825 354,62 zł
suma	6 556 916,02 zł	2 702 294,01 zł

Tabela powyższa zawiera dane rzeczywiste za rok 2014 oraz styczeń i luty 2015. Rok 2015 zaczynając od marca oraz lata kolejne do 2019 roku opierają się na prognozach.

Podkreślić należy, że to właśnie za pośrednictwem Mex Master Sp. z o.o. spółka Mex Polska S.A. osiąga przychody wymienione w tabeli powyżej. Kwoty te mogłyby być więc zyskami pro-forma Mex Mastera Sp. z o.o., gdyby umowa masterfranczyzy nie łączyła obu Spółek. Dla celów niniejszej wyceny, wymienione w tabeli kwoty można potraktować jako przepływy pieniężne wpływające pozytywnie na wycenę Spółki Mex Master Sp. z o.o.

Dodatkowo Mex Master Sp. z o.o. jest spółką, która sama w sobie osiąga zyski. Zyski rzeczywiste roku 2014 oraz planowane na lata 2015-2019 przedstawia tabela poniżej:

rok	Zysk brutto Mex Master Sp. z o.o.
2014	84 483,27 zł
2015	193 193,83 zł
2016	301 273,19 zł
2017	501 333,19 zł
2018	594 413,19 zł
suma	1 674 696,67 zł

3.5 PODSUMOWANIE I OCENA STANU SPÓŁKI

Podsumowując, dla celów niniejszej wyceny to suma trzech składników:

- 1) przychody Mex Polska S.A. z tytułu franczyzy w Bistrach uzyskana za pośrednictwem Mex Master Sp. z o.o.
 - 2) przychody Mex Polska S.A. z tytułu używania znaku towarowego w Bistrach uzyskana za pośrednictwem Mex Master Sp. z o.o.
 - 3) zysk własny Mex Master Sp. z o.o.
- powinna być podstawą do wyceny wartości udziałów Mex Master Sp. z o.o., a co za tym idzie podstawą do wyliczenia przepływów pieniężnych, które są głównym elementem metody dochodowej DCF.

4 WYCENA METODĄ ZDYSKONTOWANYCH PRZYSZŁYCH STRUMIENI PIENIĘŻNYCH (DCF)

4.1 METODOLOGIA WYCENY

Wycena metodą zdyskontowanych przyszłych strumieni pieniężnych (DCF) opiera się na założeniu, że wartość przedsiębiorstwa/kapitałów własnych uzależniona jest od skali korzyści finansowych, jakie właścicielom przyniesie wyceniane przedsiębiorstwo w trakcie dalszego jego funkcjonowania.

Metoda opiera się na dwóch podstawowych czynnikach:

- 1) prognoza wyników finansowych (im lepsze prognozowane wyniki finansowe, tym wyższa wycena przedsiębiorstwa)
- 2) wskaźnik dyskonta (im niższy wskaźnik dyskontujący, tym wyższa wycena przedsiębiorstwa)

Jedną z najczęściej stosowaną odmianą metody DCF do wyceny przedsiębiorstwa, jest metoda FCFF (Free Cash Flow to Firm). Metoda ta opiera się na wyliczeniu wolnych przepływów pieniężnych wypływających do firmy w przeciągu założonego okresu czasu, a następnie zdyskontowaniu tych przepływów do wartości bieżącej.

Wartość wolnych środków pieniężnych (FCFF) możemy wyliczyć w sposób następujący:

FCFF = zysk operacyjny po opodatkowaniu (+) amortyzacja (-) wydatki inwestycyjne (-) zmiana kapitału obrotowego netto

Wyliczoną w sposób opisany powyżej wartość FCFF jest należy jeszcze zdyskontować do wartości bieżącej za pomocą tzw. średnioważonego kosztu kapitału (WACC) (koszt kapitału obcego i koszt kapitału własnego) dla określonej ilości okresów.

$$\text{Bieżąca wartość przepływów} = \sum (\text{FCFF} / (1 + \text{WACC})^{\text{ilość lat}})$$

4.2 ZAŁOŻENIA OGÓLNE PROJEKCJI SPRAWOZDAŃ FINANSOWYCH SPÓŁKI STANOWIĄCYCH PODSTAWĘ WYCENY METODĄ DCF

Prognozę sprawozdań finansowych stanowiących podstawę wyceny Spółki metodą zdyskontowanych przyszłych strumieni pieniężnych dokonano w oparciu o następujące dokumenty przedstawione przez Spółkę:

1. Pełne sprawozdanie finansowe Spółki za rok 2014,
2. Zestawienie obrotów i sald Spółki na dzień 31.12.2014
3. Strategia Mex Polska S.A. na lata 2015 - 2019 opublikowana w marcu 2015 roku
4. Szczegółowe budżety poszczególnych bistr (lokalii działających pod marką "Pijalnia Wódki i Piwa") powiązanych ze Spółką umowami franczyzy
5. Rachunek zysków i strat Spółki na dzień 28.02.2015
6. Zestawienie obrotów i sald Spółki na dzień 28.02.2015
7. Umowa masterfranczyzy łącząca Spółkę ze Zlecającym
8. Inne materiały analityczne zebrane przez Wyceniającego lub przygotowane przez Spółkę.

Poniżej przedstawiono podstawowe założenia wyceny dochodowej:

- ❖ Prognozy na lata 2015-2019 stanowiące podstawę wyceny zostały sporządzone w cenach bieżących z uwzględnieniem przewidywanego poziomu rozwoju Spółki przez budowę kolejnych bistr przez spółki zależne kapitałowo oraz powiązane umową franczyzy ze Spółką. Prognozy zakładają, że w kolejnych latach będą otwierane cztery "Pijalnie Wódki i Piwa" rocznie, po jednej w każdym kwartale. Jest to założenie ostrożne. Na rok 2015 Spółka już ma zapewnione lokalizacje na zrealizowanie planu otworzyć (1 Pijalnia Wódki i Piwa została otwarta w kwietniu w Szczecinie, kolejna według zapewnień Zarządu zostanie otwarta na przełomie czerwca i lipca w Olsztynie, a kolejne dwie są w trakcie negocjacji umów najmu). Zarząd Spółki poinformował że jeśli udałoby się znaleźć atrakcyjną lokalizację, to nie wyklucza otwarcia więcej niż 4 lokalii w 2015 roku.
- ❖ Dla wyliczenia wartości obecnej przyszłych strumieni pieniężnych w prognozie założono stopę dyskonta 4,5%, odzwierciedlającą średni ważony koszt kapitału (WACC), który został ustalony jako średnia arytmetyczna z oprocentowania kredytów złotych dla przedsiębiorstw z okresu od stycznia 2014 do lutego 2015 roku publikowanych przez Narodowy Bank Polski:

Termin	sty 14	lut 14	mar 14	kwi 14	maj 14	cze 14	lip 14	sie 14	wrz 14	paź 14	lis 14	gru 14	sty 15	lut 15
w rachunku bieżącym	4,8%	4,7%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,5%	4,3%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
bez rachunku bieżącego	4,8%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,4%	4,2%	4,2%	4,1%	4,1%

Wszystkie dane dotyczące lat 2015-2020 są wielkościami prognozowanymi, przy czym prognoza w dużym stopniu bazuje na wielkościach prognozowanych przez Zarząd Spółki oraz Zarząd Grupy Mex Polska S.A.

4.3 ZAŁOŻENIA SZCZEGÓŁOWE DO PROJEKCJI SPRAWOZDAŃ FINANSOWYCH (W SZCZEGÓLNOŚCI RACHUNKÓW ZYSKÓW I STRAT) STANOWIĄCYCH PODSTAWĘ OSZACOWANIA WARTOŚCI DOCHODOWEJ SPÓŁKI

Poniżej zaprezentowano podstawowe założenia przychodowo kosztowe zastosowane przy projekcji sprawozdań finansowych na lata 2015-2019.

Zgodnie z założeniami strategii opublikowanej przez Mex Polska S.A. w marcu 2015 roku Zarząd prognozuje tempo rozwoju "Pijalni Wódki i Piwa" na dotychczasowym, historycznym poziomie tj. otwierania czterech restauracji rocznie, czyli tylu lokali ile było średnio budowane w latach poprzednich. Tak więc w latach 2015 – 2019 planowane jest otwarcie 20 lokali. Nowe bistra ("Pijalnie Wódki i Piwa" mają powstać w dużych miastach, w atrakcyjnych miejscach o dużym natężeniu ruchu pieszego. Niski czek w granicach 12 zł. i brak obsługi kelnerskiej oraz planowane atrakcyjne lokalizacje w miastach powyżej 100 tys. mieszkańców, powodują, że nie ma zagrożenia nasycenia rynku planowaną liczbą punktów „Pijalni Wódki i Piwa” i można założyć, że docelowa pojemność rynku jest znacznie większa. Tym samym, przy obecnych założeniach budowy około 4 punktów rocznie, możliwy będzie dalszy intensywny rozwój sieci tego konceptu po roku 2019.

Na dzień 28 lutego 2015 roku (czyli na dzień, według którego dokonuje się wyceny Spółki) Mex Master Sp. z o.o. jest podmiotem dominującym dla 8 Spółek, powiązanych dodatkowo umową franchisingową z Mex Master Sp. z o.o. Są to Pijalnie działające w Krakowie, Katowicach, Toruniu, Poznaniu, Wrocławiu oraz w Warszawie. Dodatkowo w kwietniu 2015 roku rozpoczęła działalność kolejna Spółka, w ramach której prowadzona jest "Pijalnia Wódki i Piwa" w Szczecinie, natomiast według planów Zarządu na przełomie czerwca i lipca zostanie otwarta kolejna "Pijalnia Wódki i Piwa" w Olsztynie.

Założenia co do projekcji rachunków zysków i strat już istniejących Pijalni Wódki i Piwa są bardzo ostrożne. Dla istniejących Spółek (lokalii) założono przychody i koszty na poziomie z roku 2014. Dla Spółek, które będą prowadziły "Pijalnie Wódki i Piwa", które zostaną dopiero otwarte założono przychody i koszty zbliżone do takich, jakie są w lokalach o średniej lub niższej od średniej rentowności. Takie podejście znacząco zwiększa prawdopodobieństwo realizacji założonych celów zarówno dotyczących przychodów jak i rentowności.

4.4 WYCENA SPÓŁKI METODĄ DCF

Dla wyceny Mex Master Sp. z o.o. zastosowano najczęściej stosowaną odmianę metody DCF do wyceny przedsiębiorstwa, czyli tzw. metodę FCFF (Free Cash Flow to Firm). Metoda opiera się na wyliczeniu wolnych przepływów pieniężnych wpływających do firmy w przeciągu założonego okresu czasu, a następnie zdyskontowaniu tych przepływów do wartości bieżącej.

Wartość wolnych środków pieniężnych (FCFF) możemy wyliczyć w sposób następujący:

$FCFF = \text{zysk operacyjny po opodatkowaniu} + \text{amortyzacja} - \text{wydatki inwestycyjne} - \text{zmiana kapitału obrotowego netto}$.

Dla wyceny Mex Master Sp. z o.o. zysk operacyjny po opodatkowaniu stanowi sumę:

1) Przychodów z masterfranczyzy osiągniętych przez Mex Polska S.A. osiągniętych za pośrednictwem Mex Master Sp. z o.o. na podstawie umowy masterfranczyzy (zgodnie z umową masterfranczyzy jest to 6% z przychodów gastronomicznych osiągniętych przez podmioty zależne (Bistra) od Mex Master Sp. z o.o. oraz połączone umową franczyzy lub 60% z opłat franczyzowych osiągniętych przez Mex Master Sp. z o.o. z umów franczyzowych podpisanych pomiędzy Mex Master Sp. z o.o. a spółkami zależnymi od Mex Master Sp. z o.o. (Bistra))

2) Przychodów z tytułu użytkowania znaku towarowego osiągniętych przez Mex Polska S.A. za pośrednictwem Mex Master Sp. z o.o. na podstawie umowy masterfranczyzy (zgodnie z umową masterfranczyzy Mex Master Sp. z o.o. pobiera 2% od przychodów gastronomicznych osiągniętych przez spółki zależne (Bistra) od Mex Master Sp. z o.o., z którymi zawarta jest umowa franczyzowa i w całości odprowadza do Mex Polska S.A.)

3) Zysk własny brutto Mex Master Sp. z o.o.

Suma wymienionych w pozycjach od 1 do 3 kwot w poszczególnych latach będzie stanowiła zysk operacyjny przed opodatkowaniem. Otrzymałą kwotę należy opodatkować podatkiem dochodowym 19% i wówczas otrzymamy zysk operacyjny po opodatkowaniu.

Zysk operacyjny po opodatkowaniu w przypadku spółki Mex Master Sp. z o.o. będzie kwotą zbliżoną do wartości wolnych środków pieniężnych (FCFF) z uwagi na:

1) Amortyzacja w Mex Master Sp. z o.o. jest kwotą nieistotną, dlatego można kwoty tej nie uwzględniać przy wyliczeniu FCFF (Mex Master Sp. z o.o. nie ponosi nakładów inwestycyjnych, więc nie występuje amortyzacja, natomiast większość nakładów ponoszonych przez spółki zależne (Bistra) są to nakłady remontowe, czyli obciążają bieżący rachunek zysków i strat).

2) Wydatki inwestycyjne w Mex Master Sp. z o.o. są kwotą niesistotną, dlatego można tej kwoty nie uwzględniać przy wyliczeniu FCFF (Mex Master Sp. z o.o. nie ponosi wydatków inwestycyjnych, natomiast większość nakładów ponoszonych przez spółki zależne (Bistra) są to nakłady remontowe, czyli obciążają bieżący rachunek zysków i strat - nie występują znaczące wydatki inwestycyjne, które zwiększałyby wartość środków trwałych).

3) Zmiana kapitału obrotowego netto jest kwotą nieistotną. Wynika to z faktu, że w Mex Master Sp. z o.o. należności są na bieżąco płacone, natomiast w spółkach zależnych (Bistra) główną pozycją majątku obrotowego są zapasy towarów gastronomicznych na najbliższe kilka dni, a zapasy te są w dużym stopniu sfinansowane zobowiązaniami bieżącymi (kredyt kupiecki).

Wyliczoną w sposób opisany powyżej wartość FCFF jest należy jeszcze zdyskontować do wartości bieżącej za pomocą tzw. średnioważonego kosztu kapitału (WACC) (koszt kapitału obcego i koszt kapitału własnego) dla określonej ilości okresów. Dla wyceny wartości bieżącej przepływów przyjęto, że średnioważony koszt kapitału przyjęto w wartości 4,5% dla 5 lat, przy założeniu, że rok pierwszy to rok 2014 (bieżący - dane rzeczywiste), a lata 2015-2018 (lata przyszłe - prognoza, wynikająca z zaprezentowanej i opublikowanej przez Mex Polska S.A. prognozy wyników Grupy Kapitałowej Mex Polska S.A.)

Wyliczenie wartości zdyskontowanych przepływów pieniężnych przedstawiono w tabeli poniżej:

rok	przychody Mex Polska z tyt. franczyzy w Bistrach	przychody Mex Polska z tyt. znaku towar. w Bistrach	Zysk własny Mex Master	Suma roku	podatek (19%)	Zysk netto	zysk po zdyskontowaniu na 2014
2014	476 646,37 zł	238 719,47 zł	84 483,27 zł	799 849,11 zł	151 971,33 zł	647 877,78 zł	647 877,78 zł
2015	853 710,78 zł	403 290,68 zł	193 193,83 zł	1 450 195,28 zł	275 537,10 zł	1 174 658,18 zł	1 124 074,81 zł
2016	1 392 586,29 zł	557 214,62 zł	301 273,19 zł	2 251 074,10 zł	427 704,08 zł	1 823 370,02 zł	1 669 714,54 zł
2017	1 695 526,29 zł	677 714,62 zł	501 333,19 zł	2 874 574,10 zł	546 169,08 zł	2 328 405,02 zł	2 040 373,41 zł
2018	2 138 446,29 zł	825 354,62 zł	594 413,19 zł	3 558 214,10 zł	676 060,68 zł	2 882 153,42 zł	2 416 862,45 zł
suma	6 556 916,02 zł	2 702 294,01 zł	1 674 696,67 zł	10 933 906,69 zł	2 077 442,27 zł	8 856 464,42 zł	7 898 902,99 zł

Tabela powyższa zawiera dane rzeczywiste za rok 2014 oraz styczeń i luty 2015. Rok 2015 zaczynając od marca oraz lata kolejne do 2019 roku opierają się na prognozach.

W związku z tym, że realizacja prognoz finansowych jest czasami obarczona ryzykiem (np. ze względu na branżę, w której działa Spółka czy wyższy koszt kapitału, niż założono w raporcie) wyliczono alternatywną wartość udziałów w Spółce, która jest wynikiem skorygowania zdyskontowanych przepływów pieniężnych o 10%.

rok	Zdyskontowana wartość przepływów w poszczególnych latach 2014-2018	Korekta przepływów pieniężnych wynikająca ze stopy ryzyka (-10%)
2014	647 877,78 zł	583 090,00 zł
2015	1 124 074,81 zł	1 011 667,33 zł
2016	1 669 714,54 zł	1 502 743,09 zł
2017	2 040 373,41 zł	1 836 336,07 zł
2018	2 416 862,45 zł	2 175 176,20 zł
Suma	7 898 902,99 zł	7 109 012,69 zł



5 ZAŁĄCZNIKI

1. Pełne sprawozdanie finansowe Spółki za rok 2014,
2. Strategia Mex Polska S.A. na lata 2015 - 2019 opublikowana w marcu 2015 roku
3. Rachunek zysków i strat Spółki Mex Master Sp. z o.o. na dzień 28.02.2015

