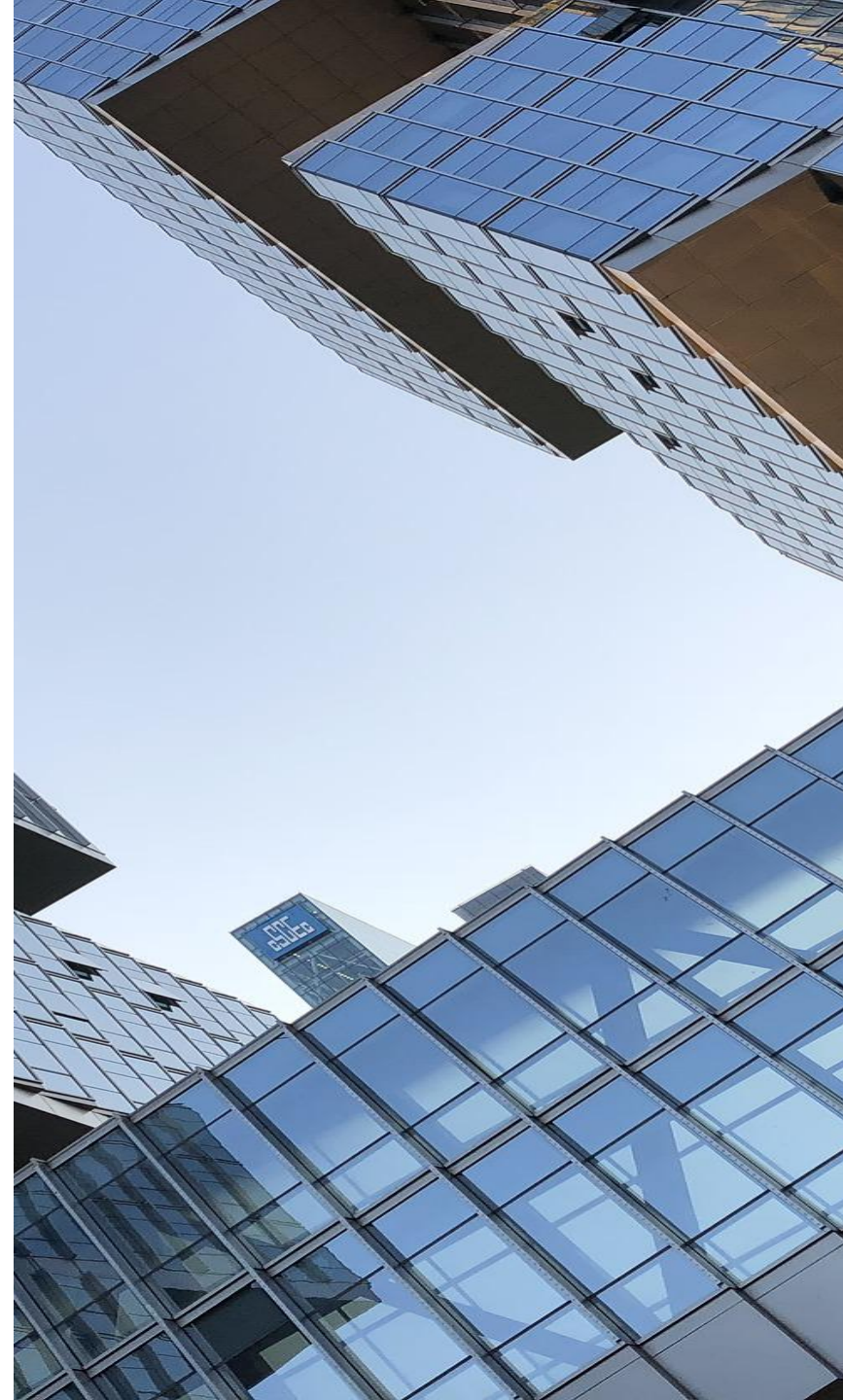




Raport z wyceny wartości godziwej akcji spółki Pamapol S.A.

Warszawa, 25 sierpnia 2025 r.



Skróty i definicje

Skróty w raporcie	Definicja
BV	Różnica między aktywami a zobowiązaniami przedsiębiorstwa, odpowiadająca wartości kapitału własnego według danych bilansowych (ang. Book value)
CAPEX	Nakłady kapitałowe (ang. Capital Expenditures)
Data Wyceny	23 czerwca 2025 r.
DCF	Zdyskontowane przepływy pieniężne (ang. Discounted Cash Flow)
EBIT	Zysk z działalności operacyjnej (ang. Earnings Before Interest and Tax)
EBITDA	Zysk operacyjny przed odliczeniem odsetek od oprocentowanych zobowiązań, podatków oraz amortyzacji (ang. Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortisation)
EV	Wartość przedsiębiorstwa (ang. Enterprise Value)
FCFF	Wolne przepływy pieniężne dla właścicieli i wierzycieli (ang. Free Cash Flow to Firm)
Firma Audytorska	Misters Audytor Adviser Sp. z o.o. z siedzibą w Warszawie
GPW	Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.
Klient	Pamapol
NOPAT	Zysk operacyjny netto po opodatkowaniu
NPV	Wartość bieżąca netto (ang. Net Present Value)
Okres Prognozy	Okres od 1 lipca 2025 roku do końca 2030 roku
Pamapol lub Spółka	Pamapol S.A., z siedzibą w Ruścu (97-438), przy ul. Wieluńskiej 2, wpisana do rejestru przedsiębiorców KRS pod numerem 0000211414

Skróty i definicje

Skróty w raporcie

Prognoza Finansowa lub Prognozy Finansowe

Definicja

Prognoza finansowa obejmująca Okres Prognozy przekazana MAA na potrzeby sporządzenia Raportu opracowana w wyniku przeprowadzenia szczegółowej analizy wielu scenariuszy kierunków rozwoju działalności oraz warunków rynkowych oraz uznana za najbardziej prawdopodobną i reprezentatywną, a także najlepiej odzwierciedlającą potencjał ekonomiczny Spółki, zgodnie z aktualną wiedzą Zarządu Spółki. Przygotowana z należytą starannością oraz spełniająca założenia zasady „najwyższego i najlepszego wykorzystania” (ang. highest and best use) zgodnie z Międzynarodowym Standardem Sprawozdawczości Finansowej 13 (MSSF 13), formalnie zatwierdzona przez właściwe organy korporacyjne i stanowiąca integralny element strategii realizowanej przez Spółkę.

Raport

Niniejszy raport z wyceny wartości godziwej akcji Pamapol S.A.

Umowa

Umowa z pomiędzy Klientem a spółką **Misters Audytor Adviser Sp. z o.o.** z siedzibą w Warszawie

Ustawa o Ofercie

Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz. Ustaw z 2021 roku poz. 1983 z późniejszymi zmianami)

WACC

Średni ważony koszt kapitału (ang. Weighted Average Cost of Capital)

Wartość Godziwa

Zgodnie z MSSF 13 wartość godziwa to „cena, którą otrzymano by za sprzedaż składnika aktywów lub zapłacono by za przeniesienie zobowiązania w transakcji przeprowadzonej na zwykłych warunkach między uczestnikami rynku na dzień wyceny”

Wartość Rezydualna lub RV

Wartość przedsiębiorstwa odzwierciedlająca przepływy pieniężne FCFF po okresie prognozy

Wycena

Określenie wartości godziwej akcji Spółki

Wykonawca lub MAA

Misters Audytor Adviser Sp. z o.o. z siedzibą w Warszawie

Zastrzeżenia

Niniejszy Raport wyraża wiedzę oraz poglądy Autorów na dzień jego przygotowania i został wykonany z należytą starannością, rzetelnością, metodologiczną poprawnością i obiektywnością na podstawie informacji dostępnych publicznie oraz dostarczonych przez Zleceniodawcę. MAA nie gwarantuje jednak pełnej dokładności ani kompletności badania. MAA nie jest odpowiedzialny za nieuwzględnienie w analizie żadnych informacji wewnętrznych, których nie dostarczył Zarząd Spółki.

Wycena została sporządzona na podstawie dokumentów udostępnionych MAA. W konsekwencji, jeżeli jakiegokolwiek informacje nie znalazły się w przesłanych dokumentach to, nie znalazły one również odzwierciedlenia w wycenie Spółki.

Przygotowanie wyceny Pamapol zostało poprzedzone następującymi założeniami wstępnymi:

- wycena Pamapol opiera się na informacjach źródłowych przekazanych przez Zarząd Spółki;
- niniejszy Raport został przygotowany wyłącznie dla celów opisanych w Umowie ze Zleceniodawcą i nie może być wykorzystywany w całości ani w części do celów innych niż określone w tej Umowie, bez pisemnej zgody Wykonawcy;
- niniejsza wycena Spółki nie uwzględnia analizy ryzyk podatkowych i prawnych;
- poza badanymi dokumentami nie istnieje żaden inny dokument mający istotny wpływ na wycenę Pamapolu, w tym na wnioski zawarte w Raporcie, lub dokument taki nie został udostępniony MAA;

- osoby udostępniające badane dokumenty działały w dobrej wierze i nie zataiły istotnych informacji faktycznych lub prawnych, w tym także tych, które nie znajdują odzwierciedlenia w badanych dokumentach;
- wszystkie badane dokumenty spełniają kryterium autentyczności, tj. faktycznie pochodzą od osób lub organów publicznych wskazanych jako wystawcy badanego dokumentu;
- wszystkie zbadane dokumenty spełniają kryterium integralności, tj. ich treść nie uległa zmianie;
- nie doszło do ingerencji w treść dokumentów w trakcie transmisji;
- udostępnione sprawozdania finansowe Pamapolu są zgodne z dokumentami złożonymi w KRS;
- analizy przeprowadzone przez Wykonawcę nie uwzględniają żadnych nieujawnionych zdarzeń i zobowiązań, o których konsultanci MAA nie wiedzieli na dzień wyceny, lub co do których, z uwagi na ograniczony zakres informacji, nie byli w stanie określić ryzyka z nimi związanego, a których ewentualne istnienie może mieć wpływ na wynik wyceny Pamapolu.

Należy podkreślić, że wynagrodzenie otrzymane za przygotowanie Raportu w żaden sposób nie zależało od przedstawionych wyników analizy i wniosków oraz ocen przedstawionych w Raporcie.

Spis treści

- 1 Wprowadzenie**
- 2 Podsumowanie wyników wyceny**
- 3 Podstawa sporządzenia, standard wyceny i zastosowana metodyka**
- 4 Profil działalności Spółki**
- 5 Wycena metodą dochodową**
- 6 Wycena metodą mnożnikową**

Załączniki

1. Wprowadzenie (1/2)

| Zakres prac

Celem niniejszego dokumentu jest wycena spółki Pamapol SA, adres ul. Wieluńska 2, 97-438, Rusiec, numer KRS 0000211414. Raport został wykonany na podstawie umowy zawartej pomiędzy **Pamapol** oraz **MAA**.

Wycena została sporządzona na dzień **23 czerwca 2025 r.** Celem przeprowadzonej wyceny jest określenie **wartości godziwej kapitału własnego Spółki na potrzeby ogłoszenia wezwania do sprzedaży akcji Pamapolu na podstawie art. 79a Ustawy o Ofercie**, tj. wskutek pośredniego nabycia akcji spółki publicznej, co doprowadziło do konieczności ogłoszenia obowiązkowego wezwania w trybie art. 73 Ustawy o ofercie.

Informacje finansowe i model biznesowy Pamapolu zostały przekazane Wykonawcy przez Zarząd Pamapolu drogą elektroniczną lub uzyskane ze źródeł publicznie dostępnych. Do wyceny kapitału własnego Pamapolu zastosowano następujące metody:

- **metoda dochodowa (zdyskontowanych przepływów pieniężnych) FCFF jako metoda wiodąca,**
- metoda mnożnikowa (rynkowa) z wykorzystaniem wskaźnika P/BV jako metoda uzupełniająca przedstawiona jako element weryfikacji poprawności wyceny metodą dochodową, potwierdzająca racjonalność ceny uzyskanej metodą dochodową.

| Standard wyceny

Do wyceny przyjęto standard **wartości godziwej, zgodnie z definicją Międzynarodowego Standardu Sprawozdawczości Finansowej nr 13 (MSSF 13)**. Wycena metodą dochodową została przygotowana na podstawie Prognoz Finansowych dostarczonych przez Zarząd Pamapolu.

Autorzy wyceny dokonali krytycznej analizy otrzymanych Prognoz Finansowych pod kątem ich racjonalności oraz zgodności z historycznymi wynikami finansowymi Pamapolu i planowanymi działaniami rozwojowymi. Dodatkowo, do obliczenia kosztu kapitału własnego oraz przy analizie mnożników dla spółek porównawczych wykorzystano publicznie dostępne dane rynkowe.

| Zastosowana metodyka

Do wyceny Pamapolu, w tym do określenia wartości godziwej kapitału własnego, zastosowano:

- **podejście dochodowe (metoda wiodąca),**
- **podejście rynkowe bazujące na mnożnikach dla spółek porównywalnych (metoda uzupełniająca przedstawiona w celach informacyjnych).**

1. Wprowadzenie (2/2)

Wycenę przeprowadziła Firma Audytorska

Misters Audytor Adviser Sp. z o.o.

ul. Bukowińska 22B

02-703 Warszawa

nr ewidencyjny 3704

biuro@mistersaudytor.pl

+48 22 848 18 17

+48 22 849 91 12

W imieniu Firmy Audytorskiej wycenę przeprowadzili:

Barbara Misterska-Dragan biegły rewident nr ewidencyjny 2581

dr hab. Paweł Mielcarz

dr Adrian Struciński

Patryk Kraus

W imieniu Firmy Audytorskiej:

2. Podsumowanie wyników wyceny

Wartość Godziwa 1 akcji spółki Pamapol 2,70 PLN

| Metoda dochodowa

W ramach przeprowadzonej analizy, z zastosowaniem podejścia dochodowego, zgodnie ze **standardem wartości godziwej**, wartość 100% kapitału własnego Spółki została określona na poziomie **93 763 689 PLN**, a wartość 1 akcji oszacowano na poziomie **2,70 PLN**.

| Metoda mnożnikowa

W ramach przeprowadzonej analizy, z zastosowaniem podejścia mnożnikowego, oszacowano wartość 100% kapitału własnego Spółki w przedziale **od 84 583 762 PLN do 102 865 303 PLN**, a wartość 1 akcji oszacowano w przedziale **od 2,43 PLN do 2,96 PLN**. Wycena metodą porównawczą została przygotowana w oparciu o wskaźnik P/BV, wyliczony dla starannie dobranej wąskiej grupy spółek giełdowych o zbliżonej skali działalności, profilu biznesowym, poziomie rentowności oraz zmienności wyników.

Zgodnie z oświadczeniami Zarządu Spółka realizuje politykę inwestycyjną zgodnie z zasadą najwyższego i najlepszego wykorzystania (and. Highest and Best Use). W konsekwencji, **za podstawę wyceny przyjęto model zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) i na tej podstawie wskazano rekomendowaną wartość godziwą Spółki**, natomiast wycenę metodą mnożnikową przedstawiono wyłącznie jako element weryfikacji poprawności wyceny DCF, potwierdzający racjonalność wyniku uzyskanego metodą dochodową.

Wycena metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych (metoda wiodąca)

Wartość 100% akcji ➤ **93 763 689 PLN**

Wartość 1 akcji ➤ **2,70 PLN**

Wycena metodą mnożnikową (metoda uzupełniająca)

Wartość 100% akcji ➤ **84 583 762 PLN – 102 865 303 PLN**

Wartość 1 akcji ➤ **2,43 PLN – 2,96 PLN**

Dynamika ceny akcji Pamapol w okresie 23.08.2024 – 22.08.2025



Źródło: opracowanie własne, stooq.pl

3. Podstawa sporządzenia, standard wyceny i zastosowana metodyka (1/4)

| Podstawa sporządzenia wyceny

W dniu 23 czerwca 2025 r. w ramach czynności reorganizacyjnych Paweł Szataniak oraz Mariusz Szataniak, rodzeństwo działające w porozumieniu zgodnie z art. 87 ust. 1 pkt 5 Ustawy o Ofercie, zawarli - poprzez utworzone przez siebie fundacje rodzinne - transakcję nabycia 100% udziałów w kapitale zakładowym spółki MP Inwestors S.à r.l. z siedzibą w Luksemburgu (dalej „MP Inwestors”). Zbywcą był Forum 109 Fundusz Inwestycyjny Zamknięty (dalej „Forum 109 FIZ”).

Umowy sprzedaży zostały zawarte przez:

- **Fundację Rodzinną PSz** z siedzibą w Krakowie, będącą podmiotem zależnym Pawła Szataniaka,
- **Fundację Rodzinną MSz** z siedzibą w Krakowie, będącą podmiotem zależnym Mariusza Szataniaka.

Na podstawie tej transakcji Paweł Szataniak i Mariusz Szataniak, poprzez wskazane fundacje rodzinne, uzyskali status podmiotów dominujących wobec MP Inwestors.

MP Inwestors posiada łącznie **29 707 353 akcji zwykłych na okaziciela Pamapol**, co stanowi **85,49% udziału w ogólnej liczbie głosów w Spółce**, w tym:

- **1 459 946 akcji** (4,20% głosów) bezpośrednio,
- **28 247 407 akcji** (81,29% głosów) pośrednio, poprzez spółkę zależną **Amerykanka Struktura sp. z o.o.**

Ani Paweł Szataniak, ani Mariusz Szataniak nie są samodzielnie - przez swoje fundacje rodzinne - podmiotami dominującymi wobec MP Inwestors. Jednakże, zgodnie z art. 87 ust. 4 pkt 1 Ustawy o ofercie, uznaje się, że działają w porozumieniu, co skutkuje posiadaniem przez nich łącznie statusu podmiotu dominującego nad MP Inwestors, a tym samym pośrednio nad Pamapol.

W dniu 27 czerwca 2025 r. Zarząd Pamapol otrzymał stosowne zawiadomienia w trybie art. 69 i art. 70 pkt 1 Ustawy o Ofercie :

- od **Forum 109 FIZ** - o zbyciu pakietu akcji stanowiącego 85,49% głosów w Pamapol,
- od **Pawła Szataniaka oraz Mariusza Szataniaka** - o pośrednim nabyciu wskazanego pakietu poprzez Fundację Rodzinną PSz oraz Fundację Rodzinną MSz.

Zgodnie z **art. 79a ust. 1 Ustawy o Ofercie**, w przypadku gdy w wyniku nabycia akcji w sposób pośredni dochodzi do osiągnięcia albo przekroczenia progu 50% ogólnej liczby głosów w spółce publicznej, powstaje obowiązek ogłoszenia wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji tej spółki w trybie art. 73 Ustawy.

W konsekwencji, wobec pośredniego nabycia przez Pawła i Mariusza Szataniaków - poprzez kontrolowane fundacje rodzinne - pakietu akcji stanowiącego 85,49% udziału w ogólnej liczbie głosów w Pamapol, powstał obowiązek ogłoszenia wezwania na nabycie akcji Spółki w trybie art. 73 Ustawy o Ofercie.

Realizacja obowiązku ogłoszenia wezwania wiąże się z koniecznością przeprowadzenia wyceny akcji Pamapol S.A., która stanowi podstawę do określenia ceny w wezwaniu zgodnie z art. 79a Ustawy o Ofercie.

3. Podstawa sporządzenia, standard wyceny i zastosowana metodyka (2/4)

| Standard wyceny

Przy wycenie podmiotów gospodarczych należy stosować odpowiednie standardy wyceny. Wybór konkretnego standardu zależy przede wszystkim od celu przeprowadzanej wyceny, uwarunkowań prawnych, uwarunkowań metodologicznych, stanu przedmiotu wyceny oraz przyjętych założeń i ograniczeń (NSVS General principles of business valuation).

Na potrzeby wyceny w niniejszym Raporcie przyjęto standard wartości godziwej, zgodnie z wymogami art. 79a Ustawy o Ofercie.

Podejście do wyliczenia wartości godziwej reguluje **Międzynarodowy Standard Sprawozdawczości Finansowej 13 (MSSF 13)**. Głównym celem MSSF 13 jest zdefiniowanie pojęcia wartości godziwej oraz przedstawienie ogólnych zasad jej szacowania dla różnych grup aktywów i zobowiązań.

Zgodnie z MSSF 13 wartość godziwa to **„cena, którą otrzymano by za sprzedaż składnika aktywów lub zapłacono by za przeniesienie zobowiązania w transakcji przeprowadzonej na zwykłych warunkach między uczestnikami rynku na dzień wyceny”**.

Do najważniejszych zasad wyceny wartości godziwej, określonych w MSSF 13 należą:

1. Zasada istnienia hipotetycznej transakcji na „najkorzystniejszym rynku” w procesie szacowania wartości godziwej

Zgodnie z tą zasadą „ustalenie wartości godziwej opiera się na założeniu, że transakcja sprzedaży składnika aktywów lub przeniesienia zobowiązania odbywa się:

- na głównym rynku dla danego składnika aktywów lub zobowiązania lub
- w przypadku braku głównego rynku na najkorzystniejszym rynku dla danego składnika aktywów lub zobowiązania.”

Zgodnie z wytycznymi MSSF 13 w sytuacji braku dowodu przeciwnego za „najkorzystniejszy rynek uważa się rynek, na którym jednostka zawarłaby w normalnych warunkach transakcję sprzedaży składnika aktywów lub przeniesienia zobowiązania”.

2. Zasada nieuwzględniania kosztów transakcyjnych w procesie szacowania wartości godziwej

Zgodnie z tą zasadą „Ceny na głównym (lub najkorzystniejszym) rynku stosowane do ustalenia wartości godziwej składnika aktywów lub zobowiązania nie koryguje się o koszty transakcyjne”.

3. Zasada Highest and Best Use (HBU)

Zgodnie z tą zasadą wartość godziwą składnika aktywów ustala się na podstawie założenia, że uczestnicy rynku działają w swoim najlepszym interesie gospodarczym, co oznacza, że hipotetyczna **transakcja kupna lub sprzedaży powinna opierać się na wycenie wartości godziwej aktywów przy założeniu najlepszego z możliwych sposobu ich wykorzystania**, przy czym wykorzystanie to jest: a. realne i zgodne z prawem, b. fizycznie możliwe, c. finansowo wykonalne, d. dające najwyższą wartość.

3. Podstawa sporządzenia, standard wyceny i zastosowana metodyka (3/4)

MSSF 13 podaje, że przy wycenie wartości godziwej „Jednostka stosuje techniki wyceny, które są odpowiednie do okoliczności i w przypadku których są dostępne dostateczne dane do ustalenia wartości godziwej, przy maksymalnym wykorzystaniu odpowiednich obserwowalnych danych wejściowych i minimalnym wykorzystaniu nieobserwowalnych danych wejściowych”, i wprowadza trzy poziomy pozyskiwania informacji wejściowych wyznaczające hierarchię wyboru techniki stosowanej w ustalaniu wartości godziwej:

- Poziom pierwszy obejmujący informacje z aktywnego rynku, które uznawane są za najbardziej wiarygodne i powinny być stosowane zawsze wtedy, kiedy tylko jest to możliwe.
- Poziom drugi obejmujący informacje inne niż z aktywnego rynku, które jednak powinny być obserwowalne i mierzalne (obiektywne).
- Poziom trzeci obejmujący informacje o charakterze nieobserwowalnym (subiektywne), używane wtedy, gdy nie są dostępne informacje z poziomu pierwszego lub drugiego.

Wszystkie wymagania określone w MSSF 13 dotyczące wyceny wartości godziwej zostały spełnione podczas przygotowywania niniejszego Raportu.

| Zastosowana metodyka

Do wyceny Pamapolu, w tym do określenia wartości godziwej kapitału własnego, zastosowano:

- **podejście dochodowe (metoda wiodąca),**
- **podejście rynkowe bazujące na mnożnikach dla spółek porównywalnych (metoda uzupełniająca przedstawiona w celach informacyjnych).**

| Metody dochodowe

Podejście dochodowe (ang. Income Approach) obejmuje grupę metod, które wyznaczają wartość przedsiębiorstwa w oparciu o strumienie przyszłych dochodów ekonomicznych zdyskontowanych oczekiwaną stopą zwrotu (Powszechne Krajowe Zasady Wyceny, PKZW).

Metody dochodowe traktują wartość przedsiębiorstwa jako inwestycję mogącą przynosić zyski w przyszłości. Przyjmuje się, że podmiot dysponuje aktywami (zasobami), których racjonalne wykorzystanie (zarządzanie) może prowadzić do generowania dodatnich przepływów pieniężnych w przyszłości, co ma wpływ na wycenę wartości przedsiębiorstwa. Opłacalność inwestycji (wzrost wartości przedsiębiorstwa) jest wyrażona jako nadwyżka finansowa (przewaga wpływów nad wydatkami), zaś brak opłacalności inwestycji to niedobór środków pieniężnych. Wolne przepływy pozwalają inwestorom ocenić potencjał firmy pod względem inwestycyjnym oraz uzyskać informacje dotyczące możliwości wypłaty dywidend.

3. Podstawa sporządzenia, standard wyceny i zastosowana metodyka (4/4)

Do metod dochodowych zaliczana jest między innymi **metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych DCF** (ang. Discounted Cash Flows). Szczegóły metodologii zostały przedstawione w Załączniku 1.

W metodzie DCF wyróżnia się następujące podejścia:

- FCFF (ang. Free Cash Flow to Firm), gdzie wolne przepływy pieniężne liczone są z perspektywy wszystkich finansujących (wolne przepływy pieniężne dla przedsiębiorstwa),
- FCFE (ang. Free Cash Flow to Equity), gdzie wolne przepływy pieniężne są liczone z perspektywy właścicieli (akcjonariuszy).

W niniejszym Raporcie do ustalenia wartości Spółki została wykorzystana metoda FCFF.

| Metody rynkowe

Podejście rynkowe (porównawcze) polega na porównaniu wycenianej spółki z podobną spółką o zbliżonej wielkości działalności (poziomie przychodów, kosztów i aktywów), działającą na rynku w tej samej branży. W metodzie tej wartość przedsiębiorstwa ustala się na podstawie informacji o wartościach rynkowych mnożników stosowanych przy wycenie innych spółek i mnoży się przez odpowiedni wskaźnik stanowiący podstawę wyceny.

Do najpopularniejszych mnożników rynkowych należą:

- P/E – cena rynkowa akcji / wartość zysku netto na akcję

- P/BV – rynkowa cena akcji / wartość księgowa kapitału własnego
- P/S – rynkowa cena akcji / wartość przychodów ze sprzedaży
- EV/EBITDA – suma wartości rynkowej akcji i wartości rynkowej zadłużenia pomniejszona o gotówkę / zysk operacyjny powiększony o amortyzację
- EV/EBIT – suma wartości rynkowej akcji i wartości rynkowej zadłużenia pomniejszona o gotówkę / zysk operacyjny

W niniejszym Raporcie, ze względu na specyfikę etapu rozwoju, na którym znajduje się wyceniany podmiot, w tym ze względu na dużą zmienność realizowanych wyników finansowych, **do wyceny porównawczej zastosowano mnożnik P/BV**.

Przygotowanie niniejszego raportu obejmowało analizę następujących czynników:

- Profilu działalności Spółki oraz sytuacji na kluczowych rynkach, na których Spółka prowadzi działalność.
- Kondycji finansowej Spółki oraz jej historycznych wyników finansowych.
- Prognozowanych wyników finansowych, opracowanych w oparciu o aktualną strategię Spółki, z uwzględnieniem założenia najwyższego i najlepszego wykorzystania (Highest and Best Use), zgodnie z definicją wartości godziwej zawartą w MSSF 13, przy jednoczesnym uwzględnieniu otoczenia gospodarczego oraz czynników makroekonomicznych.

4. Profil działalności Spółki (1/2)

| Profil działalności Pamapol

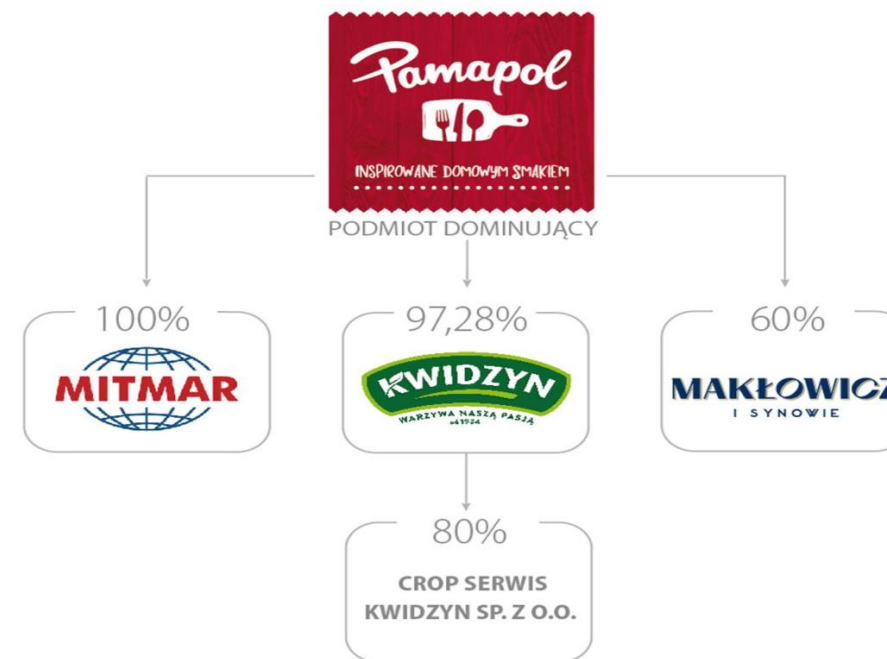
Nazwa	PAMAPOL Spółka Akcyjna
Siedziba	ul. Wieluńska 2; 97-438 Rusiec
KRS	0000211414
NIP	8321761681
REGON	730365765
Data rejestracji w KRS	30 czerwca 2004 r.

Pamapol zajmuje się produkcją przetworów mięsno-warzywnych, w tym dań gotowych, konserw mięsnych i warzywnych oraz wyrobów garmazeryjnych. Firma Pamapol została założona w 1993 r. przez Pawła i Mariusza Szataniak. Od 2006 r. jest notowana na GPW.

Skład Grupy Kapitałowej:

- **Pamapol SA** - podmiot dominujący grupy kapitałowej, specjalizujący się w produkcji m.in. posiłków gotowych, konserw mięsnych, pasztetów oraz zup
- **Kwidzyn SA** - specjalizuje się w produkcji warzyw mrożonych i konserwowych sprzedawanych w sieciach handlowych oraz B2B
- **Mitmar Sp. z o.o.** - odpowiada za sprzedaż mięsa i produktów mięsnych (wołowina, wieprzowina, drób), oraz usługi logistyczne i magazynowe
- **Makłowicz i Synowie Sp. z o.o.** - zajmuje się produkcją i dystrybucją dań gotowych, oliw, makaronów i sosów
- **Crop Serwis Kwidzyn Sp. z o.o.** - odpowiada za kontraktację i dostawy warzyw, doradztwo agrotechniczne, sprzedaż detaliczną warzyw

Struktura organizacyjna GK Pamapol



Źródło: <https://www.grupapamapol.pl/strona/struktura>

Marki, pod którymi sprzedawane są produkty Spółki: **Pamapol, Spichlerz Rusiecki, Sorella, Goong, Kwidzyn, Mitmar, Makłowicz i Synowie.**

Kanały sprzedaży: hurtownie, sieci handlowe, B2B, eksport.

4. Profil działalności Spółki (2/2)

| Główne segmenty operacyjne

- **Żywność przetworzona** — obejmuje kategorie takie jak dania gotowe, zupy, dania mrożone, konserwy mięsne i pasztety. Głównymi spółkami w tym segmencie są Pamapol SA oraz Makłowicz i Synowie Sp. z o.o.
- **Produkty mięsne** — główną spółką działającą na tym rynku jest Mitmar Sp. z o.o.
- **Warzywa konserwowe i mrożone** — poprzez spółkę Kwidzyn, Grupa dostarcza produkty takie jak groch, kukurydza, fasola, brokuły i kalafior, dostępne zarówno na rynku krajowym, jak i zagranicznym

Podstawowe skonsolidowane dane finansowe GK Pamapol SA

mln PLN	2022	2023	2024
Przychody ze sprzedaży	1 115	992	907
Zysk (strata) ze sprzedaży	68	25	(4)
EBITDA	83	50	25
EBIT	63	28	1
Zysk (strata) netto	34	10	(8)
Aktywa	578	646	686
Kapitał własny	149	176	160

Źródło: Skonsolidowane sprawozdania finansowe Spółki

| Długoterminowe perspektywy wzrostu rynku

Na długoterminowe perspektywy wzrostu rynków, na których działa Spółka, wpływają następujące czynniki:

1. Zmiany nawyków konsumenckich

- Stabilny wzrost segmentu dań gotowych
- Rosnący popyt na produkty premium, oparte na składnikach naturalnych i nieprzetworzonych
- Malejący popyt na konserwy i pozostałe produkty wysoko przetworzone

2. Otoczenie regulacyjne

- Zaostrzenie regulacji dotyczących bezpieczeństwa żywności, etykietowania i gospodarki odpadami

3. Warunki makroekonomiczne

- Inflacja oraz rosnące koszty energii wywierają presję na marże oraz powodują konieczność utrzymywania stabilnych cen
- Prognozowany wzrost konsumpcji wspiera stabilny rozwój segmentu dań gotowych

4. Konkurencja i konsolidacja rynku

- Wysoka presja konkurencyjna ze strony marek własnych sieci handlowych i globalnych producentów
- Wyróżnienie się poprzez jakość, innowacyjność i efektywną komunikację marketingową jako klucz do budowania pozycji rynkowej

5. Wycena metodą dochodową (1/5)

| Założenia

Prognoza wolnych przepływów pieniężnych bazująca na przekazanych Prognozach Finansowych została sporządzona z należytą starannością i spełnia założenia zasady najwyższego i najlepszego wykorzystania (ang. highest and best use) zgodnie z MSSF 13. Zakładany sposób wykorzystania aktywów Spółki oraz kierunek jej rozwoju odpowiadają, zgodnie z wiedzą Zarządu Spółki, najbardziej efektywnemu wykorzystaniu tych aktywów z perspektywy uczestników rynku.

Prognoza Finansowa odzwierciedla aktualnie realizowaną strategię Spółki, uwzględniając zarówno kontekst rynkowy, jak i bieżący etap rozwoju przedsiębiorstwa.

Po odnotowanym pogorszeniu wyników operacyjnych Spółki w latach 2024–2025, w okresie szczegółowej prognozy zakładany jest wzrost, a następnie stabilizacja marży EBITDA oraz stopniowy wzrost stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału.

| Projekcja przepływów pieniężnych

EV została oszacowana w oparciu o zdyskontowane prognozowane wolne przepływy pieniężne w Okresie Prognozy oraz wartość rezydualną. Wartość bieżąca prognozowanych przepływów pieniężnych została oszacowana poprzez ich dyskontowanie kosztem kapitału równym WACC.

Dla potrzeb kalkulacji wartości rezydualnej przyjęto wystandaryzowany poziom przepływów pieniężnych w długim horyzoncie czasowym oraz stopę wzrostu przepływów (g) na poziomie 0,8%.

Przejście od EV do kapitału własnego uwzględnia wartość aktywów nieoperacyjnych spółki na Dzień Wyceny, wartość długu oraz środków pieniężnych i ich ekwiwalentów.

| Aktywa nieoperacyjne (NOA & Cash)

Zgodnie z ogólnie przyjętą metodyką, niniejsza wycena uwzględnia następujące składniki majątku Spółki jako aktywa nieoperacyjne:

- nieruchomości inwestycyjne,
- inwestycje w jednostkach zależnych,
- udzielone pożyczki,
- instrumenty finansowe oraz inne aktywa finansowe,
- aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego pomniejszone o rezerwy z tytułu odroczonego podatku dochodowego,
- aktywa przeznaczone do sprzedaży,
- środki pieniężne i ekwiwalenty.

W odniesieniu do aktywów przeznaczonych do sprzedaży uzyskano stosowne oświadczenia Zarządu Spółki dotyczące planowanej sprzedaży.

5. Wycena metodą dochodową (2/5)

| Stopa wzrostu przepływów pieniężnych po okresie szczegółowej prognozy

Stopę wzrostu przepływów pieniężnych FCFF po okresie szczegółowej prognozy (g) oszacowano zgodnie z metodologią przedstawioną w Załączniku 1. Przy jej kalkulacji, poza nakładami inwestycyjnymi na aktywa trwałe, uwzględniono także nakłady na KON. Dla potrzeb kalkulacji stopy wzrostu g przyjęto wystandaryzowany poziom stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału. W rezultacie uzyskano szacunek stopy wzrostu g w wysokości 0,8%.

| Koszt kapitału

Celem niniejszej wyceny jest ustalenie wartości godziwej kapitału własnego Pamapolu, gdzie wartość godziwa jest określona zgodnie z MSSF 13. Jedną z kluczowych zasad wyceny do wartości godziwej, jest zasada HBU, która wskazuje, że wartość godziwą należy ustalać z perspektywy hipotetycznego inwestora, który po nabyciu danego składnika aktywów będzie dążył do jak najefektywniejszego jego wykorzystania w celu maksymalizacji jego wartości.

Przy obliczaniu kosztu kapitału zastosowano zatem średni rynkowy stosunek zadłużenia do kapitału własnego dla branży Food Processing w Europie, a nie rzeczywistą proporcję składników kapitału. Optymalizacja struktury kapitału w celu zminimalizowania WACC jest jednym z kluczowych narzędzi maksymalizacji wartości jednostek biznesowych.

Dlatego, przy wycenie wartości godziwej zgodnie z zasadą HBU struktura kapitału powinna być taka, aby wyceniana spółka osiągała maksymalną wartość. W praktyce często przyjmuje się, że średni rynkowy poziom zadłużenia podmiotów z danej branży może służyć jako wyznacznik optymalnej struktury kapitałowej.

Na potrzeby wyliczenia kosztu kapitału przyjęto następujące założenia:

- przyjęto krańcową stawkę podatkową w wysokości 19,0%,
- przyjęto wskaźnik zadłużenia do kapitału własnego (D/E) poziomie 0,34 obserwowanym wśród europejskich podmiotów działających w branży Food Processing,
- przyjęto koszt długu na poziomie 7,4%,
- przyjęto Betę na poziomie 0,83 na podstawie analizy zmienności cen akcji spółek z branży przetwórstwa spożywczego skupionych w ramach indeksu sektorowego WIG-spożywczy, względem zmienności indeksu szerokiego rynku WIG,
- jako stopę wolną od ryzyka przyjęto rentowność długoterminowych obligacji skarbowych na Datę Wyceny, która wyniosła 5,65%,
- przyjęto premię za ryzyko rynkowe dla polskiego rynku kapitałowego wynoszącą 5,46%,

W wyniku przeprowadzonej analizy ustalono, że:

- koszt kapitału własnego dla Pamapolu wynosi 10,2%,
- WACC wynosi 9,1%.

5. Wycena metodą dochodową (3/5)

Kalkulacja WACC	23 czerwca 2025 r.
Koszt kapitału własnego	10,2%
Stopa wolna od ryzyka	5,7%
Premia za ryzyko rynkowe	5,5%
Współczynnik Beta (β)	0,83
Koszt długu z uwzględnieniem CIT	6,0%
Koszt długu	7,4%
Stawka podatku CIT	19%
Wskaźnik zadłużenia do kapitału własnego (D/E)	0,34
E / (D+E)	0,75
D / (D+E)	0,25
WACC	9,1%

Źródło: opracowanie własne

FCFF (mln PLN)	06-12. 2025 P	2026 P	2027 P	2028 P	2029 P	2030 P
EBIT	1,7	20,1	30,3	32,2	34,9	37,0
Podatek CIT	0,3	3,8	5,7	6,1	6,6	7,0
NOPAT	1,3	16,3	24,5	26,1	28,2	30,0
Amortyzacja	16,1	33,4	34,4	34,2	34,0	33,7
Nakłady na kapitał obrotowy netto	58,1	- 11,0	12,0	5,6	8,9	3,6
CAPEX	8,6	13,7	16,0	15,6	14,6	14,4
Dezinwestycje	3,7	16,7				
FCFF	- 45,5	63,6	30,9	39,1	38,7	45,7
RV						307,6
Współczynnik dyskonta	0,96	0,88	0,80	0,74	0,67	0,62
Zdyskontowane FCFF	- 43,5	55,8	24,8	28,8	26,1	218,5
EV	310,5					

Źródło: opracowanie własne

5. Wycena metodą dochodową (4/5)

Wycena akcji Pamapol metodą DCF

EV	mln PLN	310,5
NOA & Gotówka	mln PLN	28,1
Dług oprocentowany	mln PLN	230,5
Pozostałe zobowiązania i rezerwy	mln PLN	14,2
Kapitał własny na dzień 30 czerwca 2025	mln PLN	93,9
Czynnik dyskontowy		0,998
Kapitał własny na dzień 23 czerwca 2025	mln PLN	93,8

Liczba akcji	sztuk	34 750 050
--------------	-------	------------

Wartość 1 akcji Pamapol	PLN	2,70
-------------------------	-----	------

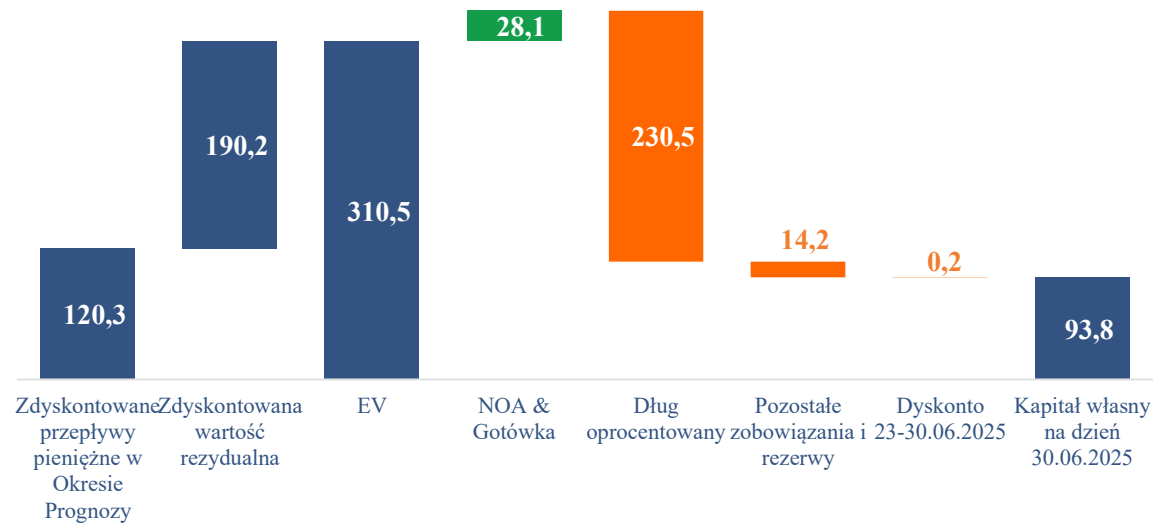
Źródło: opracowanie własne

| Wyniki wyceny metodą dochodową

Wartość przedsiębiorstwa (EV) została oszacowana na kwotę **310 544 447 PLN** i odpowiada sumie przepływów pieniężnych w Okresie Prognozy oraz wartości rezydualnej, zdyskontowanych przez zastosowanie WACC równego 9,1% .

Zobowiązania finansowe, pozostałe zobowiązania i rezerwy, środki pieniężne oraz aktywa nieoperacyjne wskazane w tabeli pochodząca z przekazanych przez Zarząd Spółki wstępnych sprawozdań finansowych Pamapolu za 2 kwartał 2025 roku.

Wycena 100% kapitałów własnych Spółki - EV-Equity bridge (mln PLN)



Źródło: opracowanie własne

Wartość kapitału własnego Pamapolu na dzień 30 czerwca 2025 została oszacowana na kwotę 93 920 803 PLN. **Wartość kapitału własnego** po uwzględnieniu wartości pieniądza w czasie pomiędzy Dniem Wyceny, a 30 czerwca 2025 r. tj. rozpoczęciem Okresu Prognozy została natomiast oszacowana na **93 763 689 PLN**.

W rezultacie, wartość godziwą jednej akcji w podejściu dochodowym oszacowano na 2,70 PLN.

5. Wycena metodą dochodową (5/5)

| Analiza wrażliwości

Analiza wrażliwości stanowi narzędzie umożliwiające zbadanie wpływu zmian kluczowych parametrów na uzyskane wyniki wyceny. W przypadku wyceny metodą dochodową do najczęściej testowanych zmiennych zalicza się w szczególności stopę dyskontową (WACC) oraz stopę wzrostu w okresie rezydualnym (g).

W ramach przeprowadzonych prac dokonano analizy wrażliwości wartości jednej akcji Spółki na zmiany kluczowych parametrów, obejmujących:

- Tempo wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po okresie szczegółowej prognozy (g),
- WACC,
- Prognozowaną wartość marży ponad koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów,
- Prognozowany poziom CAPEX.

Należy podkreślić, że analiza wrażliwości została przeprowadzona przy założeniu niezmienności pozostałych elementów modelu. Analiza wrażliwości nie może być traktowana jako substytut pełnej analizy scenariuszowej ani jako kompletny model wyceny, ze względu na brak uwzględnienia wzajemnych zależności pomiędzy analizowanymi czynnikami ryzyka.

		Odchylenie stopy dyskontowej WACC (+/-)						
	2,70	-0,30%	-0,20%	-0,10%	0%	0,10%	0,20%	0,30%
Odchylenie tempa wzrostu FCFF w okresie rezydualnym (+/-)	0,50%	3,44	3,32	3,20	3,08	2,96	2,85	2,74
	0,40%	3,36	3,23	3,11	3,00	2,88	2,77	2,66
	0,30%	3,27	3,15	3,03	2,92	2,81	2,70	2,59
	0,20%	3,19	3,07	2,96	2,84	2,73	2,63	2,52
	0,10%	3,11	2,99	2,88	2,77	2,66	2,56	2,46
	0,0%	3,03	2,92	2,81	2,70	2,59	2,49	2,39
	-0,10%	2,95	2,84	2,73	2,63	2,52	2,42	2,32
	-0,20%	2,88	2,77	2,66	2,56	2,46	2,36	2,26
	-0,30%	2,80	2,70	2,59	2,49	2,39	2,30	2,20
	-0,40%	2,73	2,63	2,53	2,43	2,33	2,23	2,14
	-0,50%	2,66	2,56	2,46	2,36	2,27	2,17	2,08

		Odchylenia wartości marży ponad koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów (+/-)						
	2,70	-1,50%	-1,00%	-0,50%	0%	0,50%	1,00%	1,50%
Odchylenia wartości nakładów inwestycyjnych w okresie szczegółowej prognozy (+/-)	10,00%	1,87	2,08	2,30	2,52	2,74	2,97	3,19
	7,50%	1,91	2,12	2,34	2,56	2,78	3,01	3,24
	5,00%	1,96	2,17	2,39	2,61	2,83	3,06	3,28
	2,50%	2,00	2,22	2,43	2,65	2,88	3,10	3,33
	0,0%	2,05	2,26	2,48	2,70	2,92	3,15	3,38
	-2,50%	2,09	2,31	2,52	2,74	2,97	3,19	3,42
	-5,00%	2,14	2,35	2,57	2,79	3,01	3,24	3,47
	-7,50%	2,19	2,40	2,61	2,83	3,06	3,28	3,51
	-10,00%	2,23	2,44	2,66	2,88	3,10	3,33	3,56

Źródło: opracowanie własne

6. Wycena metodą mnożnikową

Na podstawie wyceny mnożnikowej wartość 1 akcji Pamapolu ustalono w przedziale 2,43 – 2,96 PLN. Wyniki te należy traktować wyłącznie jako element weryfikacji poprawności wyceny DCF, potwierdzający racjonalność ceny uzyskanej metodą dochodową, gdyż jako wiodącą metodę wyceny przyjęto metodę DCF.

Wycena Pamapol	Minimum	Maksimum
Mnożnik P/BV	0,48	0,59
Kapitał własny Pamapol wg stanu na 31.03.2025 (000 PLN)	154 463	
Wartość 100% akcji Pamapol (000 PLN)	74 458	90 550
Premia za kontrolę	13,6%	
Wartość 100% akcji Pamapol z uwzględnieniem premii za kontrolę (000 PLN)	84 584	102 865
Wartość 1 akcji Pamapol (PLN)	2,43	2,96

Źródło: opracowanie własne

- Wycena metodą mnożnikową została przeprowadzona w oparciu o wąską próbę spółek porównywalnych notowanych na GPW, dobranych z uwzględnieniem zbliżonego profilu działalności, skali, poziomu rentowności oraz zmienności wyników finansowych.
- Ze względu na pogorszenie wyników operacyjnych Spółki w latach 2023–2024 oraz przewidywaną poprawę ich poziomu w okresie objętym szczegółową prognozą finansową, odstąpiono od zastosowania mnożników opartych na wynikach operacyjnych (takich jak wskaźniki P/E, EV/EBIT, EV/EBITDA), które mogłyby prowadzić do niereprezentatywnych lub mylnych wycen.
- Jako mnożnik wiodący zastosowano wskaźnik cena/wartość księgowa (P/BV), który znajduje szerokie zastosowanie w wycenach spółek kapitałochłonnych i przemysłowych, w szczególności w przypadkach, gdy zyski są obniżone przejściowo lub cechują się wysoką zmiennością. Wybór tego wskaźnika znajduje dodatkowe uzasadnienie w relatywnej stabilności wartości księgowej kapitału własnego oraz jego znaczeniu w sektorach o wysokim udziale aktywów trwałych i materialnych, do których należy również Spółka.
- Ponieważ wyceny spółek giełdowych zawierają dyskonto z tytułu braku kontroli, wyniki wyceny 100% akcji uzyskane metodą mnożnikową zostały następnie skorygowane o premię za kontrolę w wysokości 13,6%, przyjętą na podstawie raportu „Premia za kontrolę”, opublikowanego przez KPMG w lipcu 2024 roku.
- Wycena 100% akcji, uwzględniająca premię za kontrolę, mieści się w przedziale od 84,6 – 102,9 mln PLN. Szacunkowa wartość jednej akcji mieści się w przedziale 2,43 – 2,96 PLN. Wartości te są zbieżne z wynikami uzyskanymi metodą DCF.

Załącznik 1 (1/4)

| Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF)

Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) należy do najpopularniejszych metod dochodowych stosowanych w gospodarkach wolnorynkowych i jest podstawowym, współcześnie stosowanym narzędziem, do wyceny wartości przedsiębiorstw, a wolne przepływy pieniężne FCF (ang. Free Cash Flows) uznaje się obecnie za najlepszy miernik kondycji finansowej przedsiębiorstwa. W tym podejściu, w wycenie wartości przedsiębiorstwa uwzględnia się również przepływy mogące pochodzić z efektywnego wykorzystania aktywów nieuwzględnionych w sprawozdaniach finansowych, jak kapitał intelektualny przedsiębiorstwa, do którego zalicza się takie czynniki jak marka, potencjał organizacyjny lub know-how pracowników, które mają wpływ na wartość podmiotu.

Metoda DCF opiera się na wartości bieżącej obliczanej z sumy przepływów, które mogą zostać wygenerowane w przyszłości oraz wartości terminalnej (rezydualnej, likwidacyjnej):

Wzór 1. Wzór na wartość bieżącą

$$PV = \sum_{i=0}^n \frac{FCF_i}{(1+r)^i} + \frac{\left(\frac{FCF_n * (1+g)}{r-g} \right)}{(1+r)^n}$$

gdzie: PV (ang. Present Value) – wartość bieżąca, FCF – przyszłe wolne przepływy pieniężne, r – roczna stopa dyskontowa, n – liczba płatności ogółem (w całym okresie projekcji), g – okresowe tempo wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po okresie szczegółowej prognozy

| Wartość rezydualna

Wycenę po ustabilizowaniu się poziomu przepływów pieniężnych zamyka się tak zwaną wartością rezydualną RV (ang. Residual Value), którą oblicza się:

- jako wartość likwidacyjną w przypadku, gdy przedsiębiorstwo w końcowym okresie prognozy zakończy działalność,
- jako wartość kontynuacji, jeżeli przedsiębiorstwo będzie funkcjonowało dalej.

Przy założeniu, że wyceniane przedsiębiorstwo będzie miało zdolność do generowania długookresowych wolnych przepływów pieniężnych wartość rezydualną RV (ang. Residual Value) można obliczyć przy pomocy wzoru na rentę wieczystą:

Wzór 2. Wzór na wartość rezydualną

$$RV = \frac{FCF_n * (1+g)}{r-g}$$

gdzie: FCF_n – wolne przepływy w ostatnim okresie projekcji, g – współczynnik wzrostu po ustabilizowaniu się wolnych przepływów pieniężnych FCF po okresie prognozy

Załącznik 1 (2/4)

| Metoda FCFF

Wartość wolnych przepływów dla wszystkich stron finansujących (FCFF) oblicza się na podstawie wzoru:

Wzór 3. Wzór na obliczenie wolnych przepływów pieniężnych dla wszystkich stron finansujących w modelu FCFF

$$FCFF = NOPAT + A - CI - WCI + RV_{FCFF}$$

gdzie: NOPAT - zysk operacyjny po opodatkowaniu, A - amortyzacja, CI – dodatkowe wydatki inwestycyjne, WCI – nakłady na kapitał obrotowy, RVFCFF – wartość rezydualna FCFF

Wartość rezydualną FCFF oblicza się na podstawie wzoru:

Wzór 4. Wzór na obliczenie wartości rezydualnej FCFF

$$RV_{FCFF} = \frac{FCFF_n * (1 + g_{FCFF})}{WACC - g_{FCFF}}$$

gdzie: g_{FCFF} – tempo wzrostu wolnych przepływów FCFF

Wartość zysku operacyjnego po opodatkowaniu można obliczyć na podstawie wzoru:

Wzór 5. Wzór na obliczenie zysku operacyjnego po opodatkowaniu w modelu FCFF

$$NOPAT = EBIT * (1 - T)$$

gdzie: EBIT – zysk operacyjny, T – stopa podatkowa

Zysk operacyjny oblicza się na podstawie wzoru:

Wzór 6. Wzór na obliczenie zysku operacyjnego w modelu FCFF

$$EBIT = P - VC - FC - A$$

gdzie: P – przychody operacyjne, VC – koszty zmienne (ang. Variable Costs), FC – koszty stałe (ang. Fixed Costs), A – amortyzacja

Wartość przedsiębiorstwa z perspektywy wszystkich stron finansujących oblicza się według wzoru:

Wzór 7. Wzór na wartość przedsiębiorstwa z długiem w modelu FCFF

$$V = \sum_{i=0}^n \frac{FCFF}{(1 + WACC)^i} + \frac{RV_{FCFF}}{(1 + WACC)^n} + NOA + Cash = EV + NOA + Cash$$

gdzie: V – wartość przedsiębiorstwa z długiem (ang. Value), FCFF – wolne przepływy pieniężne z perspektywy wszystkich stron finansujących, RVFCFF – wartość rezydualna FCFF, NOA – wartość aktywów nieoperacyjnych, Cash – środki pieniężne

gdzie:

Wzór 8. Wzór na obliczenie rynkowej wartości kapitału własnego i rynkowej wartości długu z pominięciem aktywów nieoperacyjnych

$$EV = \sum_{i=0}^n \frac{FCFF}{(1 + WACC)^i} + \frac{RV_{FCFF}}{(1 + WACC)^n}$$

gdzie: EV – rynkowa wartość kapitału własnego i rynkowa wartość długu z pominięciem aktywów nieoperacyjnych oraz środków pieniężnych

Załącznik 1 (3/4)

Wzór 9. Wzór na wartość kapitału własnego

$$E = V - D$$

gdzie: E – wartość kapitału własnego (ang. *Equity*), D – wartość zadłużenia (ang. *Debt*)

Stopą dyskontową w modelu FCFF jest średnioważony koszt kapitału (WACC).

| Koszt kapitału własnego

W procesie szacowania kosztu kapitału własnego jednym z najczęściej stosowanych rozwiązań jest model wyceny aktywów rynku kapitałowego CAPM (ang. *Capital Asset Pricing Model*). Model ten zakłada, że inwestor narażony jest na ryzyko składające się z dwóch części:

- ryzyka systematycznego, którego nie da się wyeliminować lub zmniejszyć, ponieważ wynika z czynników ogólnogospodarczych oraz losowych, mających wpływ na cały rynek
- ryzyka specyficznego, spowodowanego czynnikami ściśle związanymi z podmiotami gospodarczymi oraz z obszarem działania (branży), które można kontrolować i minimalizować (dywersyfikować).

Wymagana stopa zwrotu z kapitału własnego została skalkulowana na podstawie ogólnego wzoru wynikającego z modelu CAPM:

Wzór 10. Wzór na obliczenie kosztu kapitału własnego metodą CAPM

$$r_e = r_f + \beta * \text{premium}$$

gdzie: r_e – koszt kapitału własnego, r_f – stopa zwrotu z aktywów wolnych od ryzyka (np. obligacji skarbowych), *premium* – wymagana stopa zwrotu z portfela rynkowego, β – miara reakcji stopy zwrotu z danej akcji na zmiany zachodzące na rynku papierów wartościowych (wywołane zdarzeniami o charakterze ogólnogospodarczym)

Współczynnik β określa stopień zależności pomiędzy zmianami wartości indeksów wybranych spółek giełdowych a zmianami wartości indeksu giełdowego.

Wartości β większe od 1 oznaczają, że akcje są z perspektywy inwestora zdywersyfikowanego bardziej ryzykowne niż inwestycje w portfel rynkowy, dlatego inwestorzy mają prawo oczekiwać wyższej stopy zwrotu z inwestycji w instrumenty właścicielskie tego typu podmiotów.

Zgodnie z założeniami teorii portfelowej H. Markowitza właściciele są w stanie w pełni zdywersyfikować ryzyko specyficzne. W powyższy sposób określona *premium* odzwierciedla wyłącznie ryzyko systematyczne. Potencjalny inwestor chcący inwestować w branżę, jest w stanie zdywersyfikować ryzyko specyficzne, dlatego do kalkulacji kosztu kapitału własnego takiego inwestora stosuje się tak obliczony wskaźnik β .

Załącznik 1 (4/4)

Jeśli nakłady na kapitał obrotowy zostały oszacowane poprawnie, to cena za nabycie przedsiębiorstwa uwzględnia odpowiednie dyskonto wynikające z konieczności uzupełnienia kapitału obrotowego przez nabywcę. W takiej sytuacji, całość początkowej gotówki należy potraktować jako aktywo, które należy dodać do wartości zdyskontowanych przepływów pieniężnych. Takie podejście determinuje konieczność zastosowania współczynnika beta adekwatnego do ryzyka aktywów pomniejszonych o wartość zgromadzonej gotówki. Kryterium to spełnia oddłużona beta skorygowana o gotówkę (Unlevered Beta Corrected for Cash). Oddłużona beta skorygowana o gotówkę jest miarą dla aktywów operacyjnych, w które przedsiębiorstwo zainwestowało, po odjęciu wartości gotówki i przyjęciu założenia, że wartość beta dla gotówki wynosi zero.

Wartość β zadłużonej szacuje się przy uwzględnieniu struktury zadłużenia na podstawie wzoru Hamady:

Wzór 11. Wzór na obliczenie wskaźnika beta z wskaźnika beta oddłużona

$$\beta = \beta_u * \left(1 + (1 - T) * \frac{D}{E} \right)$$

gdzie: β – beta, β_u – beta oddłużona skorygowana o gotówkę, T – stawka podatku dochodowego, D/E – wskaźnik wartości długu do kapitałów własnych firmy

| Średnioważony koszt kapitału (WACC)

Dla celów wyznaczenia wartości przedsiębiorstwa, przy zastosowaniu standardu wartości godziwej, przyjmuje się założenie optymalnej struktury finansowania, przy której zostanie zminimalizowany średnioważony koszt kapitału (WACC).

Zgodnie z założeniami koncepcji wartości godziwej, racjonalnie działający inwestor powinien zadbać o taką strukturę finansowania, która doprowadzi do maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy.

Przyjęto, że optymalna struktura powinna być zgodna ze strukturą rynkową dla branży, w której operuje wyceniany podmiot, gdyż struktury finansowania majątku porównywalnych przedsiębiorstw powinny być zoptymalizowane tak, aby rosła ich wartość rynkowa (zgodnie z tradycyjną teorią kosztu kapitału). Wobec powyższego udział długu oprocentowanego w strukturze finansowania ($D/(E+D)$) przyjmuje się na podstawie danych w średniej wysokości dla przedsiębiorstw w wycenianej branży.

Średnioważony koszt kapitału WACC (ang. WACC – Weighted Average Cost of Capital) jest stopą zwrotu oczekiwaną przez dawców kapitału. Wartość tej stopy zależy od ryzyka działalności prowadzonej przez wyceniany podmiot, im większe ryzyko, tym większa stopa kosztu kapitału.

Metodykę wyliczenia WACC można zapisać następującym wzorem:

Wzór 12. Wzór na obliczenie średnioważonego kosztu kapitału

$$WACC = r_d * u_d * (1 - T) + r_e * u_e$$

gdzie: u_d – stanowi udział długu w strukturze kapitałowej, r_d – koszt długu przed opodatkowaniem, T – stopa opodatkowania podatkiem dochodowym, u_e – udział kapitału własnego w strukturze kapitałowej, r_e – koszt kapitału własnego