

Pion Systemów Sprzedaży (PSS)

**Streszczenie wyceny wartości
jednostki PSS działającej
w ramach COMP SA**

Zastrzeżenie



- **Wycena wartości jednostki PSS znajdująca się w drugim tomie opracowania** została przygotowana według następujących metod:
 - **Metody wyceny wartości rynkowej:**
 - Metoda porównawcza
 - **Metody wyceny wartości fundamentalnej:**
 - Metoda DCF (Discounted Cash Flows)
 - Metoda EVA (Economic Value Added)
- **Wszystkie wyceny zostały opracowane z wykorzystaniem danych i materiałów dostarczonych przez Zarząd COMP SA:**
 - historycznych wyników PSS
 - prognoz PSS do roku 2012
 - materiałów opisowych dotyczących PSS, produktów i rynku

Podsumowanie wycen PSS



Metoda wyceny	Wartość
porównawcza	16 036
DCF / EVA	16 054

wartość w tys. zł

Zygmunt Grajkowski
VBM Consulting

Wycena wykonana metodą porównawczą dała wartość: szesnastu milionów trzydziestu sześciu tysięcy zł
Wycena wykonana metodą DCF oraz EVA dała wartość: szesnastu milionów pięćdziesięciu czterech tysięcy

Część 1.

Ogólne informacje o PSS

COMP SA Oddział Warszawa
Pion Systemów Sprzedaży (PSS)

Profil działalności



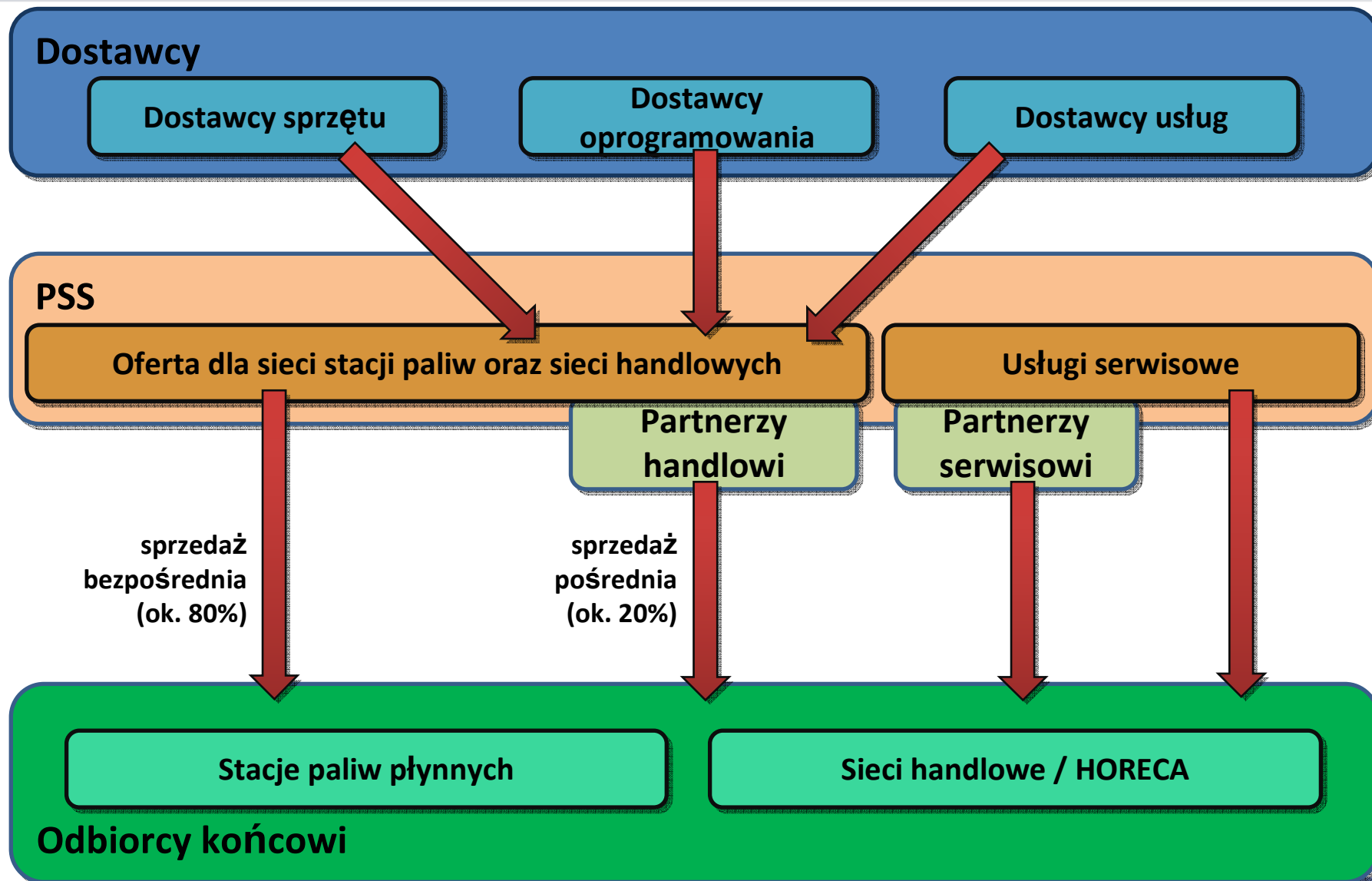
- Jednostka działająca obecnie pod nazwą **COMP SA Oddział Warszawa Centrum Systemów Sprzedaży (nazwa skrócona PSS)**, swymi korzeniami sięga roku 1991 w którym powstała firma AT Rege, przejęta w całości i rozwinięta przez firmę CSS SA, w następstwie włączona do Grupy Kapitałowej Comp SA.
 - PSS jest jednostką samobilansującą się.
- Strategia zespołu zakłada koncentrację sił na rozwoju i sprzedaży **usług integracyjnych** dla szerokiego grona klientów z wykorzystaniem produktów wyselekcjonowanych Partnerów.
- Celem nadrzędnym jest stworzenie silnej sieci usługowo-serwisowej w zakresie systemów komputerowych (sieci lokalnych) oraz systemów fiskalnych ze szczególnym uwzględnieniem obsługi **sieci stacji paliw płynnych** oraz **sieci handlowych**.

Dział PSS w liczbach



- Na bazie wieloletnich doświadczeń, zgromadzonych w toku realizacji projektów serwisowych IT, Dział PSS to:
 - **Ogólnopolska sieć oddziałów** i punktów serwisowych świadczących **usługi 24/7/365**
 - **Ogólnopolska sieć magazynów serwisowych**
 - **Kilkudziesięciu certyfikowanych inżynierów** serwisu doświadczonych w serwisie POS i urządzeń fiskalnych największych Producentów i Dystrybutorów działających na terenie Polski.
 - Około **700 stacji paliw** objętych kompleksowymi umowami serwisowymi
 - Ok. **2 400 punktów RUCH** objętych serwisem

Model biznesowy PSS



Model biznesowy PSS



- **Model biznesowy PSS** oparty jest o:
 - Współpracę z wiodącymi **dostawcami** sprzętu komputerowego i fiskalnego, a także komponentów software'owych
 - Dostawy i kompletację (**integrację**) systemów dla potrzeb klienta w efekcie sprzedaży bezpośredniej oraz poprzez partnerów
 - **Wdrożenia** własnych rozwiązań software'owych
 - **Serwis** świadczony bezpośrednio w miejscu instalacji (realizowany własnymi zasobami oraz poprzez partnerów serwisowych) wraz z bieżącymi przeglądami i nadzorem nad prawidłowością funkcjonowania systemu w zakresie oprogramowania i baz danych.

Rynki docelowe



- Oferta PSS kierowana jest do następujących podstawowych **rynków docelowych**:
 - **Stacje paliw płynnych**
 - Pierwotny rynek PSS (rozwinięty jeszcze w czasach funkcjonowania jako AT Rege)
 - PSS szacuje wciąż duży potencjał rozwoju w tym sektorze, głównie w obszarze stacji nie korporacyjnych
 - **Sieci handlowe**
 - Nowy, rozwojowy rynek dla PSS.
 - Swój udział w sektorze PSS postrzega przede wszystkim poprzez rozpowszechnienie platformy integracyjnej wspartej przez pozostałe elementy oferty (urządzenia, inne rozwiązania informatyczne, itd.)
 - Sektor **HORECA** (hotele, restauracje, itd.)

Charakterystyka oferty

**Kompleksowe rozwiązania dla sieci
paliw płynnych oraz sieci handlowych**

Oferta PSS



Oprogramowanie obce

Oprogramowanie własne

Urządzenia fiskalne

Sieci logiczne i elektryczne

- **Usługi integratorskie:**
 - analiza potrzeb klientów i wyszukiwanie rozwiązań
 - ofertowanie i dostawa sprzętu
 - wdrożenie i uruchamianie systemów klienta
 - merytoryczny nadzór nad terminowością i rzetelnością wykonywanych działań
- **Szkolenia z zakresu wdrożonych rozwiązań i urządzeń**

Serwis gwarancyjny i pogwarancyjny wg potrzeb klienta

Elementy oferty



- **Elementy składowe aktualnej oferty PSS:**
 - **Integracja**, w tym:
 - analiza potrzeb klientów i wyszukiwanie rozwiązań
 - ofertowanie i dostawa sprzętu
 - wdrożenie i uruchamianie systemów klienta
 - merytoryczny nadzór nad terminowością i rzetelnością wykonywanych działań
 - integracja aplikacji front office'owych z modułami finansowo- księgowymi klienta
 - **Integracja** jest rdzeniem oferty PSS i jednocześnie stanowi **wartość dodaną** w stosunku do dostawców poszczególnych elementów oferty
 - **Urządzenia fiskalne**, w tym drukarki i kasy fiskalne.
 - **Oprogramowanie obce** (w tym aplikacje dla stacji paliw i kart flotowych);
 - **Serwis gwarancyjny i pogwarancyjny** wg potrzeb klienta w zakresie całej oferty;
 - **Pozostałe usługi dodatkowe** (w tym usługi sieciowe i wdrożeniowe);

Część 2.

Wycena oparta o zasoby kapitału intelektualnego

(Resource Based View)

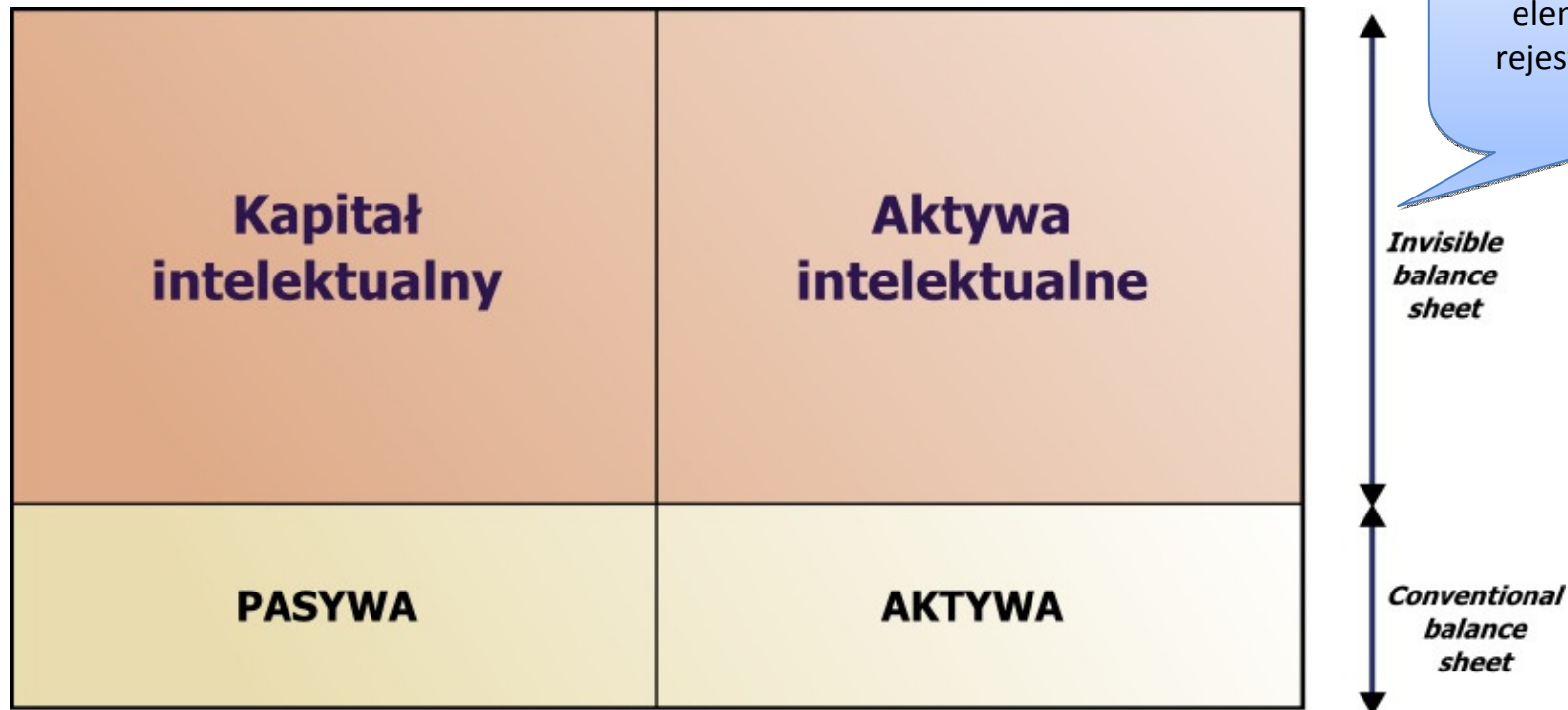
**PSS jako
knowledge-based company**

Wycena oparta o elementy IC



- PSS jest jednostką, której wartość tkwi przede wszystkim w **zasobach kapitału intelektualnego**:
 - **(1) zasobach ludzkich** składających się z kilkudziesięciu pracowników o wieloletnim doświadczeniu i stażu, w tym kompetentnego zespołu serwisowego
 - **(2) zasobach organizacyjnych** zawierających zarówno elementy własności intelektualnej w postaci autorskich rozwiązań informatycznych, jak i pozostałe aktywa intelektualne oraz wiedzę jawną zapewniającą efektywność i skuteczność działań realizowanych przez PSS
 - **(3) zasobach kooperacyjnych** w postaci sprawdzonych partnerów, którzy odgrywają w przypadku działalności PSS duże znaczenie jako dostawcy komponentów oferty, podwykonawcy w zakresie serwisu oraz partnerzy handlowi.
 - **(4) portfelu klientów** składającego się z długoletnich relacji z kluczowymi klientami oraz powtarzalnego charakteru tych relacji (duże znaczenie dosprzedaży do aktualnych klientów)

Pozabilansowa wartość PSS



Główne **generatory wartości** PSS kryją się w elementach nie rejestrowanych w bilansie.

(1) Zasoby ludzkie

Zasoby ludzkie jako generator wartości PSS



- Zespół PSS składa się z kilkudziesięciu pracowników, z których zdecydowana większość to **pracownicy o długim stażu pracy** w strukturach działu.
 - W czasie całej historii działu cechą zespołu była bardzo niska fluktuacja.
- Powyższa kwestia sprawia, że zespół PSS może pochwalić się:
 - Wieloletnim (w większości przypadków ponad 10 letnim) **doświadczeniem** w obsłudze docelowych rynków PSS.
 - Nawiązanymi silnymi (osobistymi) **relacjami** między pracownikami (głównie serwisantami) a przedstawicielami klientów owocującymi w kolejnych sprzedażach.
 - Rozległymi **kompetencjami** zarówno w zakresie urządzeń, jak i w zakresie usług integratorskich stanowiących trzon działalności PSS.
 - Dobrą atmosferą pracy sprzyjającą **wymianie doświadczeń i wiedzy**.

Zespół PSS



- Zespół PSS składa się z **43 pracowników** zlokalizowanych w 5 lokalizacjach:
 - Oddział Warszawa
 - Oddział Poznań
 - Oddział Płock
 - Punkt serwisowy Olsztyn
 - Punkt serwisowy Łódź

Uprawnienia serwisantów



- Serwisanci legitymują się kluczowymi uprawnieniami w zakresie urządzeń fiskalnych (uprawnienia **technika fiskalnego**)
- Zdecydowana większość serwisantów posiada dodatkowo uprawnienia do instalacji, nadzoru i eksploatacji **urządzeń elektrycznych do 1kV**
- Wybrani serwisanci posiadają uprawnienia do wykonawstwa wraz z pomiarami **sieci strukturalnych**.

Kompetencje serwisantów



- W każdym z punktów serwisowych serwisanci posiadają **wiedzę w zakresie:**
 - Systemów operacyjnych
 - Systemu kasowo-zarządzającego klienta
 - Procedur stosowanych przez klientów np. otwieranie/zamykanie stacji, PSD, dostawy itp.
 - Diagnostyki i napraw sprzętu komputerowego
 - Terminali płatniczych i zainstalowanych na nich aplikacji
 - Sieci elektryczno-logicznych w tym uprawnienia do 1kV
 - Urządzeń fiskalnych
 - Komputerowych systemów sprzedaży

(2) Zasoby organizacyjne

Zasoby organizacyjne jako generator wartości PSS



- Na bazie wieloletnich doświadczeń PSS wytworzyło szereg **procedur serwisowych** oraz wspierający ten proces **system informatyczny**.
- Wcześniejsza oferta PSS składała się głównie z produktów dostarczanych przez zewnętrzne spółki, co z kolei nie sprzyjało rozwojowi zasobów w postaci własności intelektualnej.
- Sytuacja ta zmieniła się w 2009 roku wraz z decyzją o rozwoju własnego, autorskiego systemu informatycznego będącego platformą integracyjną dla rozproszonych sieci handlowych z heterogenicznym środowiskiem informatycznym.

Zasoby serwisowe PSS



- Wykwalifikowany **zespół serwisowy** stanowi jeden z kluczowych generatorów wartości zasobów ludzkich PSS
 - Serwisanci zlokalizowani są **we wszystkich oddziałach**, w których działa PSS:
 - Obecne rozmieszczenie zespołów serwisowych odzwierciedla strukturę potrzeb Klientów w ramach realizowanych kontraktów.
 - Pragmatyczne kryteria struktury serwisu to między innymi;
 - Krótki czas dojazdu w ramach interwencji serwisowej,
 - Realizacja warunków SLA, ze szczególnym uwzględnieniem zleceń w trybie krytycznym
 - Optymalizacja kosztów dojazdu
 - Mobilność i możliwość wzajemnego wspierania się zespołów np. przy usuwaniu awarii masowych
- Przychody z usług serwisowych jako **stały (powtarzalny) strumień corocznych przychodów** stanowią jeden z generatorów wartości PSS

Sieć serwisowa PSS



Ogólnokrajowy zasięg sieci serwisowej PSS stanowi istotną wartość szczególnie dla klientów sieciowych.

Kanały sprzedaży



- Sprzedaż w PSS realizowana jest dwoma kanałami:

- **Sprzedaż bezpośrednia** realizowana przez wewnętrzny zespół handlowy generuje ok. 80% przychodów PSS.

- W PSS funkcjonuje matrycowy model sprzedaży uwzględniający uniwersalność handlowców w zakresie oferty oraz specjalizację w zakresie sektorowym
- Duże znaczenie ma **sprzedaż** do aktualnych klientów, w tym przypadku źródłem nowych sprzedaży są także serwisanci.

- Uzupełnienie stanowi **kanał partnerski** (pozostałe 20%)

- Siatka partnerów handlowych sprzedaje pełną ofertę PSS
- W wielu przypadkach zajmuje się także instalacją i serwisem wdrożonych rozwiązań

(3) Zasoby kooperacyjne

Zasoby kooperacyjne jako generator wartości PSS



- Podstawową działalnością działu PSS jest integracja urządzeń oraz rozwiązań informatycznych różnych producentów.
- **Długoletnie i partnerskie relacje** z dostawcami poszczególnych komponentów oferty stanowią znaczący generator wartości PSS
- Do najistotniejszych relacji należy zaliczyć:
 - Długoletnie relacje partnerskie z dostawcami urządzeń fiskalnych i sprzętu komputerowego owocujące wypracowanymi atrakcyjnymi poziomami rabatowymi niedostępnymi dla innych (nowych) spółek
 - Dobre relacje z dostawcami komponentów oprogramowania
 - Długoletnie relacje ze sprawdzonym portfelem podwykonawców serwisowych
 - Długoletnie relacje ze sprawdzonym portfelem partnerów handlowych
- Zmiana właściciela PSS **nie pociągnie za sobą zmian** w relacjach ze zdecydowaną większością partnerów PSS

Kluczowi partnerzy



- ALMAR
 - APC
 - DELL
 - EMAR
 - GIGATEC
 - HP
 - LEGRAND
 - LEXMARK

 - METROLOGIC
 - ZPAS
 - Almar
- METROLOGIC
 - McCOMP
 - MOLEX
 - NOVITUS
 - OKI
 - SAGE
 - ZPAS
 - 3COM

(4) Portfel klientów

Portfel klientów jako generator wartości PSS



- Zespół związany z PSS działa na rynku od prawie 18 lat, w tym czasie jednostka wygenerowała **wartościowy portfel klientów**
 - Bardzo istotnym elementem wartości PSS są długoterminowe kontrakty z dużymi klientami
 - Niemniej istotny jest udział w rynku stacji paliw płynnych, w którym PSS postrzegany jest jako jeden z liderów
- Kluczową cechą relacji PSS z klientami jest **długoterminowy charakter kontraktów** wynikający z:
 - Sprzedaży kolejnych urządzeń lub modułów rozwiązań informatycznych
 - Umów serwisowych
 - Umów maintenance

Część 3.

Plany przychodów PSS

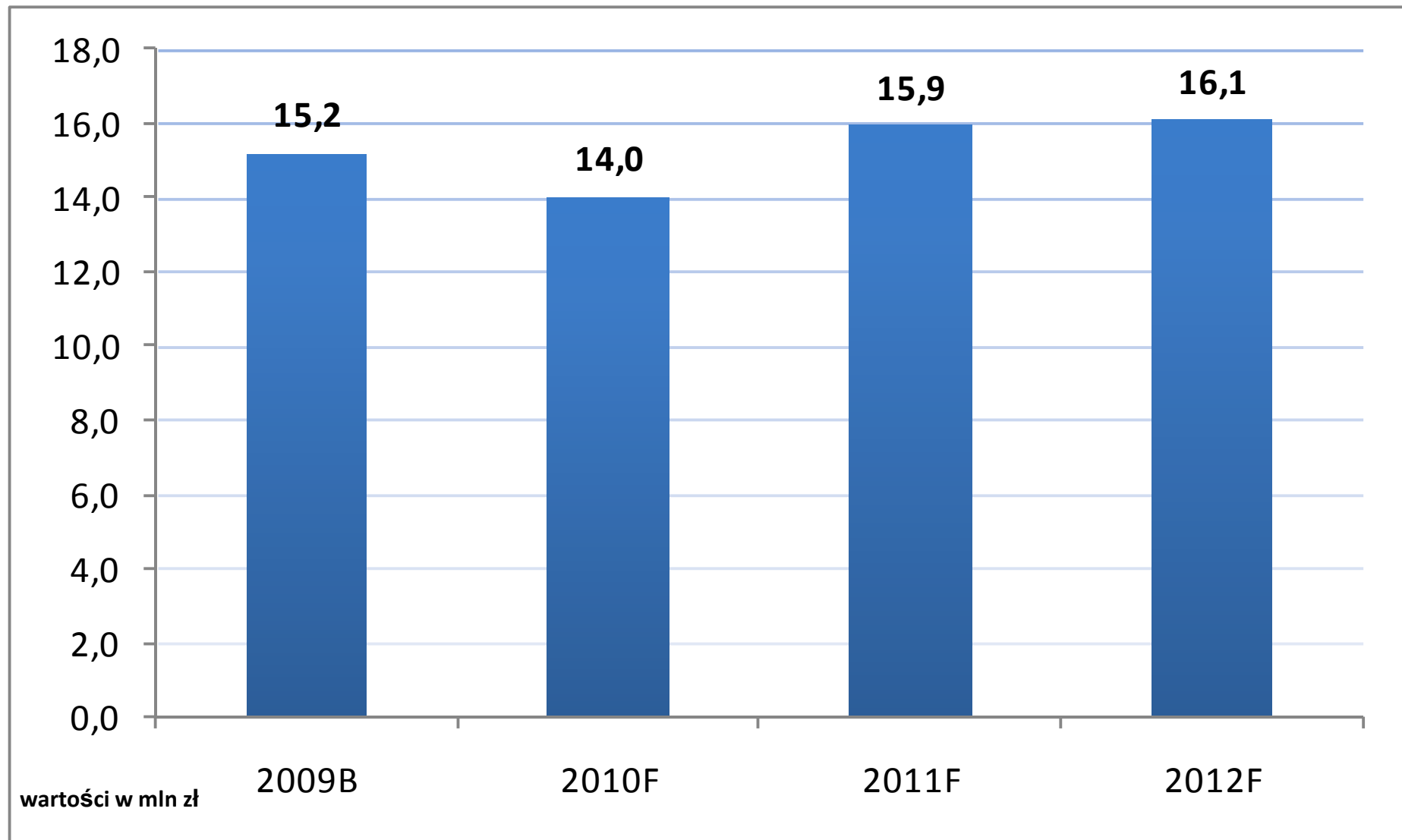
**Plany przychodów w wymiarze
produktów i rynków PSS
wymienionych w części 2**

Plany przychodów PSS



- Plany przychodów zaprezentowane przez PSS i uwzględnione do obliczenia wartości PSS należy uznać za plany konserwatywne
- Prognoza uwzględnia tylko **kontrakty z najwyższym prawdopodobieństwem** (powyżej 80%)
- Realizację tak założonych planów przychodów kierownictwo PSS uznaje za bardzo realistyczne z dużym prawdopodobieństwem przekroczenia założonych planów.

Plan przychodów do 2012 roku



wartości w mln zł

Część 4.

Podstawowe dane finansowe*

PSS

* dane historyczne oraz prognozy do 2012 roku dostarczone zostały przez Zarząd spółki COMP SA

Rachunek Wyników



	2009B	2010F	2011F	2012F	CAGR 2009/12
Przychody netto ze sprzedaży	15 197	14 022	15 934	16 093	2%
EBIT	1 134	2 190	2 524	2 504	30%
<i>rentowność EBIT</i>	<i>7,5%</i>	<i>15,6%</i>	<i>15,8%</i>	<i>15,6%</i>	
Amortyzacja	38	278	480	480	132%
EBITDA	1 173	2 468	3 004	2 985	37%
<i>rentowność EBITDA</i>	<i>7,7%</i>	<i>17,6%</i>	<i>18,9%</i>	<i>18,5%</i>	
Zysk Netto	913	1 779	2 049	2 050	31%
<i>rentowność Zysku Netto</i>	<i>6,0%</i>	<i>12,7%</i>	<i>12,9%</i>	<i>12,7%</i>	

Bilans



	2009B	2010F	2011F	2012F
Aktywa Obrotowe	5 278	5 165	6 471	8 162
Aktywa Trwałe	1 170	1 533	1 096	860
Aktywa	6 448	6 698	7 567	9 022
Zobowiązania długoterminowe i krótkoterminowe	4 770	3 242	2 062	1 466
Kapitały Własne	1 678	3 457	5 506	7 556
Pasywa	6 448	6 699	7 568	9 023

Cash Flow



	2009B	2010F	2011F	2012F
Gotówka z działalności operacyjnej / ATOCF	957	2 052	2 525	2 509
Gotówka z działalności operacyjnej	-379	-1 437	-2 021	-652
Gotówka z działalności inwestycyjnej	-1 065	-641	-43	-244
Gotówka do firmy / FCF unlevareged	-487	-27	460	1 613
Gotówka z działalności finansowej	-6	5	5	22
Przepływy od/do akcjonariuszy	0	0	0	0
Bilans zamknięcia	150	128	593	2 228

Część 5.

Wycena wartości*

PSS

* dane historyczne oraz prognozy do 2012 roku wykorzystane do opracowania wycen dostarczone zostały przez Zarząd COMP SA

Definicja



jednostka:

Ilekroć na kolejnych slajdach pojawia się określenie **jednostka** oznacza ona **samobilansującą się jednostkę działającą w ramach spółki COMP SA** pod nazwą **Pion Systemów Sprzedaży**, w skrócie **PSS**

Wycena wartości PSS metodą porównawczą

Metoda wyceny



- Wartość jednostki jaką jest samofinansującej się jednostki bilansowej PSS liczona jest w tej metodzie jako iloczyn tzw. bazy (odpowiedniego wyniku finansowego) oraz wskaźnika rynkowego (mnożnika).
- W przypadku PSS wykorzystane zostały trzy następujące **mnożniki**:



- **Cena / Zysk (P/E)**
- **Enterprise Value / EBITDA (EV/EBITDA)**
- **Cena / Sprzedaż (P/S)**

- Ostateczna wycena liczona jest jako średnioważona z wycen cząstkowych

Rozbudowana metoda porównawcza



- W niniejszym dokumencie zastosowano rozbudowaną wersję metody porównawczej charakteryzującą się następującymi cechami:
 - Wyceniający nie ingeruje w wartość przyszłych mnożników ani w górę, ani w dół, ponieważ odzwierciedlają one aktualny poziom sentymentu rynku do sektora.
 - Ten sentyment (jak i mnożniki) zapewne się zmienią w przyszłych latach, ale to zależy będzie od hossy czy bessy.
 - Wyceniający nie czuje się kompetentny założyć, czy w kolejnych latach będzie hossa czy bessa – przyjmuje założenie kontynuacji.
 - Wyceniający pyta: ile byłaby warta spółka w kolejnym roku 2010 jeżeli wykona założone prognozy (przy zachowawczym odniesieniu się do mnożników) i tą wartość oblicza zastosowana metoda.
 - Podobnie w następnym roku prognozy 2011
 - Dla każdego roku powstaje w ten sposób prognozowana wartość 100% akcji spółki na bazie prognoz danego roku z zachowaniem bieżących mnożników
 - Następnie każdą z przyszłych , obliczonych w ten sposób wartości sprowadza się do wartości bieżącej dyskontując ją kosztem kapitału tak aby móc porównać wszystkie te wartości w jednym momencie czasu tj. na moment wyceny.
 - Następnie moglibyśmy obliczyć średnią, medianę, etc. dla tak obliczonych kilku wartości bieżących lub to, co zastosowano w Wycenie: obliczono wartość średnioważoną przyjmując, że dla wycen częściowych z lat (prognoz) bardziej odległych zastosowano mniejsze wagi a największą dla najbardziej znanego roku 2010.

Podstawa do wyliczenia wymaganych wskaźników rynkowych



- Do obliczenia wymienionych na poprzednim slajdzie wskaźników rynkowych wybrano **następujące spółki:**
 - **Asseco BS**
 - **Asseco Poland**
 - **Asseco Slovakia**
 - **Comp**
 - **Infovide-Matrix**
 - **Qumak-Sekom**
 - **TETA**

Uzasadnienie wyboru spółek do metody porównawczej



- Do wyceny porównawczej wzięto **spółki IT o profilu zbliżonym do działalności PSS**
- Jako podstawę do obliczenia wskaźników wybrano **oczekiwane wyniki na rok 2009**
(ceny akcji z dn. 17-11-2009)
- Źródłem danych dotyczących prognoz wyników finansowych spółek wybranych do analizy porównawczej były **raporty analityczne** domów maklerskich

Analiza z wykorzystaniem metody rynkowych wskaźników porównywalnych spółek



- Wycena została sporządzona przy wykorzystaniu mnożników obliczonych na podstawie wyników finansowych grupy porównawczej polskich spółek z sektora IT odniesionych do odpowiednich wielkości bazowych prognozowanych przez PSS
- Metody rynkowych wskaźników porównywalnych spółek zawierają pewne niedoskonałości, o których należy wspomnieć:
 - znalezienie dokładnie porównywalnej grupy spółek jest trudne,
 - nie są uwzględniane różne profile ryzyka i stopy wzrostu danej spółki,
 - bieżąca i przyszła wartość jest szacowana na podstawie historycznych wskaźników,
 - wskaźniki finansowe osiągnane przez porównywalne firmy są bardzo zmienne
 - poszczególne wskaźniki wyliczane są na podstawie danych finansowych określonych według różnych zasad rachunkowości oraz zazwyczaj nie biorą pod uwagę korekt o wydarzenia jednorazowe.
- Tym niemniej **kluczową zaletą tej metody** jest jednak fakt, że uwzględnia ona percepcję i nastawienie inwestorów giełdowych do spółek z danego sektora w aktualnym stanie koniunktury rynku kapitałowego.

Mnożniki dla polskich spółek IT



Spółka	Cena (zł)	Ilość akcji	Kapitalizacja (tys zł)	Dług (tys zł)	Gotówka (tys zł)	EV (tys zł)	Przychody (tys zł)	P/S 2009F	EBITDA (tys zł)	EV/EBITDA 2009F	Zysk netto (tys zł)	P/E 2009F
Asseco BS	8,3	33 418 193	277 705	0	30 200	247 505	148 000	1,9	29 100	8,5	15 200	18,3
Asseco Poland GK	58,6	77 565 530	4 545 340	0	206 100	4 339 240	3 153 400	1,4	625 800	6,9	330 400	13,8
Asseco Slovakia	23,0	21 360 000	491 280	113 950	76 110	529 120	576 630	0,9	91 590	5,8	51 600	9,5
COMP	63,5	4 747 899	301 492	20 696	33 557	288 631	312 247	1,0	31 776	9,1	23 384	12,9
IVMX	13,2	11 834 881	155 865	0	25 727	130 138	188 111	0,8	29 100	4,5	14 250	10,9
Qumak	11,1	10 375 000	115 163	0	20 544	94 619	290 600	0,4	17 130	5,5	12 400	9,3
TETA	9,9	10 864 664	107 234	24 200	0	131 434	105 100	1,0	27 100	4,8	10 800	9,9
Polski sektor IT - mediana								1,0		5,8		11,4

ceny akcji 17-11-2009

ceny akcji z dnia 17-11-2009

Wycena wartości PSS metodą porównawczą



Wskaźnik	Mnożnik rynkowy	Waga wskaźnika w wycenie	2009		2010		2011		2012	
			Wyniki	Wycena	Wyniki	Wycena	Wyniki	Wycena	Wyniki	Wycena
Przychody ze sprzedaży			15 197		14 022		15 934		16 093	
Korekta o zdarzenia jednorazowe										
I. Przychody ze sprzedaży (S)	1,0	5%	15 197	14 674	14 022	13 539	15 934	15 385	16 093	15 539
EBITDA			1 173		2 468		3 004		2 985	
Korekta o zdarzenia jednorazowe										
Zadłużenie długoterminowe/Gotówka				-150		-128		-593		-2 228
II. EBITDA (skorygowana)	5,8	5%	1 173	6 924	2 468	14 384	3 004	17 949	2 985	19 471
Zysk netto (ZN)			913		1 779		2 049		2 050	
Korekta o zdarzenia jednorazowe										
III. Zysk netto (ZN)	11,4	90%	913	10 383	1 779	20 243	2 049	23 317	2 050	23 327
Średnioważona wartość spółki		100%	rok 2009:	10 425	rok 2010:	19 615	rok 2011:	22 652	rok 2012:	22 745
Stopa zwrotu wolna od ryzyka [Rf]				4,5%		4,5%		4,5%		4,5%
Premia z tytułu inwestycji w akcje rynku kapitałowego				5,6%		5,3%		4,9%		5,5%
Czynnik ryzyka sektora		Beta Zlewarowana:		1,10		1,10		1,10		1,10
Oczekiwana stopa zwrotu IRR (koszt kapitału własnego)				10,7%		10,3%		9,9%		10,6%
Roczna Stopa Wzrostu Wartości Spółki (AGR)						88,2%		15,5%		0,4%
Wycena po dyskoncie za ryzyka specyficzne jak dla Spółki giełdowej:			rok 2009:	10 425	rok 2010:	17 779	rok 2011:	18 684	rok 2012:	16 970
Waga danego roku w końcowej wycenie wartości Spółki metodą porównawczą				25%		55%		15%		5%
Wartość 100% akcji		16 036 tys. zł		2 606		9 778		2 803		848

wartości w tabeli w tys. zł

Komentarz do wyceny

przyjęte wagi dla poszczególnych współczynników



- Najistotniejszym parametrem dla wyceny jest wielkość pozyskanego poprzez akwizycję **zysku netto**, stąd **waga 90%**
- W dalszej kolejności istotna dla wyceny jest zdolność PSS do generowania **EBITDA**, stąd **5% waga** przy wycenie
- Waga przypisana do **wielkości sprzedaży** wynosi **5%** w związku z tym, że w pewnym stopniu wielkość sprzedaży jest zawarta w wielkości pozostałych współczynników.

Komentarz do wyceny

przyjęte wagi dla poszczególnych lat



- W związku z tym, że wycena PSS zależy najbardziej od oczekiwanych wyników uzyskanych w roku 2010, **największą wagę na poziomie 55% przyjęto dla prognozy PSS na rok 2010**
- Najbardziej miarodajne są oczekiwane wyniki w roku bieżącym (2009), stąd waga na poziomie **25%**
- Prognozom na kolejne lata przypisano:
 - **15% wagę** nadano prognozom na **2011 rok**
 - **5%** prognozom na rok **2012**

Wycena wartości PSS metodą DCF

- Zgodnie z metodą DCF rzeczywistą wartość **jednostki PSS** określa jej zdolność do generowania w przyszłości wolnych przepływów dla akcjonariuszy.
 - Wielkość ta jest w sposób najdokładniejszy odzwierciedlona w bieżącej wartości przyszłych przepływów pieniężnych jednostki zdyskontowanych wielkością średniego ważonego kosztu jej kapitału
 - W uznaniu wielu analityków metoda DCF w sposób najlepszy oddaje rzeczywistą wartość jednostki.

Dane wykorzystane do wyceny metodą DCF



- W celu obliczenia wartości PSS metodą DCF wykorzystane zostały **następujące informacje**:
 - Aktualne dane finansowe (wykonanie 2009)
 - Budżet PSS na rok 2009
 - Prognozy wyników finansowych do roku 2012 dostarczone przez Zarząd COMP SA i kierownictwo PSS
- W celu wyliczenia wartości metodą DCF zaprognozowano dodatkowo **dwie zmienne**:
 - prognozy przyszłych przepływów pieniężnych;
 - koszt kapitału (WACC) - używanego jako stopy dyskontowej.

Model zdyskontowanych przepływów pieniężnych



- W procesie wyceny jednostki PSS wykorzystany został zbudowany **model zdyskontowanych przepływów pieniężnych**.
- Model ten składa się z kilku podstawowych modułów:
 - moduł prognozujący rachunek wyników dla PSS,
 - moduł prognozujący strukturę bilansu w okresie prognozy,
 - moduł prognozujący wartość wolnych przepływów finansowych w PSS i FCF dla akcjonariuszy
 - koszt kapitału – stopa dyskontowa dla wolnych przepływów pieniężnych.
- Obliczenie wartości dla każdego z tych modułów wymagało w pierwszej kolejności dokładnej analizy wszystkich czynników wpływających na te wartości.

Charakterystyka wykonanych obliczeń (1)



- Po uwzględnieniu założeń dotyczących danych wejściowych i koniecznych weryfikacjach, wycena PSS przygotowana została według tradycyjnych zasad DCF:
 - 1. Przyjęty został koszt kapitału na poziomie, jaki przyjęli analitycy ING w raporcie dotyczącym spółki COMP SA (raport ING z dnia 07.07.2009)**

Fig 5 Comp - DCF results (PLNm)

	2009F	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F
WACC	10.6	10.3	9.9	10.6	10.6	10.7	10.7	10.7	10.8	10.8
FCF @ WACC	-5.3	6.6	10.9	9.4	14.4	12.6	12.5	11.1	10.8	10.2
NPV of FCF @ WACC	93.1									
NPV of FCF time adj.	96.0									
FCF after 2018F	27.8									
Infinite growth rate (%)	3.20									
Terminal value	377.1									
Discounted terminal value	138.0									
Enterprise value	233.9									
Net debt/ cash - end 2008	4.5									
Minorities	46.4									
Equity value	275.8									
No. of shares (m)	4.7									
Per share (PLN)	58.1									

Źródło: raport analityczny ING na temat COMP SA (07/07/2009)

Source: ING estimates

- **2. Obliczone zostały wolne przepływy pieniężne dla jednostki PSS (ang. free cash flow – FCF)**
 - Wolne przepływy pieniężne obliczone zostały indywidualnie dla każdego roku analizy
 - Na wielkość FCF wpływ miały następujące wartości (dane historyczne i szacowane): przychody, zysk operacyjny, stopa podatku CIT, inwestycje, amortyzacja, zmiana zapotrzebowania na kapitał obrotowy netto (definiowanego jako różnica między krótkoterminowym majątkiem obrotowym, a zobowiązaniami bieżącymi).

- **3. Następnie dyskontowane zostały wolne przepływy pieniężne na moment wyceny jednostki PSS**
 - Dyskontowanie wolnych przepływów pieniężnych polegało na określaniu bieżącej wartości przyszłych przepływów pieniężnych.

Wartość wolnych przepływów pieniężnych (FCF)



- Szacując wartość całkowitą spółki zastosowano metodykę opierającą się o **tzw. wolne przepływy pieniężne** (Free Cash Flow – FCF).
 - Wolne przepływy pieniężne **jednostki PSS** obliczono w następujący sposób:
 - + *przychody ze sprzedaży*
 - + *pozostałe wpływy pieniężne*
 - *koszty działalności operacyjnej*
 - *pozostałe wydatki pieniężne*
 - *podatek dochodowy od zysku brutto powiększonego o koszty finansowe*
 - + *koszty nie pociągające za sobą przepływu pieniężnego (np. amortyzacja)*
 - /+ *zmiana zapotrzebowania na kapitał obrotowy netto*
 - *nakłady inwestycyjne*
- = FCF**

Zaktualizowana wartość przyszłych przepływów pieniężnych



- Zaktualizowaną wartość przyszłych przepływów pieniężnych (W_P) dla **jednostki PSS** obliczono na podstawie prognozowanych w analizie finansowej wyników na lata 2010 - 2012, przy wykorzystaniu poniższego wzoru:

$$W_P = \sum_{i=2010}^{2012} \frac{AFCF_i}{(1 + r_{WACC})^{i-2009}}$$

- gdzie:
 - $AFCF_i$ – skorygowany operacyjny przepływ pieniężny w i-tym roku prognozy
 - r_{WACC} – średni ważony koszt kapitału (stopa dyskontowa)

Wyliczenie FCF na podstawie prognoz wyników finansowych



Obliczenia FCFF	2010	2011	2012	Wartość rezydualna
Przychody	14 022	15 934	16 093	16 093
(-) Koszty operacyjne	11 832	13 409	13 589	13 589
Zysk operacyjny (EBIT)	2 190	2 524	2 504	2 504
(+) Amortyzacja	278	480	480	480
EBITDA	2 468	3 004	2 985	2 985
(-) Podatek	416	480	476	476
ATOCF	2 052	2 525	2 509	2 509
(-) IWCI (inwestycje w kapitał pracujący)	1 437	2 021	652	0
(-) RFCI (inwestycje w aktywa rzeczowe - odtworzeniowe)	41	43	44	480
(-) IFCI (inwestycje w aktywa rzeczowe - dodatkowe)	600	0	200	0
FCFF	-27	460	1 613	2 028
NOPAT	1 774	2 045	2 028	2 028

wartości w tabeli w tys. zł

Wycena wartości PSS metodą DCF



DCF	2010	2011	2012	Wartość rezydualna
WACC	10,3%	9,9%	10,6%	10,6%
FCFF	-27	460	1 613	2 028
DF (czynnik dyskontujący)	0,91	0,82	0,75	
PV (wartość bieżąca)	-24	380	1 203	
CPV (skumulowana wartość bieżąca)	-24	355	1 559	
RV (wartość rezydualna)				19 227
PV RV (wartość bieżąca wartości rezydualnej)				14 345

BV (Business Value)	15 904
(+) Gotówka / Papiery wartościowe	150
CV = BV + gotówka / papiery wartościowe	16 054
(-) Zadłużenie	0
SHV (Wartość 100% kapitałów własnych)	16 054

wartości w tabeli w tys. zł

Wycena wartości PSS metodą EVA

Obliczanie wartości jednostki PSS metodą EVA



Stopa kosztu kapitału opisuje stopę zysku operacyjnego oczekiwanego przez inwestorów, generowaną na zainwestowanym kapitale

$$EVA = NOPAT - IC * WACC$$

Ile zysku
wygenerowała
jednostka PSS

Jakim
kapitałem
była
finansowana
jednostka PSS

Jaki jest koszt
kapitału
określony przez
inwestorów

$$ROIC = \frac{NOPAT}{IC}$$

Gdzie:

ROIC – Return on Invested Capital

$$EVA = (ROIC - WACC) * IC$$

Obliczanie EVA



$$EVA = (ROIC - WACC) \times IC$$

▪ *gdzie:*

- **ROIC** – stopa zwrotu z zainwestowanych kapitałów ogółem,
- **WACC** – średni ważony koszt kapitału (minimalna oczekiwana stopa zwrotu z wykorzystania pozyskanych kapitałów),
- **IC** – wartość kapitałów zaangażowanych w danym okresie w działalność przedsiębiorstwa.

Obliczanie ROIC



Stopę zwrotu z zainwestowanych kapitałów dla **jednostki PSS** obliczono według następującej formuły:

$$\blacksquare \text{ ROIC} = \text{NOPAT} / \text{IC}$$

• *gdzie:*

- **NOPAT** – zysk operacyjny (przed odsetkami) po opodatkowaniu osiągnięty w danym okresie działania firmy

$$\blacksquare \text{ NOPAT} = \text{EBIT} \times (1 - T)$$

• *gdzie:*

- EBIT – zysk operacyjny,
- T – stopa podatku dochodowego.

Obliczanie IC



- Przez **zainwestowany kapitał** rozumie się wartość kapitału własnego i zobowiązań długoterminowych, które finansowały działalność jednostki w danym okresie.
- Dla jednostki PSS ustalono wartość zainwestowanego kapitału według zasady:

$$IC = (AT_0 + WC_0) + (\Delta AT + \Delta WC)$$

- *gdzie:*
 - AT – aktywa trwałe,
 - WC – kapitał obrotowy netto (kapitał pracujący).

Wycena wartości PSS metodą EVA



EVA	2010	2011	2012	Wartość rezydualna
Invested Capital na początku danego roku)	1 528	3 328	4 913	5 328
(+) IWCI (inwestycje w kapitał pracujący)	1 437	2 021	652	0
(+) IFCI (inwestycje w aktywa rzeczowe)	41	43	44	480
(+) RFCI				
Invested Capital (na koniec danego roku)	3 006	5 392	5 608	5 808
NOPAT	1 774	2 045	2 028	2 028
ROIC	116,1%	61,4%	41,3%	38,1%
WACC	10,3%	9,9%	10,6%	10,6%
ES - Economic Spread	105,8%	51,5%	30,7%	27,5%
EVA	1 616	1 715	1 510	1 466
DF (czynnik dyskontujący)	0,9	0,8	0,7	7,1
PV (wartość bieżąca)	1 465	1 415	1 127	
CPV (skumulowana wartość bieżąca)	1 465	2 879	4 006	
PV RV (wartość bieżąca wartości rezydualnej)				10 370

CPV + PV RV	14 376
(+) IC (z początku roku)	1 528
BV (Business Value)	15 904
(+) Gotówka / Papiery wartościowe	150
CV = BV + gotówka / papiery wartościowe	16 054
(-) Zadłużenie	0
SHV (Wartość 100% kapitałów własnych)	16 054

wartości w tabeli w tys. zł

Podsumowanie wycen wartości PSS

Podsumowanie wycen PSS



Metoda wyceny	Wartość
porównawcza	16 036
DCF / EVA	16 054

wartość w tys. zł

Wycena wykonana metodą porównawczą dała wartość: szesnastu milionów trzydziestu sześciu tysięcy zł
Wycena wykonana metodą DCF oraz EVA dała wartość: szesnastu milionów pięćdziesięciu czterech tysięcy