
Zastrzeżenie dotyczące osób które nie zostały upoważnione do dostępu do niniejszego raportu

Żadna osoba, która nie jest adresatem niniejszego raportu lub nie została **odpowiednio** upoważniona przez PwC Polska Sp. z o.o. („PwC”), nie jest uprawniona do dostępu do niniejszego raportu.

Jeżeli nieupoważniona osoba uzyska dostęp do niniejszego raportu, poprzez fakt przeczytania niniejszego raportu akceptuje i zgadza się na poniższe warunki:

1. Czytelnik niniejszego raportu akceptuje fakt, że prace wykonane przez PwC zostały wykonane zgodnie ze wskazówkami otrzymanymi od adresata niniejszego raportu oraz zostały wykonane wyłącznie na użytek adresata niniejszego raportu.
2. Czytelnik niniejszego raportu uznaje, że niniejszy raport został wykonany zgodnie z wytycznymi otrzymanymi od adresata niniejszego raportu oraz, że podczas prac nad niniejszym raportem mogły nie zostać wykonane wszystkie procedury, które czytelnik niniejszego raportu uznałby za konieczne.
3. Czytelnik niniejszego raportu potwierdza, PwC ani jej partnerzy, pracownicy i inni przedstawiciele nie zaciągają wobec Państwa żadnych zobowiązań oraz nie przyjmują na siebie żadnej odpowiedzialności - ani umownej, ani z żadnego innego tytułu - za jakiegokolwiek straty, szkody ani wydatki, które są pośrednim lub bezpośrednim skutkiem tego, że czytelnik niniejszego raportu wykorzystywał niniejszy raport, lub które będą konsekwencją uzyskania przez czytelnika dostępu do niniejszego raportu. Ponadto, czytelnik niniejszego raportu akceptuje fakt, że niniejszy raport nie może być cytowany ani podawany jako źródło, zarówno w całości jak i w jakiegokolwiek jego części, w jakimkolwiek prospekcie emisyjnym, dokumencie rejestracyjnym, publikacjach związanych z emisją akcji, dokumentach kredytowych, ani jakiegokolwiek innej umowy lub dokumencie. Raport ten nie może być także przekazywany osobom trzecim bez uprzedniej pisemnej zgody PwC.

Doradztwo biznesowe

ZETKAMA S.A.

Raport z wyceny oraz rekomendacja
parytetu wymiany akcji i udziałów

Poufne

24 czerwca 2015

pwc

Pan Leszek Jurasz

Prezes Zarządu
ZETKAMA S.A.
ul. 3 Maja 12
57-410 Ścinawka Średnia
24 czerwca 2015r.



Jolanta Kokosińska
Partner
T: +48 22 523 46 56
M: +48 502 184 656
jolanta.kokosinska@pl.pwc.com

Szanowny Panie Prezesie,

Niniejszym przedstawiamy Raport z wyceny wraz z rekomendacją parytetu wymiany akcji i udziałów w związku z zamiarem połączenia się Spółek ZETKAMA S.A. i IDEA K5 sp. z o.o.

Przy pracach nad Raportem zastosowaliśmy podejście dochodowe (metoda zdyskontowanych strumieni pieniężnych), podejście porównawcze (metoda mnożników rynkowych) oraz podejście majątkowe (metoda skorygowanych aktywów netto) według stanu na dzień 1 maja 2015 roku.

Niniejszy Raport został przygotowany wyłącznie na potrzeby organów statutowych ZETKAMA S.A., na podstawie Umowy z dnia 28 kwietnia 2015r. i nie może być użyty, w całości lub w części, w celach innych, niż ujęte w zleceniu, bez pisemnej zgody PwC Polska sp. z o.o.

Podczas prac nad niniejszym dokumentem opieraliśmy się na informacjach finansowych i innych otrzymanych od Spółek. Przyjęliśmy założenie, iż podane informacje były kompletne i dokładne we wszystkich istotnych aspektach. Jednakże zakres naszych prac nie pozwalała nam ponosić odpowiedzialności za dokładność i kompletność dostarczonych informacji.

Z poważaniem,

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'J. Kokosińska', written over a light blue horizontal line.

Jolanta Kokosińska
PwC Polska sp. z o.o.

PwC Polska sp. z o.o.
Biuro w Katowicach
ul. Ściegiennego 3, 40-001 Katowice
T: +48 32 604 02 00
F: +48 32 604 03 00

Spis Treści

Podsumowanie i zastrzeżenia	4
Opis Spółek	8
Otoczenie rynkowe	12
Wycena wartości rynkowej	16
1 ZETKAMA S.A.	17
1.1 Podsumowanie	18
2 IDEA K5 sp. z o.o.	19
2.1 Podsumowanie	20
2.2 Wycena w podejściu majątkowym	21
3 Kuźnia Polska S.A.	25
3.1 Podsumowanie	26
3.2 Wycena w podejściu dochodowym	28
3.3 Wycena w podejściu porównawczym	39
Załączniki	41
1 Źródła informacji oraz procedury	42
2 Metodologia	43
3 Prognoza sprawozdań finansowych	49
4 Spółki porównywalne	52
5 Oświadczenia	55
6 Słownik	57

Podsumowanie i zastrzeżenia

Podsumowanie naszych prac (1/2)

Zastosowana metodologia – szczegółowy opis zastosowanych metod wyceny, a także wykorzystanych w analizie dyskont oraz premii, przedstawiony został w dalszej części Raportu.

Zakres prac

- Na podstawie Listu Angażującego z dnia 28 kwietnia 2015r. („List Angażujący”), PwC Polska sp. z o.o. („PwC”) przygotowało wycenę wartości rynkowej IDEA K5 sp. z o.o. („IDEA K5”) wraz z majątkiem finansowym, na który składa się 17.599.592 akcji Spółki Kuźnia Polska S.A. („Kuźnia Polska”, „Kuźnia”).
- Dodatkowo, w ramach naszych prac przeanalizowaliśmy historyczne notowania akcji ZETKAMA S.A. („ZETKAMA”) na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.
- Niniejszy Raport przygotowany został w celu ustalenia parytetu wymiany akcji i udziałów na potrzeby połączenia ZETKAMA i IDEA K5, w dalszej części dokumentu wspólnie określanych mianem „Spółki”.
- Wyceny i analizy zostały przeprowadzone według stanu na dzień 1 maja 2015r. („Dzień Wyceny”).

Metodologia

- W celu przeprowadzenia wyceny wartości rynkowej IDEA K5 zastosowaliśmy podejście majątkowe, a w ramach niego metodę skorygowanych aktywów netto („SAN”).
- W celu przeprowadzenia wyceny wartości rynkowej Kuźnia Polska, zastosowaliśmy podejście:
 - Dochodowe, a w ramach niego metodę zdyskontowanych przepływów pieniężnych („DCF”), oraz
 - Porównawcze, w ramach którego zastosowaliśmy metodę mnożników rynkowych („MM”).

Podsumowanie wyników wyceny Spółek – wartość pojedynczej akcji/udziału

IDEA K5	Jednostka	Wartość
Wartość 100% kapitałów własnych [płynność, kontrola]	[tys. PLN]	151 838
Liczba udziałów	[szt.]	375 137
Wartość pojedynczego udziału [płynność, kontrola]	PLN	404,75
Dyskonto za brak kontroli	[%]	(12,6%)
Wartość 1 udziału [płynność, brak kontroli]	PLN	353,80
ZETKAMA	Jednostka	Wartość
Wartość 1 akcji [płynność, brak kontroli]	PLN	74,87

Podsumowanie naszych prac (2/2)

Zastosowana metodologia – szczegółowy opis zastosowanych metod wyceny, a także wykorzystanych w analizie dyskont oraz premii, przedstawiony został w dalszej części Raportu.

Rekomendacja parytetu wymiany akcji i udziałów

- Na podstawie przeprowadzonej wyceny, wartość rynkowa 100% kapitałów własnych IDEA K5, według stanu na Dzień Wyceny wyniosła 151,8 mln PLN, przy założeniu płynności i kontroli.
- W przeliczeniu na jeden udział (w zaakrągleniu do pełnego grosza), wartość rynkowa IDEA K5 wyniosła 353,80 PLN, przy założeniu płynności i braku kontroli.
- Na podstawie przeprowadzonej analizy, wartość rynkowa 100% kapitałów własnych ZETKAMA, według stanu na Dzień Wyceny wyniosła 420,0 mln PLN, przy założeniu płynności i kontroli.
- W przeliczeniu na jedną akcję (w zaakrągleniu do pełnego grosza), wartość rynkowa ZETKAMA wyniosła 74,87 PLN, przy założeniu płynności i braku kontroli.
- Na podstawie przeprowadzonych analiz oszacowaliśmy parytet wymiany akcji ZETKAMA na udziały IDEA K5 (w zaakrągleniu do 8 miejsc po przecinku), na poziomie 1: 4,72551997, tj. 4, 72551997 akcji ZETKAMA za 1 udział IDEA K5.

Parytet wymiany akcji i udziałów, na dzień 1 maja 2015r.

Parytet	Wartość* [tys. PLN]	Liczba akcji	Wartość** 1 akcji [PLN]
ZETKAMA	420 047	4 904 150	74,87
IDEA K5	151 836	375 137	353,80
Liczba akcji ZETKAMA za 100% akcji IDEA K5	1 772 717		
Proponowany parytet	4,72551997		

* przy założeniu kontroli

** przy założeniu braku kontroli

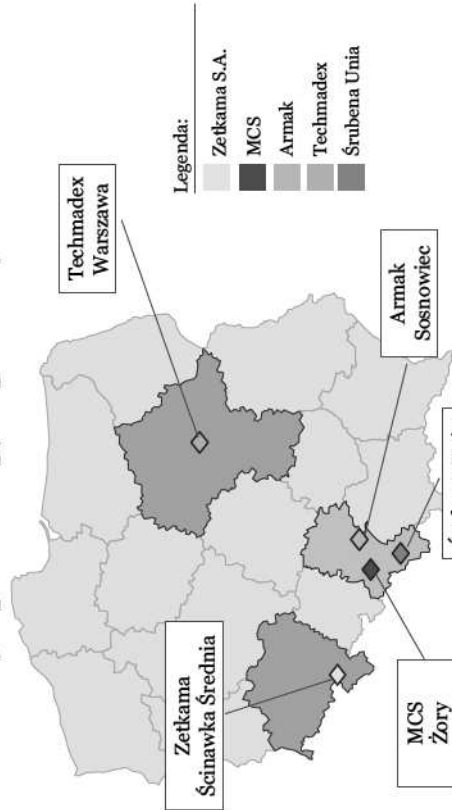
Zastrzeżenia

- Raport z wyceny może zawierać założenia co do przyszłych wyników finansowych lub opinie stanowiące pogląd Doradcy zgodne z przesłankami w określonym czasie. Informacje te, założenia lub opinie nie są przedstawiane jako przewidywania lub jako zapewnienie, że zostaną osiągnięte określone przychody bądź zyski, jak również, że wystąpią określone zdarzenia oraz, iż określona w Raporcie wartość zostanie zaoferowana i zaakceptowana.
- Faktyczne wyniki uzyskane w analizowanym okresie mogą się różnić od opisanych w naszym Raporcie, a różnice te mogą być istotne wartościowo.
- Dla celów niniejszego Raportu wykorzystaliśmy informacje, w tym założenia operacyjne i finansowe, dostarczone nam przez Zarząd i pracowników Kuźnia Polska. Wskazane w Raporcie prognozy wyników opracowane zostały w oparciu o najlepszą wiedzę posiadaną na Dzień Wyceny przez Zarząd Kuźnia Polska.
- Pragniemy podkreślić, że zgodnie z Państwa instrukcjami nie przeprowadziliśmy niezależnej wyceny ZETKAMA. Wobec powyższego, zgodnie z Państwa oświadczeniem, że notowania akcji ZETKAMA z ostatnich 6 miesięcy są dobrym odzwierciedleniem wartości rynkowej, wartość akcji ZETKAMA została przyjęta na podstawie analizy historycznych notowań akcji Spółki na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.
- PwC przyjęło założenie, że otrzymane dane i informacje oraz udzielone wyjaśnienia przekazywane przez Spółkę są rzetelne oraz prawdziwe. PwC dokonało przeglądu materiałów i informacji źródłowych pod kątem spójności oraz wyeliminowania oczywistych błędów.
- Otrzymałyśmy wyniki prac nie uwzględnia żadnych znaczących zdarzeń i nieujawnionych umów czy zobowiązań, o których istnieniu PwC w dniu sporządzania wyceny nie wiedzieliśmy, lub co do których, z uwagi na ograniczony zakres informacji, nie było w stanie określić ryzyka z nimi związanego, a których ewentualne istnienie może mieć znaczący wpływ na wykonaną wycenę.
- Informacje wykorzystane przez PwC podczas prac nad niniejszym Raportem zostały pozyskane z wielu źródeł. Nasze prace obejmowały analizę otrzymanych informacji finansowych oraz zapisów księgowych, jednak nie obejmowały, zgodnie z obowiązującymi standardami, badania sprawozdań finansowych. Tym samym nie przyjmujemy odpowiedzialności za dokładność i kompletność jakiegokolwiek otrzymanej od Spółek lub w ich imieniu informacji.
- Od momentu przekazania niniejszej wersji Raportu nie wykonywaliśmy prac ani nie kontaktowaliśmy się z kierownictwem Kuźni Polskiej oraz IDEA K5. Nasz Raport nie uwzględnia skutków wydarzeń i okoliczności, które mogły mieć miejsce lub informacji, które mogły zostać ujawnione po tej dacie. Nie gwarantujemy, iż w przypadku, gdyby takie prace i badania były kontynuowane, a ich efekt dla Raportu byłby istotny.

Opis Spółek

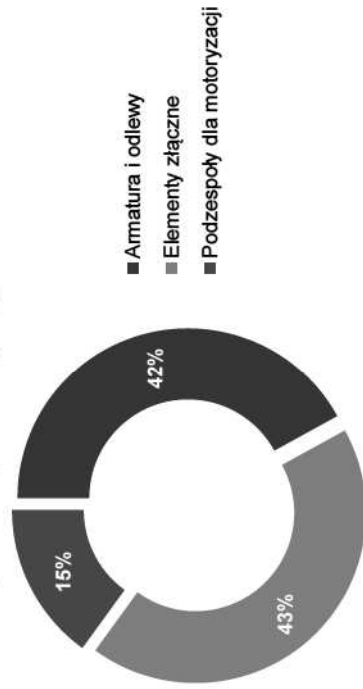
ZETKAMA S.A.

Lokalizacja spółek Grupy kapitałowej ZETKAMA w Polsce



Źródło: Opracowanie PwC

Struktura sprzedaży według segmentów

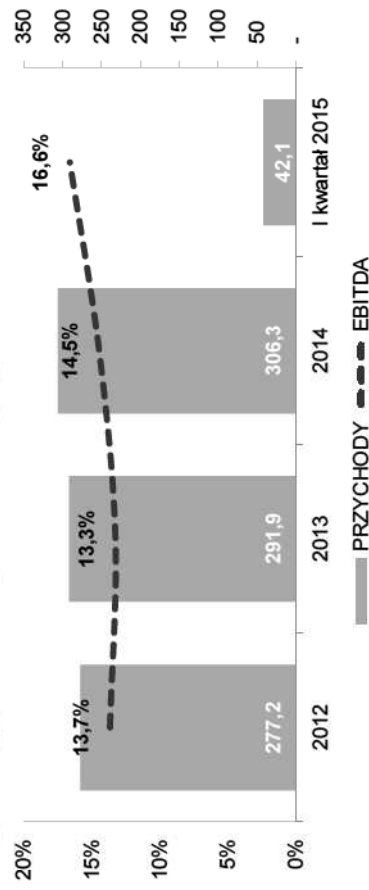


Źródło: Opracowanie PwC na podstawie danych Spółki

Charakterystyka działalności

- Spółka została założona w 1946 roku. Obecnie ZETKAMA, to jeden największych producentów armatury przemysłowej w Europie Środkowo-Wschodniej.
- W skład Grupy kapitałowej ZETKAMA wchodzi 6 spółek, oferujących produkty i usługi skierowane m.in. do branż: energetycznej, budowlanej, hutniczej, armatury przemysłowej, wentylacji i klimatyzacji, hutniczej, kolejowej, a także przemysłu stoczniowego i wydobywczego.
- Oferowane produkty to m.in. zawory, filtry, przepustnice, zasuw, kompensatory, odlewy żeliwne, śruby, wkręty, nakrętki oraz nity.
- Spółki Grupy oferują również usługi inżynierskie, analizy techniczne, badania termowizyjne oraz monitorowanie i zarządzanie obiektami infrastruktury wodno-kanalizacyjnej.

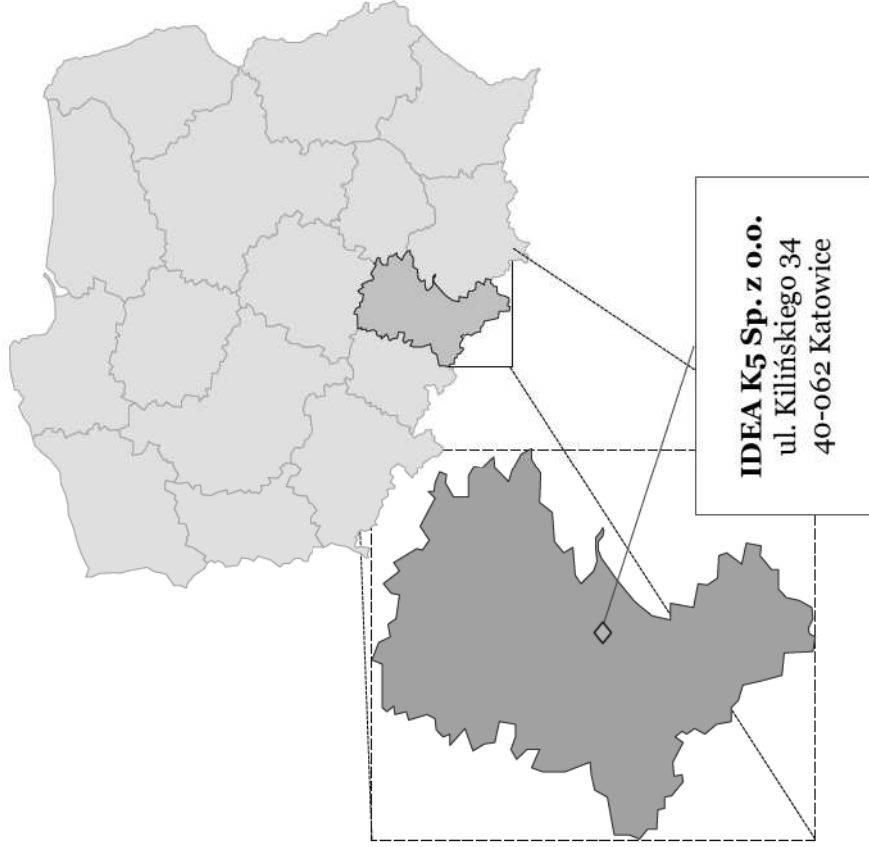
Przychody [mln PLN] i EBITDA [%]



Źródło: Opracowanie PwC na podstawie danych Spółki

IDEA K5 sp. z o.o.

Lokalizacja



Źródło: Opracowanie PwC

Charakterystyka działalności

- Spółka została zawiązana w 2013 roku. Podstawowym przedmiotem działalności Spółki jest działalność firm centralnych (*head offices*) oraz doradztwo związane z zarządzaniem.
- Według stanu na Dzień Wyceny IDEA K5 nie prowadzi działalności operacyjnej.
- Kluczowym aktywem IDEA K5 jest 17.599.592 akcji w Spółce Kuźnia Polska S.A.

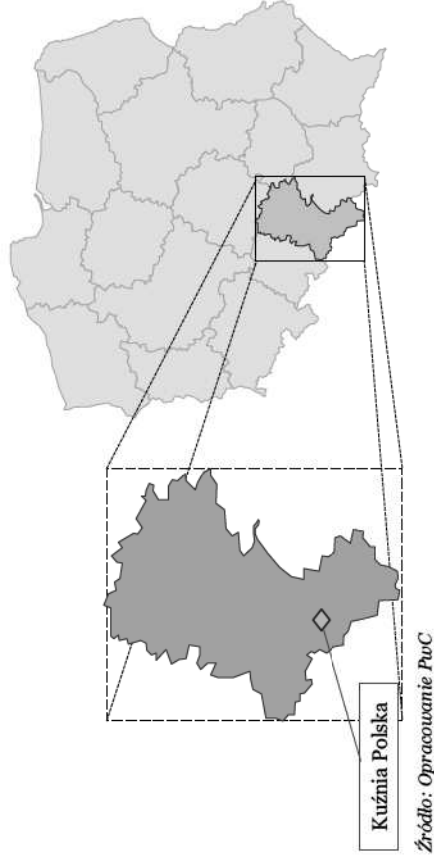
Podstawowe dane finansowe

w tys. PLN	FY14	4M15
Sprzedaż	-	-
EBITDA	103	(4)
EBIT	103	(4)
Zysk netto	(1 293)	(486)
Aktywa trwałe	158 396	158 396
Aktywa obrotowe	10	7
Kapitały własne	126 006	125 520
Zobowiązania i rezerwy	32 400	32 883

Źródło: Opracowanie PwC na podstawie danych Spółki

Kuźnia Polska S.A.

Lokalizacja



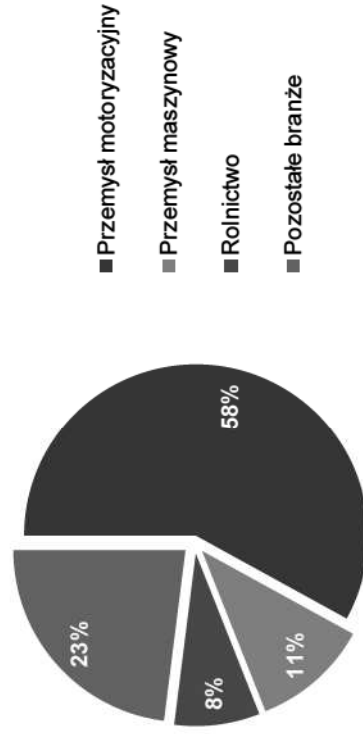
Charakterystyka Spółki

- Kuźnia Polska to podmiot o 200 letniej tradycji zlokalizowany w Skoczowie, w województwie śląskim. Głównym akcjonariuszem Spółki jest IDEA K5.
- Kluczowym przedmiotem działalności jest produkcja wysokiej jakości kutych na gorąco stalowych odkuwek matrycowych o wadze od 5dag do 25kg.

Kluczowi klienci

- Do głównych odbiorców wyrobów Kuźni Polskiej zaliczają się
 - Temming GmbH & Co. KG,
 - SPICER Gelenkwellenbau GmbH,
 - EATON TRUCK COMPONENTS sp. z o.o.,
 - MAGNETI MARELLI SUSPENSION SYSTEMS Bielsko sp. z o.o.

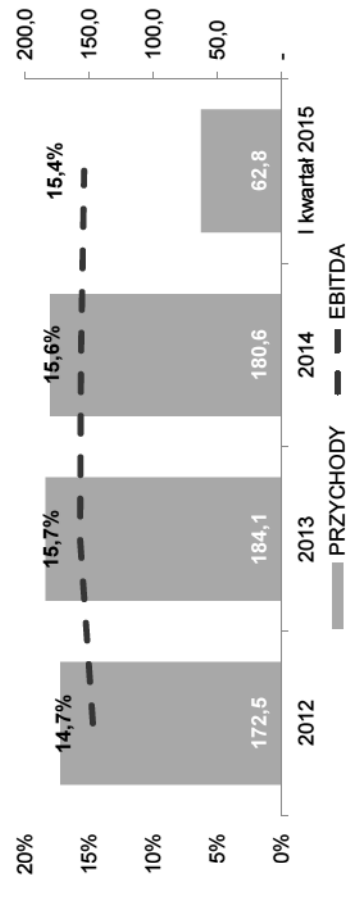
Główni odbiorcy wyrobów według branż



Źródło: Opracowanie PwC na podstawie danych Spółki

ZETKAMA S.A.
PwC

Przychody [mln PLN] i EBITDA [%]

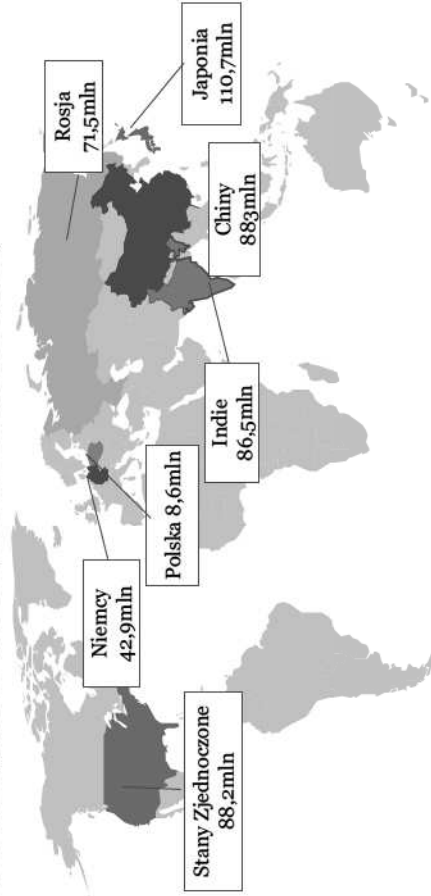


Źródło: Opracowanie PwC na podstawie danych Spółki

Otoczenie rynkowe

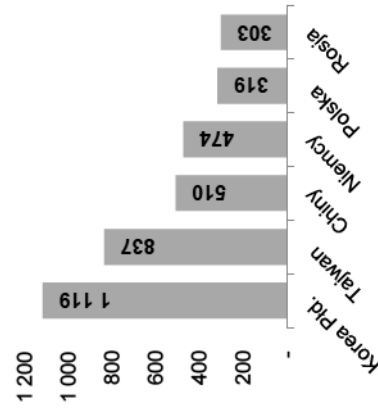
Uwarunkowania rynkowe (1/3)

Produkcja stali w 2014 roku na świecie, tony



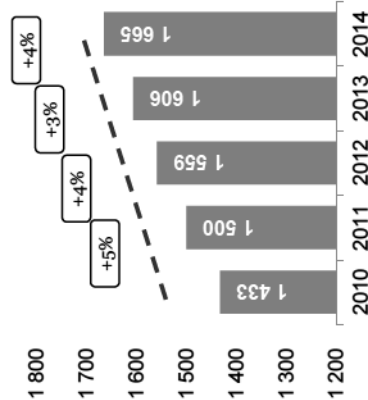
Źródło: World Steel Association

Zużycie stali w 2014 roku na osobę, kg



Źródło: World Steel Association

Produkcja stali na świecie, mln ton



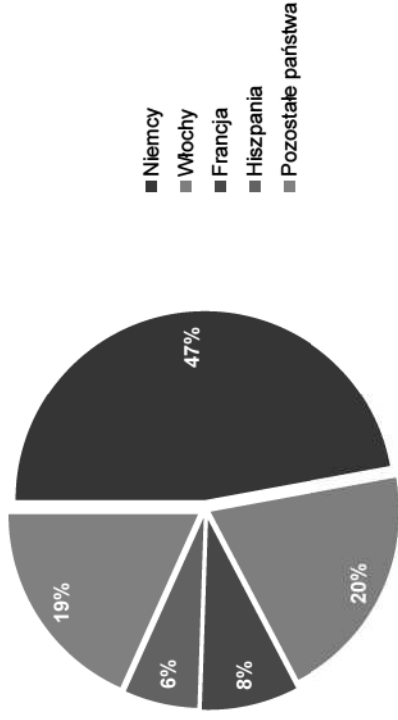
Źródło: World Steel Association

Przemysł stalowy

- W 2014 roku światowa produkcja stali wyniosła 1.665 mln ton.
- Największym producentem stali na świecie są Chiny, które odpowiadają za 53% światowej produkcji.
- Polska zajmuje 20 miejsce na świecie pod względem produkcji stali.
- W I kwartale 2015 roku produkcja stali w Polsce wzrosła o 13%. Jest to wynikiem wzrostu na rynku motoryzacyjnym. Pomimo wzrostu popytu na stal, ceny nie ulegają zmianie, głównie ze względu na dostęp do taniego surowca (rudy żelaza, złom).
- W Polsce działa 9 hut stali należących do 6 właścicieli. Przemysł hutniczy jest silnie skoncentrowany – trzech producentów odpowiada za ok. 90% krajowej produkcji.
- Największym wytwórcą stali w Polsce jest koncern ArcelorMittal, który odpowiada za ponad 56% krajowej produkcji. Jest on jednocześnie największym producentem stali na świecie.
- Stal surowa produkowana jest przy zastosowaniu dwóch procesów: konwertorowo-tlenowego i elektrycznego. W procesie konwertorowym materiał wsadowy stanowi ruda żelaza, złom stalowy oraz dodatki stopowe. Stalownie elektryczne bazują przede wszystkim na złomie stalowym.
- Do produkcji stali wykorzystuje się w znacznym stopniu proces konwertorowy – w ten sposób produkuje się ok. 70% stali na świecie.

Uwarunkowania rynkowe (2/3)

Główni producenci wyrobów kuzniczych w Europie

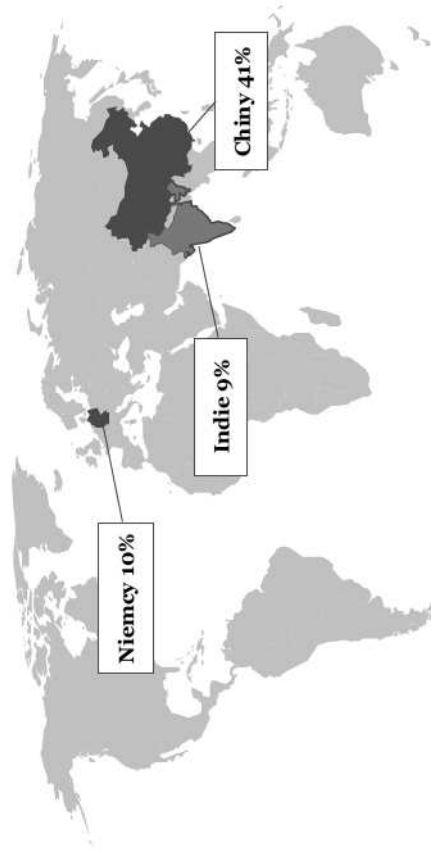


Źródło: Technavio, Casting and Forging Market in Europe 2014-2018.

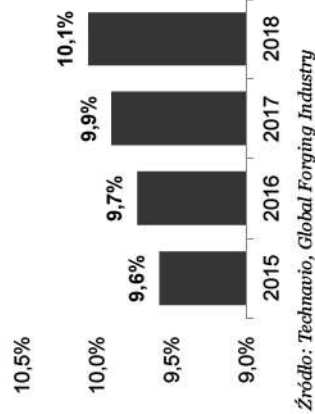
Przemysł kuzniczy

- Produkcja odkuwek w Europie w 2013 roku wynosiła 6 mln ton. Prognozuje się, że w roku 2018 wyniesie ona ok. 7,5 mln ton.
- Europa, Bliski Wschód wraz z Afryką produkują 23% wyrobów.
- Liderem produkcji odkuwek w Europie jest niemiecki koncern stalowy Hirschvogel.
- Największym odbiorcą odkuwek jest branża motoryzacyjna (33%), drugim w kolejności jest inżynieria maszynowa (14%), a trzecim kolejnictwo (13%).
- Wzrost produkcji wyrobów kuzniczych spowodowany jest przede wszystkim wzrostem zapotrzebowania na wyroby kute w przemyśle motoryzacyjnym.

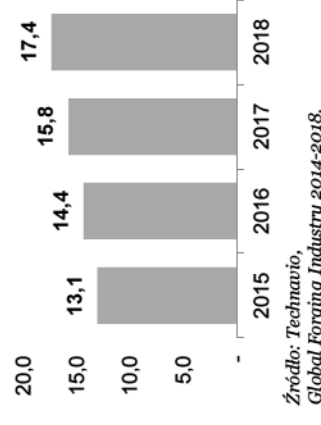
Produkcja odkuwek na świecie



Globalne prognozy wzrostu dla rynku kuzniczego

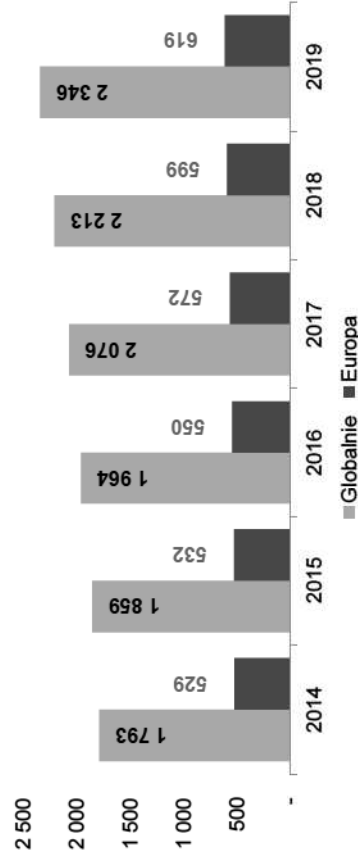


Sprzedaż do segmentu motoryzacyjnego, mln ton



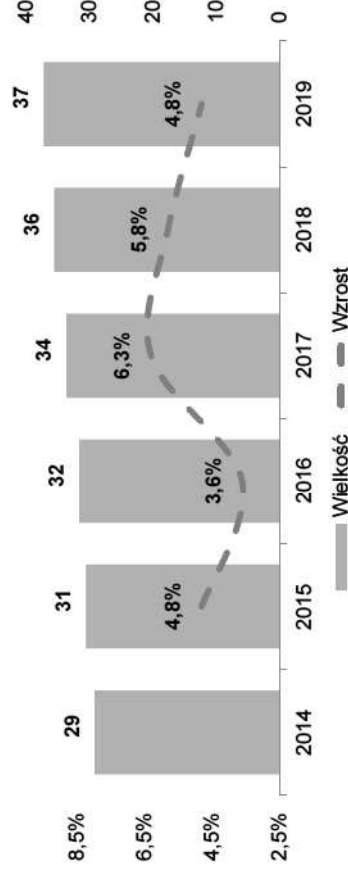
Uwarunkowania rynkowe (3/3)

Historyczne i prognozowane przychody ze sprzedaży samochodów, mld USD



Źródło: Opracowanie własne na podstawie an informacja business: MarketLine Industry Profile, Global New Cars, April 2015 oraz MarketLine Industry Profile, New Cars in Europe, April 2015

Historyczne i prognozowane przychody ze sprzedaży nowych samochodów w Polsce, mld PLN



Źródło: Opracowanie własne na podstawie an informacja business: MarketLine Industry Profile, New Cars in Poland, April 2015

Przemysł motoryzacyjny

- Na skutek aktualnej sytuacji gospodarczej można oczekiwać, że przychody ze sprzedaży samochodów na świecie będą wzrastać o ok. 2-3%, rocznie.
- Największym rynkiem w branży motoryzacyjnej jest Azja, gdzie wartość rynku szacowana jest na poziomie ok. 833 mld USD.
- Największym producentem samochodów w Europie są Niemcy, które odpowiadają za ok. 23% europejskiej produkcji.
- Wartość polskiego rynku motoryzacyjnego w 2014r. wyniosła ok. 9,2 mld USD. Mimo zakładanego wzrostu wolumenu sprzedaży nie planuje się zwiększenia jego udziału w rynku europejskim.
- Sprzedaż nowych samochodów w Polsce w 2014 roku wynosiła 327 tys. szt. Analitycy prognozują, że w 2019 roku wyniesie ona o ok. 50 tys. sztuk więcej.
- Średnia roczna stopa wzrostu wielkości rynku *automotive* w Polsce w latach 2014-2019 prognozowana jest na 5,1%. Dzięki temu zakłada się, że wartość polskiego rynku motoryzacyjnego wyniesie 11,8 mld USD na koniec 2019 roku.
- Analitycy prognozują, że popyt na nowe samochody będzie w najbliższych 5 latach rosł szczególnie w państwach rozwijających się. Będzie to spowodowane poprawą standardu życia oraz spadkiem cen paliw. Dla tego segmentu odbiorców głównym czynnikiem decydującym o zakupie jest cena, dlatego dla producentów w branży motoryzacyjnej największym wyzwaniem w kolejnych latach będą zmieniające się ceny stali, a co za tym idzie stalowych komponentów.

Wycena wartości rynkowej

Wycena wartości rynkowej	16
1 ZETKAMA S.A.	17
1.1 Podsumowanie	18
2 IDEA K5 sp. z o.o.	19
2.1 Podsumowanie	20
2.2 Wycena w podejściu majątkowym	21
3 Kuźnia Polska S.A.	25
3.1 Podsumowanie	26
3.2 Wycena w podejściu dochodowym	28
3.3 Wycena w podejściu porównawczym	39

ZETKAMA S.A.

Podsumowanie i wnioski

Wprowadzenie

- Zgodnie z Państwa oświadczeniem, iż notowania akcji ZETKAMA są dobrym odzwierciedleniem wartości rynkowej, przeanalizowaliśmy kurs akcji ZETKAMA, w okresie 6 miesięcy poprzedzających Datę Wyceny (od 1 listopada 2014r. do 1 maja 2015r.).
- W analizowanym okresie średni kurs zamknięcia notowań dziennych kształtował się na poziomie od 63,40 PLN do 83,50 PLN, przy średnim wolumenie obrotu wynoszącym 1.537 szt.
- W okresie 3 miesięcy (od 1 lutego do 1 maja 2015r.) cena akcji, mierzona kursem zamknięcia, ważonym wolumenem obrotu, wyniosła 76,55 PLN, natomiast w okresie ostatnich 6 miesięcy (tj. od 1 listopada 2014r. do 1 maja 2015r.) – odpowiednio 73,19 PLN.

Ustalenie wartości pojedynczej akcji

- Na podstawie przeprowadzonych analiz, obejmujących historyczne notowania akcji ZETKAMA, wartość pojedynczej akcji zawiera się w przedziale od 73,19 PLN do 76,55 PLN, co odpowiada średniej cenie akcji, ważonej wolumenem obrotu z ostatnich 3 i 6 miesięcy.
- Na potrzeby ustalenia parytetu wymiany udziałów i akcji, według stanu na dzień 1 maja 2015r., przy założeniu płynności oraz braku kontroli, proponujemy przyjąć wartość pojedynczej akcji ZETKAMA na poziomie 74,87 PLN – co odpowiada środkowi przedziału średniego kursu zamknięcia akcji, ważonego wolumenem obrotu z ostatnich 3 i 6 miesięcy.

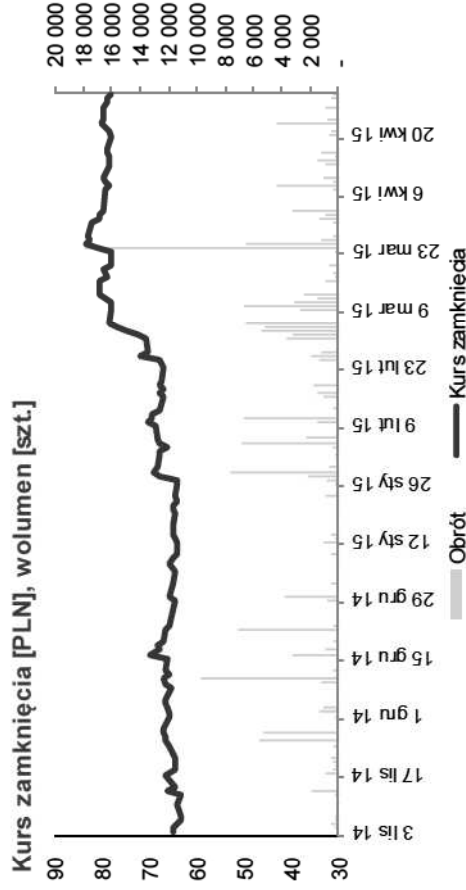
Notowania akcji ZETKAMA, okres 6M

Analiza na 01.05.2015	3M*	6M**
Zakres czasowy		
Data końcowa	1 maj 15	1 maj 15
Data początkowa	1 lut 15	1 lis 14
Cena akcji		
Zwykła średnia (cena zamknięcia)	75,58	70,77
Średnia ważona wolumenem (cena zamknięcia)	76,55	73,19

* Obserwacje obejmują okres od 2 lutego 2015r. do 30 kwietnia 2015r.

** Obserwacje obejmują okres od 3 listopada 2014r. do 30 kwietnia 2015r.

Kurs akcji ZETKAMA na GPW, od 3.11 2014 do 30.04.2015



Źródło: Opracowanie PwC na podstawie danych GPW

IDEA K5 sp. z o.o.

Podsumowanie i wnioski

w tys. PLN, 01.05.2015	Wartość bilansowa	Korekta wartości	Wartość po korekcie
Wartości niematerialne i prawne	-	-	-
Rzeczowe aktywa trwałe	-	-	-
Należności długoterminowe	-	-	-
Inwestycje długoterminowe	158 396	32 488	190 885
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	-	-	-
Aktywa trwałe	158 396	32 488	190 885
[1]			
Zapasy	-	-	-
Należności krótkoterminowe	-	-	-
Inwestycje krótkoterminowe	7	-	7
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	-	-	-
Aktywa obrotowe	7	-	7
[2]			
Rezerwy na zobowiązania	-	-	-
Zobowiązania długoterminowe	32 775	-	32 775
Zobowiązania krótkoterminowe	108	-	108
Rozliczenia międzyokresowe	-	-	-
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	32 883	-	32 883
[3]			
Rezerwa/Aktywo z tytułu odroczonego podatku	-	(6 173)	(6 173)
[4]			
Wartość skorygowanych aktywów netto	125 520	26 315	151 836
[1+2-3+4]			
Ilość udziałów [szt.]			375 137
Dyskonto za brak kontroli [%]			(12,59%)
Wartość 1 udziału [PLN]			353,80

Źródło: Opracowanie PuC na podstawie danych Spółki

Zakres prac

- Przeprowadziliśmy wycenę wartości rynkowej 100% kapitałów własnych IDEA K5.
- Na potrzeby wyceny wartości IDEA K5, wyceniliśmy wartość pakietu 17.599.592 akcji spółki Kuźnia Polska (stanowiących 94,11% udziału w kapitale Kuźni Polskiej).

Metodologia

- W celu przeprowadzenia wyceny wartości rynkowej 100% kapitałów własnych IDEA K5 zastosowaliśmy podejście majątkowe, a w ramach niego metodę skorygowanych aktywów netto.
- Na potrzeby wyceny IDEA K5 wyceniliśmy majątek finansowy Spółki, w postaci 94,1% akcji Spółki Kuźnia Polska, przy zastosowaniu podejścia dochodowego (metoda zdyskontowanych strumieni i pieniężnych) oraz podejścia porównawczego (metoda mnożników rynkowych).

Wyniki wyceny – 100% kapitałów własnych

- Na podstawie przeprowadzonych analiz, oszacowaliśmy wartość 100% kapitałów własnych IDEA K5, przy uwzględnieniu płynności oraz kontroli, na dzień 1 maja 2015r., na poziomie **151,8 mln PLN**.

Wyniki wyceny – wartość pojedynczego udziału

- Na podstawie oszacowanej wartości 100% kapitałów własnych oraz liczby udziałów IDEA K5 na poziomie 375.137, ustaliliśmy wartość 1 udziału IDEA K5, w zaokrągleniu do pełnych groszy, według stanu na dzień 1 maja 2015r., przy założeniu płynności oraz braku kontroli, na poziomie **353,80 PLN**.

Bilans na Dzień Wyceny

Bilans

w tys. PLN, 01.05.2015	Wartość bilansowa	Udział w sumie bilansowej
Wartości niematerialne i prawne	-	0%
Rzeczowe aktywa trwałe	-	0%
Należności długoterminowe	-	0%
Inwestycje długoterminowe	158 396	100%
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	-	0%
Aktywa trwałe [1]	158 396	100%
Zapasy	-	0%
Należności krótkoterminowe	-	0%
Inwestycje krótkoterminowe	7	0%
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	-	0%
Aktywa obrotowe [2]	7	0%
Rezerwy na zobowiązania	-	0%
Zobowiązania długoterminowe	32 775	21%
Zobowiązania krótkoterminowe	108	0%
Rozliczenia międzyokresowe	-	0%
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania [3]	32 883	21%
Aktywa netto [1+2-3]	125 520	79%

Źródło: Opracowanie PwC na podstawie danych Spółki

Wprowadzenie

- Wycena została sporządzona na podstawie niezaudytowanego bilansu IDEA K5, według stanu na dzień 1.05.2015r.
- Suma bilansowa równa jest 158,4 mln PLN, a jedynymi składnikami majątku są inwestycje długoterminowe oraz środki pieniężne.
- Inwestycje długoterminowe obejmują 17.599.592 szt. akcji w Spółce Kuźnia Polska S.A., co odpowiada 94,1% udziałowi w kapitale zakładowym (uwzględniając obniżenie kapitału związane z umorzeniem akcji własnych, nabytych przez Kuźnię Polską od pracowników. Zarejestrowanie obniżenia kapitału zakładowego w Krajowym Rejestrze Sądowym nastąpiło w dniu 6 maja 2015r.).
- Środki pieniężne i ich ekwiwalenty obejmują środki pieniężne na bieżącym rachunkach w BOŚ S.A.
- Na zobowiązania IDEA K5 składają się:
 - Obligacje imienne serii B i C, wraz z naliczonymi odsetkami – o łącznej wartości bilansowej 32,8 mln PLN,
 - Udzielone pożyczki, wraz z naliczonymi odsetkami – o łącznej wartości bilansowej 105,2 tys. PLN,
 - Zobowiązania handlowe o wartości bilansowej 2,3 tys. PLN.
- Wartość księgowa aktywów netto – kapitałów własnych równa jest 125,5 mln PLN.

Korekty do aktywów netto na Dzień Wyceny (1/2)

Korekty wartości księgowych – dokonaliśmy korekty wartości inwestycji długoterminowych IDEA K5, na które składają się akcje Kuźni Polskiej S.A.

Korekty do bilansu

w tys. PLN, 01.05.2015	Wartość bilansowa	Korekta wartości	Wartość po korekcie	Nr korekty
Wartości niematerialne i prawne	-	-	-	
Rzeczowe aktywa trwałe	-	-	-	
Należności długoterminowe	-	-	-	
Inwestycje długoterminowe	158 396	32 488	190 885	1
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	-	-	-	
Aktywa trwałe	158 396	32 488	190 885	
Zapasy	-	-	-	
Należności krótkoterminowe	-	-	-	
Inwestycje krótkoterminowe	7	-	7	
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	-	-	-	
Aktywa obrotowe	7	-	7	
Rezerwa/Aktywo z tytułu odroczonego podatku	-	(6 173)	(6 173)	2
Rezerwy na zobowiązania	-	-	-	
Zobowiązania długoterminowe	32 775	-	32 775	
Zobowiązania krótkoterminowe	108	-	108	
Rozliczenia międzyokresowe	-	-	-	
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	32 883	-	32 883	

Źródło: Opracowanie PwC na podstawie danych Spółki

Korekta [1]

- Inwestycje długoterminowe obejmują akcje Kuźni Polskiej S.A. IDEA K5 posiada 17-599-592 szt. Akcji, co odpowiada udziałowi w kapitale zakładowym Kuźni Polskiej na poziomie 94,1%.
- Na potrzeby wyceny IDEA K5, według stanu na dzień 1 maja 2015r., wartość akcji Kuźni Polskiej oszacowaliśmy przy zastosowaniu metody DCF i MM. Opis przyjętych założeń oraz uzyskanych wyników wyceny Kuźni Polskiej przedstawiono w dalszej części Raportu.
- W konsekwencji przyjętych założeń, wartość 100% kapitałów własnych Kuźni Polskiej oszacowaliśmy na poziomie 202,8 mln PLN, według stanu na dzień 1 maja 2015r., przy założeniu braku płynności oraz kontroli.
- Na podstawie oszacowanej wartości 100% kapitałów własnych oraz udziału IDEA K5 w kapitale akcyjnym Kuźni Polskiej, wartość 94,1% kapitałów własnych określiliśmy na poziomie 190,9 mln PLN, przy założeniu braku płynności oraz kontroli.

Korekty do aktywów netto na Dzień Wyceny (2/2)

Korekty wartości księgowych – dokonaliśmy korekty wartości inwestycji długoterminowych IDEA K5, na które składają się akcje Kuźni Polskiej S.A.

Korekty do bilansu

Korekta [2]

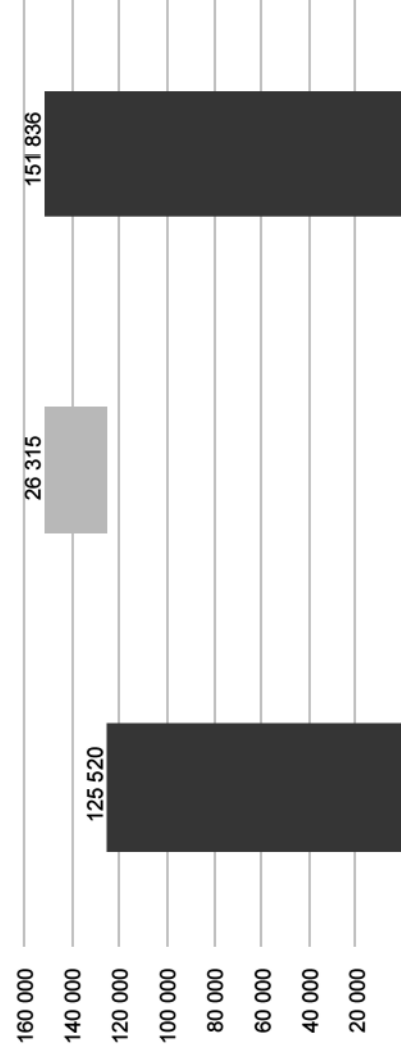
- Korekta obejmuje efekt wzrostu aktywa z tytułu podatku odroczonego wynikający z przeszacowania wartości aktywów i pasywów, wynoszącego 19% z sumy korekt wartości tych pozycji.
- Na potrzeby wyceny metodą skorygowanych aktywów netto pozostałe elementy bilansu nie podlegają korekcie.

w tys. PLN, 01.05.2015	Wartość bilansowa	Korekta wartości	Wartość po korekcie	Nr korekty
Wartości niematerialne i prawne	-	-	-	
Rzeczowe aktywa trwałe	-	-	-	
Należności długoterminowe	-	-	-	
Inwestycje długoterminowe	158 396	32 488	190 885	1
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	-	-	-	
Aktywa trwałe	158 396	32 488	190 885	
Zapasy	-	-	-	
Należności krótkoterminowe	-	-	-	
Inwestycje krótkoterminowe	7	-	7	
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	-	-	-	
Aktywa obrotowe	7	-	7	
Rezerwa/Aktywo z tytułu odroczonego podatku	-	(6 173)	(6 173)	2
Rezerwy na zobowiązania	-	-	-	
Zobowiązania długoterminowe	32 775	-	32 775	
Zobowiązania krótkoterminowe	108	-	108	
Rozliczenia międzyokresowe	-	-	-	
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	32 883	-	32 883	

Źródło: Opracowanie PwC na podstawie danych Spółki

Wyniki wyceny

Aktywa netto - raportowane vs skorygowane, tys. PLN



Wyniki wyceny 100% kapitałów własnych

- Oszacowana wartość rynkowa 100% kapitałów własnych IDEA K5, metodą skorygowanych aktywów netto, na 1 maja 2015r., wynosi **151,8 mln PLN**.

Wyniki wyceny pojedynczego udziału

- Na podstawie oszacowanej wartości 100% kapitałów własnych oraz liczby udziałów IDEA K5 na poziomie 375.137, ustaliliśmy wartość 1 udziału IDEA K5, na dzień 1 maja 2015r., przy założeniu braku kontroli, na poziomie **353,80 PLN**.

Raportowane aktywa netto Korekty wartości aktywów netto Skorygowane aktywa netto

Źródło: Opracowanie PuC na podstawie danych Spółki

Wyniki wyceny

w tys. PLN, 01.05.2015	Wartość bilansowa	Korekta wartości	Wartość po korekcie
Aktywa trwałe [1]	158 396	32 488	190 885
Aktywa obrotowe [2]	7	-	7
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania [3]	32 883	-	32 883
Efekt odroczonego podatku dochodowego [4]	-	(6 173)	(6 173)
Wartość 100% kapitałów własnych [1+2-3+4]	125 520	26 315	151 836

Ilość udziałów [szt.]

375 137

Dyskonto za brak kontroli [%]

(12,59%)

Wartość 1 udziału, PLN [brak kontroli]

353,80

Źródło: Opracowanie PuC na podstawie danych Spółki

Kuźnia Polska S.A.

Podsumowanie i wnioski (1/2)

Data sprawozdań finansowych, a Dzień Wyceny – podstawą dla naszych analiz były sprawozdania finansowe na dzień 30 kwietnia 2015r. Od Zarządu Spółki otrzymaliśmy oświadczenie o braku istotnych zdarzeń mających miejsce pomiędzy 30 kwietnia, a 1 maja br., mogących mieć znaczący wpływ na oszacowaną wartość Spółki.

Zakres prac

- Przeprowadziliśmy wycenę Spółki Kuźnia Polska, przy założeniu kontroli i braku płynności akcji, według stanu na dzień 1 maja 2015 roku.

Metodologia

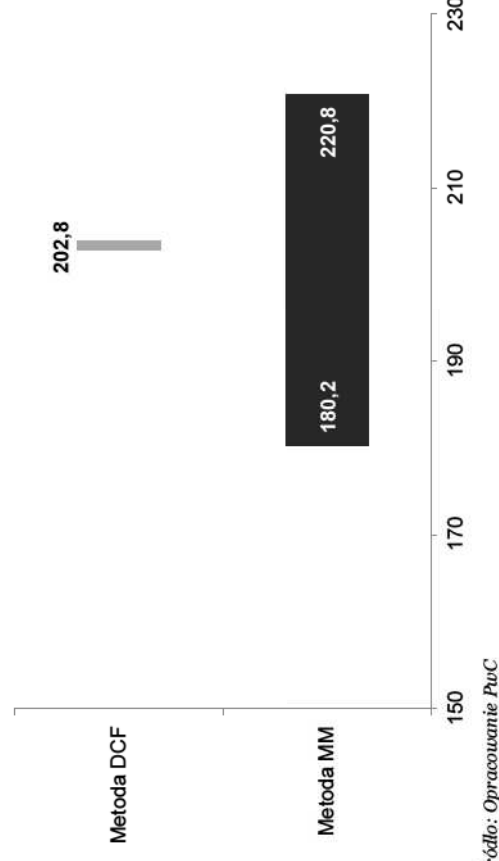
- W celu przeprowadzenia wyceny Kuźnia Polska zastosowaliśmy następujące podejścia:

- podjęcie dochodowe – metoda DCF,
- podjęcie porównawcze – metoda MM.

Wyniki wyceny – wartość 100% kapitałów własnych

- Na podstawie przeprowadzonych analiz, w oparciu o podejście dochodowe (DCF), oszacowaliśmy wartość Kuźni Polskiej, przy uwzględnieniu kontroli oraz braku płynności, na dzień 01.05.2015r. na **202,8 mln PLN**.
- W oparciu o podejście porównawcze (MM) szacujemy, że wartość Kuźni Polskiej, przy uwzględnieniu kontroli oraz braku płynności, na dzień 01.05.2015r., zawiera się w przedziale **od 180,2 mln PLN do 220,8 mln PLN**.

Podsumowanie wyceny – 100% kapitałów własnych, mln PLN



Podsumowanie wyceny – 94,1% kapitałów własnych, mln PLN

Wyszczególnienie	Jednostka	Wartość
Wartość 100% kapitałów własnych po dyskontach	[tys. PLN]	202 826
Liczba udziałów	[liczba]	18 700 592
Liczba udziałów należących do IDEA K5	[liczba]	17 599 592
Udział IDEA K5 w kapitale Kuźni Polskiej	[%]	94,11%
Wartość pakietu udziałów należących do IDEA K5	[tys. PLN]	190 885

Źródło: Opracowanie PwC

Podsumowanie i wnioski (2/2)

Data sprawozdań finansowych, a Dzień Wyceny – podstawą dla naszych analiz były sprawozdania finansowe na dzień 30 kwietnia 2015r. Od Zarządu Spółki otrzymaliśmy oświadczenie o braku istotnych zdarzeń mających miejsce pomiędzy 30 kwietnia, a 1 maja br., mogących mieć znaczący wpływ na oszacowaną wartość Spółki.

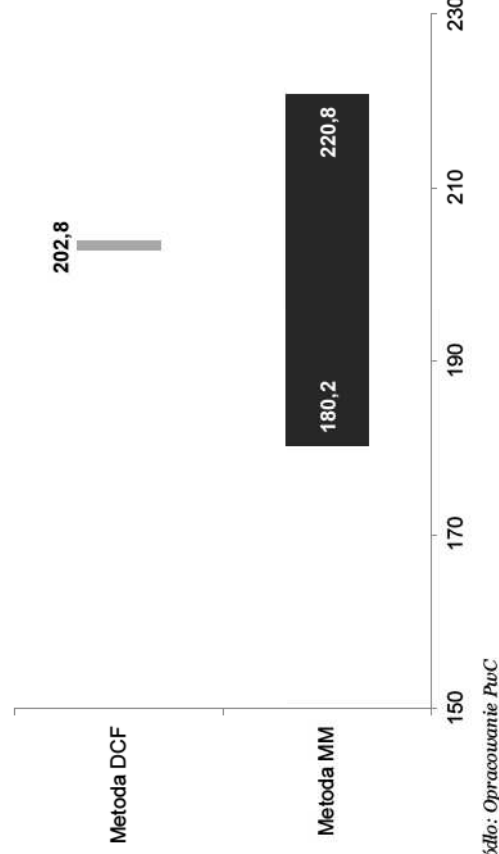
Wyniki wyceny – podsumowanie

- Na podstawie przeprowadzonych analiz wartość 100% kapitałów własnych Spółki Kuźnia Polska zawiera się w przedziale **od 180,2 mln PLN do 220,8 mln PLN**, co odpowiada wynikom wyceny uzyskanym przy użyciu metody mnożników rynkowych. Wynik wyceny w podejściu dochodowym zawiera się w tym przedziale.
- Metoda mnożnikowa porównuje bieżące wyniki wycenianej spółki do wyników spółek porównywalnych. Ponadto spółki publiczne przyjęte do porównań prowadzą zdwersyfikowaną działalność operacyjną w wielu segmentach branży hutniczej. Wobec powyższego, naszym zdaniem wartość Spółki Kuźnia Polska powinna opierać się na metodzie DCF, która pozwala na bardziej precyzyjne odzwierciedlenie aktualnej sytuacji Spółki oraz perspektyw jej rozwoju.
- W związku z tym szacujemy, że wartość 100% kapitałów własnych Kuźni Polskiej, według stanu na dzień 1 maja 2015r., wynosi **202,8 mln PLN**, przy założeniu kontroli oraz braku płynności.

Wyniki wyceny – wartość akcji należących do IDEA K5

- Na podstawie oszacowanej wartości 100% kapitałów własnych oraz pakietu akcji należących do IDEA K5 (17.599.592 szt.) oszacowaliśmy wartość 94,11% kapitałów własnych Kuźni Polskiej, według stanu na dzień 1 maja 2015r., przy założeniu kontroli oraz braku płynności, na poziomie **190,9 mln PLN**.

Podsumowanie wyceny – 100% kapitałów własnych, mln PLN



Podsumowanie wyceny – 94,1% kapitałów własnych, mln PLN

Wyszczególnienie	Jednostka	Wartość
Wartość 100% kapitałów własnych po dyskontach	[tys. PLN]	202 826
Liczba udziałów	[liczba]	18 700 592
Liczba udziałów należących do IDEA K5	[liczba]	17 599 592
Udział IDEA K5 w kapitale Kuźni Polskiej	[%]	94,11%

Wartość pakietu udziałów należących do IDEA K5 [tys. PLN] 190 885

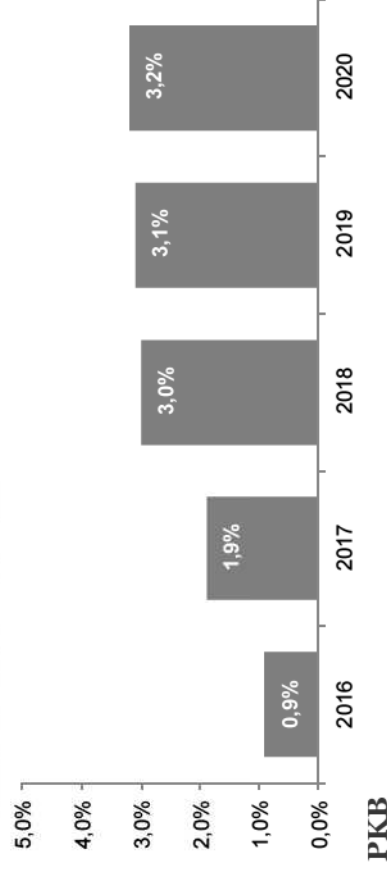
Źródło: Opracowanie PwC

Założenia makroekonomiczne

Źródło danych makroekonomicznych – na potrzeby wyceny Spółki wykorzystano założenia makroekonomiczne przygotowane przez NOBE Independent Centre for Economic Studies.

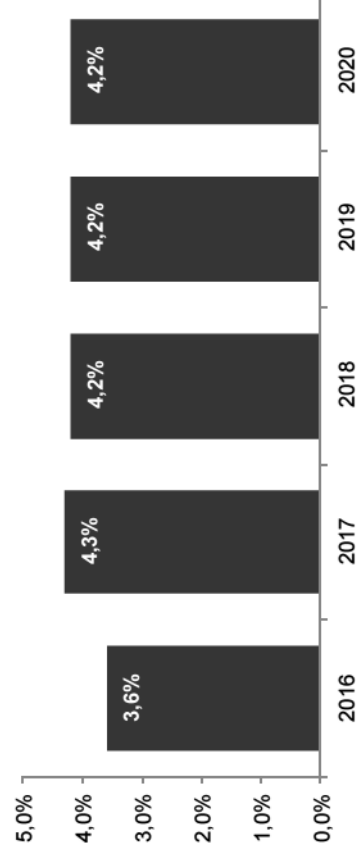
Inflacja

- Założenia dotyczące średniookresowego wskaźnika inflacji CPI przedstawia poniższy wykres.



PKB

- Poniższy wykres przedstawia założenia dotyczące zakładanego wzrostu PKB w Polsce.

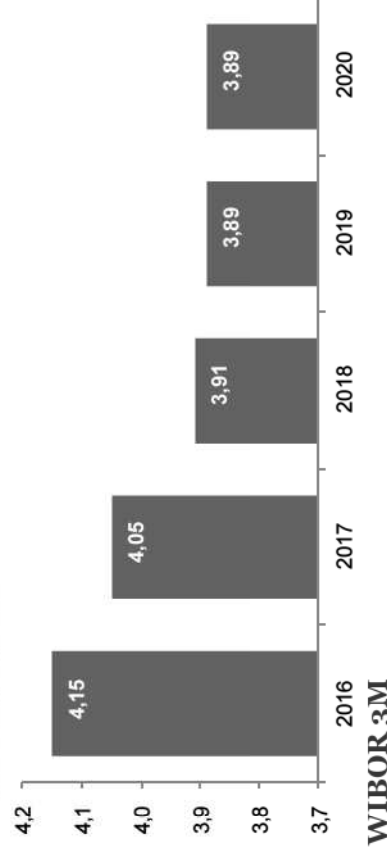


Źródło: Opracowanie PwC na podstawie NOBE

ZETKAMA S.A.
PwC

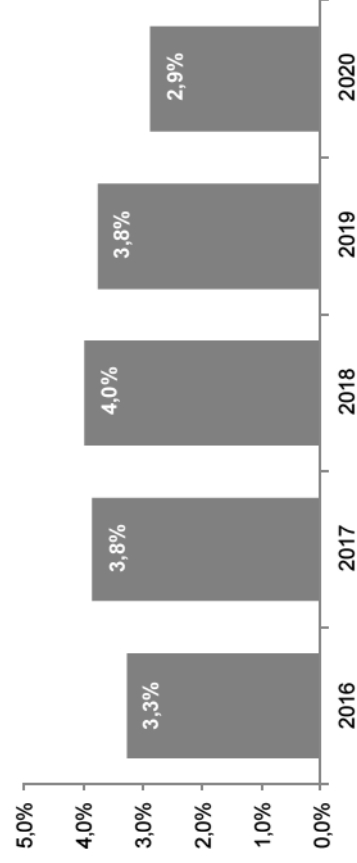
Kurs EUR/PLN

- Założenia dotyczące średniorocznego kursu EUR/PLN przedstawia poniższy wykres.



WIBOR 3M

- Założenia dotyczące prognoz średniorocznej stopy WIBOR 3M przedstawia poniższy wykres.

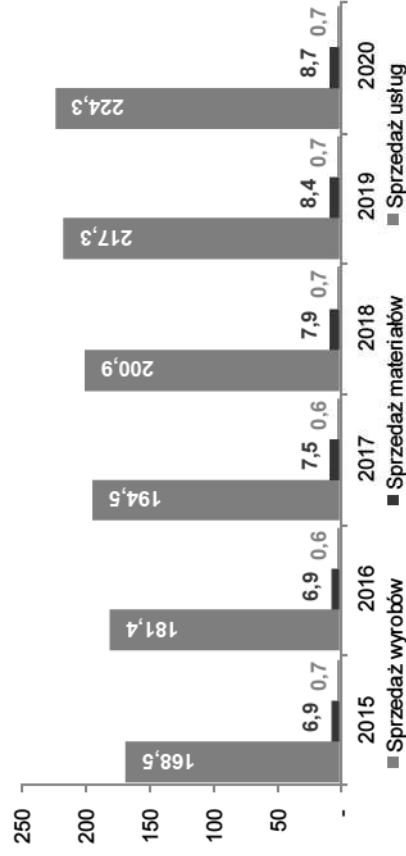


Źródło: Opracowanie PwC na podstawie NOBE

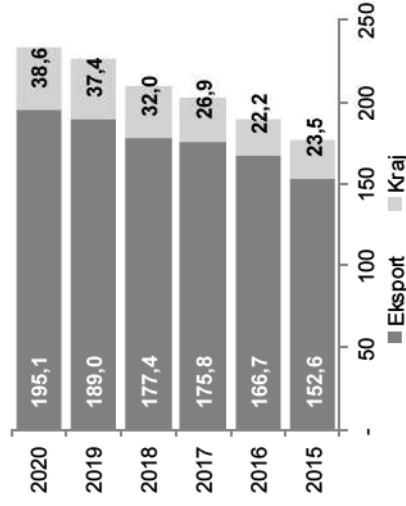
Założenia do projekcji finansowych (1/5)

Przychody ze sprzedaży – prognozy finansowe Kuźni Polskiej zakładają średnioroczną stopę wzrostu przychodów ze sprzedaży (CAGR) na poziomie 5,8%.

Przychody ze sprzedaży, mln PLN



Struktura sprzedaży, mln PLN



Struktura sprzedaży, %



Przychody ze sprzedaży

- Przychody ze sprzedaży Kuźni Polskiej obejmują:
 - sprzedaż wykuć,
 - sprzedaż usług, oraz
 - sprzedaż towarów i materiałów.
- W okresie szczegółowej prognozy Spółka koncentruje swoją działalność na produkcji wykuć kierowanych przede wszystkim do odbiorców z przemysłu motoryzacyjnego, gdzie trafia ok. 60% wyrobów Kuźni.
- Założenia do przychodów ze sprzedaży zostały opracowane przez Zarząd Kuźni Polskiej. Prognozy Zarządu zakładają zwiększenie wolumenu wykuć z 21,7 tys. w roku 2015 do 25,8 tys. w roku 2020, przy założeniu, że docelowo 86% sprzedaży będzie trafiać na rynki zagraniczne (w roku 2015 wolumen sprzedaży kierowanej na rynki zagraniczne stanowi 87% produkcji sprzedanej).
- Jednostkowe ceny sprzedaży zostały zaprognostowane w oparciu o zakładaną przez Kuźnię Polską strukturę asortymentu produkcji, z uwzględnieniem wzrostu udziału wykuć o wyższej wartości dodanej (elementy produkowane przy użyciu centrów obróbkowych CNC), które od roku 2016 zostały zindeksowane zakładaną ścieżką inflacji CPI. Wartości wyrażone w EUR zostały przeliczone na PLN zgodnie z prognozowanym kursem EUR/PLN.
- Przychody ze sprzedaży usług oraz towarów i materiałów (przede wszystkim złom produkcyjny) zostały zaprognozowane zgodnie z planem Kuźni, a następnie zostały zindeksowane zakładaną ścieżką inflacji CPI.

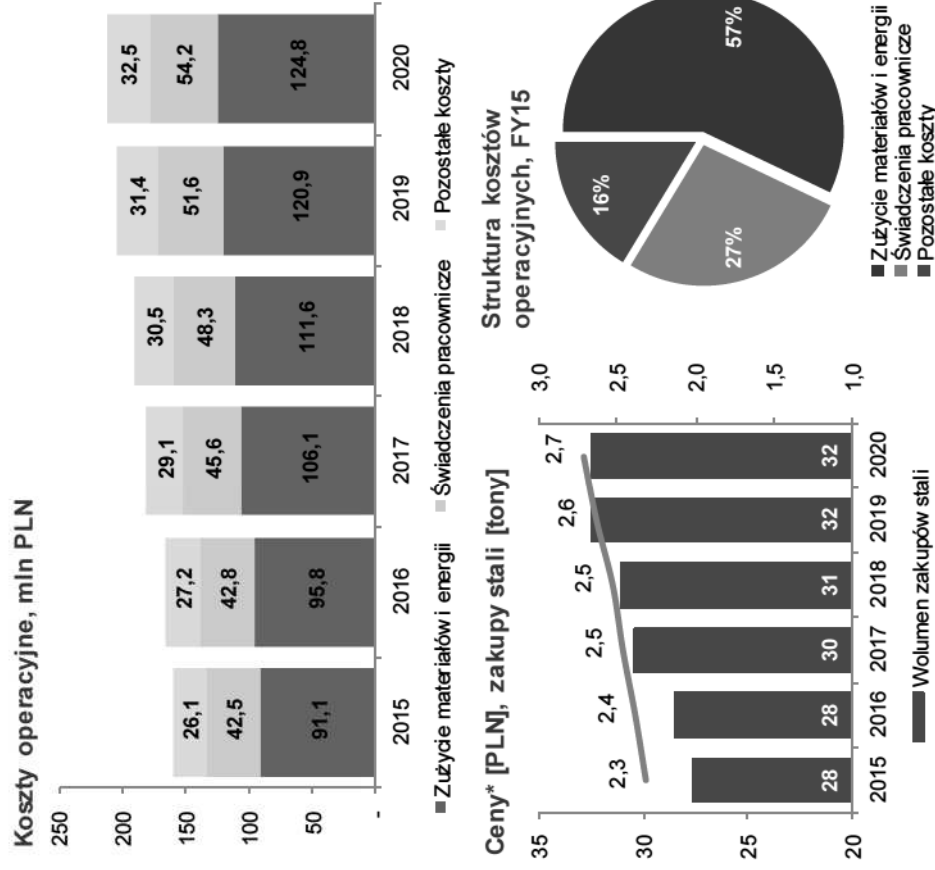
Źródło: Opracowanie PwC na podstawie danych Spółki

Założenia do projekcji finansowych (2/5)

Koszty operacyjne – największymi pozycjami kosztów działalności operacyjnej są koszty zużycia materiałów oraz koszty osobowe. Łącznie, te dwie kategorie kosztów stanowią ok. 84% kosztów operacyjnych.

Koszty operacyjne

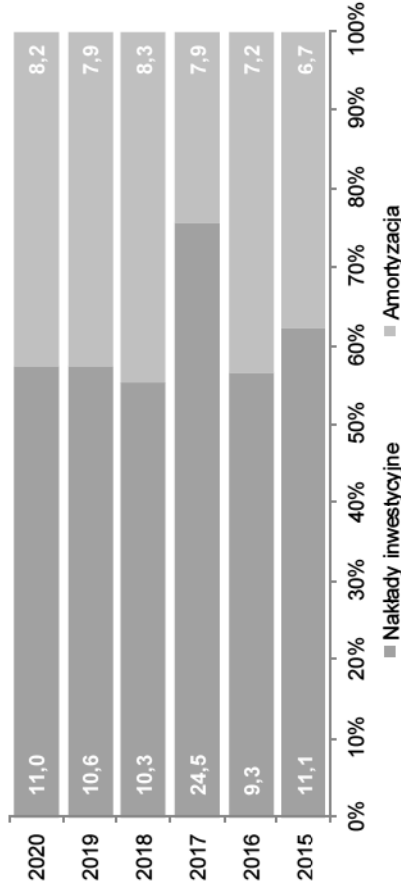
- W okresie 2015/2020 największy udział w kosztach działalności operacyjnej mają koszty zużycia materiałów i energii – ok. 58%. Koszty osobowe stanowią ok. 25% w analogicznym okresie.
- Koszt zużycia materiałów i energii obejmuje przede wszystkim zakup stali (ok. 70% kosztów zużycia materiałów i energii). Zużycie materiałów i energii zostało zaprognozowane przez Zarząd Kuźni Polskiej w wartościach realnych (skorelowanych z prognozą wolumenu produkcji), które od roku 2016 zostały zindeksowane prognozowaną ścieżką inflacji CPI.
- Wynagrodzenia zostały zaprognozowane w oparciu o planowany przez Kuźnię Polską średni poziom zatrudnienia w poszczególnych okresach prognozy oraz średni miesięczny koszt wynagrodzeń, zindeksowany prognozowanym wskaźnikiem inflacji CPI. Prognozy finansowe Kuźni zakładają wzrost zatrudnienia o 45 osób (do 671 pracowników), a realny wzrost płac będzie wynosił 2% r/r.
- Amortyzacja została zaprognozowana w oparciu o planowaną amortyzację majątku trwałego, ujętego w bilansie Spółki na Dzień Wyceny oraz planowaną amortyzację od nakładów inwestycyjnych oddawanych do użytkowania w okresie prognozy przy zastosowaniu średniej stawki amortyzacji.
- Pozostałe koszty działalności operacyjnej zostały oszacowane zgodnie z założeniami Zarządu Kuźni Polskiej, które od roku 2016 zostały zindeksowane prognozowaną ścieżką inflacji CPI.
- Spółka ponosi część kosztów operacyjnych w EUR (Kuźnia Polska kupuje część wsadu z Moravia Steel, GMH, ABS), w związku z czym koszty te zostały przeliczone według kursu EUR/PLN.



* Cena zakupu stali uwzględnia uzysk ze sprzedaży złomu
Źródło: Opracowanie PwC na podstawie danych Spółki

Założenia do projekcji finansowych (3/5)

Nakłady inwestycyjne, amortyzacja, mln PLN



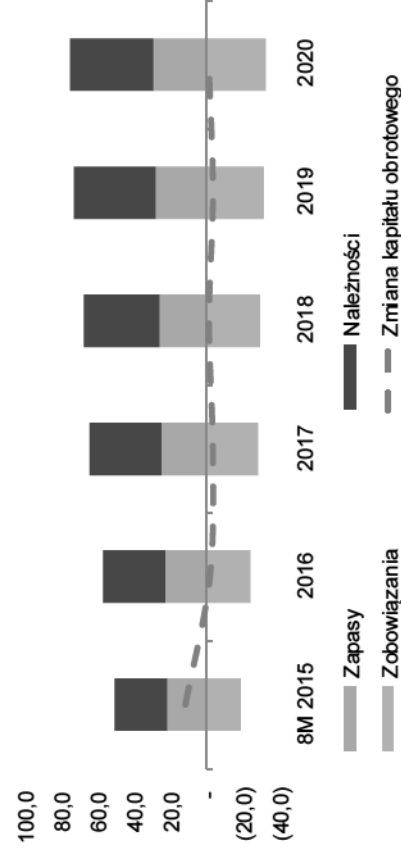
Źródło: Opracowanie PwC na podstawie danych Spółki

Aktywa trwałe

- Na wykresie obok przedstawiono planowane nakłady inwestycyjne oraz wartość amortyzacji Kuźni w okresie szczegółowej prognozy.
- W latach 2015-2020 Kuźnia Polska zakłada realizację programu inwestycyjnego, którego wartość wynosi łącznie około 76,8 mln PLN.
- Zarząd Kuźni zakłada, że środki wydatkowane w ramach programu inwestycyjnego posłużą przede wszystkim odtworzeniu posiadanych zdolności produkcyjnych.
- Planowane, główne zadania inwestycyjne obejmują odtworzenie zdolności produkcyjnych, zwiększenie efektywności kosztowej oraz modernizacje (w cenach roku 2015):
 - gniazdo do kucia na bazie prasy 40 MN – 20 mln PLN,
 - nożyce do cięcia wsadów do fi 70 mm – 2,4 mln PLN,
 - nożyce do cięcia wsadów do kw 115 mm – 3,5 mln PLN,
 - centra frezarskie – 4 szt., 3 mln PLN,
 - prasę do kucia LMZ 1600 + nagrzew indukcyjny – 2 mln PLN,
 - centra tokarskie – 7 szt., 1,8 mln PLN,
 - rozbudowę hali wiórowej – 1,8 mln PLN,
 - prasę do kucia wstępnego w gnieździe DD190 wraz z automatyzacją gniazda – 1 mln PLN,
 - przebudowę zaplecza socjalnego i magazynu smarów – 900 tys. PLN,
 - prasę do kucia LMZ 1600 – 0,7 mln PLN.

Założenia do projekcji finansowych (4/5)

Kapitał obrotowy, mln PLN



Źródło: Opracowanie PwC na podstawie danych Spółki

Kapitał obrotowy

- Saldo zapasów materiałów oraz produktów gotowych zostało zaprognozowane w oparciu o cykl rotacji na poziomie 14 dni w całym okresie prognozy – w odniesieniu do prognozowanego poziomu kosztów operacyjnych z wyłączeniem amortyzacji.
- Saldo zapasów półproduktów i produkcji w toku zostało zaprognozowane na podstawie cyklu rotacji na poziomie 24 dni w całym okresie prognoz – w odniesieniu do kosztów działalności operacyjnej pomniejszonych o amortyzację.
- Saldo należności handlowych zostało zaprognozowane w oparciu o cykl rotacji na poziomie od 50 dni w okresie 8M 2015r. do 60 dni w latach 2017-2020 – w odniesieniu do przychodów ze sprzedaży.
- Saldo należności pozostałych zostało zaprognozowane w oparciu o cykl rotacji na poziomie 12 dni w całym okresie prognozy – w odniesieniu do przychodów ze sprzedaży.
- Saldo zobowiązań handlowych zostało zaprognozowane w oparciu o cykl rotacji na poziomie od 30 dni w okresie 8M 2015 do 45 dni w okresie 2017-2020 – w odniesieniu do kosztów działalności operacyjnej pomniejszonych o amortyzację.
- Saldo zobowiązań z tytułu wynagrodzeń zostało zaprognozowane w oparciu o dynamikę zmian poziomu kosztów świadczeń pracowniczych.
- Saldo zobowiązań pozostałych zostało zaprognozowane w oparciu o poziom zakładany przez Kuźnię Polską.

Założenia do projekcji finansowych (5/5)

Zobowiązania finansowe

- Zobowiązania finansowe obejmują zobowiązania z tytułu leasingu operacyjnego oraz umów kredytów. Harmonogramy spłat leasingów i kredytów oraz warunki oprocentowania zostały zaprognozowane przez Zarząd Kuźni Polskiej.

Pozostałe pozycje aktywów i pasywów

- Pozostałe pozycje aktywów obejmują:
 - inwestycje długoterminowe, w postaci obligacji imiennych, zabezpieczonych, serii B i C oraz udziałów w pozostałych jednostkach,
 - długo- i krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe kosztów.
- Rozliczenia międzyokresowe kosztów obejmują przede wszystkim aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego oraz opłaty z tytułu wieczystego użytkowania gruntów i ubezpieczenia majątkowe.
- Obligacje serii B i C zostały wyemitowane przez IDEA K5. Kuźnia Polska objęła emisję serii B 17.04.2014r. Wartość emisji wynosiła 20,4 mln PLN (20.419 szt. o jednostkowej wartości nominalnej 1 tys. PLN). Oprocentowanie obligacji odpowiada stopie WIBOR 3M powiększonej o marżę w wysokości 3,4%. Termin wykupu został ustalony na 19.09.2018r. Seria C obligacji została objęta przez Kuźnię w dniu 30.04.2015r. Wartość emisji wyniosła 11,1 mln PLN (11.116 szt. o jednostkowej wartości nominalnej 1 tys. PLN). Obligacje są oprocentowane na poziomie stopy WIBOR 1M powiększonej o marżę w wysokości 3,4%. Termin wykupu obligacji został ustalony na 31.12.2016r.

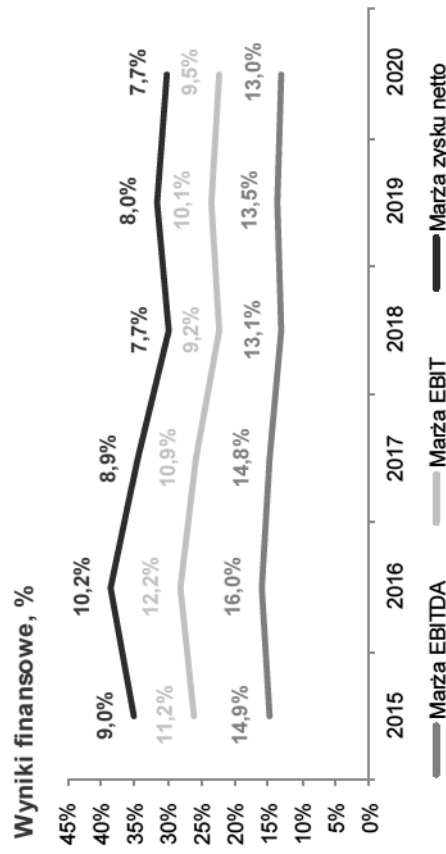
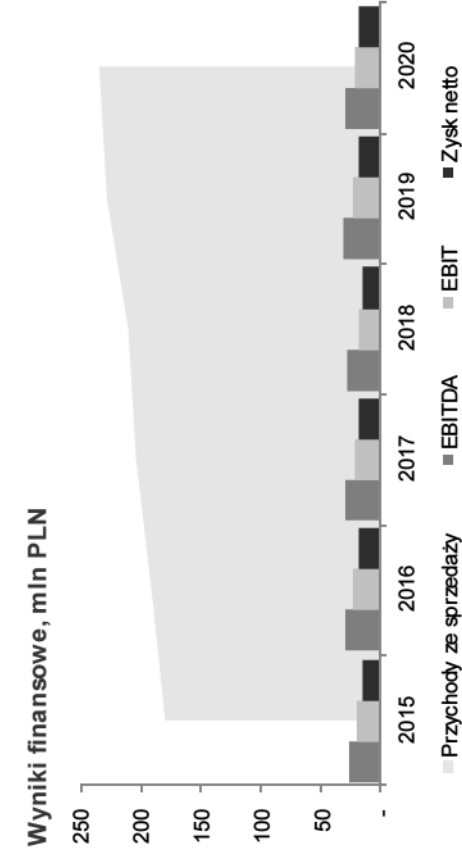
Pozostałe pozycje aktywów i pasywów c.d.

- Udziały i akcje w pozostałych jednostkach dotyczą:
 - INWESTOR S.A. (brak danych na temat wysokości udziałów w kapitale),
 - Zakładów Metalowych DEZAMET S.A. (0,41% akcji),
 - WSK PZL-Kalisz S.A. (0,004% akcji),
 - WARYŃSKI S.A. Grupa Holdingowa (0,001% akcji),
 - Ideon S.A. (0,017% akcji).
- Na potrzeby wyceny przyjęto założenie, że pozycje rozliczeń międzyokresowych kosztów oraz inwestycji długoterminowych pozostają na stałym poziomie w całym okresie prognoz.
- Pozycja rezerw na zobowiązania obejmuje rezerwę na świadczenia pracownicze oraz na odroczone podatki dochodowe.
- Na potrzeby wyceny przyjęto założenie, że poziom rezerwy na odroczone podatki dochodowy pozostaje na stałym poziomie w całym okresie prognoz. W przypadku rezerw na świadczenia pracownicze ich poziom przyjęto za prognoząmi Kuźni Polskiej.

Pozostałe założenia

- Stopę podatku dochodowego od osób prawnych CIT przyjęto w wysokości 19%.

Prognozowane wyniki finansowe



Projekcje finansowe

- Zakładany przez Zarząd Kuźni Polskiej wzrost wolumenu sprzedaży wykuć oraz średniej ceny sprzedaży wyrobów w latach 2015-2020 przekładają się na średnioroczne tempo wzrostu przychodów ze sprzedaży na poziomie ok. 5,8%.
- W przypadku kierunków sprzedaży Zarząd Kuźni zakłada spadek sprzedaży kierowanej na eksport z 90% w roku 2015 do 86% w roku 2020. Jednocześnie prognozy Kuźni zakładają zmienną dynamikę cen sprzedaży wykuć. W przypadku sprzedaży krajowej zakłada się średnioroczny spadek cen (-0,4%) z poziomu ok. 7,55 PLN/kg w roku 2015 do ok. 7,40 PLN/kg w 2020 roku. Natomiast w przypadku sprzedaży kierowanej na rynki zagraniczne zakłada się średnioroczny, realny wzrost cen na poziomie 1,4% (od 1,93 EUR/kg w roku 2015 do 2,07 EUR/kg).
- Istotnym założeniem mającym wpływ na generowane przez Kuźnię wyniki finansowe jest poziom kursu EUR/PLN. Spółka posiada ekspozycję na ryzyko kursowe. Średnio ok. 88% przychodów Spółki jest denominowane w walucie EUR, przy zakupach rozliczanych przede wszystkim w PLN. Prognozy finansowe zakładają zwiększenie udziału zakupów stali z importu (z 30% całkowitego wolumenu zakupu stali w 2015r. do 45% w roku 2020). Spółka nie stosuje instrumentów pochodnych typu *forward*, *futures*, *opcje* walutowe.
- Marże EBITDA i EBIT, w okresie szczegółowej prognozy, kształtują się odpowiednio na średnim poziomie 14,03% i 10,25%.
- Rentowność netto, w okresie obejmującym 8M 2015-2020, kształtuje się na średnim poziomie 8,46%.

Źródło: Opracowanie PwC na podstawie danych Spółki

WACC (Średni ważony koszt kapitału)

Kalkulacja WACC

- W celu obliczenia stopy dyskonta przyjęliśmy następujące założenia dla poszczególnych składowych średniego ważonego kosztu kapitału (WACC):
 - oszacowaliśmy stopę zwrotu dla aktywów wolnych od ryzyka na poziomie **2,65%** na podstawie rentowności 10-letnich obligacji rządowych,
 - koszt długu przed opodatkowaniem został określony na podstawie stopy wolnej od ryzyka, zwiększonej o marżę, w wysokości **2 punktów procentowych**,
 - stopa podatkowa przyjęta została na poziomie **19%**,
 - oszacowaliśmy wysokość premii za ryzyko rynkowe na poziomie **6,50%**,
 - na podstawie informacji o przedsiębiorstwach działających w sektorze, w którym działa Kuźnia Polska, notowanych na giełdach papierów wartościowych, oszacowaliśmy wartość ryzyka systematycznego (beta) na poziomie **1,208**, co reprezentuje skorygowaną wartość beta dla wyselekcjonowanych spółek porównywalnych,
 - Średni docelowy stosunek kapitałów dłużnych do wartości rynkowej kapitału zaangażowanego występujący w sektorze oszacowany został na poziomie **0,190**.

Stopa Dyskontowa

Kalkulacja WACC wg stanu na dzień 01.05.2015

Koszt kapitału obcego

Dług/Zainwestowany kapitał	Mediana rynkowa	0,190
Stopa wolna od ryzyka	Rentowność obligacji 10-letnich	2,65%
Marża ponad stopę wolną od ryzyka	PwC	2,00%
Stawka podatkowa CIT	PwC	19,00%
Koszt kapitału obcego		3,76%

Koszt kapitału własnego

Stopa wolna od ryzyka	Rentowność obligacji 10-letnich	2,65%
Premia za ryzyko rynkowe	PwC	6,50%
Beta relewarowana	Mediana rynkowa	1,208
Koszt kapitału własnego		10,50%

Średni ważony koszt kapitału (WACC) Wg stanu na dzień 01.05.2015 9,22%

Źródło: Opracowanie PwC

Podsumowanie wyników wyceny w podejściu dochodowym (1/2)

Wolne przepływy pieniężne

- Suma zdyskontowanych wolnych przepływów pieniężnych generowanych przez Kuźnię Polską w okresie od 1 maja 2015r. do 31 grudnia 2020r. wynosi **52,6 mln PLN**.
- Wolne przepływy pieniężne zostały zdyskontowane na dni przypadające na połowę kolejnych okresów sprawozdawczych.

Wartość rezydualna

- Założono nominalną stopę stabilnego wzrostu Kuźni po okresie szczegółowej prognozy na poziomie **2,0%**.
- Dla celów kalkulacji wartości rezydualnej wykorzystaliśmy wolne przepływy pieniężne z ostatniego roku szczegółowej prognozy, skorygowane o różnicę pomiędzy poziomem inwestycji i amortyzacji. Wartość przepływów stanowiących podstawę do oszacowania wartości rezydualnej oszacowaliśmy na poziomie **16,9 mln PLN**.

- Bazując na tych obliczeniach wartość bieżąca wartości rezydualnej Kuźni Polskiej wyniosła **151,2 mln PLN**.

Kalkulacja wartości przedsiębiorstwa (Enterprise Value)

- Po zsumowaniu zdyskontowanych wolnych przepływów pieniężnych oraz wartości rezydualnej oszacowaliśmy wartość przedsiębiorstwa dla wszystkich stron finansujących, przed uwzględnieniem dyskont i premii, na poziomie **203,9 mln PLN**.

Wartość rynkowa 100% kapitałów własnych

- Wartość przedsiębiorstwa przedstawia wartość dostępną dla wszystkich stron finansujących (kapitały własne oraz zobowiązania finansowe).
- Aby otrzymać wartość 100% kapitałów własnych Kuźni Polskiej, skorygowaliśmy otrzymaną powyżej wartość przedsiębiorstwa o wartość długu netto na Dzień Wyceny, który odpowiada wartości posiadanych środków pieniężnych i ekwiwalentów (4,3 mln PLN), wartości nominalnej, wraz z naliczonymi do Dnia Wyceny odsetkami, obligacji imiennych IDEA K5, serii B i C (32,8 mln PLN), wartości ewidencyjnej posiadanych akcji w jednostkach pozostałych (0,1 mln PLN) oraz wartości zadłużenia z tytułu leasingów i kredytów, w wysokości 27,5 mln PLN.
- W efekcie uzyskaliśmy wartość 100% kapitałów własnych Kuźni Polskiej, przed dyskontami, na dzień 1.05.2015r. na poziomie **213,5 mln PLN**.

Dyskonta

- Zastosowaliśmy dyskonto w wysokości 5% z tytułu braku płynności akcji, w związku z faktem, iż Kuźnia Polska nie jest notowana na giełdzie.
- Wartość 100% kapitałów własnych po uwzględnieniu dyskonta za brak płynności wynosi **202,8 mln PLN**.

Podsumowanie wyników wyceny w podejściu dochodowym (2/2)

Wycena DCF	Jednostka					
	8M 2015	2016	2017	2018	2019	2020
EBIT	10 481	23 291	22 305	19 360	22 939	22 312
(-) Podatek dochodowy	(1 991)	(4 425)	(4 238)	(3 678)	(4 358)	(4 239)
(+) Amortyzacja	4 533	7 180	7 877	8 304	7 929	8 209
(+/-) Zmiana kapitału obrotowego	11 386	(1 787)	(3 295)	(1 283)	(3 367)	(1 200)
(+/-) Zmiana pozostałych pozycji bilansu	682	159	49	(12)	(139)	-
(-) Nakłady inwestycyjne	(11 044)	(9 333)	(24 470)	(10 325)	(10 645)	(10 986)
FCFF - wolne przepływy pieniężne	14 047	15 085	(1 773)	12 365	12 358	14 096
WACC p.a.	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%
Współczynnik dyskontowy	0,97	0,90	0,83	0,76	0,69	0,63
Zdyskontowane wolne przepływy pieniężne dla całego przedsiębiorstwa	13 640	13 611	(1 464)	9 353	8 558	8 938
Znormalizowany przepływ pieniężny	[tys. PLN]					
Stabilna stopa wzrostu	[%]					
Stopa dyskontowa	[%]					
Współczynnik dyskontowy	[#]					
Zdyskontowana wartość rezydualna	151 214					
Suma zdyskontowanych przepływów pieniężnych (EV)	203 850					
(-) Dług oprocentowany na Dzień Wyceny	(27 494)					
(+) Środki pieniężne i ekwiwalenty na Dzień Wyceny	37 145					
Wartość 100% kapitałów własnych	213 501					
Dyskonto za brak płynności	(5,0%)					
Dyskonto za brak płynności	(10 675)					
Wartość 100% kapitałów własnych po dyskontach	202 826					

Analiza wrażliwości

Analiza wrażliwości

- Przeprowadziliśmy analizę wrażliwości oszacowanej wartości 100% kapitałów własnych Kuźni Polskiej na zmiany poniższych czynników:
 - kursu walutowego EUR/PLN,
 - cen sprzedaży wykuć,
 - cen zakupu stali,
 - cen sprzedaży złomu,
 - stanu zatrudnienia,
 - poziomu wynagrodzeń.

Analiza wrażliwości wyceny Kuźnia Polska S.A. metodą DCF

		Zmiana kursu w walutowego						
		(6,0%)	(4,0%)	(2,0%)	2,0%	6,0%		
Zmiana cen sprzedaży wykuć	(6,0%)	(12,2)	16,2	44,4	72,6	100,8	129,0	157,2
	(4,0%)	29,1	58,1	87,0	116,0	145,0	173,9	202,9
	(2,0%)	70,2	100,0	129,7	159,4	189,1	218,9	248,6
Zmiana cen sprzedaży złomu	(6,0%)	111,4	141,9	172,3	202,8	233,3	263,8	294,3
	2,0%	152,5	183,7	215,0	246,2	277,5	308,7	340,0
	4,0%	193,6	225,6	257,6	289,6	321,7	353,7	385,7
	6,0%	234,8	267,5	300,3	333,1	365,8	398,6	431,4

Analiza wrażliwości wyceny Kuźnia Polska S.A. metodą DCF

		Zmiana cen zakupu stali						
		(30,0%)	(20,0%)	(10,0%)	10,0%	30,0%		
Zmiana cen sprzedaży złomu	(30,0%)	462,6	368,6	274,7	180,7	86,8	(7,2)	(105,4)
	(20,0%)	470,0	376,0	282,1	188,1	94,1	0,2	(97,5)
	(10,0%)	477,3	383,4	289,4	195,5	101,5	7,5	(89,7)
Zmiana cen sprzedaży wykuć	(30,0%)	484,7	390,7	296,8	202,8	108,9	14,9	(81,9)
	10,0%	492,1	398,1	304,2	210,2	116,2	22,3	(74,1)
	20,0%	499,4	405,5	311,5	217,6	123,6	29,6	(66,3)
	30,0%	506,8	412,8	318,9	224,9	131,0	37,0	(58,5)

Analiza wrażliwości wyceny Kuźnia Polska S.A. metodą DCF

		Zmiana stanu zatrudnienia						
		(150)	(100)	(50)	100	150		
Zmiana realnego poziomu płac	(15,0%)	500,6	480,2	459,8	439,4	419,0	398,5	378,1
	(10,0%)	450,9	425,7	400,5	375,3	350,1	324,9	299,7
	(5,0%)	390,4	359,3	328,3	297,3	266,2	235,2	204,2
Zmiana realnego poziomu płac	(15,0%)	317,1	279,0	240,9	202,8	164,7	126,7	88,6
	5,0%	229,1	182,6	136,0	89,5	43,0	(3,7)	(50,9)
	10,0%	124,4	67,7	11,0	(46,4)	(104,2)	(162,8)	(221,5)
	15,0%	(0,1)	(69,5)	(139,6)	(210,2)	(281,2)	(352,1)	(423,7)

Metoda mnożników rynkowych

Zastosowana metodologia

- W celu weryfikacji wyniku wyceny wartości uzyskanego przy użyciu podejścia dochodowego wykorzystaliśmy publicznie dostępne dane dotyczące międzynarodowego rynku producentów wykuć oraz odlewów, by zidentyfikować spółki, których profil i zakres działalności odpowiada specyfice wycenianej Spółki.
- Wycena wartości Kuźni Polskiej została przeprowadzona przy użyciu metody mnożników rynkowych, tj. na podstawie analizy wybranych mnożników spółek porównywalnych, których akcje są notowane na giełdach papierów wartościowych.

Metoda Mnożników Rynkowych

- Kalkulacja wartości Kuźni została przeprowadzona na podstawie mnożników opartych na wartości przedsiębiorstwa (dane historyczne dla roku 2014 oraz prognozowane na lata 2015/2016):
 - EV / EBITDA
 - EV / Przychody
- Oszacowanie wartości Kuźni Polskiej zostało przeprowadzone w oparciu o dane finansowe na Datę Wyceny oraz prognozowane wyniki finansowe Kuźni na lata 2015-2016.

Premie i dyskonta

- Ponieważ Kuźnia nie jest podmiotem notowanym na giełdzie, a metoda mnożników rynkowych odzwierciedla wartość płynnego pakietu, zastosowaliśmy dyskonto za brak płynności w wysokości 5%. W celu oszacowania wartości Kuźni Polskiej zastosowaliśmy premię za kontrolę w wysokości 14,4%.

Dane finansowe użyte do wyceny

Dane finansowe	Jednostka	2014	2015	2016
Przychody ze sprzedaży	[tys. PLN]	180 631	176 081	188 885
EBITDA	[tys. PLN]	28 238	26 864	30 472
Dług oprocentowany	[tys. PLN]	27 494		
Aktywa pieniężne i ekwiwalenty	[tys. PLN]	37 145		

Źródło: Opracowanie PwC na podstawie danych Spółki

Przedziały przyjętego mnożnika

- Na podstawie analizy spółek notowanych na giełdach papierów wartościowych (lista spółek znajduje się w załączniku nr 4 do niniejszego raportu) mnożniki zostały ustalone na następujących poziomach, odpowiadających medianie mnożników spółek porównywalnych:
 - Mnożnik EV / EBITDA: **5,3x – 8,0x**
 - Mnożnik EV / Przychody: **0,8x – 0,9x**

Wycena wartości przedsiębiorstwa

- Wykorzystując oszacowane przedziały mnożników oszacowaliśmy następujące przedziały wartości przedsiębiorstwa dla wszystkich stron finansujących, przed uwzględnieniem dyskont i premii:
 - EV / EBITDA: **160,4 mln PLN – 225,5 mln PLN**
 - EV / Przychody: **155,3 mln PLN – 166,0 mln PLN**

Podsumowanie wyników wyceny w podejściu porównawczym

Dług netto

- W celu oszacowania wartości rynkowej Kuźni Polskiej wartość przedsiębiorstwa została skorygowana o wartość długu netto na Dzień Wyceny w wysokości 9,7 mln PLN – na który składają się środki pieniężne i ekwiwalenty (4,3 mln PLN), wartość nominalna, wraz z naliczonymi do Dnia Wyceny odsetkami, obligacje imienne IDEA K5 serii B i C (32,8 mln PLN) oraz wartość ewidencyjna posiadanych akcji w jednostkach pozostałych (0,1 mln PLN) i zadłużenie z tytułu leasingów i kredytów (27,5 mln PLN).

Dyskonta i premia

- Wartości Kuźni Polskiej otrzymane przy użyciu mnożników rynkowych zostały skorygowane o dyskonto za brak płynności w wysokości 5%.
- Założeniem metody mnożników rynkowych jest wycena pakietu mniejszościowego, stąd w przypadku wyceny Kuźni Polskiej zastosowaliśmy premię za kontrolę w wysokości 14,4%.

Wycena wartości 100% kapitałów własnych

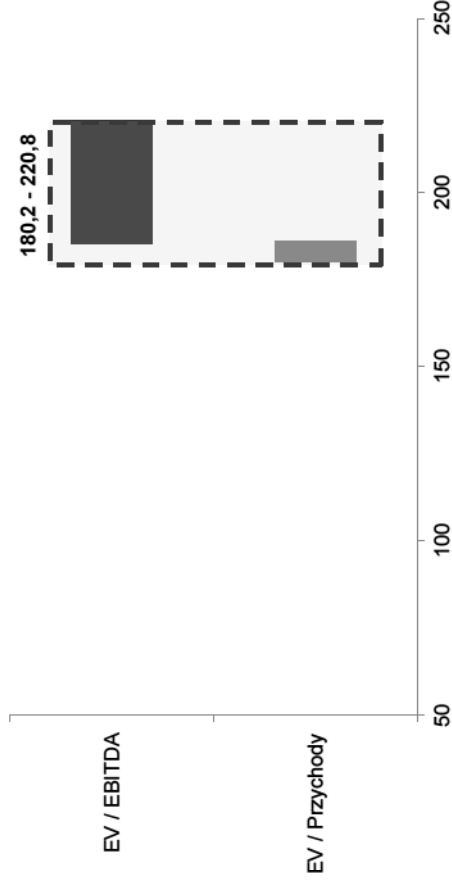
- W celu wyceny wartości rynkowej 100% kapitału własnego Kuźni Polskiej zastosowaliśmy przedział między pierwszym i trzecim kwartylem otrzymanych wartości kapitału własnego:

- EV / EBITDA:	185,4 mln PLN – 220,8 mln PLN
- EV / Przychody:	180,2 mln PLN – 186,1 mln PLN

Podsumowanie

- Oszacowanie wartości Spółki w podejściu porównawczym zostało przeprowadzone w oparciu o historyczne oraz prognozowane wyniki finansowe Kuźni Polskiej z wykorzystaniem metody mnożników rynkowych.
- Szacujemy, że wartość 100% kapitałów własnych Kuźni Polskiej zawiera się w przedziale **od 180,2 mln PLN do 220,8 mln PLN**, co odpowiada przedziałowi dla mnożników EV/Sprzedaż i EV/EBITDA.

Podsumowanie wyników wyceny w podejściu porównawczym, mln PLN



Źródło: Opracowanie PwC

Załączniki

Załączniki	41
1 Źródła informacji oraz procedury	42
2 Metodologia	43
3 Prognoza sprawozdań finansowych	49
4 Spółki porównywalne	52
5 Oświadczenia	55
6 Słownik	57

Źródła informacji oraz procedury

Źródła informacji

- Podstawowymi źródłami informacji wykorzystanymi do przeprowadzenia wyceny były:
 - zbadane przez biegłego rewidenta sprawozdania finansowe Spółek sporządzone za lata 2013, 2014 oraz na dz. 30.04-2015r. (Kuźnia Polska) oraz 01.05-2015r. (IDEA K5),
 - sprawozdania Zarządu z działalności Kuźnia Polska za lata 2013 i 2014,
 - materiały zawierające prognozy finansowe Kuźni Polskiej dla okresu obejmującego lata 2015-2019,
 - spotkania i dyskusje z przedstawicielami ZETKAMA (p. Leszek Jurasz), IDEA K5 (p. Grzegorz Morawiec) oraz Kuźnia Polska (p. Andrzej Wrona, p. Jolanta Piotrowska),
 - inne informacje dostarczone przez Zarządy ZETKAMA, Kuźnia Polska i IDEA K5,
 - bazy danych Reuters, Factiva, Mergerstat i Internet Securities.

Procedury

- Nasze procedury obejmowały między innymi:
 - spotkania i dyskusje z przedstawicielami ZETKAMA, IDEA K5, Kuźnia Polska,
 - omówienie historii, obecnej sytuacji i perspektyw działalności Spółek,
 - dyskusję w celu wyjaśnienia otrzymanych danych związanych z działalnością Spółek,
 - analizę projekcji finansowych i operacyjnych dotyczących zakładanego poziomu przychodów, rentowności, sytuacji w branży i oczekiwań co do przyszłości Kuźni Polskiej. Projekcje te stanowiły podstawę dla analizy zdyskontowanych przepływów pieniężnych generowanych przez Kuźnię,
 - zebranie i analizę danych finansowych i rynkowych dotyczących spółek giełdowych działających w tej samej lub podobnej branży jak Kuźnia Polska, w celu obliczenia odpowiednich mnożników i wskaźników operacyjnych stosowanych w przypadku metody porównawczej,
 - oszacowanie odpowiedniego poziomu dyskonta za brak płynności i kontroli oraz premii za kontrolę, zastosowanych do wyników wyceny,
 - analizę innych istotnych czynników i danych, które mogły mieć wpływ na końcowy rezultat szacunku wartości rynkowej.

Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (1/4)

Definicja wartości rynkowej

- Wartość rynkową przedsiębiorstwa definiujemy jako cenę, którą mogą zaakceptować zarówno zainteresowany sfinalizowaniem transakcji sprzedający, jak i kupujący. Zakłada się, iż obie strony transakcji postępują w swoim najlepiej rozumianym interesie oraz mają równie kompletną wiedzę na temat przedsiębiorstwa i rynku, na którym przedsiębiorstwo działa.
- Pragniemy podkreślić, iż wycena przedsiębiorstwa nie sprowadza się do prostej kalkulacji matematycznej, przeprowadzanej według z góry ustalonego schematu. Wycena bierze pod uwagę szereg elementów z otoczenia zewnętrznego, jak i spośród cech charakterystycznych dla wycenianego podmiotu, które nie mogą być w pełni ujęte przy użyciu wskaźników. W związku z powyższym przeprowadzenie wyceny nie może być traktowane jak nauka ścisła i jej wyniki, w wielu przypadkach, będą z konieczności subiektywne i zależne od indywidualnej oceny.
- Wartości rynkowe Spółek zostały oszacowane przy użyciu następujących metod wyceny:
 - metody skorygowanych aktywów netto (dla wyceny IDEA K5),
 - metody zdyskontowanych strumieni pieniężnych oraz mnożników rynkowych (dla wyceny Kuźni Polskiej).

Metoda Zdyskontowanych Przepływów Pieniężnych (DCF)

- W celu przeprowadzenia wyceny wartości rynkowej Kuźni Polskiej zastosowaliśmy podejście dochodowe. W ramach tego podejścia wykorzystaliśmy metodę Zdyskontowanych Przepływów Pieniężnych (DCF).
- Metoda DCF pozwala oszacować wartość rynkową przedsiębiorstwa w oparciu o wartość przewidywanych wolnych przepływów pieniężnych, jakie podmiot ten będzie generował w przyszłości. Przy zastosowaniu metody DCF szacowana wartość przepływów pieniężnych generowanych przez dany podmiot w przyszłości jest dyskontowana do jej wartości obecnej przy zastosowaniu współczynnika dyskonta odzwierciedlającego wartość pieniądza w czasie oraz ryzyko związane z prowadzeniem działalności operacyjnej. Stopa ta, nazywana średnim ważonym kosztem kapitału (WACC), jest obliczana jako średnia ważona oczekiwanego kosztu kapitału dłużnego i kapitału własnego przy uwzględnieniu szacowanej struktury kapitałowej przedsiębiorstwa.
- W celu wyceny wartości rynkowej Kuźni Polskiej zastosowaliśmy dyskonto za brak płynności.
- Dyskonto za brak płynności stosuje się w przypadku wyceny przedsiębiorstwa, które nie jest notowane na giełdzie papierów wartościowych. Odzwierciedla ono utrudnienia w zamianie udziałów lub akcji na gotówkę.

Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (2/4)

Wartość przedsiębiorstwa (Enterprise Value)

- W celu przeprowadzenia wyceny wartości w oparciu o historyczne dane finansowe, obecną sytuację finansową oraz założenia przyjęte dla celów projekcji finansowych wykonuje się następujące działania:
 - oszacowanie wartości przyszłych wolnych przepływów pieniężnych w wybranym okresie projekcji, na podstawie dostarczonej dokumentacji,
 - zdyskontowanie tych przepływów pieniężnych do ich wartości obecnej za pomocą stopy zwrotu odzwierciedlającej ryzyko związane z prowadzeniem działalności operacyjnej oraz wartość pieniądza w czasie,
 - oszacowanie wartości rezydualnej wolnych przepływów pieniężnych po okresie projekcji,
 - zsumowanie bieżącej wartości przepływów rezydualnych oraz sumy bieżących wartości przepływów objętych okresem projekcji.
- Wartość bieżąca wartości rezydualnej przyszłych wolnych przepływów pieniężnych wraz z wartością bieżącą wolnych przepływów pieniężnych w okresie projekcji pozwala oszacować wartość przedsiębiorstwa przy założeniu płynności akcji i pakietu kontrolnego.

Dług netto oraz aktywa nieoperacyjne

- Wartość przedsiębiorstwa zostaje następnie skorygowana o wartość długu netto (zobowiązania finansowe na Dzień Wyceny pomniejszone o środki pieniężne będące w dyspozycji przedsiębiorstwa) oraz wartość aktywów nieoperacyjnych, które korygują w górę wartość wycenianego podmiotu ze względu na fakt, iż aktywa te nie generują dla przedsiębiorstwa żadnych przychodów operacyjnych i są zbędne dla jego bieżącej działalności. Wspomniane korekty pozwalają uzyskać wartość rynkową wycenianego pakietu akcji/udziałów przed dyskontami.

Dyskonta

- Wartość kapitałów własnych przedsiębiorstwa przy założeniu płynności akcji i pakietu kontrolnego korygowana jest o odpowiednie dyskonta, odzwierciedlające cechy charakteryzujące wyceniany pakiet akcji/udziałów (np. dyskonto za brak płynności akcji, dyskonto za brak kontroli).
- W przypadku wyceny Spółki w podejściu dochodowym, która nie jest notowana na giełdzie papierów wartościowych, zastosowano dyskonto za brak płynności akcji w wysokości 5%.
- W przypadku wyceny wartości pojedynczej akcji zastosowaliśmy dyskonto za brak kontroli na poziomie 12,59%, co odpowiada premii za kontrolę na poziomie 14,40%. Wysokość dyskonta za brak kontroli przyjęliśmy na podstawie badań przeprowadzonych przez Mergerstat (FactSet Mergerstat Control Premium Study).

Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (3/4)

Wolny przepływ pieniężny

- Poniżej znajduje się praktyczna definicja wolnych przepływów pieniężnych:

EBIT

plus: Amortyzacja

plus: Zmiana kapitału obrotowego netto

Zapasy

Należności

Zobowiązania krótkoterminowe (z wyl. zobowiązań finansowych)

Inne pozycje niegotówkowe

minus: Podatek dochodowy

minus: Nakłady inwestycyjne

Wartość rezydualna

- Wartość bieżąca rezydualnych przepływów pieniężnych odzwierciedla kwotę, którą inwestor zapłaciłby na Dzień Wyceny za prawa do przepływów pieniężnych z działalności w latach następujących po okresie projekcji.
- W celu oszacowania wartości rezydualnej, przy założeniu kontynuacji działalności przez przedsiębiorstwo w dającej się przewidzieć przyszłości, należy określić:
 - znormalizowaną wartość wolnego przepływu pieniężnego w pierwszym roku następującym po okresie projekcji,
 - oczekiwaną stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po okresie projekcji,
 - wartość bieżącą wartości rezydualnej przy zastosowaniu odpowiedniej stopy dyskontowej.

Wolny przepływ pieniężny

Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (4/4)

Stopa zdyskontowa

- Przy zastosowaniu metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych, szacowana wartość przepływów pieniężnych generowanych przez dany podmiot w przyszłości jest dyskontowana do jej wartości bieżącej przy zastosowaniu współczynnika dyskonta odzwierciedlającego wartość pieniądza w czasie oraz ryzyko związane z prowadzeniem działalności operacyjnej.
- Stopa ta, nazywana średnim ważonym kosztem kapitału (WACC), jest obliczana jako średnia ważona oczekiwanego kosztu kapitału dłużnego i kapitału własnego przy uwzględnieniu szacowanej struktury kapitałowej przedsiębiorstwa.
- Ogólna formuła stosowana przy obliczaniu WACC przedstawia się następująco:

$$\text{WACC} = \text{Kd} * (\text{d}\%) + \text{Ke} * (\text{e}\%),$$

gdzie:

- Kd* – Koszt kapitału dłużnego po uwzględnieniu efektu podatkowego
- d%* – Udział kapitału dłużnego w sumie kapitałów własnych i kapitału dłużnego („kapitał zainwestowany”)
- Ke%* – Stopa zwrotu z kapitału własnego
- e%* – Udział kapitału własnego w kapitale zainwestowanym

- *Koszt długu* – Przy szacowaniu kosztu długu na potrzeby WACC celem jest otrzymanie szacunku całkowitego kosztu długu dla przedsiębiorstwa takiego jak gdyby refinansowało ono całe swoje zadłużenie na Dzień Wyceny przy uwzględnieniu dźwigni finansowej. Koszt długu przed opodatkowaniem jest przemnażany przez tarczę podatkową (1-t) w celu ustalenia kosztu długu po opodatkowaniu.
 - *Koszt kapitału własnego* – Koszt kapitału własnego jest szacowany w oparciu o Capital Asset Pricing Model (CAPM), który uznaje, że koszt kapitału własnego jest równy stopie zwrotu z aktywów pozabawionych ryzyka powiększonych o premię za ryzyko rynkowe dostosowaną do ryzyka systematycznego Spółki (Beta). Ogólna formuła kosztu kapitału własnego przedstawia się następująco:
Ke = Rf + Beta * ERP + [Premia za ryzyko specyficzne]
- gdzie:
- Rf* – Stopa wolna od ryzyka
 - Beta* – Miara ryzyka systematycznego
 - ERP* – Premia za ryzyko rynkowe ponad stopę wolną od ryzyka
- Premia za ryzyko specyficzne dodawana jest w przypadku np. silnego uzależnienia od jednego odbiorcy lub dostawcy czy też rozpoczęcia lub istotnej zmiany prowadzonej działalności.
 - Udział kapitału dłużnego i własnego – Wagi każdego z kapitałów szacowane są na podstawie docelowej struktury kapitału przedsiębiorstw działających w tej samej branży co wyceniany podmiot.

Metoda Mnożników Rynkowych

Metoda Mnożników Rynkowych (MM)

- Metoda Mnożników Rynkowych określa wartość rynkową wycenianego przedsiębiorstwa poprzez porównanie go do podobnych spółek, których akcje notowane są na giełdach papierów wartościowych. Analiza właściwych mnożników pozwala określić oczekiwania i percepcję inwestorów, a co za tym idzie, wyznaczyć wartość rynkową wycenianego przedsiębiorstwa.
- Po zidentyfikowaniu porównywalnych spółek dokonywana jest analiza ich wielkości, potencjału wzrostu, sytuacji finansowej, a także szeregu innych czynników, które mogą mieć wpływ na kształtowanie się cen ich akcji. Obliczone mnożniki wyceny są następnie korygowane o dyskonto za brak płynności akcji, jeżeli wyceniane przedsiębiorstwo nie jest notowane na giełdzie i/lub premię za kontrolę w przypadku wyceny pakietu większościowego.
- Dyskonto za brak płynności akcji stosuje się w przypadku wyceny przedsiębiorstwa, które nie jest notowane na giełdzie papierów wartościowych. Odzwierciedla ono utrudnienia w zamianie udziałów lub akcji na gotówkę.
- Premię za kontrolę stosuje się w przypadku wyceny większościowego pakietu udziałów/akcji, który daje możliwość sprawowania kontroli nad wycenianym przedsiębiorstwem.
- Dodatkowo w zależności od rodzaju zastosowanych mnożników, może wystąpić konieczność dokonania korekty o wartość zadłużenia finansowego oraz wartość aktywów finansowych i nieoperacyjnych, o ile nie są one uwzględnione w konstrukcji danego mnożnika.

Ograniczenia metod mnożnikowych

- Należy podkreślić fakt, iż podejście rynkowe (metoda mnożników rynkowych) charakteryzuje się pewnymi ograniczeniami, o których należy pamiętać analizując wyniki wyceny. Są to przede wszystkim następujące kwestie:
 - w rzeczywistości nie istnieją spółki „bliźniacze” czyli idealnie podobne i o takim samym profilu ryzyka jak wyceniane przedsiębiorstwo,
 - metoda nie uwzględnia różnic w potencjale wzrostu spółki wycenianej i średniej rynkowej,
 - brak dostępnych publicznie szczegółowych danych na temat wyników finansowych niektórych porównywanych spółek, uniemożliwiający zapewnienie pełnej porównywalności wyników,
 - nie jest możliwe zupełne wyeliminowanie zdarzeń jednorazowych oraz specyficznych motywacji i pozycji negocjacyjnych stron transakcji.

Metoda skorygowanych aktywów netto

Metoda Skorygowanych Aktywów Netto (SAN)

- Punktem wyjścia w wycenie jest wycena bilansowa, która podlega odpowiednim korektom. Suma wycen poszczególnych składników aktywów składa się na łączną skorygowaną wartość aktywów. Od tej wartości odejmowana jest wartość skorygowanych rezerw i zobowiązań (kapitały obce), co daje w efekcie skorygowaną wartość aktywów netto.

$$W = (A \pm K_A) - (K_O \pm K_{K_O})$$

W – Wartość przedsiębiorstwa

A – Wartość aktywów ogółem

K_A – Korekty wartości bilansowej aktywów

K_O – Wartość kapitałów obcych

K_{K_O} – Korekty wartości kapitałów obcych

- Metoda ta polega na identyfikacji wartości rynkowych poszczególnych składników bilansu na Dzień Wyceny i majątku nierепresentowanego w bilansie oraz skumulowaniu uzyskanych wartości. Wartość rynkowa kapitałów własnych (aktywa netto) obliczana jest jako różnica pomiędzy sumą rynkowych wartości pozycji aktywów oraz sumą rynkowych wartości pozycji zobowiązań. Podstawą tej metody jest szacunek wartości przedsiębiorstwa obliczony w następujący sposób:
 - wartość rynkowa środków trwałych i majątku finansowego posiadanych przez spółkę, powiększona o wartość rynkową pozostałych aktywów spółki na dzień wyceny;
 - pomniejszona o wartość rynkową zobowiązań spółki na dzień wyceny. Zobowiązania te będą obejmować zobowiązania uwzględnione w bilansie spółki, jak i zobowiązania pozabilansowe, np. wynikające ze zobowiązań wobec pracowników.
- Wartości rynkowe powyższych elementów odzwierciedlane są w wycenie w postaci korekt do bilansu Spółki na Dzień Wyceny.

Rachunek zysków i strat

Kuźnia Polska

Kuźnia Polska S.A. Rachunek zysków i strat	31 gru 2015		31 gru 2016		31 gru 2017		31 gru 2018		31 gru 2019		31 gru 2020	
	8	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12
Przychody ze sprzedaży wyrobów i usług	113 235	188 885	202 647	209 437	226 450	233 696	[000 PLN]					
Sprzedaż wyrobów	108 329	181 388	194 530	200 900	217 304	224 258	[000 PLN]					
Sprzedaż usług	391	610	640	679	721	744	[000 PLN]					
Sprzedaż złomu	4 515	6 888	7 476	7 857	8 425	8 694	[000 PLN]					
Zmiana stanu produktów	4 415	206	575	353	543	263	[000 PLN]					
Koszt wytworzenia świadczeń na własne potrzeby	646	1 059	1 080	1 112	1 146	1 183	[000 PLN]					
Koszty podstawowej działalności operacyjnej	(107 985)	(167 061)	(182 202)	(191 754)	(205 419)	(213 056)	[000 PLN]					
Amortyzacja	(4 533)	(7 180)	(7 877)	(8 304)	(7 929)	(8 209)	[000 PLN]					
Materiały i energia	(61 076)	(95 779)	(106 146)	(111 625)	(120 944)	(124 814)	[000 PLN]					
Usługi obce	(8 540)	(12 290)	(12 923)	(13 484)	(14 206)	(14 661)	[000 PLN]					
Świadczenia na rzecz pracowników	(27 739)	(42 848)	(45 649)	(48 257)	(51 595)	(54 240)	[000 PLN]					
Podatki i opłaty	(879)	(1 160)	(1 194)	(1 242)	(1 294)	(1 348)	[000 PLN]					
Pozostałe koszty rodzajowe	(863)	(1 261)	(1 311)	(1 377)	(1 448)	(1 525)	[000 PLN]					
Wartość sprzedanych towarów i materiałów	(4 354)	(6 543)	(7 102)	(7 464)	(8 003)	(8 260)	[000 PLN]					
Zysk (strata) ze sprzedaży	10 311	23 089	22 100	19 148	22 721	22 086	[000 PLN]					
Rentowność % na sprzedaży	9,11%	12,22%	10,91%	9,14%	10,03%	9,45%	%					
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	170	202	206	212	218	225	[000 PLN]					
EBITDA	15 014	30 472	30 182	27 663	30 868	30 521	[000 PLN]					
Rentowność % EBITDA	13,26%	16,13%	14,89%	13,21%	13,63%	13,06%	%					
EBIT	10 481	23 291	22 305	19 360	22 939	22 312	[000 PLN]					
Rentowność % EBIT	9,26%	12,33%	11,01%	9,24%	10,13%	9,55%	%					
Wynik na działalności finansowej	630	676	234	664	(351)	(76)	[000 PLN]					
Zysk (strata) brutto	11 111	23 967	22 540	20 023	22 588	22 236	[000 PLN]					
Rentowność % brutto	9,81%	12,69%	11,12%	9,56%	9,97%	9,51%	%					
Podatek dochodowy	(2 111)	(4 554)	(4 283)	(3 804)	(4 292)	(4 225)	[000 PLN]					
Zysk (strata) netto	9 000	19 413	18 257	16 219	18 296	18 011	[000 PLN]					
Rentowność % netto	7,95%	10,28%	9,01%	7,74%	8,08%	7,71%	%					

Bilans

Kuźnia Polska

Kuźnia Polska S.A.	31 gru 2015 8	31 gru 2016 12	31 gru 2017 12	31 gru 2018 12	31 gru 2019 12	31 gru 2020 12
Bilans						
Aktywa						
AKTYWA RAZEM	162 991	183 104	198 505	208 898	222 600	238 178
Aktywa trwałe	93 244	85 107	103 023	80 461	83 178	85 955
Rzeczowe aktywa trwałe oraz WNIP	56 943	59 096	75 690	77 711	80 428	83 205
Investycje długoterminowe - obligacje	33 551	23 261	24 583	-	-	-
Investycje długoterminowe - akcje i udziały	100	100	100	100	100	100
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	2 650	2 650	2 650	2 650	2 650	2 650
Aktywa obrotowe	69 747	97 997	95 482	128 436	139 422	152 223
Zapasy	22 016	22 776	24 902	26 205	28 211	29 182
Należności krótkoterminowe	28 680	34 605	39 974	41 314	44 670	45 973
Krótkoterminowe aktywa finansowe	18 430	40 266	30 256	60 568	66 192	76 718
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	621	350	350	350	350	350
Pasywa						
PASYWA RAZEM	162 991	183 104	198 505	208 898	222 600	238 178
Kapitał własny	104 026	123 439	141 696	157 915	176 211	194 222
Kapitał zakładowy	18 701	18 701	18 701	18 701	18 701	18 701
Akcje własne	-	-	-	-	-	-
Kapitał zapasowy	37 184	37 184	37 184	37 184	37 184	37 184
Pozostałe kapitały rezerwowe	32 019	32 019	32 019	32 019	32 019	32 019
Zysk (strata) z lat ubiegłych	-	16 122	35 535	53 792	70 011	88 307
Zysk (strata) netto w roku obrotowym	16 122	19 413	18 257	16 219	18 296	18 011
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	58 965	59 666	56 809	50 983	46 389	43 956
Rezerwy na zobowiązania	12 057	11 945	11 994	11 982	11 843	11 843
Zobowiązania finansowe	28 322	24 236	17 131	9 957	3 508	-
Zobowiązania handlowe	12 668	17 473	21 492	22 617	24 348	25 186
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	5 898	5 991	6 172	6 407	6 670	6 907
Rozliczenia międzyokresowe	20	20	20	20	20	20

Rachunek przepływów pieniężnych Kuźnia Polska

Kuźnia Polska S.A.	31 gru 2015 8	31 gru 2016 12	31 gru 2017 12	31 gru 2018 12	31 gru 2019 12	31 gru 2020 12
Rachunek przepływów pieniężnych						
Przeptywy z działalności operacyjnej						
Przeptywy pieniężne z działalności operacyjnej	24 971	24 290	22 653	22 564	23 070	25 096
Zysk (strata) netto	9 000	19 413	18 257	16 219	18 296	18 011
Korekty o pozycje	15 971	4 877	4 396	6 345	4 773	7 085
Amortyzacja	4 533	7 180	7 877	8 304	7 929	8 209
Odsetki naliczone	(630)	(676)	(234)	(664)	351	76
Zmiana stanu rezerw	1 025	(112)	49	(12)	(139)	-
Zmiana stanu zapasów	(2 459)	(760)	(2 126)	(1 303)	(2 006)	(971)
Zmiana stanu należności	14 052	(5 925)	(5 369)	(1 339)	(3 356)	(1 303)
Zmiana stanu zobow. krótkoterm. (bez kredyt i pożyczek)	(207)	4 899	4 199	1 360	1 994	1 075
Zmiana stanu rozliczeń międzyokresowych	(343)	271	-	-	-	-
Przeptywy z działalności inwestycyjnej						
Przeptywy pieniężne z działalności inwestycyjnej	(11 044)	(9 333)	(24 470)	(10 325)	(10 645)	(10 986)
Przeptywy z działalności finansowej						
Przeptywy pieniężne z działalności finansowej	233	6 879	(8 193)	18 073	(6 800)	(3 584)
Wpływy	7 150	15 196	-	25 980	-	-
Zaciągnięcie kredytów i pożyczek	7 150	3 000	-	-	-	-
Inne wpływy finansowe	-	12 196	-	25 980	-	-
Wydatki	(6 917)	(8 317)	(8 193)	(7 907)	(6 800)	(3 584)
Splata kredytów i pożyczek	(6 322)	(7 086)	(7 105)	(7 174)	(6 449)	(3 508)
Odsetki zapłacone	(595)	(1 231)	(1 088)	(733)	(351)	(76)
Stan środków pieniężnych						
Stan środków pieniężnych na początek okresu	4 269	18 430	40 266	30 256	60 568	66 192
+(-) Zmiana stanu środków pieniężnych w okresie	14 160	21 836	(10 010)	30 311	5 624	10 527
Stan środków pieniężnych na koniec okresu	18 430	40 266	30 256	60 568	66 192	76 718

Prezentacja spółek porównywalnych

(1/3)

Spółka

Skrócony opis działalności

Nucor Corporation jest wiodącym producentem stali w Stanach Zjednoczonych. Zajmuje się zarówno produkcją stali jak i stalowych komponentów walcowanych na gorąco i na zimno tj. śrub, nakrętek, kątowników, półfabrykatów. Sprzedaje swoje wyroby branży maszynowej, motoryzacji, energetyce jak i do przemysły stoczniowego. Firma posiada 18 zakładów produkcyjnych.

Chelyabinskiy metallurgicheskiy kmbt OAO jest spółką z branży metalowej, która ma siedzibę w Rosji. Skupia się na produkcji wyrobów stalowych, w tym elementów kutech. Dystrybuuje swoje produkty na rynku krajowym oraz do Ukrainy, Uzbekistanu, Białorusii, Azerbejdżanu oraz Turkmenistanu.

Bharat Forge Ltd

Bharat Forge Limited jest członkiem Kalyani Group. Przedsiębiorstwo jest jednym ze światowych liderów dostarczających innowacyjne rozwiązania komponentów samochodowych. Swoje wyroby sprzedaje branży motoryzacyjnej, gazownictwu, żegludze, budownictwu, górnictwu, energetyce, kolejnictwu i lotnictwu. Zajmuje się produkcją elementów kutech i obrabionych.

TA CHEN STAINLESS PIPE CO.

TA CHEN STAINLESS PIPE CO. jest to spółka produkująca wyroby ze stali nierdzewnej. Produkuje m.in. zawory, śruby i nakrętki. Dystrybuuje swoje wyroby na rynku krajowym, a także w Azji, Europie, Ameryce Północnej, Ameryce Południowej oraz w Australii.

COGNOR SA

Cognor SA jest spółką mającą siedzibę w Polsce. Działa w branży metalurgicznej, koncentruje się na przetwórstwie stali. W portfolio produktów przedsiębiorstwa znajdują się m.in. rury, pręty, talerze. W skład grupy kapitałowej Cognor SA wchodzi 14 spółek zależnych.

MM Forgings Ltd

MM Forgings Ltd jest spółką z Indii zajmująca się produkcją kutech komponentów. Przedsiębiorstwo produkuje stalowe odkuwki, zarówno surowe, jak i częściowo, i w pełni obrabione o wadze od 0,2kg do 60kg. Spółka sprzedaje swoje produkty do prawie wszystkich gałęzi przemysłu.

Prezentacja spółek porównywalnych (2/3)

Spółka

Skrócony opis działalności

Baoding Heavy Industry Co Ltd

Baoding Heavy Industry Co Ltd jest chińską spółką zaangażowaną w badania, rozwój, produkcję i dystrybucję odlewów oraz odkuwek. Portfolio produktów spółki obejmuje odlewane elementy statków, cylindry, głowice, wirniki, cewki, rury, wały. Sprzedaje swoje produkty zarówno na rynku rodzimym, jak i na rynkach zagranicznych.

Sterling Tools Ltd

Sterling Tools Ltd jest to spółka produkująca kute elementy o wysokiej wytrzymałości. W jej portfolio produktów znajdują się m.in. elementy złączne, mocowania, śruby, nakrętki, kolki oraz nity. Firma dostarcza swoje produkty do branży motoryzacyjnej w regionie Indii, Europy oraz Stanów Zjednoczonych.

Odlewnie Polskie SA

Odlewnie Polskie SA jest to polski producent materiałów odlewniczych. Dystrybuuje swoje wyroby m.in. do branży motoryzacyjnej, maszynowej i energetycznej. Odbiorcami wyrobów są przedsiębiorstwa krajowe, niemieckie, a także z terenu Wielkiej Brytanii, Szwecji i Stanów Zjednoczonych.

Zhongyuan Special Steel Co Ltd

Zhongyuan Special Steel Co Ltd jest to spółka kontrolowana przez China South Industries Group Corporation. Jako przedsiębiorstwo posiadające największą ilość mocy produkcyjnych odkuwek matrycowych w Chinach, jest jedną z niewielu firm na świecie, które zajmują się zarówno produkcją stali, kuciem, obróbką cieplną oraz końcowymi procesami produkcyjnymi odkuwek. Przedsiębiorstwo specjalizuje się w produkcji stali oraz precyzyjnych odkuwek.

American Axle & Manufacturing Holdings Inc

American Axle & Manufacturing Holdings Inc jest amerykańską spółką produkującą stalowe komponenty dla przemysłu motoryzacyjnego. W portfolio produktów znajdują się m.in. wały, biegi, wypusty, koncentratory, wrzeciona, osie. Głównym odbiorcą produktów przedsiębiorstwa jest General Motors Company. American Axle działa na terenie 13 krajów.

Simmonds Marshall Ltd

Simmonds Marshall Ltd jest to spółka zajmująca się produkcją metalowych elementów. W portfolio produktów przedsiębiorstwa znajdują się m.in. kute nakrętki, śruby, nakrętki montażowe do rur i węży, kute na zimno kołnierze i przekładki. Głównym odbiorcą wyrobów jest branża motoryzacyjna.

Prezentacja spółek porównywalnych (3/3)

Kalkulacja Współczynnika Beta

Nr	Nazwa spółki	Waluta	Beta skorygowana	Dług / Kapitał (D/E)	Beta odlewarowana	Beta relewarowana
1.	Nucor Corp	Stany Zjednoczone	1,195	0,248	0,957	0,199
2.	Chelyabinskiy metallurgicheskii kombinat OAO	Rosja	1,462	4,597	0,261	0,821
3.	Ta Chen Stainless Pipe Co Ltd	Tajwan	0,996	1,624	0,380	0,619
4.	Cognor SA	Polska	1,486	4,501	0,270	0,818
5.	Baoding Heavy Industry Co Ltd	Chiny	1,096	0,000	1,096	0,000
6.	Bharat Forge Ltd	Indie	1,086	0,057	1,028	0,054
7.	MM Forgings Ltd	Indie	1,191	0,136	1,049	0,119
8.	Simmonds Marshall Ltd	Indie	1,221	0,222	0,999	0,182
9.	Sterling Tools Ltd	Indie	0,797	0,342	0,593	0,255
10.	Odlewnie Polskie SA	Polska	1,305	0,000	1,305	0,000
11.	Zhongyuan Special Steel Co Ltd	Chiny	1,162	0,051	1,106	0,048
12.	American Axle & Manufacturing Holdings Inc	Stany Zjednoczone	1,598	0,681	0,951	0,405
	Maksimum		1,598	4,597	1,305	0,821
	Mediana		1,193	0,235	0,978	0,190
	Średnia		1,216	1,038	0,833	0,293
	Minimum		0,797	0,000	0,261	0,000
						7,305
						1,208
						1,698
						0,261

Oświadczenie Zarządu ZETKAMA

08.06.2015r.

(miejscowość, data)

OŚWIADCZENIE

Działając w imieniu Zarządu ZETKAMA S.A. (dalej: Spółka) oświadczamy, że według naszej najlepszej wiedzy i informacji aktywnie Spółka na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, w okresie ostatnich 6 miesięcy odzwiercudlała wartość godziwą akcji Spółki, według stanu na dzień 1 maja 2015r.

W imieniu Zarządu ZETKAMA S.A.

PREZES ZARZĄDU

Dyrektor Generalny

[Podpis]

Grzegorz Jurasz

Imię i nazwisko, stanowisko

WICEPREZES ZARZĄDU

Dyrektor Marketingu i Sprzedaży

[Podpis]

Wojciech Kozłowski

Imię i nazwisko, stanowisko

Oświadczenie Zarządu Kuźnia Polska

KUŹNIA POLSKA Spółka Akcyjna
43-480 Skoczów, ul. Górecka 32
tel. (033) 853 2751 - 853 2753
fax (033) 858 5111, 853 3961
REGON 072864138, NIP 548-23-75-800
(07)

Skoczów 16-06-2015r.

(miejscowość, data)

OŚWIADCZENIE

Działając w imieniu Zarządu Kuźnia Polska S.A. (dalej „Spółka”) oświadczamy, że według naszej najlepszej wiedzy, pomiędzy 30 kwietnia 2015r. a 1 maja 2015r. nie nastąpiły istotne zdarzenia, mogące mieć wpływ na oszacowaną wartość Spółki.

W imieniu Zarządu Kuźnia Polska S.A.

Wiceprezes Zarządu


Imię i nazwisko, stanowisko

Prezes Zarządu


Imię i nazwisko, stanowisko

Słownik (1/2)

Skrót

Rozwinięcie

1M, 3M, 4M, 6M, 8M

Okres obejmujący 1, 3, 4, 6, 8 miesięcy danego roku

Beta

Współczynnik ryzyka systematycznego

CAGR

Średnioroczna stopa wzrostu

CAPM

Model wyceny aktywów kapitałowych

CIT

Podatek dochodowy od osób fizycznych

CPI

Indeks cen konsumentów

DCF

Zdyskontowane przepływy pieniężne

Dzień wyceny

1 maja 2015r.

EBIT

Zysk operacyjny

EBITDA

Zysk operacyjny przed uwzględnieniem odsetek i podatków, powiększony o amortyzację

EUR

Euro

EV

Wartość przedsiębiorstwa

FCFF

Wolne przepływy pieniężne dla wszystkich stron finansujących

FY14, FY15

Rok finansowy 2014, rok finansowy 2015

Kg

Kilogram

Kuźnia Polska, Kuźnia

Kuźnia Polska S.A.

Słownik (2/2)

Skrót

Rozwinięcie

Mld Miliard

Mln Milion

MM Metoda Mnożników Rynkowych

Okres prognozy 01.05.2015-31.12.2020

p.a. Rocznie

p.p. Punkt procentowy

PKB Produkt krajowy brutto

PLN Polski złoty

PwC, Doradca PwC Polska sp. z o.o.

RV Wartość rezydualna

SAN Metoda skorygowanych aktywów netto

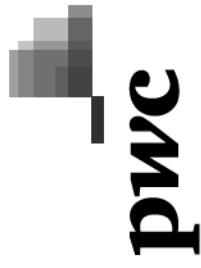
Spółki IDEA K5 sp. z o.o., ZETKAMA S.A.

Szt. Sztuk

Tys. Tysiąc

USD Dolar amerykański

WACC Średni ważony koszt kapitału



© 2015 PwC Polska sp. z o.o. Wszelkie prawa zastrzeżone. Nazwa „PwC” odnosi się do firm wchodzących w skład sieci PricewaterhouseCoopers International Limited, z których każda stanowi odrębny i niezależny podmiot prawny.