



# Deloitte.

Skrócony Raport z wyceny EMC Instytut  
Medyczny S.A. oraz Penta Hospitals  
Poland Sp. z o.o. przeprowadzonej na  
dzień 9 sierpnia 2019 roku na potrzeby  
sporządzenia Planu Połączenia

23 września 2019 r.

# Spis treści

<b>1. Wprowadzenie</b>	<b>2</b>
2. Streszczenie zarządcze	5
3. Wyniki wyceny EMC Instytut Medyczny S.A.	10
4. Wyniki wyceny Penta Hospitals Poland Sp. z o.o.	13
5. Załączniki	16
1. Metodologia	
2. Zestawienie informacji o spółkach porównywalnych	
3. Warunki i zastrzeżenia	
4. Definicje	

# Wprowadzenie (1/2)

Niniejszy Skrócony Raport („Skrócony Raport”) i sformułowane w nim konkluzje dotyczące spółek EMC Instytut Medyczny S.A. („EMC”) oraz Penta Hospitals Poland Sp. z o.o. („PHP”) (osobno „Spółka” lub łącznie „Spółki”) objętych wyceną majątku\* Spółek („Wycena”) dla potrzeb określenia parytetu wymiany akcji / udziałów na dzień 9 sierpnia 2019 roku („Data Wyceny”), podlegają i są zależne od wymienionych poniżej oraz w dalszej części niniejszego Skróconego Raportu i w Umowie z dnia 21 stycznia 2019 roku wraz z aneksem zawartej pomiędzy EMC Instytut Medyczny S.A. a Deloitte Advisory Sp. z o.o. sp. k. („Deloitte”) warunków i zastrzeżeń. Wykorzystanie niniejszego Skróconego Raportu w jakikolwiek sposób stanowi zgodę na wszelkie warunki i zastrzeżenia wymienione w Skróconym Raporcie i Umowie.

## Definicja wartości

Dla potrzeb Wyceny wartość została zdefiniowana jako cena, jaką można uzyskać ze sprzedaży składnika majątku przy założeniu, że sprzedawca i nabywca działają rozsądnie i we własnym interesie, posiadają wszelkie niezbędne informacje, a żadna ze stron nie działa pod przymusem.

Należy jednak pamiętać, że faktyczna cena uzyskana w transakcji sprzedaży może istotnie różnić się od oszacowanej godziwej wartości rynkowej ze względu na takie czynniki jak: motywacje stron, ich umiejętności negocjacyjne lub inne unikalne warunki transakcji.

## Podjęcie do wyceny przedsiębiorstwa

Należy również zwrócić uwagę, że wycena przedsiębiorstwa nie stanowi jedynie 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.

\* Rozumianą jako oszacowanie wartości kapitałów własnych EMC oraz PHP z zastosowaniem odpowiednio metody dochodowej oraz majątkowej

Wersja ostateczna z dnia 23 września 2019 r.

Ponadto Wycena została sporządzona przy założeniu, że Spółki kontynuują swoją działalność w obecnym kształcie, tj. jako samodzielnie podmioty na rynku. W rezultacie nie uwzględniono planowanego połączenia Spółek ani żadnych potencjalnych efektów ekonomiczno-finansowych z tego tytułu.

Wycena zakłada, że wszelkie niezbędne licencje, świadectwa władania, zgody, upoważnienia prawne lub administracyjne wydane przez władze lokalne lub państwowe, osoby prywatne lub organizacje, na podstawie których Spółki prowadzą swoją działalność gospodarczą, zostaną utrzymane lub odnowione.

Ponadto Wycena została przeprowadzona przy założeniu, że Spółki nie posiadają żadnych nieuwzglasnionych rzeczowych lub warunkowych aktywów lub zobowiązań, żadnych nietypowych zobowiązań innych niż wynikających z prowadzonej działalności, ani nie są przedmiotem prowadzonych wobec nich postępowań karnych, cywilnych lub podatkowych, które miałyby istotny wpływ na wyniki naszej analizy.

Deloitte nie dokonał niezależnej wyceny poszczególnych aktywów Spółek. Ponadto Deloitte nie wyraża żadnej opinii na temat możliwego kształtowania się kursu akcji EMC.

## Cel i udostępnienie Skróconego Raportu

Skrócony Raport został przygotowany dla celów związanych z przygotowaniem planu połączenia i realizacji połączenia obu Spółek, przy założeniu, że jego treść przeznaczona jest dla Zarządu oraz Rady Nadzorczej EMC oraz PHP. Niniejszy Skrócony Raport nie stanowi raportu z wyceny EMC oraz PHP, a jedynie jego skróconą wersję. Rozumiemy także, że przedstawione wnioski i obliczenia będą jednym z wielu czynników rozważanych przez Zarząd i inne organy korporacyjne zarówno EMC jak i PHP w rozmowach dotyczących określenia parytetu wymiany akcji / udziałów.

Ponadto, Skrócony Raport może zostać udostępniony biegłemu rewidentowi, który może zostać wyznaczony na potrzeby badania planu połączenia oraz ewentualnym pozostałym doradcom Spółek zaangażowanym w proces przygotowania planu połączenia Spółek i realizacji połączenia Spółek.

# Wprowadzenie (2/2)

Wyrażamy zgodę na przekazanie do wiadomości akcjonariuszy EMC oraz udziałowców PHP Skróconego Raportu, natomiast w przypadku publikacji Skróconego Raportu nie wyrażamy zgody na jakiegokolwiek jego modyfikację lub publikację jedynie jego fragmentów.

Skrócony Raport, a także sformułowane w nim opinie i zaprezentowane konkluzje nie powinny być wykorzystywane do innych celów niż określone w Umowie oraz w Skróconym Raporcie, ani nie służą jako substytut opinii na temat warunków transakcji („*fairness opinion*”). Wyniki analiz Deloitte nie stanowią również doradztwa inwestycyjnego i podlegają ograniczeniom wskazanym w Umowie oraz w Skróconym Raporcie.

Jednocześnie, należy zwrócić uwagę, że z różnych względów parytet wymiany akcji / udziałów przedstawiony w planie połączenia może odbiegać od stosunku wymiany akcji / udziałów wyznaczonego w oparciu o Wyceny Spółek przedstawione w Skróconym Raporcie.

Ponadto usługi Deloitte świadczone na podstawie Umowy w związku z przygotowaniem Skróconego Raportu nie stanowiły, ani nie mogą być uznawane za rodzaj audytu czy przeglądu sprawozdań finansowych, ani inne procedury dotyczące informacji finansowej, czy też finansowe, operacyjne lub podatkowe badanie „*due diligence*”. Usługi te nie stanowiły również usług prawnych, podatkowych ani księgowych jakiegokolwiek rodzaju i nie mogą stanowić dla nikogo podstawy do wskazania słabych stron kontroli wewnętrznej, błędów ani nieprawidłowości w sprawozdaniu finansowym.

Zawarte w Skróconym Raporcie konkluzje nie służą jako substytut procesu „*due diligence*”, tak więc potencjalni inwestorzy, jak i jakakolwiek inna strona trzecia, powinni przeprowadzić własny proces „*due diligence*”, który powinien być wykorzystany w potencjalnej transakcji. Dodatkowo, niniejszy Skrócony Raport nie jest adresowany do instytucji finansowych, jak i innych stron trzecich, oprócz bezpośrednio wymienionych w Umowie, i nie może służyć jako uzupełnienie do innych zapytań i procedur, jakie instytucja finansowa lub jakakolwiek strona trzecia powinna przedsięwziąć w celu potencjalnej transakcji.

# Spis treści

1. Wprowadzenie 2
2. **Streszczenie zarządcze** 5
3. Wyniki wyceny EMC Instytut Medyczny S.A. 10
4. Wyniki wyceny Penta Hospitals Poland Sp. z o.o. 13
5. Załączniki 16
  1. Metodologia
  2. Zestawienie informacji o spółkach porównywalnych
  3. Warunki i zastrzeżenia
  4. Definicje



# Streszczenie zarządcze – podsumowanie prac (1/4)

## Cel prac

- Zgodnie z zakresem prac określonych w Umowie z dnia 21 stycznia 2019 roku zawartej pomiędzy EMC a Deloitte, niniejszy Skrócony Raport prezentuje podsumowanie oszacowania wartości godziwej EMC oraz PHP na dzień 9 sierpnia 2019 roku, w związku z planowaną transakcją polegającą na połączeniu obu Spółek. Jednocześnie, z uwagi na to, że kluczowe aktywa PHP obejmują m.in. udziały w Prywatnej Lecznicy Certus Sp. z o.o. („Certus”) oraz pośrednio (tj. przez Certus) w Niepublicznym Zakładzie Opieki Zdrowotnej Zdrowie Rodziny Sp. z o.o. („NZOZ ZR”) oraz Art Medicum Sp. z o.o. („Art Medicum”) (łącznie „Spółki Zależne”), w celu oszacowania wartości PHP, przeprowadzona została również wycena Spółek Zależnych.
- Niniejszy Skrócony Raport nie stanowi raportu z wyceny EMC oraz PHP, a jedynie jego skróconą wersję.

## Podjęcie do wyceny

- W celu oszacowania wartości kapitałów własnych Spółek, dokonano ich niezależnej wyceny przy zastosowaniu dwóch metod:
  - metody dochodowej – podjęcie zdyskontowanych przepływów pieniężnych, oraz
  - metody majątkowej – podjęcie skorygowanych aktywów netto.
- Metoda dochodowa została zastosowana na potrzeby oszacowanie wartości EMC oraz Spółek Zależnych, natomiast metoda majątkowa została zastosowana na potrzeby oszacowania wartości PHP, która nie prowadzi działalności operacyjnej i pełni funkcję spółki holdingowej w stosunku do Spółek Zależnych.
- Wyceny Spółek zostały sporządzone przy założeniu, że Spółki oraz Spółki Zależne kontynuują swoją działalność w obecnym kształcie, tj. jako samodzielnie podmioty na rynku, bez uwzględnienia planowanego połączenia Spółek ani żadnych potencjalnych efektów ekonomiczno-finansowych wynikających z tytułu realizacji tej transakcji.
- Ponadto, w ramach procedur związanych z przeprowadzeniem wyceny zidentyfikowane zostały podmioty o profilu działalności zbliżonym do działalności EMC oraz Spółek Zależnych, których akcje są przedmiotem obrotu zarówno na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”) (3 spółki), jak i w krajach Unii Europejskiej (6 spółek). Jednakże, akcje tych spółek charakteryzują się niskim wolumenem obrotu, co istotnie ogranicza płynność akcji. W konsekwencji, może to nie w pełni odzwierciedlać wartość rynkową poszczególnych spółek porównywalnych oraz istotnie wpływać na wiarygodność poziomów mnożników rynkowych. Dodatkowo, rynek opieki medycznej (w szczególności zamkniętej) w poszczególnych krajach charakteryzują się odmienną specyfiką, co może mieć także wpływ na percepcję wartości poszczególnych spółek porównywalnych. Oznacza to, że wartość EMC oraz Spółek Zależnych określona na bazie mnożników zidentyfikowanych spółek porównywalnych może nie odzwierciedlać ich wartości. Z tego względu, w ramach oszacowania wartości EMC oraz PHP (w tym Spółek Zależnych) metoda mnożników rynkowych nie została zastosowana.
- Jednocześnie należy zwrócić uwagę, że EMC jest spółką notowaną na GPW. Niemniej, w okresie od 1 stycznia 2015 roku do 31 lipca 2019 roku tygodniowe obroty akcjami EMC na GPW wyniosł łącznie około 0,7 mln PLN, co przekłada się na średnią wartość tygodniowego obrotu akcjami EMC na poziomie około 3,0 tys. PLN. W rezultacie uznaje się, że akcje Spółki charakteryzują się ograniczoną płynnością i w związku z tym notowane ceny nie są wiarygodnym wskaźnikiem wartości Spółki.



# Streszczenie zarządcze – podsumowanie prac (2/4)

## Metoda dochodowa

- Metoda dochodowa została zastosowana na potrzeby oszacowania wartości EMC oraz Spółek Zależnych.
- W ramach metody dochodowej zastosowano podejście zdyskontowanych przepływów pieniężnych, które polegało na zdyskontowaniu przyszłych oczekiwanych przepływów pieniężnych Spółek (wariant FCFE) oszacowanym średnioważonym kosztem kapitału (WACC). Oszacowanie wartości metodą dochodową zostało oparte na przedstawionych i potwierdzonych oczekiwaniach Zarządów EMC oraz Spółek Zależnych w zakresie przyszłego rozwoju w/w podmiotów, w tym kluczowych szacunków, które stanowiły przedmiot krytycznego przeglądu przez Deloitte. Jednocześnie, w/w oczekiwania Zarządu nie odzwierciedlają efektu wdrożenia MSSF 16 (leasing) na sprawozdania finansowe EMC oraz Spółek Zależnych.
- Koszt kapitału (WACC) oszacowany został w oparciu o dostępne dane rynkowe, na poziomie 8,10% dla EMC oraz 8,90% dla Spółek Zależnych.
- Stopa wzrostu w długookresowego przyjęta została w przedziale 2,5% - 3,0%.

## Metoda majątkowa

- Metoda majątkowa została zastosowana na potrzeby oszacowania wartości PHP.
- W ramach metody majątkowej zastosowano podejście skorygowanych aktywów netto, które polegało na zidentyfikowaniu kluczowych pozycji aktywów i pasywów PHP oraz przeanalizowanie czy ich wartość rynkowa odbiega zasadniczo od ich wartości bilansowej.
- Do kluczowych pozycji aktywów PHP na Datę Wyceny należą inwestycje długoterminowe, które obejmują udzielenie pożyczki EMC oraz Certus a także udziały w Spółkach Zależnych. W ramach przeprowadzonej analizy, uznano, że wartość bilansowa udzielenych pożyczek odzwierciedla ich wartość rynkową (w tym nie występuje ryzyko ich spłaty), natomiast wartość bilansowa udziałów w Spółkach Zależnych została skorygowana do ich wartości rynkowej. W celu oszacowania wartości rynkowej Spółek Zależnych, przeprowadzona została ich wycena metodą dochodową z zastosowaniem podejścia zdyskontowanych przepływów pieniężnych (jak wyżej).
- PHP nie posiadała istotnych pozycji pasywów na Datę Wyceny, przy czym z uwagi na przeszacowanie wartości aktywów PHP, utworzona została rezerwa z tytułu odroczonego podatku dochodowego.

# Streszczenie zarządcze – podsumowanie prac (3/4)

## Podsumowanie wartości kapitałów własnych EMC

- Przedział wartości w metodzie dochodowej został oszacowany w oparciu o analizę wrażliwości (+/- 0,25%) na 4 kluczowe parametry (stopę wzrostu g w okresie rezydualnym („RV”), poziom WACC, docelowy poziom marży EBITDA w RV oraz docelowy poziom nakładów inwestycyjnych w relacji do przychodów w RV).
- Ponadto, wartość kapitałów własnych EMC została oszacowana przy założeniu posiadania kontroli a także płynności akcji. Dług netto EMC na Datę Wyceny przyjęty został na poziomie 113,3 mln PLN, przy czym nie obejmuje on dodatkowego zadłużenia z tytułu leasingu operacyjnego (w rezultacie wdrożenia MSSF 16), gdyż oczekiwania Zarządu w zakresie przyszłego rozwoju EMC obejmują już koszty związane z leasingiem operacyjnym.
- Przedziały oszacowanej wartości EMC uzyskane w oparciu o analizy wrażliwości wyniosły 37,1 – 56,5 mln PLN, co przy liczbie wyemitowanych akcji 13 285 346 szt., arytmetycznie implikuje 2,80 – 4,25 PLN za akcję. Jednocześnie wartość punktowa EMC oszacowana została na poziomie 46,6 mln PLN, co arytmetycznie implikuje 3,51 PLN za akcję.

## Podsumowanie wartości kapitałów własnych PHP oraz Spółek Zależnych

- Wartość PHP w metodzie majątkowej, po uwzględnieniu wyceny Spółek Zależnych (Certus, w tym NZOZ ZR oraz Art Medicum), oszacowana została na poziomie 35,8 mln PLN, co przy liczbie wyemitowanych udziałów 55 300 szt., arytmetycznie implikuje wartość 1 udziału na poziomie 647,05 PLN.
- Z uwagi na to, że kluczowe aktywa PHP obejmują w szczególności udziały w Certus oraz pośrednio (tj. poprzez Certus) w NZOZ ZR oraz Art Medicum, na potrzeby wyceny wartości PHP oszacowana została wartość Certus (w tym NZOZ ZR oraz Art Medicum).
- Przedział wartości Certus w metodzie dochodowej został oszacowany w oparciu o analizę wrażliwości (+/- 0,5%) na 4 kluczowe parametry (stopę wzrostu g w okresie rezydualnym („RV”), poziom WACC, docelowy poziom marży EBITDA w RV oraz docelowy poziom nakładów inwestycyjnych w relacji do przychodów w RV).
- Ponadto, wartość kapitałów własnych Certus (w tym NZOZ ZR oraz Art Medicum) została oszacowana przy założeniu przy założeniu posiadania kontroli oraz braku płynności udziałów. Dług netto Certus na Datę Wyceny przyjęty został na poziomie 4,2 mln PLN, przy czym nie obejmuje on dodatkowego potencjalnego zadłużenia z tytułu leasingu operacyjnego (w rezultacie wdrożenia MSSF 16), gdyż oczekiwania Zarządu w zakresie przyszłego rozwoju Spółek Zależnych obejmują już koszty związane z leasingiem operacyjnym.
- Przedziały oszacowanej wartości Certus (w tym NZOZ ZR oraz Art Medicum) uzyskane w oparciu o analizy wrażliwości wyniosły 22,5 – 26,3 mln PLN. Jednocześnie wartość punktowa Certus (w tym NZOZ ZR oraz Art Medicum) oszacowana została na poziomie 24,3 mln PLN.



# Streszczenie zarządcze – podsumowanie prac (4/4)

## Zastrzeżenia i ograniczenia

- Niniejszy Skrócony Raport został przygotowany przy założeniu, że jego treść przeznaczona jest wyłącznie dla celów określonych w powyższej Umowie. Skrócony Raport został przygotowany wyłącznie na zlecenie Zarządów EMC oraz PHP, przy czym wraźamy zgodę na przekazanie do wiadomości odpowiednio akcjonariuszy oraz udziałowców Spółek Skróconego Raportu. Natomiast w przypadku publikacji Skróconego Raportu nie wyrażamy zgody na jakiegokolwiek jego modyfikacje lub publikację jedynie jego fragmentów. Jednocześnie Deloitte zastrzega, że nie będzie ponosić żadnej odpowiedzialności za jakiegokolwiek szkody poniesione przez strony trzecie w związku z udostępnieniem Skróconego Raportu takim stronom trzecim oraz jakimkolwiek wykorzystaniem Skróconego Raportu przez strony trzecie.
- W trakcie prac związanych z przeprowadzeniem wyceny Spółek, oparto się na założeniu, że informacje dostarczone Deloitte przez Zarządy Spółek (w tym Spółek Zależnych) były kompletne i rzetelne oraz reprezentują stan rzeczywiisty, w tym nie występują żadne nieujawnione fakty, które mogłyby mieć materialny wpływ (indywidualnie lub łącznie) na wartość Spółek (w tym Spółek Zależnych), a oczekiwania co do przyszłego potencjału rozwoju Spółek oraz Spółek Zależnych są zgodne z najlepszą wiedzą i oczekiwaniami Zarządów Spółek oraz Spółek Zależnych. W związku z tym, kluczowe szacunki przedstawione przez Spółki oraz Spółki Zależne zostały poddane jedynie krytycznemu przeglądowi przez Deloitte. Nie dokonaliśmy także audytu, weryfikacji zasadności biznesowej ani potwierdzenia tych informacji, natomiast opieraliśmy się na oświadczeniach Zarządów Spółek oraz Spółek Zależnych. W związku z tym, Deloitte nie wyda żadnej gwarancji ani opinii odnośnie ich zgodności z prawdą.
- Deloitte zastrzega sobie prawo (ale nie ma takiego obowiązku) uzupełnienia komentarzy, kalkulacji i wniosków przedstawionych w Skróconym Raporcie w przypadku pojawienia się jakichkolwiek dodatkowych informacji, które może otrzymać po dacie sporządzenia niniejszego Skróconego Raportu.

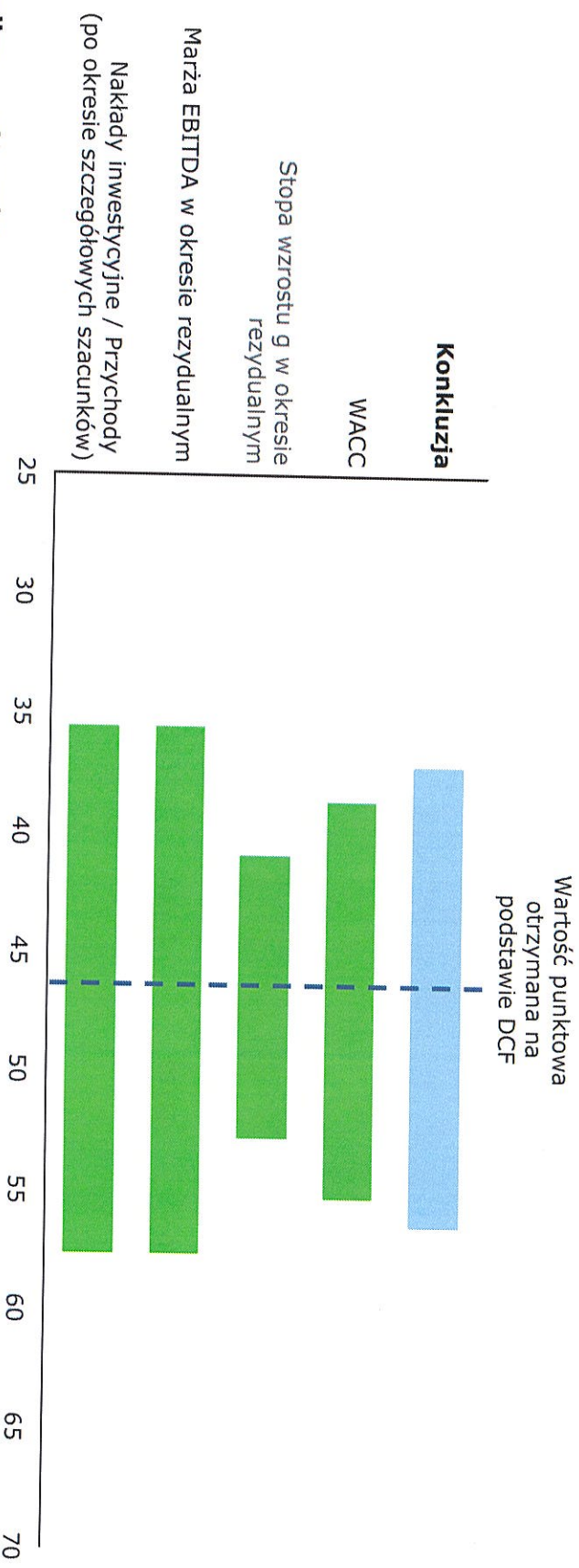
# Spis treści

1. Wprowadzenie 2
2. Streszczenie zarządcze 5
3. **Wyniki wyceny EMC Instytut Medyczny S.A.** 10
4. Wyniki wyceny Penta Hospitals Poland Sp. z o.o. 13
5. Załączniki 16
  1. Metodologia
  2. Zestawienie informacji o spółkach porównywalnych
  3. Warunki i zastrzeżenia
  4. Definicje

# EMC Instytut Medyczny

## Wyniki Wyceny i analiza wrażliwości

### Podsumowania wyników analizy wrażliwości i wyceny punktowej (mln PLN)



#### Analiza wrażliwości

- Przedział wartości w metodzie dochodowej został oszacowany w oparciu o analizę wrażliwości (+/- 0,25%) na 4 kluczowe parametry (stopę wzrostu g w okresie rezydualnym („RV”), poziom WACC, docelowy poziom marży EBITDA w RV oraz docelowy poziom nakładów inwestycyjnych w relacji do przychodów w RV).
- Na podstawie wyników analizy wrażliwości Wyceny 100% kapitałów własnych Spółki, przedział wartości oszacowany metodą dochodową (przy założeniu kontroli oraz płynności akcji) znajdują się w przedziale od 37,1 mln PLN do 56,5 mln PLN, co implikuje wycenę od 2,80 do 4,25 PLN za 1 akcję Spółki.

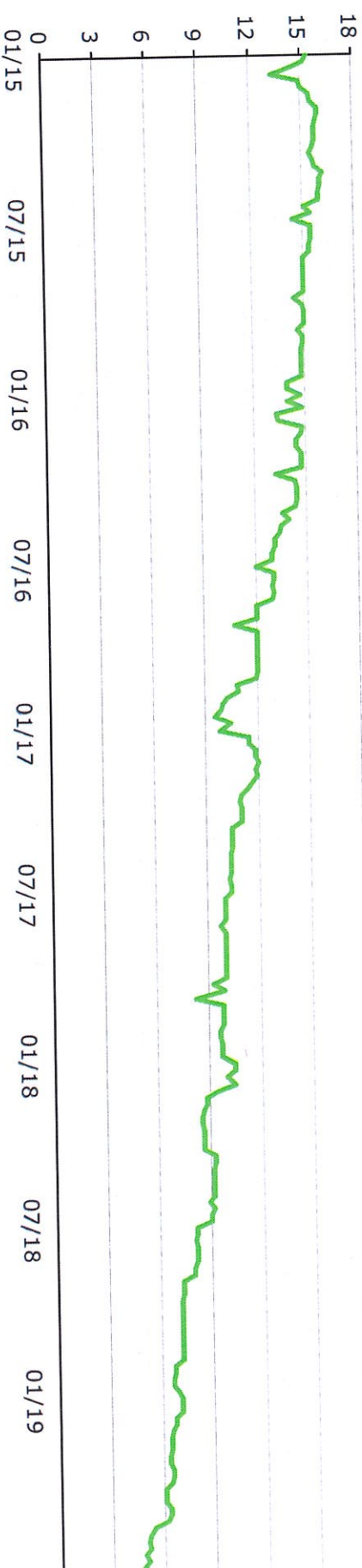
#### Podsumowanie analiz

- Wartość punktowa Wyceny wartości majątku Spółki (inaczej wartość kapitałów własnych) na podstawie metody dochodowej wynosi około 46,6 mln PLN, co implikuje wycenę 3,51 PLN za 1 akcję Spółki.
- Oszacowana wartość znajduje się poniżej bieżących notowań akcji EMC na GPW. Niemniej, biorąc pod uwagę ograniczoną podaż i płynność akcji EMC (niski tzw. free float na poziomie ok. 1,1%), notowane ceny nie są wiarygodnym wskaźnikiem wartości Spółki.
- Stosunkowo duży udział wartości rezydualnej w wartości przedsiębiorstwa EV (około 79%) wynika między innymi z poziomu oczekiwanych niezbędnych nakładów inwestycyjnych, które potencjalnie zostaną poniesione przez Spółkę w okresie 2019 – 2026.

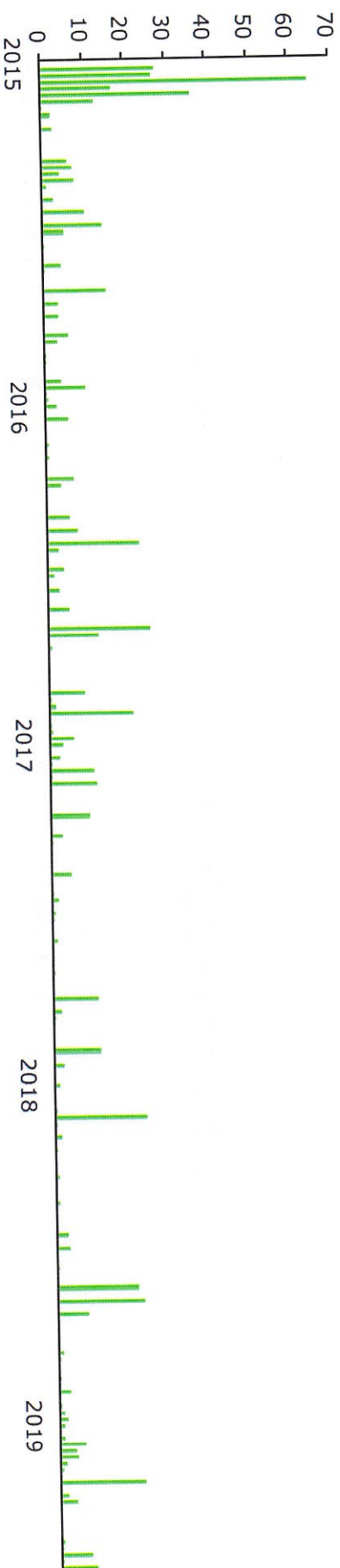
# EMC Instytut Medyczny

## Notowania i obrót akcjami EMC na GPW (01.01.2015 – 31.07.2019)

Notowania dzienne akcji EMC (PLN / akcję)



Obrót tygodniowy akcji EMC (tys. PLN)



- W okresie od 1 stycznia 2015 roku do 31 lipca 2019 roku tygodniowy obrót akcjami EMC na GPW wyniósł łącznie około 0,7 mln PLN, co przekłada się na wartość tygodniowego obrotu akcjami EMC na poziomie około 3,0 tys. PLN. W rezultacie uznaje się, że akcje Spółki charakteryzują się ograniczoną płynnością i w związku z tym notowane ceny nie są wiarygodnym wskaźnikiem wartości rynkowej Spółki.

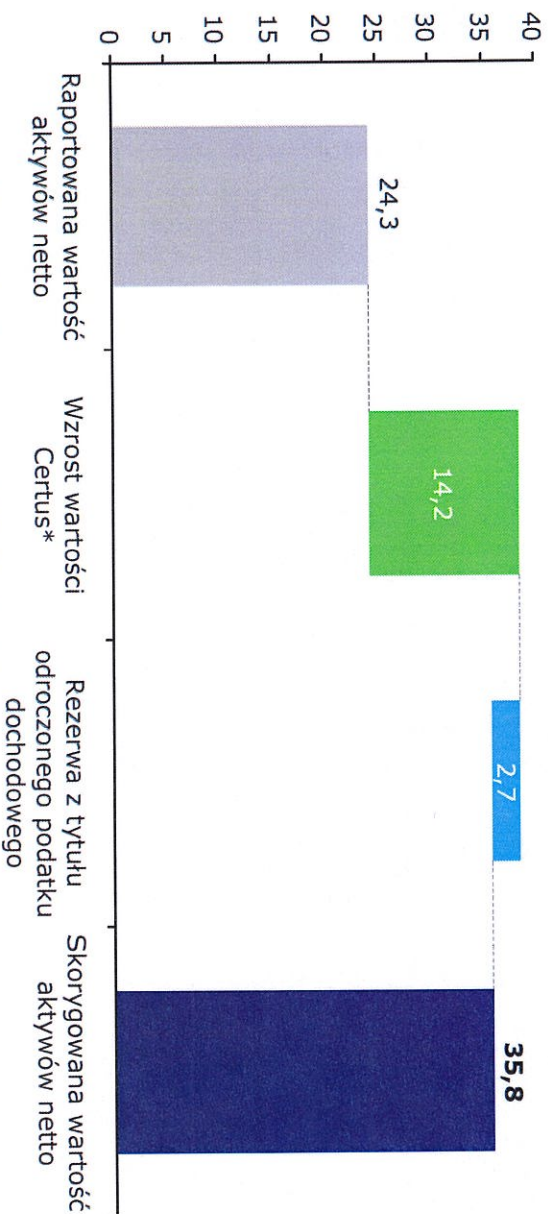
# Spis treści

1. Wprowadzenie	2
2. Streszczenie zarządcze	5
3. Wyniki wyceny EMC Instytut Medyczny S.A.	10
<b>4. Wyniki wyceny Penta Hospitals Poland Sp. z o.o.</b>	<b>13</b>
5. Załączniki	16
1. Metodologia	
2. Zestawienie informacji o spółkach porównywalnych	
3. Warunki i zastrzeżenia	
4. Definicje	

# Penta Hospitals Poland

## Wyniki Wyceny

### Podsumowania wyników wyceny punktowej (mln PLN)



\* Wzrost wartości udziałów Certus łącznie z NZOZ ZR i Art Medicum

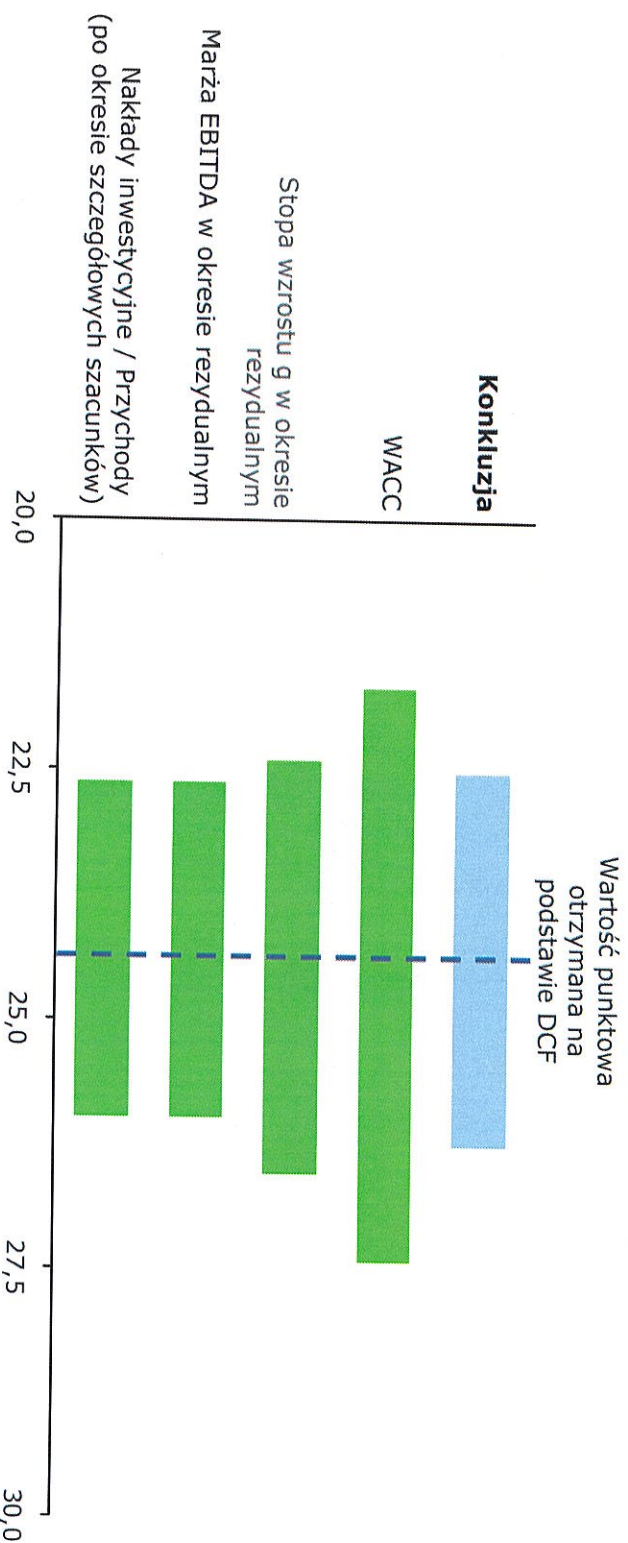
### Podsumowanie analiz

- W sprawozdaniu finansowym sporządzonym na Datę Wyceny, PHP wykazała aktywa netto w wysokości 24,3 mln PLN.
- Głównym składnikiem aktywów PHP na Datę Wyceny było 100% udziałów w spółce Certus o wartości księgowej 10,1 mln PLN oraz pożyczki udzielone Certus oraz EMC o łącznej wartości księgowej 13,8 mln PLN. PHP posiada również pośrednio (poprzez Certus) 100% udziałów w NZOZ ZR oraz 100% udziałów w spółce Art Medicum.
- W ramach przeprowadzonej analizy, uznano, że wartość bilansowa udzielonych pożyczek odzwierciedla ich wartość rynkową (w tym nie występuje ryzyko ich spłaty), natomiast wartość bilansowa udziałów w Spółkach Zależnych została skorygowana do ich wartości rynkowej.
- Wartość udziałów w Certus (w tym NZOZ ZR i Art Medicum) posiadanych przez PHP na Datę Wyceny została oszacowana w oparciu o metodę DCF na poziomie 24,3 mln PLN, co implikuje wzrost ich wartości w stosunku do wartości bilansowej o 14,2 mln PLN. Z uwagi na powyższe przeszacowanie wartości aktywów PHP, utworzona została rezerwa z tytułu odroczonego podatku dochodowego na poziomie 2,7 mln PLN.
- Na podstawie przeprowadzonych analiz w ramach Wyceny, skorygowana wartość aktywów netto PHP (odzwierciedlających wartość majątku PHP) na Datę Wyceny oszacowana została na poziomie 35,8 mln PLN, co implikuje wycenę 647,05 PLN za 1 udział PHP.

# Certus | NZOZ ZR | Art Medicum

## Wyniki Wyceny i analiza wrażliwości

### Podsumowania wyników analizy wrażliwości i wyceny punktowej (mln PLN)



#### Analiza wrażliwości

- Przedział wartości w metodzie dochodowej został oszacowany w oparciu o analizę wrażliwości (+/- 0,5%) na 4 kluczowe parametry (stopę wzrostu g w okresie rezydualnym („RV”), poziom WACC, docelowy poziom marży EBITDA w RV oraz docelowy poziom nakładów inwestycyjnych w relacji do przychodów w RV).
- Na podstawie wyników analizy wrażliwości Wyceny 100% udziałów Certus (łącznie z NZOZ ZR oraz Art Medicum) przedział wartości oszacowany metodą dochodową (przy założeniu kontroli oraz braku płynności udziałów) znajdują się w przedziale od 22,5 mln PLN do 26,3 mln PLN.

#### Podsumowanie analiz

- Wartość punktowa majątku Certus (inaczej wartość kapitałów własnych) na podstawie metody dochodowej oszacowana została na Datę Wyceny na poziomie 24,3 mln PLN.
- Z uwagi na to, że Certus posiada bezpośrednio udziały w NZOZ ZR oraz Art Medicum, powyższa wartość obejmuje również oszacowaną wartość NZOZ ZR na poziomie 4,3 mln PLN oraz wartość bilansową udziałów Art Medicum 0,5 mln PLN, która zgodnie z informacją Zarządu Certus na Datę Wyceny odzwierciedla jej wartość rynkową (przychodnia została nabyta przez Certus w listopadzie 2018 r.).

# Spis treści

1. Wprowadzenie 2
2. Streszczenie zarządcze 5
3. Wyniki wyceny EMC Instytut Medyczny S.A. 10
4. Wyniki wyceny Penta Hospitals Poland Sp. z o.o. 13
- 5. Załączniki 16**
  1. Metodologia
  2. Zestawienie informacji o spółkach porównywalnych
  3. Warunki i zastrzeżenia
  4. Definicje





# Załącznik 1

## Metodologia wyceny: metoda dochodowa

### Koncepcja metody dochodowej wyceny w podejściu zdyskontowanych przepływów pieniężnych

- Wartość podmiotu gospodarczego lub udziału w podmiocie gospodarczym jest uzależniona od korzyści, które podmiot wygeneruje, przy czym wartość przyszłych korzyści ekonomicznych dyskontuje się do wartości bieżącej stosując odpowiednią stopę dyskonta.
- W ramach podejścia dochodowego zastosowaliśmy metodę zdyskontowanych przepływów pieniężnych dla przedsiębiorstwa (tzw. Free Cash Flow to Firm – FCFF), która opiera się na założeniu, że wartość kapitałów własnych (majątku) spółki jest równa wartości zdyskontowanych przyszłych przepływów pieniężnych dla przedsiębiorstwa pomniejszonych o poziom zadłużenia odsetkowego i powiększona o poziom nieoperacyjnych środków pieniężnych.

### Szczegóły kalkulacji

- Podstawą oszacowania wartości godziwej są dane dostarczone przez spółkę oraz analizy Deloitte.
- W celu obliczenia przepływów FCFF w okresie szczegółowych szacunków użyliśmy następującego wzoru:  
Przychody  
minus: koszty operacyjne  
= EBIT \* (1 – stopa podatkowa)  
= NOPAT (Zysk operacyjny netto po opodatkowaniu)  
minus: nakłady inwestycyjne  
plus: amortyzacja jako koszt niegotówkowy  
plus/minus: korekta z tytułu zmian w kapitale obrotowym netto  
= FCFF (Free Cash Flow to the Firm)

- Tak obliczone przepływy pieniężne dla przedsiębiorstwa są następnie dyskontowane średnim ważonym kosztem kapitału (WACC) lub w określonych przypadkach kosztem kapitału własnego. Szczegółowe informacje na temat metodologii i założeń stosowanych w niniejszej wycenie zostały przedstawione w Załącznikach.
- Oszacowana wartość przedsiębiorstwa składa się z sumy zdyskontowanych przepływów pieniężnych w okresie szczegółowych szacunków oraz zdyskontowanej wartości rezydualnej.
- Do obliczenia wartości rezydualnej (RV) wykorzystaliśmy następującą formułę z modelu Gordona:  
$$RV = FCFF_{n+1} / (Stopa\ dyskonta - g),$$
gdzie:  
FCFF<sub>n+1</sub> - wolne przepływy pieniężne dla przedsiębiorstwa po okresie szczegółowych szacunków;  
WACC - średni ważony koszt kapitału (stopa dyskontowa);  
g - stopa wzrostu przepływów pieniężnych po okresie szczegółowych szacunków.
- Od wstępnie oszacowanej wartości zainwestowanego kapitału odjęliśmy zadłużenie odsetkowe, a następnie dodałszy wartość nieoperacyjnych środków pieniężnych posiadanych przez spółkę na datę wyceny w celu uzyskania wartości majątku (kapitałów własnych).

# Załącznik 1

## Metodologia wyceny: Średni Ważony Koszt Kapitału

### Średni ważony koszt kapitału

Najbardziej powszechną i stosowaną przez nas metodą określenia stopy dyskonta jest metoda średniego ważonego kosztu kapitału („WACC”). Równanie na średni ważony koszt kapitału ma następującą postać:

$$WACC = k_e [E/(D+E)] + k_d [D/(D+E)]$$

gdzie:

- ke - wymagana stopa zwrotu z kapitału własnego;
- kd - wymagana stopa zwrotu z kapitału obcego (zadłużenia);
- E - wartość rynkowa kapitału własnego; oraz
- D - wartość rynkowa kapitału obcego (zadłużenia).

### Koszt kapitału własnego

Koszt kapitału własnego obliczany jest z wykorzystaniem modelu Wyceny Aktywów Kapitałowych („Capital Asset Pricing Model”, „CAPM”), z uwzględnieniem korekt z tytułu specyfiki wycenianej jednostki. Podejście CAPM mierza do określenia stopy zwrotu z danej inwestycji. Stopa ta składa się z następujących składników: stopy wolnej od ryzyka, współczynnika beta, premii za ryzyko rynkowe oraz innych dodatkowych, specyficznych dla danej firmy składników ryzyka (ryzyko kraju, premia za niską kapitalizację, itp.).

$$k_e = R_f + \beta_e [E(R_m) - R_f]$$

gdzie:

- ke - koszt kapitału własnego;
- Rf - stopa zwrotu z aktywów wolnych od ryzyka;
- E(Rm) - Rf - premia za ryzyko rynkowe; oraz
- βe - współczynnik beta.

### Stopa wolna od ryzyka

Oszacowana na podstawie rentowności (YTM) 10-letnich obligacji rządowych.

### Premia za ryzyko rynkowe

Określa liczbę punktów %, o które stopa zwrotu z inwestycji w reprezentatywny dla rynku portfel akcji przekracza i zgodnie z oczekiwaniami będzie przekraczać stopę wolną od ryzyka.

### Współczynnik Beta

Miara ryzyka systematycznego określająca zmiany zwrotów z poszczególnych składników aktywów w porównaniu z całym rynkiem. Hipotetyczną wielkość współczynnika dla wycenianej Spółki określono na podstawie współczynnika Beta dla publicznych spółek porównywalnych. Współczynnik Beta został skorygowany z uwzględnieniem mediany wskaźnika zadłużenia do wartości rynkowej kapitału własnego dla spółek porównywalnych oraz stawkę podatku dochodowego.

### Premia za ryzyko kraju

Oszacowana na podstawie notowań 10-letnich kontraktów CDS oraz współczynnika odzwierciedlającego nadwyżkę ryzyka inwestycji na rynku akcji w stosunku do rynku obligacji.

### Premia za ryzyko z tytułu niskiej kapitalizacji

Odpowiada średniej premii za ryzyko inwestycji w spółki o niskiej kapitalizacji, określonej na podstawie badań Duff & Phelps przeprowadzonych w USA i dostosowanej do warunków rynkowych w Polsce na podstawie relacji PKB krajów. Zastosowanie premii wynika z faktu, iż mniejsze podmioty są postrzegane jako bardziej ryzykowne niż duże.

### Koszt długu

Suma wybranej referencyjnej stopy bazowej oraz marży dla dostarczyciela finansowania. Ze względu na istnienie tarczy podatkowej z tytułu ponoszenia kosztów finansowania dłużnego w kalkulacji uwzględnia się koszt długu po opodatkowaniu.

# Załącznik 1

## Metodologia wyceny: metoda majątkowa

### Koncepcja metody majątkowej w podejściu skorygowanych aktywów netto

- Metoda skorygowanych aktywów netto polega na oszacowaniu wartości poszczególnych aktywów i zobowiązań spółki, np.: aktywów bieżących, środków trwałych, wartości niematerialnych i prawnych. W metodzie tej określenie wartości przedsiębiorstwa polega na skorygowaniu wartości kapitału własnego o zidentyfikowane istotne różnice między rynkową a bilansową wartością składników jego majątku oraz zobowiązań.
- Różnice te wynikają najczęściej z metodologii określania wartości, która jest rezultatem przyjętych w danej spółce zasad rachunkowości, ze szczególnym wpływem zasady kosztu historycznego i zasady ostrożnej analizy wartości. Zastosowanie metody skorygowanych aktywów netto sprowadza się najczęściej do oszacowania wartości:
  - znaczących pozycji aktywów i pasywów, których rynkowa wartość odbiega zasadniczo od ich wartości bilansowej;
  - pozycji związanych z kontraktami, których wartość odbiega od warunków rynkowych;
  - wartości niematerialnych i prawnych.
- Następnie od wartości aktywów odjęta zostaje wartość zobowiązań przedsiębiorstwa. Różnica jest wartością aktywów netto spółki.

# Załącznik 2

## Warunki i zastrzeżenia (1/2)

### Oświadczenie o odpowiedzialności

Deloitte oświadcza, że wykonane usługi są zgodne z przyjętymi standardami zawodowymi. Zakłada się, iż dostarczone Deloitte przez Spółki dane są kompletne i rzetelne, wobec czego kluczowe szacunki przedstawione przez Spółki zostały poddane jedynie krytycznemu przeglądowi przez Deloitte. Nie dokonywaliśmy także audytu, weryfikacji zasadności biznesowej ani potwierdzenia tych informacji, natomiast opieraliśmy się na oświadczeniach Zarządów EMC oraz Spółek Zależnych. W związku z tym, Deloitte nie wyda żadnej gwarancji ani opinii odnośnie ich zgodności z prawdą.

Ponadto, rzeczywiste wyniki finansowe mogą różnić się od oczekiwanych, z uwagi na nieprzewidywalność zdarzeń lub otoczenia biznesowego, przy czym różnice te mogą być istotne, w związku z tym Deloitte nie wyraża swojej opinii ani zapewnienia w zakresie możliwości realizacji oczekiwań Spółek co do ich przyszłego rozwoju oraz że szacunki efektów finansowo-ekonomicznych zakładane przez Spółki zostaną osiągnięte w przyszłości.

Akceptując niniejsze warunki Spółki i ich przedstawiciele zagwarantowali, że informacje dostarczone Deloitte były kompletne i rzetelne zgodnie z najlepszą wiedzą przedstawicieli Spółek. Deloitte korzystał z informacji dostarczonych przez osoby trzecie, jeżeli, zgodnie z najlepszą wiedzą Deloitte, na informacjach tych można polegać. Deloitte nie wyda żadnej opinii na temat rzetelności powyższych informacji. Podobnie Zleceniodawcy nie ponoszą odpowiedzialności za informacje dostarczone przez osoby trzecie.

Deloitte nie ponosi żadnej odpowiedzialności za jakiegokolwiek informacje finansowe i podatkowe, które zostały lub zostaną dostarczone przez Spółki. Zarządy Spółek i Spółek Zależnych przejmują odpowiedzialność za wszelkie sprawozdania finansowe i podatkowe odnośnie własności, której dotyczą przygotowane przez nas analizy.

Deloitte działa jako niezależny wykonawca. Wynagrodzenie Deloitte w żaden sposób nie zależy od wniosków analizy.

### Odszkodowanie

Jeżeli Spółki lub Spółki Zależne udostępnią Skrócony Raport osobom trzecim wbrew postanowieniom Umowy, zgadza się on zabezpieczyć i chronić Deloitte przed wszelkimi kosztami lub zobowiązaniami, które mogą wyniknąć z roszczeń w stosunku do Deloitte wniesionych przez osoby trzecie, jeśli tego rodzaju roszczenia powstaną w rezultacie usług dostarczonych przez Deloitte, zgodnie z podpisaną Umową pomiędzy Deloitte i Spółkami, chyba że prawomocny wyrok sądowy stwierdzi, że roszczenia, szkody lub zobowiązania były wynikiem oszustwa, rażącego zaniedbania lub świadomego złego przeprowadzenia prac przez Deloitte w ramach wypełniania jej obowiązków zgodnie z podpisaną Umową.

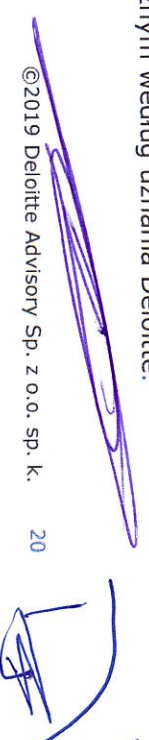
Deloitte nie ponosi odpowiedzialności za wykorzystanie Skróconego Raportu przez osoby trzecie w sposób sprzeczny z postanowieniami Umowy.

### Ograniczenie odpowiedzialności

W odniesieniu do zobowiązań, które zgodnie z obowiązującym prawem nie podlegają wyłączeniu lub strat powstających w rezultacie złamania postanowień Umowy, Spółki zgadzają się na ograniczenie łącznej odpowiedzialności Deloitte związanej bezpośrednio lub pośrednio z realizacją zlecenia do wysokości kwoty wynagrodzenia należnego przez Deloitte z tytułu realizacji zlecenia.

### Ograniczenie usług

Niniejsze postanowienia nie pozbawiają, ani w żaden sposób nie ograniczają prawa Deloitte do świadczenia usług doradztwa gospodarczego, finansowego, podatkowego, „due diligence”, prawnego, badania ksiąg rachunkowych lub innych usług innym osobom prawnym i fizycznym według uznania Deloitte.



# Załącznik 2

## Warunki i zastrzeżenia (2/2)

### Dalsze prace

W ramach przygotowywania Skróconego Raportu Deloitte nie jest zobowiązany do przeprowadzania dodatkowych prac, do składania zeznań lub stawienia się w sądzie w związku z przygotowywanymi analizami.

Deloitte nie ponosi odpowiedzialności za aktualizację Skróconego Raportu (o ile nie wynika to z postanowień Umowy pomiędzy Deloitte i EMC), w wypadku jakichkolwiek zmian, które pojawiają się po dacie przedłożenia końcowego Skróconego Raportu.

### Opis aktywów

Deloitte nie ponosi żadnej odpowiedzialności za opisy prawne lub kwestie tytułów własności aktywów, które stanowią własność Spółek, w tym Spółek Zależnych.

### Wydarzenia po Dacie Wyceny

Zgodnie z przyjętą metodologią, Wycena nie uwzględnia wydarzeń, które wystąpiły ani informacji które pojawiły się po Dacie Wyceny, co do których nie było udostępnionej nam wiedzy według stanu na Datę Wyceny.

### Postanowienia dodatkowe

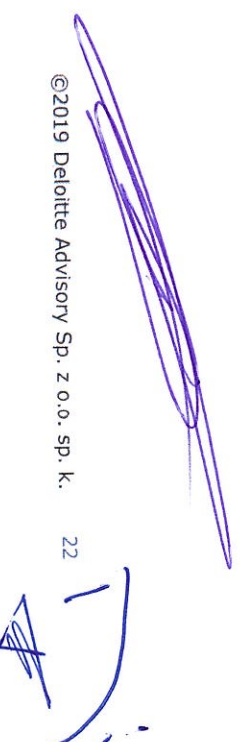
Zleceńodawca zobowiązuje się nie używać nazwy firmy Deloitte ani Skróconego Raportu, w części lub całości, w jakimkolwiek dokumencie udostępnionym stronom trzecim bez wcześniejszej pisemnej zgody Deloitte za wyjątkiem sytuacji wymienionych w Umowie oraz gdy obowiązek ujawnienia Skróconego Raportu wynika z przepisów prawa.

Wszystkie strony trzecie wykorzystujące niniejszy Skrócony Raport ponoszą pełną odpowiedzialność za używanie, opieranie się na Skróconym Raporcie w jakikolwiek sposób oraz jakiegokolwiek decyzje podjęte na podstawie Skróconego Raportu. Deloitte nie ponosi odpowiedzialności z tytułu roszczeń za szkody, jeżeli szkody te wystąpiły jako rezultat decyzji lub działań podjętych na podstawie Skróconego Raportu.

# Załącznik 3

## Definicje

<b>Art Medicum</b>	Art Medicum Sp. z o.o., przychodnia nabyta przez Certus w listopadzie 2018 roku.	<b>Skrócony Raport</b>	Niniejszy raport
<b>CAPM</b>	Model wyceny aktywów kapitałowych	<b>Umowa</b>	Umowa o świadczenie usług wyceny z dnia 21 stycznia 2019 roku zawarta pomiędzy Deloitte oraz EMC Instytut Medyczny S.A. wraz z aneksem
<b>Certus</b>	Prywatna Lecznica Certus Sp. z o.o.	<b>WACC</b>	Średni ważony koszt kapitału ( <i>ang. Weighted Average Cost Of Capital</i> )
<b>Data Wyceny</b>	9 sierpnia 2019 roku	<b>Wycena wartości majątku Spółki, Wycena</b>	Wycena wartości kapitałów własnych Spółki metodą dochodową oraz rynkową
<b>DCF</b>	Zdyskontowane przepływy pieniężne		
<b>Deloitte</b>	Deloitte Advisory Sp. z o.o. sp. k.		
<b>Dług netto</b>	Zobowiązania odsetkowe pomniejszone o gotówkę nieoperacyjną na Datę Wyceny		
<b>EBIT</b>	Zysk operacyjny		
<b>EBITDA</b>	Zysk operacyjny powiększony o amortyzację		
<b>EV</b>	Wartość przedsiębiorstwa ( <i>ang. Enterprise value</i> )		
<b>FCFF</b>	Wolne przepływy pieniężne dla przedsiębiorstwa		
<b>NZOZ ZR</b>	Niepubliczny Zakład Opieki Zdrowotnej Zdrowie Rodziny Sp. z o.o.		
<b>PHP</b>	Penta Hospitals Poland Sp. z o.o.		
<b>PKB</b>	Produkt Krajowy Brutto		
<b>RV</b>	Wartość rezydualna ( <i>ang. Residual value</i> )		
<b>Spółki</b>	łącznie EMC S.A. oraz PHP S.A.		
<b>Spółki Zależne</b>	łącznie Prywatna Lecznica Certus Sp. z o.o., Niepubliczny Zakład Opieki Zdrowotnej Zdrowie Rodziny Sp. z o.o. oraz Art Medicum Sp. z o.o.		





Nazwa Deloitte odnosi się do jednej lub kilku jednostek Deloitte Touche Tohmatsu Limited, prywatnego podmiotu prawa brytyjskiego z ograniczoną odpowiedzialnością, i jego firm członkowskich, które stanowią oddzielne i niezależne podmioty prawne. Dokładny opis struktury prawnej Deloitte Touche Tohmatsu Limited oraz jego firm członkowskich można znaleźć na stronie [www.deloitte.com/pl/onas](http://www.deloitte.com/pl/onas)

Deloitte świadczy usługi audytorskie, konsultingowe, doradztwa podatkowego i finansowego klientom z sektora publicznego oraz prywatnego, działającym w różnych branżach. Dzięki globalnej sieci firm członkowskich obejmującej 150 krajów oferujemy najwyższej klasy umiejętności, doświadczenie i wiedzę w połączeniu ze znajomością lokalnego rynku. Pomagamy klientom odnieść sukces niezależnie od miejsca i branży, w jakiej działają. 269 000 pracowników Deloitte na świecie realizuje misję firmy: stanowić standard najwyższej jakości.

Specjalistów Deloitte łączy kultura współpracy oparta na zawodowej rzetelności i uczciwości, maksymalnej wartości dla klientów, lojalnym współdziałaniu i sile, którą czerpią z różnorodności. Deloitte to środowisko sprzyjające ciągłemu pogłębianiu wiedzy, zdobywaniu nowych doświadczeń oraz rozwojowi zawodowemu. Eksperti Deloitte z zaangażowaniem współtworzą społeczną odpowiedzialność biznesu, podejmując inicjatywy na rzecz budowania zaufania publicznego i wspierania lokalnych społeczności.

A large, stylized handwritten signature in blue ink, consisting of several overlapping loops and a long horizontal stroke.

