

Poniższe opracowanie oraz wycena została oparta o ogólnie dostępne dane oraz informacje przekazane przez Spółkę, przy założeniu iż działa ona w dobrej wierze. Każdy zainteresowany nawiązaniem współpracy z opisywanym podmiotem powinien jednak pamiętać aby samodzielnie zweryfikować przedstawione przez Spółkę dane oraz ocenić ich wiarygodność. W przypadku niezgodności prezentowanych przez Spółkę danych z rzeczywistością poniższa analiza mogłaby bowiem ulec zmianie.

Podsumowanie najważniejszych wniosków

- Spółka dysponuje **unikalną i opatentowaną technologią** w zakresie wtórnej produkcji regranulatu polistyrenowego.
- Szacuje się, że branże generujące największy popyt na surowiec produkowany przez Spółkę będą rozwijały się w stabilnym tempie **4-6% rocznie**.
- Spółka posiada podpisane listy intencyjne na zakup produkowanego przez siebie surowca odpowiadające **pokrywające maksymalne zdolności produkcyjne na ponad 180%**.
- W przypadku zrealizowania przez Spółkę w całości deklarowanego planu uruchomienia produkcji oraz realizacji zakładanej sprzedaży przy jednoczesnym utrzymaniu dyscypliny kosztowej szacujemy jej wartość na ok. **22,5 mln zł**.
- Uwzględniając charakterystykę Spółki – brak historii działalności, innowacyjny „startupowy” charakter oraz brak publicznego obrotu należy zaklasyfikować ją jako inwestycję podwyższonego ryzyka oraz potencjalnie wysokiego zwrotu.

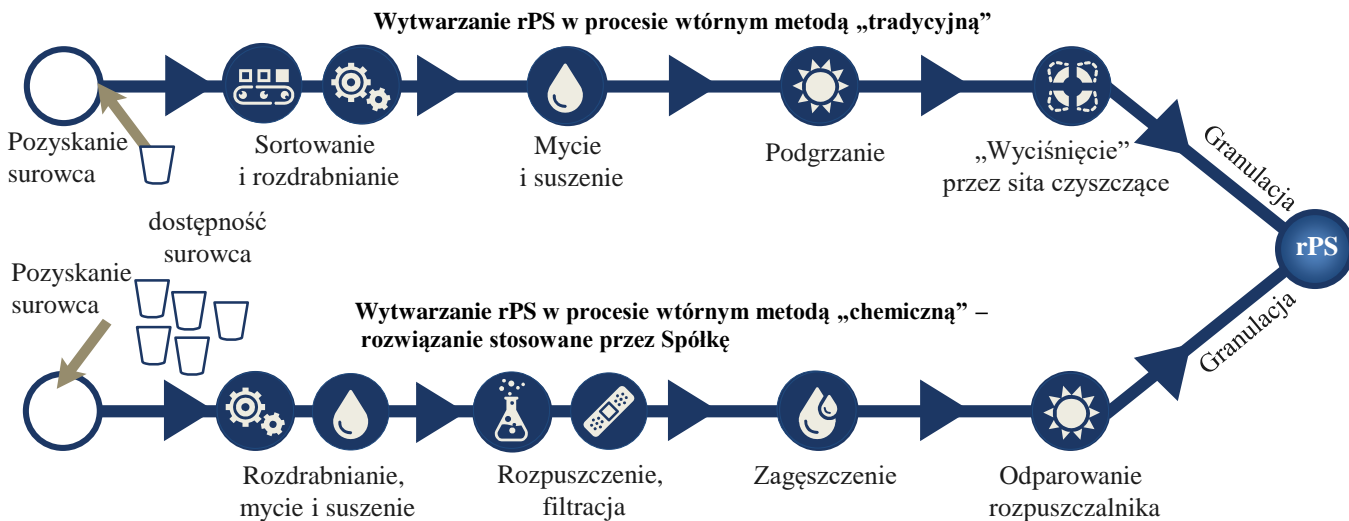
Podstawowe informacje o Spółce i wytwarzanym produkcie

Green Investments Polska specjalizuje się w recyklingu odpadów polistyrenowych, które następnie przerabia w pełnowartościowy regranulat polistyrenowy (w dalszej części opracowania będziemy oznaczać go skrótem **rPS**). rPS jako materiał znajduje zastosowanie na przykład przy produkcji wszelkiego rodzaju opakowań z tworzyw sztucznych. Ponadto Spółka ma możliwość rozszerzenia produkcji o regranulat wykorzystywany do produkcji styropianu ociepleniowego.

Obecnie na rynku funkcjonują dwa wystandaryzowane sposoby wytwarzania rPS:

- w procesie wtórnym z innych materiałów (**sposób stosowany przez Spółkę**) – tak wytworzony materiał posiada gorsze współczynniki czystości niż jego „oryginalny” odpowiednik, jest od niego jednak istotnie tańszy.
- w procesie przeróbki ropy naftowej - tak wytworzony materiał charakteryzuje się najwyższymi współczynnikami czystości zarówno pod względem fizycznym jak i chemicznym,

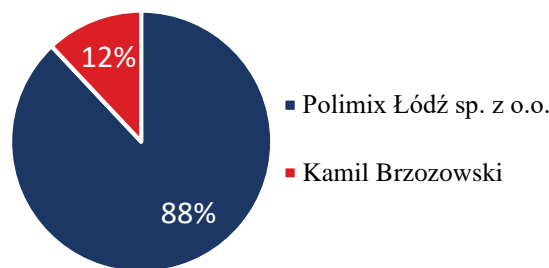
Spółka opracowała i opatentowała (IP RP Nr PL 213757) rozwiązanie umożliwiające otrzymywanie rPS z odzysku unowocześniając metodę „tradycyjną”. Poniższy graf porównuje pozyskanie rPS metodą tradycyjną z tą stosowaną przez Spółkę



Źródło: Opracowanie własne.

Regranulat produkowany w procesie odzysku tradycyjnego z uwagi na konieczność „wyciskania” materiału przez sita posiada o wiele większe zanieczyszczenia niż jego oryginalny odpowiednik powstały wprost z ropy naftowej oraz odpowiednik produkowany przez Spółkę Green Investments Polska. Opracowana metoda pozwala na otrzymywanie w procesie odzysku regranulatu o udokumentowanej wysokiej czystości na niskim poziomie 30 mikronów, podczas gdy rynkowy standard czystości rPS powstałego w procesie recyklingu metodą tradycyjną wynosi od 150 do nawet 800 mikronów. To istotna różnica, która umożliwia spółce sprzedaż regranulatu również na potrzeby produktów finalnych wymagających najczystszych form surowca takie jak, folie typu stretch, opakowania foliowe czy foliowe koszulki. Najważniejsze różnice pomiędzy tradycyjną metodą, a metodą chemiczną odzysku stosowaną przez Spółkę zawarte są w poniższej tabeli:

Struktura akcjonariatu w Spółce



Źródło: opracowanie własne.

Metoda odzysku chemicznego stosowana przez Spółkę	Metoda odzysku tradycyjnego
Brak konieczności segregacji odpadów	Konieczność segregacji odpadów opóźniająca proces oraz podnosząca jego koszty
Filtry czyszczące o grubości 30 mikronów obniżające zanieczyszczenie produktu finalnego do poziomu zbliżonego do „oryginalnego” surowca	Sita czyszczące o grubości 200 do 600 mikronów zwiększające zanieczyszczenie produktu finalnego
Zastosowany uprzednio rozpuszczalnik zostaje całkowicie odparowany	Zastosowany uprzednio rozpuszczalnik pozostaje w wytworzonym tworzywie
Większa dostępność surowca oraz możliwość przerabiania wieloskładnikowych surowców	Mniejsza dostępność surowca oraz brak utrudniona możliwości przerabiania wieloskładnikowych surowców

Z uwagi na deklarowaną i udokumentowaną możliwość Spółki do wytwarzania produktu finalnego o wyższej jakości niż konkurencja stosująca metodę tradycyjną w późniejszej analizie możliwego popytu na produkt Spółki uwzględniliśmy również branże wymagające wysokiej klasy produktu, co istotnie poszerza możliwości sprzedażowe Green Investments Polska.

Należy jednak pamiętać, że pomimo wytwarzania przez konkurencję rPS metodą tradycyjną nie będzie ona stanowiła dla Spółki zagrożenia w przypadku branż wymagających najczystszych form surowca. Konkurencja wciąż jednak będzie wypełniać część popytu generowaną przez podmioty nie stawiające przed surowcem aż tak wygórowanych wymagań. Do konkurentów Spółki można zaliczyć na przykład poniższe podmioty:



Birteka (Litwa) Plasticrecycling (Szwecja) Rolingsplast Ltd (Bułgaria) Stone SRL (Rumunia) JSC Elektroniniu (Litwa)

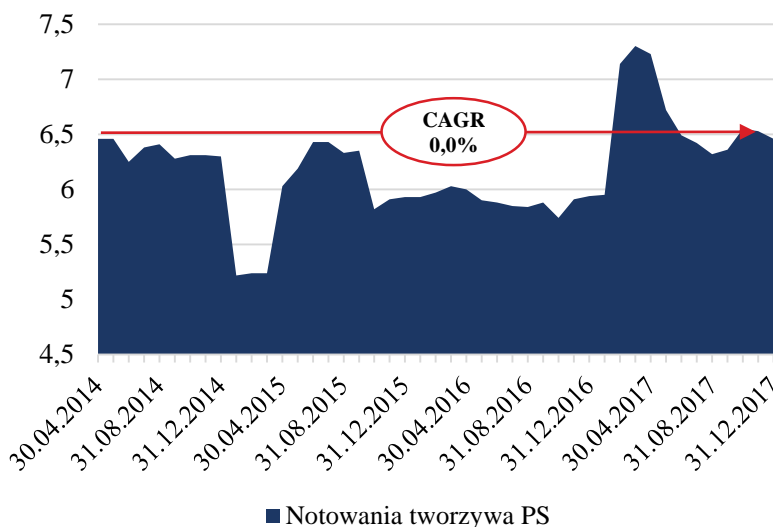


Tora Gadomski Skrzypek Krystyna Zakład Tworzyw Sztucznych Zaworski S.j. Drewnex Recycling Plastics Przemysław Miśkiewicz

Obecne moce produkcyjne jakimi dysponuje Spółka to półprzemysłowa linia o wydajności do 50kg surowca produkowanego na godzinę (stan na 20 lutego 2018). Spółka deklaruje jednak, że do końca trzeciego kwartału 2018 roku posiadać będzie w pełni działającą linię produkcyjną o wydajności sięgającej 1000kg/h. Dalsza wycena wartości przedsiębiorstwa zostanie przeprowadzona w oparciu o założenie, że linia ta będzie rzeczywiście w pełni operacyjna.

Analizując rynek rPS warto również zwrócić uwagę na ceny tworzywa PS (polistyren) jakie się na nim kształtują. Pomimo dość wysokich sezonowych wahań przekraczających nawet 20% w relatywnie krótkich interwałach czasowych cenę regranulatu można uznać za stabilną. Pierwsze dostępne notowania tego surowca w serwisie www.tworzywa.pl dostępne z kwietnia 2014 roku wynosiły 6,46 zł za kilogram. Obecna cena z grudnia 2017 roku to ponownie 6,46 zł z kilogram. Pomimo sezonowych wahań, cena surowca nie ma więc większych trudności z powrotem do wartości średnich.

Notowania tworzywa PS w okresie 04.2014-12.2017



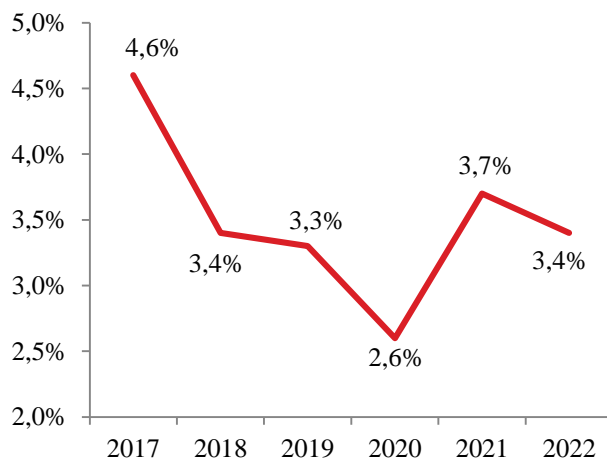
Źródło: opracowanie własne na podstawie <https://www.tworzywa.pl/>

Otoczenie makroekonomiczne

Główni odbiorcy regranulatu polistyrenowego, a więc Ci którzy generują popyt na produkt spółki są w znaczący sposób zależni od koniunktury całej gospodarki. Do wiarygodnej wyceny wartości spółki niezbędne jest więc przeanalizowanie obecnej oraz potencjalnej sytuacji ekonomicznej w kraju.

Zgodnie z prognozami *Economist Intelligence Unit* wzrost PKB w Polsce w roku 2017 powinien wynieść 4,6%, głównie dzięki konsumpcji prywatnej. Prognoza ta została podniesiona (z poziomu 4,3%) za sprawą bardzo intensywnego wzrostu (niemal 5%) PKB w trzecim kwartale 2017 roku. Ekonomiści prognozują również w miarę stabilną, „zdrową” inflację na poziomie 1,1% w latach 2018-2022, co znacząco powinno ułatwić Spółce prognozowanie i operacyjność. Ekspertki zwracają również uwagę, że pomimo bardzo szybkiego wzrostu i zmniejszania dystansu do zachodu, Polska wciąż pozostaje krajem mocno atrakcyjnym kosztowo zarówno jeśli chodzi o koszty zasobów ludzkich, jak i koszty życia.

Szacowany wzrost PKB Polski w latach 2017-2022



Źródło: Economist Intelligence Unit – Analizy dla Polski.

To bardzo pozytywne sygnały w perspektywie dokonywanych w naszym kraju inwestycji. Oprócz zjawisk „in plus” należy również zwrócić uwagę na negatywne trendy makroekonomiczne. Wśród nich warta wyróżnienia jest zmniejszająca się populacja osób w wieku produkcyjnym - w latach 2017-2030, powinna **maleć w tempie około 0,8% rocznie**. Rodzi to duże konsekwencje nie tylko dla rynku pracy, w postaci wzrostu wynagrodzeń i spadku podaży pracy, ale także wpływać może na spadek konsumpcji będącej w ostatnich latach głównym motorem wzrostu polskiego PKB. Ta pogłębiająca się zapaść demograficzna ma jednak szansę na poprawę, za co odpowiadać może np. konsekwentne podnoszenie stopy życiowej w kraju czego najlepszą miarą pozostają stale zmniejszające się dysproporcje wynagrodzeń pomiędzy Polską, a krajami tzw. „starej UE”.

Wybrane prognozy dla Polski:



Realny wzrost PKB Polski
w latach 2018 - 2022



Inflacja w Polsce
w latach 2018 - 2022



Spadek populacji
w wieku produkcyjnym
w latach 2017 - 2030

Źródło: Economist Intelligence Unit – Analizy dla Polski.

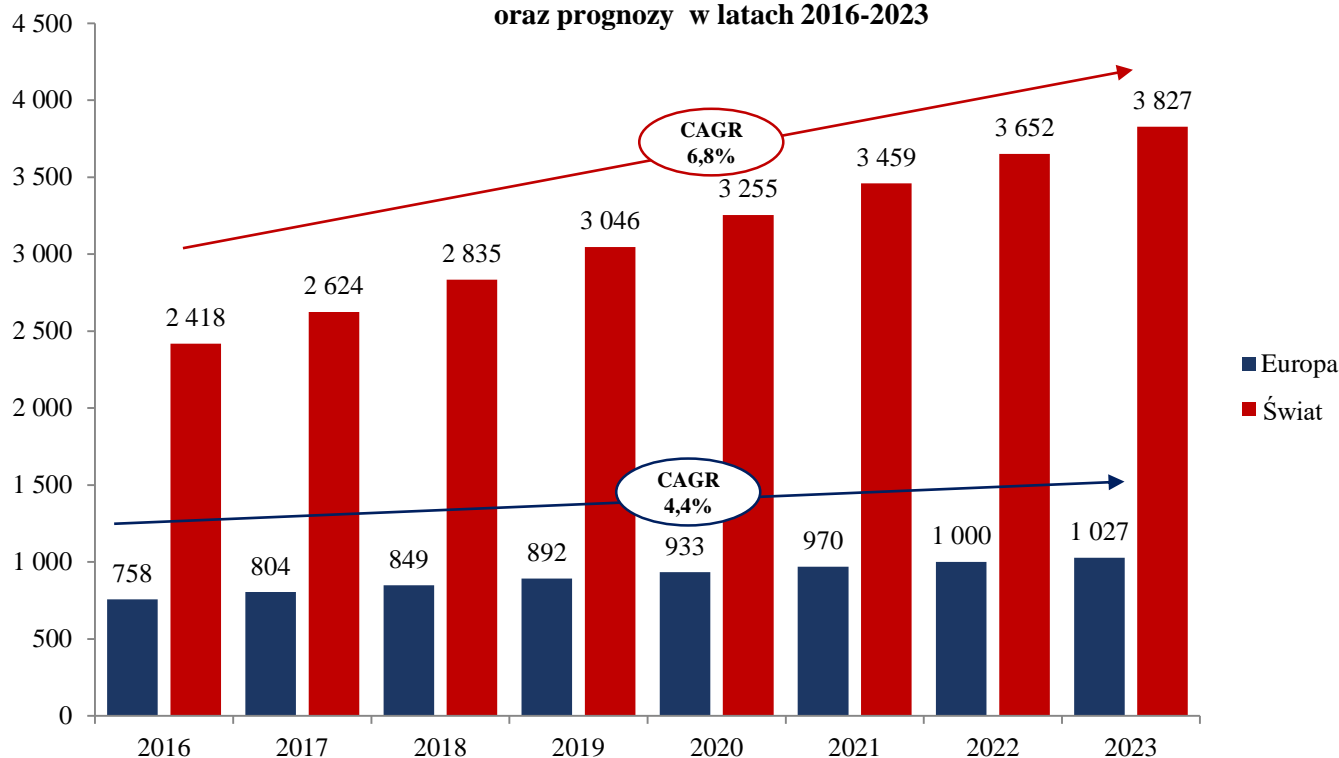
Popyt na regranulat polistyrenowy

Popyt na regranulat polistyrenowy w wersji produkowanej przez Spółkę generowany jest w największym stopniu przez branżę budowlaną oraz producentów opakowań. Łącznie te dwa sektory odpowiadają za niemal 65% całego popytu na rPS.

Rynek styropianu ekstrudowanego (XPS) wykorzystywanego w 2016 roku sam wart był około 2,4 mld USD, a zgodnie z projekcjami *Allied Market Research* (AMR) już w 2023 powinien osiągnąć on wartość 3,8 mld USD (szacowany CAGR wynosi w tej sytuacji **6,8% w okresie od 2017 do 2023**). Jednym z ważniejszych sektorów mającym wpływ na wartość rynku XPS jest sektor budowlany, a ściślej ujmując - budownictwo niemieszkalne. W 2016 roku odpowiadało ono za 70% popytu na regranulat w obrębie sektora. Szacunki wskazują, że główny wpływ na wzrost rynku będzie miała coraz większa moda na energetyczną oszczędność budynków.

Ponadto ostatnio zauważamy, że coraz więcej uwagi poświęca się zagadnieniom termoizolacji w miejsce sprawności grzewczej instalacji ciepłowniczych. Dodatkowo, prawo UE coraz częściej zakłada podnoszenie wymogów budowlanych, co może mieć pozytywny wpływ na popyt w krajach całego starego kontynentu, gdzie rynek polistyrenu ekstrudowanego w 2016 roku wart był **758 mln USD**, a zgodnie z prognozami do roku 2023 ma osiągnąć wartość **1 mld USD**, co z kolei równałoby się z CAGR równym w tym okresie **4,4%**.

Wartość rynku XPS do zastosowań termoizolacyjnych w Europie i na świecie (w mln USD)
oraz prognozy w latach 2016-2023



Źródło: Allied Market Research „Global Opportunity Analysis and Industry Forecast, 2015-2023 Extruded Polystyrene Insulation Materials Market”.

Rynek opakowań termicznych - Europa i Świat

Polistyren jest stosowany głównie w opakowaniach izolacyjnych, dzięki jego wysokiej odporności na ciepło i niezwyklej elastyczności (można dostosować opakowania dowolnie do zawartości). Ocieplane opakowania transportowe, panele izolowane próżniowo i tektura falista są to inne również stosowane techniki izolacyjne. Rynek opakowań ochronnych o zastosowaniach termoizolacyjnych został wyceniony na **205 mld dolarów** w 2016 r. i ma osiągnąć **281 miliardów USD** do roku 2022, odnotowując CAGR na poziomie **5,4%**. Region Azji i Pacyfiku generuje tutaj największy popyt na poziomie 82 miliardów USD w 2016 r. Jeśli zaś chodzi o Europę, wartość rynku w 2016 roku wyniosła 53 mld USD, a w roku 2022 ma wynieść 68 mld USD, przy takim wzroście CAGR dla rynku wyniosłby **4,2%**. Głównym sektorem, będącym odbiorcą produktu jest sektor spożywczy i przemysłowy, razem odpowiadają oni za prawie **60% popytu**. W dalszej kolejności jest to rynek farmaceutyczny i kosmetyków, który razem stanowi 10%. W przypadku sektora farmaceutycznego eksperci spodziewają się gwałtownego wzrostu zapotrzebowania z ich strony sięgającego tempa **6,2%** rocznie.

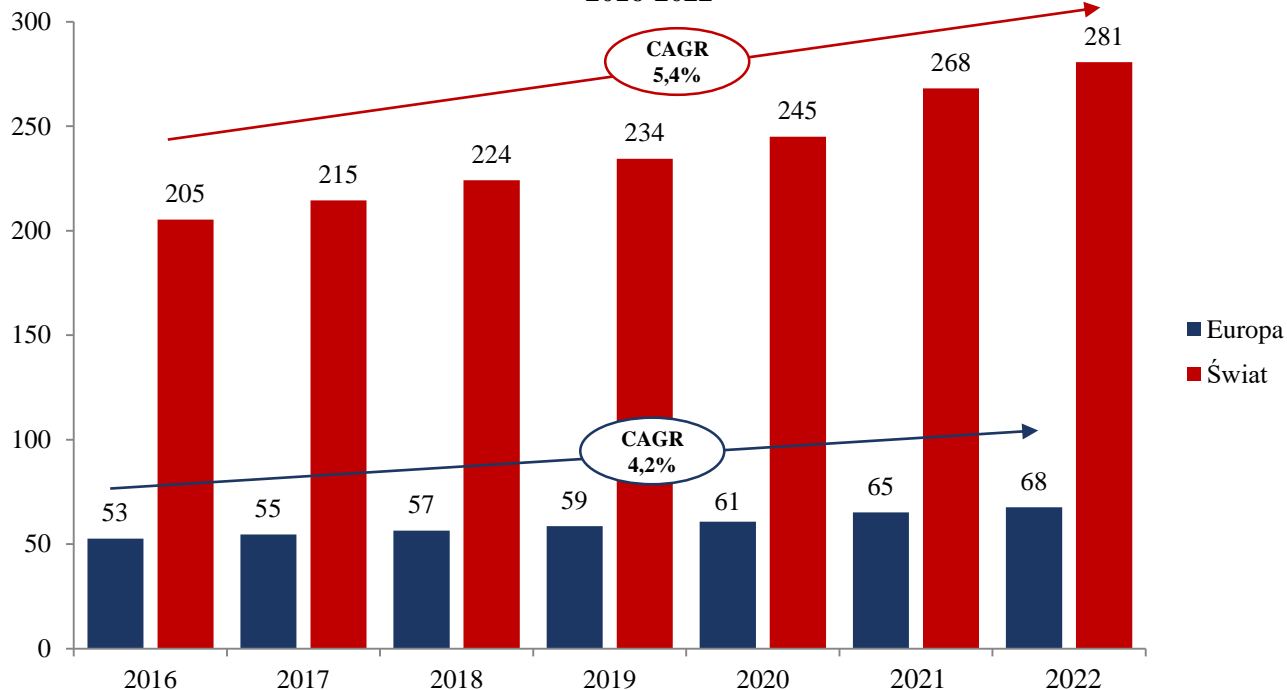
3,6%

Średni
prognozowany
wzrost wartości
ryнку opakowań
termicznych w
Europie

**281 mld
USD**

Prognozowana
wartość globalnego
ryнку opakowań
termicznych w 2022
roku

Rynek opakowań termicznych w Europie i na świecie (w mld USD) oraz prognozy w latach 2016-2022



Źródło: Allied Market Research „Packaging And Protective Packaging Market Global Opportunity Analysis and Industry Forecast, 2017-2022”.

W pierwszej kolejności Spółka będzie rozwijała swoją działalność na rynku polskim. Agencje badań nie prowadzą analizy wartości polskiego rynku na tak szczegółowym poziomie, ale biorąc pod uwagę prognozowaną dynamikę rozwoju całego sektora budowlanego i sektora opakowań można założyć, że lokalny popyt na regranulat będzie rósł w tempie zbliżonym bądź nieznacznie wyższym niż europejski.

W swoim raporcie dla sezonu 2016/2017 *MarketLine* oczekuje, że w perspektywie 2015-2020 wartość polskiego sektora budowlanego wzrośnie o ponad 21%. Prognozy *BMI Research* przewidują z kolei nawet 84% wzrostu w dłuższym okresie 2015-2025. Oznaczałoby to wzrost z poziomu 126,1 mld PLN w 2015 roku do 232 mld PLN (a to wartości nie obejmujące inwestycji infrastrukturalnych). Na tak silną dynamikę ma wpływać głównie segment budownictwa mieszkaniowego i ładowego. Oczekuje się, że ten pierwszy będzie realnie średniorocznie wzrastał o 5,8% w ciągu najbliższych 5 lat. Wzrost budownictwa niemieszkalnego eksperci szacują już z kolei na 2,9%, w analogicznym okresie. Należy więc oczekiwać, że branża budowlana, czyli jeden z głównych odbiorców polistyrenu, w dalszym ciągu będzie napędzać zapotrzebowanie na produkt.

5,8%

Średni roczny
prognozowany wzrost
wartości mieszkalnego
sektora budowlanego
w latach 2015 – 2025
w Polsce

2,9%

Średni roczny
prognozowany wzrost
wartości
niemieszkalnego
sektora budowlanego
w latach 2015 – 2025
w Polsce

~ 6%**Średni roczny
prognozowany
wzrost wartości
sektora opakowań
w latach 2015 –
2025 w Polsce****12,5 mld
USD****Prognozowana
wartość
polskiego rynku
opakowań
w 2020 roku**

Z perspektywy Spółki niezwykle istotna będzie również sytuacja na rodzimym rynku opakowań. Według Polskiej Izby Opakowań (PIO) wartość produkcji opakowań w Polsce w **2016 roku wynosiła 9,8 mld USD**, co oznaczało wzrost o 5,8% w stosunku do roku 2015. Największy udział w tym rynku generują producenci opakowań do jedzenia i napojów (**64%**) oraz elektroniki i mebli (**23%**). Zgodnie z prognozami PIO w latach 2017-2020 **rynek ten powinien rosnąć w stabilnym tempie ok. 6% rocznie aby na koniec osiągnąć wartość 12,6 mld USD**. Bardzo podobne prognozy opublikowała również firma *Equity Advisors*, według których polski rynek opakowań w 2016 roku wart był 9,4 mld dolarów, a do 2020 roku powinien osiągnąć wartość 12,5 mld USD. Na podstawie tych danych można przewidywać, że rozwój branży opakowań powinien wpływać pozytywnie na popyt na regranulat polistyrenowy.

Biorąc pod uwagę powyższe prognozy i szacunki **należy się spodziewać wzrostu zapotrzebowania na regranulat polistyrenowy w zakresie 4-6% w ujęciu rocznym**.

Źródło: Polska Izba Opakowań,
MarketLine, BMI Research.

Oszacowanie wartości Spółki

Do oszacowania wartości Spółki zastosowano standardową metodę DCF. Wycenę projektu inwestycyjnego w linię chemiczną do produkcji regranulatu oparto o sumy generowanych przez projekt przyszłych wolnych przepływów pieniężnych. Zastosowane założenia przepływów pieniężnych zostały wyznaczone na bazie projekcji Spółki. Ze względu na wczesną fazę projektu oraz niepewność wyceny nowo opatentowanej linii produkcyjnej odrzucono wycenę metodą SAN (skorygowanych aktywów netto). Natomiast zastosowanie metody porównawczej ze względu na brak spółek o podobnym profilu oraz unikalność technologii stosowanej przez Spółkę (która nie została jeszcze skomercjalizowana na rynku) byłoby niemożliwe i obciążone dużym ryzykiem. Metoda opcji realnych została pominięta ze względu na trudność w identyfikacji opcji w analizowanym projekcie, którego przyszłe przepływy w znacznej mierze uzależnione będą od efektywności operacyjno-kosztowej opracowanej technologii.

Ogólne założenia wyceny

Wycena została oparta na prognozie finansowej przygotowanej przez Spółkę. Zastrzegamy, że nie jesteśmy w stanie oszacować wiarygodnie deklaracji Spółki ze względu na brak historii działania. Przyjmujemy jednak, że deklarowane przez nią marże jak i pozostałe dane zostały podane w dobrej wierze. Wolne przepływy pieniężne skalkulowano na podstawie prognozy finansowej przygotowanej na pierwsze pięć lat działalności Spółki (obejmuje ona pełne lata od 2018 do 2022 r.). Możliwym jest, że faktyczny rozwój działalności Spółki może być bardziej intensywny niż zaprezentowany w prognozach. Wymagałoby to jednak poniesienia dodatkowych nakładów inwestycyjnych w rozwój parku maszynowego i przestrzeni produkcyjnej. W związku z tym prognozy oraz wycena zostały przygotowane w wariantcie bazowym tj. obejmującym przychody generowane na podstawowej

działalności operacyjnej będącej wynikiem inwestycji w linię chemiczną do produkcji regranulatu o wydajności 1000 kg/h.

Mając na względzie cel wyceny, czyli ustalenie rynkowej wartości modelu biznesowego Spółki przyjęto, że wartość biznesowa przedsięwzięcia zostanie określona na podstawie bieżącej wiedzy rynkowej, posiadanego przez Spółkę know-how i praw własności intelektualnej do opracowanych rozwiązań, a także możliwości technicznych instalowanej linii chemicznej do produkcji regranulatu.

Koszt kapitału własnego skalkulowano za pomocą modelu CAPM (ang. Capital Asset Pricing Model). Za stopę wolną od ryzyka przyjęto rentowność dziesięcioletnich obligacji Skarbu Państwa – w celu ograniczenia wpływu rekordowo niskich stóp rynkowych posłużono się średnią dziesięcioletnią, która wносиła 4,73%.

W związku z brakiem grupy porównawczej do kalkulacji kosztu kapitału własnego zastosowano wskaźnik beta jako średnią dla spółek z sektora chemicznego. Współczynnik beta określający jak porusza się cena akcji w stosunku do zmian całego rynku oraz określający ryzyko inwestycyjne w sektorze, w którym będzie działać Spółka w przyszłości przyjęto na tej podstawie na poziomie 1,79. Oznacza to, że potencjalną inwestycję należy kwalifikować do grona ryzykownych. Wartość ta została oszacowana na podstawie danych dla przedsiębiorstw rynku chemicznego kalkulowanych przez Profesora A. Damodaran (http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html). Premia za ryzyko odzwierciedlająca, w jaki sposób inwestorzy postrzegają profil ryzyka dla inwestycji w Polsce została przyjęta na poziomie 6,06% (według danych na styczeń 2018r. również skalkulowanych przez Profesora Damodarana).

Biorąc powyższe pod uwagę, koszt kapitału obliczono na poziomie **15,58%**. Wartość rezydualną przyjęto na podstawie oszacowania nieskończonej rocznej rentowności opartej na ostatnim przepływie gotówkowym objętym prognozą, przy stopie zwrotu **17,1%**.

Prognoza przychodów

Wycena została przygotowana w oparciu o założenia przychodowo-kosztowe dostarczone przez Spółkę, sporządzone na bazie zawartych przez nią listów intencyjnych z odbiorcami regranulatu polistyrenowego. Prognozy zakładają pełne wykorzystanie planowanej do powstania linii chemicznej. Według informacji Spółki linia produkcyjna będzie pracować na 4 zmiany w trybie 24/7 (linię cechuje dosyć długi czas rozruchu wynoszący ok. 5 godzin). W każdym roku dodatkowo planowane są 52 dni postoju zgrupowane w 3 dwutygodniowe bloki (dwa w okresach świątecznych) jako przestoje technologiczne. Dodatkowe 10 dni traktowane jest jako rezerwa na nieprzewidziane zdarzenia.

W przypadku gdyby produkcja możliwa była od początku roku – dawałoby to około 7200 godzin produkcji. W poniższej wycenie zakłada się, że Spółka będzie w pełni operacyjna od końca 2018 roku (zgodnie z zapowiedziami podmiotu).

W kalkulacji przychodów na kolejne lata przyjęto wzrost cen na poziomie 4,6% (zgodnie z trendami rynkowymi w zakresie wzrostu branży). Indeksacja kosztów została ustalona na stałym średniorocznym poziomie 4,6%.

Spółka zawarła w 2017 r. listy intencyjne z czterema podmiotami, gotowymi na zakup regranulatu polistyrenowego, które zadeklarowały gotowość zakupu łącznie 1300 ton surowca miesięcznie, co teoretycznie pokrywa zdolności produkcyjne Spółki przy posiadaniu jednej linii produkcyjnej w 180%. (maksymalna wydajność linii na poziomie 1000 kg/h). Średnioważona cena zakupu wyniosła 4,12 zł/kg i taką przyjęto do kalkulacji przychodów w pierwszym roku. Ponadto założono jedynie marginalne przychody w 2018 r. aby zapewnić odpowiedni bufor czasowy na finalizację inwestycji oraz przeprowadzenie testów fazy produkcyjnej, w tym testów rozruchu i wygaszania linii produkcyjnej. W związku z tym na 2018 r przewidziano poza nakładami inwestycyjnymi, koszt montażu linii oraz koszt wynagrodzeń adekwatny do okresu testowego, który założono, że będzie trwał około 1 pełnego miesiąca i koszt produkcji partii testowej (72 tony regranulatu). W 2019 roku przyjęto średnie wykorzystanie mocy produkcyjnych na poziomie 85%, zaś w kolejnych latach na poziomie 95%.

Koszty produkcji

Koszty obejmują głównie dwie grupy:

- koszty energii elektrycznej, które zostały oszacowane zgodnie z budżetem Spółki na 2018 r.; w kolejnych latach ich wysokość będzie proporcjonalna do zmian przychodów - udział w sprzedaży ustalono na średnim poziomie 4,2%.
- koszty materiałów i energii, w szczególności surowca do produkcji podobnie zostały oszacowane zgodnie z budżetem Spółki na 2018 r. A w kolejnych latach ich wysokość będzie proporcjonalna do zmian przychodów - udział w sprzedaży ustalono na średnim poziomie 53%.

Koszty wynagrodzeń za pierwszy rok zostały obliczone jako iloczyn zakładanej stawki wynagrodzenia oraz ilości produkowanego surowca i liczby roboczogodzin niezbędnych do założonej produkcji.

Począwszy od 2016 r. Zakłada się, że średnie wynagrodzenie będzie wzrastać corocznie zgodnie z tempem wzrostu przychodów na poziomie 4,6%.

Koszty składek na ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia pracownicze określono na 20% planowanych kosztów wynagrodzenia.

Planowane inwestycje

Nowa linia chemiczna zostanie oddana do użytku pod koniec 2018r., prognoza nie zawiera żadnych dodatkowych wydatków inwestycyjnych. Przyjęto wydatki odtworzeniowe na średniorocznym poziomie 5% nakładów początkowych. Koszty amortyzacji zostały obliczone zgodnie z polityką finansową Spółki.

Kapitał obrotowy

Zmiany w kapitale obrotowym zostały oszacowane na podstawie wskaźników rotacji:

- a) rotacja zapasów – **20 dni**,
- b) rotacja należności – **25 dni**,
- c) rotacja zobowiązań handlowych – **30 dni**,
- d) rotacja pozostałych zobowiązań krótkoterminowych – **25 dni**.

Ponadto obliczenia uwzględniają rozliczenia podatku dochodowego zgodnie z obowiązującymi zasadami.

Wyniki oszacowania wartości

Poniższa tabela prezentuje najważniejsze założenia wykorzystane w jej ramach, w tym oszacowanie WACC oraz wartości Spółki.

ROK (Dane w tys. zł)	2018p	2019p	2020p	2021p	2022p
<i>Rok prognozy</i>	<i>1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>	<i>4</i>	<i>5</i>
Dynamika przychodów (w %)	N/A	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%
Łączne przychody	297	26 198	30 628	32 036	33 510
Koszty operacyjne	1 404	19 869	22 906	23 789	24 708
Zysk (strata) netto	-897	5 127	6 255	6 681	7 130
EBIT	-1 108	6 330	7 722	8 248	8 802
Amortyzacja	317	1 268	1 268	1 268	1 268
Zmiana kapitału pracującego	242	-960	-121	-39	-40
Inwestycje odtworzeniowe	9 060	453	453	453	453
FCFF	-9 882	6 902	7 191	7 535	7 985
Suma bilansowa	9 147	18 177	25 099	31 992	39 344
Koszt kapitału własnego	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%
WACC	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	17,1%
Czynnik dyskontujący	0,87	0,75	0,65	0,56	0,45
Present Value CFn	-8 550	5 166	4 657	4 222	3 621
WACC	15,58%	Wycena spółki nienotowanej w zorganizowanym systemie obrotu umożliwiającym szybkie zbycie jej papierów bez istotnej utraty wartości wymaga zastosowania korekty w postaci dyskonta za niepłynność wycenianego podmiotu.			
Stopa wzrostu FCFF w nieskończoności	1,00%				
Koszt kapitału	15,58%				
Koszt długu przed opodatkowaniem	0,0%				
Tarcza podatkowa	19,0%				
Koszt długu po opodatkowaniu	0,0%				
Udział kapitału	100%				
Udział długu odsetkowego	0%				
Wartość bieżąca CF (tys. PLN)	5 496	Dyskonto z tytułu braku płynności zastosowane w wycenie przyjęto na poziomie 20%.			
Wartość rezydualna (PV w tys. PLN)	22 656				
Enterprise Value (tys. PLN)	28 152	Przy tak przyjętych założeniach Spółka mogłaby w dniu dzisiejszym być warta 22,5 mln zł.			
Equity value (w tys. PLN)	28 152	Należy pamiętać, że powyżej oszacowana wartość jest możliwa do osiągnięcia jedynie w przypadku spełnienia przez Spółkę deklarowanego przez nią potencjału sprzedaży oraz dyscypliny kosztowej.			
Dyskonto za brak płynności	20%				
Wartość akcji (w tys. PLN)	22 522				

Źródło: opracowania własne

Bardzo silny wpływ na wartość Spółki ma nałożone dyskonto za brak płynności (20%) oraz wysoki poziom stopy dyskontowej (WACC) bezpośrednio wynikający z wielkości współczynnika beta (1,79). W przypadku gdy Spółce uda się obniżyć koszt kapitału własnego, np. poprzez udokumentowaną regularną sprzedaż produktu wartość Spółki może istotnie wzrosnąć. Poniższa tabela pokazuje jak mogłaby kształtować się wartość Spółki w zależności od zmiany stopy dyskontowej oraz EBIT uwzględniając wciąż 20% dyskonto za brak płynności.

Analiza wrażliwości wartości Spółki w zależności od zmiany WACC oraz zmiany EBIT przy uwzględnieniu 20% dyskonta za brak płynności

		ZMIANA EBIT						
		-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%
WACC	13,6%	23 021	24 486	25 952	27 417	28 882	30 347	31 813
	14,6%	20 756	22 103	23 449	24 796	26 143	27 489	28 836
	15,6%	18 792	20 035	21 279	22 522	23 765	25 009	26 252
	16,6%	17 074	18 227	19 380	20 533	21 686	22 839	23 991
	17,6%	15 562	16 635	17 708	18 781	19 854	20 927	22 000

Źródło opracowanie własne.

Zastrzeżenia prawne

Przygotowane opracowanie służy wyłącznie celom edukacyjnym i informacyjnym. Wszystkie wnioski są jedynie subiektywną oceną autorów. Zawarte w tym opracowaniu informacje **nie mogą być podstawą do podejmowania jakichkolwiek decyzji inwestycyjnych w odniesieniu do jakichkolwiek instrumentów finansowych oferowanych przez Green Investment Polska spółka z ograniczoną odpowiedzialnością s.k.a.** Powyższe opracowanie nie jest rekomendacją w rozumieniu Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz.U. 2005 nr 206 poz. 1715) ani w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu i Rady (UE) w sprawie nadużyć na rynku.

Niniejszy dokument posiada charakter wyłącznie informacyjny i edukacyjny. **ZMID oraz autorzy nie ponoszą odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie tego opracowania**, ani za ewentualne szkody poniesione w wyniku tych decyzji inwestycyjnych. Każdy z potencjalnych inwestorów powinien dokonać własnej oceny, czy inwestycja w instrumenty finansowe, do których odnosi się niniejszy dokument jest odpowiednia. Odbiorcy tego opracowania powinni również zweryfikować, czy przyjęte założenia oraz prognozy pokrywają się z ich własnymi oczekiwaniami. Żadna z informacji przedstawionych w tym opracowaniu nie stanowi porady inwestycyjnej, a jej przygotowanie bazowało jedynie na powszechnie dostępnych źródłach informacji. Niniejszy dokument nie został przygotowany przez emitenta w zakresie informacji dotyczących prognoz wyników i nie należy traktować ich jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez emitenta.

Metody zastosowane w opracowaniu opierają się na powszechnie znanych modelach, szeroko opisywanych w finansowej literaturze. Metoda dochodowa oparta jest na zdyskontowaniu generowanych przez przedsiębiorstwo wolnych przepływów pieniężnych. Jest to metoda o względnie wysokiej poprawności ekonomicznej, która zakłada, że przedsiębiorstwo jest warte tyle ile wynoszą jego zdyskontowane przyszłe dochody dostępne dla dawców kapitału. Wadą tej metody jest natomiast duża wrażliwość na przyjęte założenia.

Kontakt

Wszystkie osoby mające pytania do powyższego opracowania prosimy o kontakt pod adresem:

analizy@zmid.org.pl

Autorzy

Piotr Cymcyk

Makler Papierów Wartościowych nr 2784, Członek Zarządu ZMID

Damian Chojnowski

Ekspert ds. wyceny, Członek ZMID