

**Wycena 100% akcji Spółki  
Simple Creative Products S.A.  
z siedzibą w Warszawie  
wg stanu na dzień 31.03.2013 r.**

PKF Capital Sp. z o.o.

*Paweł Goźliński*  
WICEPREZES ZARZĄDU

Wykonawca: PKF Capital Sp. z o.o.

**PKF Capital** Sp. z o.o.  
02-695 Warszawa, ul. Orzycka 6 lok. 1B  
tel./fax 22 495 76 00, 22 495 76 06  
REGON 016201737, NIP 525-21-71-991

Warszawa, 3 czerwca 2013 r.

*Spis treści*

|          |                                                                                                        |           |
|----------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>1</b> | <b>Wstęp.....</b>                                                                                      | <b>3</b>  |
| 1.1      | Wprowadzenie .....                                                                                     | 3         |
| 1.2      | Wyniki przeprowadzonych wycen .....                                                                    | 4         |
| 1.3      | Uzasadnienie wybranych metod wyceny.....                                                               | 5         |
| <b>2</b> | <b>Wiadomości ogólne o Spółce .....</b>                                                                | <b>6</b>  |
| <b>3</b> | <b>Analiza rynku odzieżowego.....</b>                                                                  | <b>7</b>  |
| <b>4</b> | <b>Analiza ekonomiczno-finansowa.....</b>                                                              | <b>14</b> |
| <b>5</b> | <b>Wycena metodą zdyskontowanych przyszłych strumieni pieniężnych (DCF) .....</b>                      | <b>21</b> |
| 5.1      | Metodologia wyceny .....                                                                               | 21        |
| 5.2      | Założenia ogólne projekcji sprawozdań finansowych Spółki stanowiących podstawę wyceny metodą DCF ..... | 23        |
| 5.3      | Szczegółowe założenia ekonomiczno-finansowe przyjęte do prognozy na lata 2013-2018 .....               | 25        |
| 5.3.1    | Pozostałe założenia przychodowo-kosztowe .....                                                         | 28        |
| 5.3.2    | Założenia w zakresie majątku i źródeł finansowania.....                                                | 29        |
| 5.4      | Projekcja sprawozdań finansowych stanowiących podstawę wyceny Spółki metodą DCF .....                  | 31        |
| 5.5      | Wyniki wyceny Spółki metodą zdyskontowanych przyszłych strumieni pieniężnych .....                     | 34        |
| <b>6</b> | <b>Wycena metodą mnożników rynkowych.....</b>                                                          | <b>36</b> |
| 6.1      | Metodologia wyceny metodą giełdowych mnożników rynkowych .....                                         | 36        |
| 6.2      | Wycena wartości Spółki metodą giełdowych mnożników rynkowych .....                                     | 39        |
| 6.2.1    | Prezentacja spółek podobnych .....                                                                     | 39        |
| 6.2.2    | Wyliczenie wartości mnożników giełdowych dla spółek bazowych (podobnych).....                          | 40        |
| 6.3      | Wycena wartości Spółki metodą giełdowych mnożników rynkowych .....                                     | 41        |
| <b>7</b> | <b>Spis tabel .....</b>                                                                                | <b>42</b> |
| <b>8</b> | <b>Spis rysunków.....</b>                                                                              | <b>42</b> |
| <b>9</b> | <b>Załączniki.....</b>                                                                                 | <b>43</b> |

## **1 WSTĘP**

### **1.1 WPROWADZENIE**

Niniejszy raport dotyczy oszacowania wartości rynkowej Spółki Simple Creative Products S.A. z siedzibą w Warszawie (dalej określanej również jako „Spółka”).

Raport został sporządzony przez firmę PKF Capital Sp. z o.o. z siedzibą w Warszawie na zlecenie Spółki, w celu dokonania wyceny akcji Spółki zgodnie z art. 10 ust. 2 ustawy z dnia 29 czerwca 1995 r. (Dz.U.t.j. z 2001 r., nr 120, poz. 1300, ze zm.), które będą stanowiły przedmiot zabezpieczenia wierzytelności wynikających z obligacji emitowanych przez Gino Rossi S.A.

Do wyceny zastosowano metodę zdyskontowanych przyszłych przepływów pieniężnych (DCF) oraz giełdowych mnożników rynkowych.

Podczas prac nad wyceną oparto się na następujących danych i dokumentach, które zostały udostępnione przez Spółkę:

1. Bilans Spółki na dzień 31.03.2013 r. i Rachunek zysków i strat za okres 01-03.2013 r.
2. Sprawozdania finansowe za lata 2009-2012,
3. Model finansowy – prognoza na lata 2013-2017 przygotowana przez Spółkę (w tym plan inwestycyjny),
4. Szczegółowe zestawienie środków trwałych wg stanu na dzień 31.03.2013 r.,
5. Inne materiały analityczne zebrane i przygotowane przez pracowników Spółki.

W trakcie prac nad oszacowaniem wartości Spółki wykorzystano dostępne dane makroekonomiczne oraz informacje uzyskane od Spółki. Założono, że wszystkie te informacje są prawdziwe i rzetelne oraz odzwierciedlają stan faktyczny i najlepszą wiedzę Zarządu, co do kształtowania się przyszłych relacji ekonomiczno-finansowych w Spółce.

Wycenę sporządzono z należytą rzetelnością, jednak należy zwrócić uwagę na fakt, że wszelkie opracowania dotyczące wyceny podmiotów gospodarczych niosą za sobą ryzyko popełnienia błędu wynikającego z subiektywizmu ocen wyprowadzonych przez Wyceniającego, bądź też ocen zawartych w cytowanych materiałach źródłowych, czy też braku wiedzy o zjawiskach i zdarzeniach dotyczących wycenianego podmiotu, a nieprzekazanych Wyceniającemu w trakcie zbierania materiałów informacyjnych w Spółce.

Wyliczenia przeprowadzono z pełną dokładnością arkusza kalkulacyjnego, dlatego mogą wystąpić pewne rozbieżności w tabelach prezentujących rezultaty kalkulacji wynikające z zaokrągleń, które nie mają wpływu na poprawność oszacowanej wartości Spółki.

Wycenę sporządzono w tysiącach złotych (tys. zł), chyba że inaczej zaznaczono w treści opracowania.

## 1.2 WYNIKI PRZEPROWADZONYCH WYCEN

Wyniki wycen przeprowadzonych poszczególnymi metodami przedstawiają się następująco:

**Tabela 1 Wyniki wycen przeprowadzonych poszczególnymi metodami**

| L.p.      | Wyszczególnienie                                      | Wartość na dzień<br>31.03.2013 |
|-----------|-------------------------------------------------------|--------------------------------|
| <b>A.</b> | <b>Wycena metodą DCF</b>                              |                                |
| 1         | Wartość Spółki wg stanu na dzień 31.03.2013 (tys. zł) | 50 719                         |
| 2         | Liczba akcji (szt.)                                   | 5 000 000                      |
| 3         | Wartość 1 akcji wg stanu na 31.03.2013 (zł/akcję)     | 10,14                          |
| <b>B.</b> | <b>Wycena metodą giełdowych mnożników rynkowych</b>   |                                |
| 1         | Wartość Spółki wg stanu na dzień 31.03.2013 (tys. zł) | 58 409                         |
| 2         | Liczba akcji (szt.)                                   | 5 000 000                      |
| 3         | Wartość 1 akcji wg stanu na 31.03.2013 (zł/akcję)     | 11,68                          |
| <b>C.</b> | <b>Rekomendowana wartość wyceny</b>                   |                                |
| 1         | Wartość Spółki wg stanu na dzień 31.03.2013 (tys. zł) | 54 564                         |
| 2         | Liczba akcji (szt.)                                   | 5 000 000                      |
| 3         | Wartość 1 akcji wg stanu na 31.03.2013 (zł/akcję)     | 10,91                          |

Źródło: Opracowanie własne

Wykonawca rekomenduje przyjęcie przedziału wyceny zawierającego się pomiędzy:

- Średnią wartości wyliczonych metodą DCF  
a
- Wartością Spółki wyliczoną metodą giełdowych mnożników rynkowych.

Przy tak rekomendowanym podejściu przedział wyceny kształtuje się od poziomu **50 719 tys. zł** (wycena metodą DCF), co odpowiada wartości 1 akcji w wysokości **10,14 zł**, do **58 409 tys. zł** (wycena metodą giełdowych mnożników rynkowych), co odpowiada wartości 1 akcji w wysokości **11,68 zł**.

Uwzględniając wyniki uzyskane przy zastosowaniu obu metod wyceny, do wyniku końcowego wzięto 1/2 wartości uzyskanej metodą dochodową i 1/2 wartości uzyskanej metodą porównawczą.

W związku z powyższym rekomendowana wartość Spółki kształtuje się na poziomie:

$$50\,719 \times 1/2 + 58\,409 \times 1/2 = 54\,564 \text{ tys. zł}$$

**PKF Capital Sp. z o.o.**

*Paweł Goźliński*  
WICEPREZES ZARZĄDU

**PKF Capital Sp. z o.o.**  
02-695 Warszawa, ul. Orzycka 6 lok. 1B  
tel./fax 22 495 76 00, 22 495 76 06  
REGON 016201737, NIP 525-21-71-991

### **1.3 UZASADNIENIE WYBRANYCH METOD WYCENY**

Wyboru metody wyceny dokonano spośród trzech najczęściej stosowanych podejść przy szacowaniu wartości rynkowej kapitałów własnych przedsiębiorstw:

- Podejście majątkowe,
- Podejście dochodowe,
- Podejście porównawcze.

Ostatecznie zastosowano metodę zdyskontowanych przyszłych przepływów pieniężnych (DCF) oraz metodę giełdowych mnożników rynkowych biorąc pod uwagę:

**Cel wyceny** – Wycena Spółki została zrealizowana na potrzeby ustalenia wartości rynkowej zabezpieczenia emisji obligacji. Biorąc pod uwagę powyższy cel, zasadne jest dokonanie wyceny z punktu widzenia potencjalnego inwestora działającego w warunkach i na zasadach rynkowych, gdzie największe znaczenie dla potencjalnego inwestora mają przyszłe korzyści finansowe z inwestycji odzwierciedlone w dochodach generowanych przez Spółkę.

**Sytuację ekonomiczno-finansową Spółki** – zarówno historyczne jak i prognozowane wyniki oraz analiza dalszej historii Spółki i osiągnięty poziom przychodów, pozwalają sądzić że Spółka w dającej się przewidzieć przyszłości będzie osiągała dodatni poziom rentowności na działalności i będzie nadal generować zyski na zadowalającym potencjalnego inwestora poziomie.

**Przedmiot i profil prowadzonej działalności** – relatywnie niewielki udział majątku w generowaniu strumieni pieniężnych przy znaczącej istotności pozycji rynkowej, wiedzy i doświadczenia pracowników oraz osiągniętych kontaktach handlowych.

**Etap rozwoju Spółki** – długa historia działalności Spółki, relatywnie stabilny poziom przychodów i skala działalności świadczą o dojrzałości Spółki i niewielkim ryzyku zaprzestania działalności, a zatem spełnione zostaje założenie kontynuacji działalności. Jednocześnie jest to przesłanką dla odrzucenia metody likwidacyjnej i odtworzeniowej, które są charakterystyczne dla przedsiębiorstw odpowiednio znajdujących się na schyłku działalności lub rozpoczynających dopiero działalność.

**Udział wycenianego pakietu akcji w ogólnej wartości kapitału zakładowego** – Wyceniany pakiet akcji jest pakietem większościowym, co świadczy o tym że potencjalny inwestor może liczyć na korzyści wynikające ze sprawowania kontroli nad Spółką i wpływu na strategiczne decyzje dotyczące działalności Spółki, a korzyści wynikające z inwestycji w podmiot realizuje za sprawą osiąganych przez Spółkę dochodów lub wartości majątku Spółki, przy czym poziom osiąganej dochodowości świadczy że wartość majątku spółki jest relatywnie mała w stosunku do potencjału dochodowego.

## **2 WIADOMOŚCI OGÓLNE O SPÓŁCE**

### **FIRMA SPÓŁKI:**

Spółka działa pod firmą Simple Creative Products S.A. z siedzibą w Warszawie

### **ADRES SIEDZIBY SPÓŁKI:**

ul. Krakowiaków 16, 02-255 Warszawa,

### **NUMER IDENTYFIKATORA GUS:**

Nr REGON 013192742

### **DATA REJESTRACJI SPÓŁKI:**

Spółka jest spółką akcyjną powstałą dnia 14 kwietnia 2010 r. w wyniku przekształcenia Spółki Simple Creative Products Sp. z o.o., wpisana dnia 27 maja 2010 roku w Krajowym Rejestrze Sądowym prowadzonym przez Sąd Rejonowy dla M. St. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000356847.

### **KAPITAŁ PODSTAWOWY SPÓŁKI:**

Kapitał zakładowy Spółki wynosi 500 000 PLN i dzieli się na 5 000 000 równych i niepodzielnych akcji o wartości nominalnej 0,10 PLN każdy.

### **STRUKTURA WŁASNOŚCI SPÓŁKI:**

Według stanu na 31.03.2013 roku struktura własności przedstawia się następująco:

| Wyszczególnienie | Liczba posiadanych akcji (szt.) | Wartość posiadanych akcji (zł) | Udział posiadanych akcji (%) |
|------------------|---------------------------------|--------------------------------|------------------------------|
| GINO ROSSI S.A.  | 5 000 000                       | 500 000                        | 100,00%                      |
| <b>Razem</b>     | <b>5 000 000</b>                | <b>500 000</b>                 | <b>100,00%</b>               |

### **PRZEDMIOT DZIAŁALNOŚCI SPÓŁKI:**

Przedmiotem podstawowej działalności Spółki jest:

- Handel detaliczny z wyłączeniem sprzedaży pojazdów samochodowych,
- Handel hurtowy i komisowy z wyłączeniem handlu pojazdami samochodowymi,
- Produkcja odzieży i wyrobów futrzarskich.

**SIMPLE®**  
CREATIVE PRODUCTS

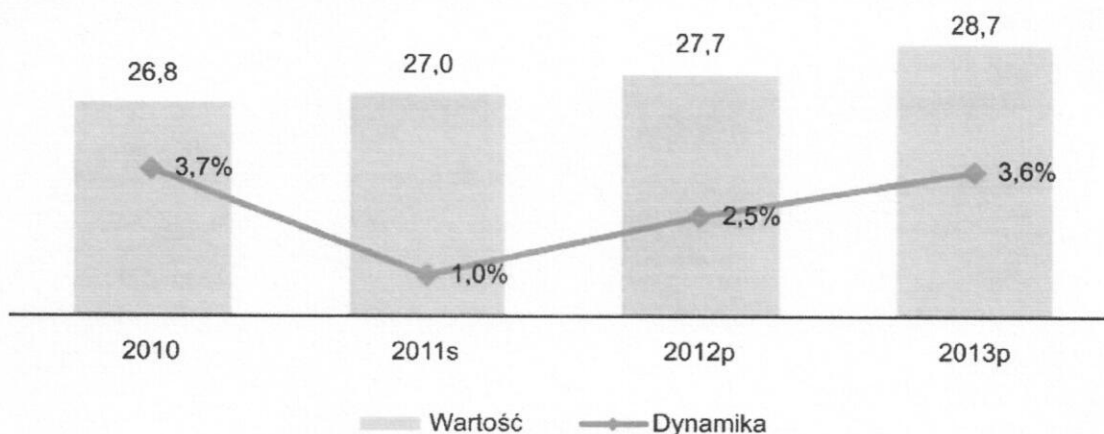
### 3 ANALIZA RYNKU ODZIEŻOWEGO

Rynek odzieżowy jest jedną z najbardziej złożonych branż, w której stosuje się wiele modeli biznesowych. Główną cechą tego sektora jest fakt, iż to nabywcy dyktują warunki, to oni wymagają dużej różnorodności asortymentu oraz jego szybkiej wymiany. Klienci oczekują stałego dostępu do sobie właściwych i pożądaných produktów. Kolejną cechą charakterystyczną branży odzieżowej jest złożony system łańcucha dostaw, na który składa się etap projektowania, produkcji oraz sprzedaży, to on zapewnia, iż sklepy są w posiadaniu towaru, którego pożąda klient. Coraz popularniejsze jest działanie mające na celu globalizację łańcucha dostaw, przez co koszty pracy i koszty transportu często determinują miejsce produkcji, a coraz popularniejszym zjawiskiem jest outsourcing produkcji odzieżowej, dodatkowo rozproszony w różnych fabrykach i krajach.

Duża złożoność procesów podczas ogólnie pojętego procesu produkcji odzieży sprawia, iż niezmiernie ważny jest czas realizacji. Kolejne etapy: projektowanie, produkcja, wprowadzenie nowego towaru na rynek, marketing oraz sprzedaż wymagają realizacji wielu działań przedprodukcyjnych tj. selekcja producentów, zakup materiałów i dodatków, specyfika i próbki. Produkty branży odzieżowej charakteryzują się krótkim cyklem życia, co wynika z sezonowości oraz zmieniających się trendów modowych. Przedsiębiorstwa działające na rynku odzieżowym muszą zarządzać towarem występującym w wielu wariantach: kolor, rozmiar, dodatki. W celu zwiększenia przewagi konkurencyjnej przedsiębiorstwa stosują sprzedaż kolekcji odzieży w różnych segmentach tj. od tzw. basic lines poprzez medium (priced high street brands) do tzw. high fashion brands. Niezmiernie ważne jest, iż poszczególne segmenty odzieży powinni być adresowane do indywidualnych, dobrze rozpoznanych grup klientów.

Według raportu PMR pt. „Handel detaliczny odzieżą i obuwiem w Polsce 2011. Analiza rynku i prognozy rozwoju na lata 2011-2013” dynamika wzrostu przychodów ze sprzedaży na rynku odzieży i obuwia w 2010 roku była wyższa niż w roku poprzednim. Zgodnie z prognozą w roku 2011 oraz 2012 tendencja wzrostowa miała być zachowana i według szacunków wynosić odpowiednio 5,8% oraz 6,3%, co oznaczałoby wzrost dość umiarkowany, ale stabilny. Według najnowszego Raportu z 2012 roku prognozowana dynamika uległa zmniejszeniu (Rysunek 1). Sprzedaż odzieży stanowi 76-77% wartości całego rynku odzieży i obuwia w Polsce.

Rysunek 1 Wartość (mln zł) rynku odzieży i obuwia w Polsce w latach 2010-2013



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportu PMR „Handel detaliczny odzieżą w Polsce 2012. Analiza rynku i prognozy na lata 2012-2014”.

Według najnowszych danych w 2011 roku wartość segmentu odzieżowego wynosiła 20,6 mld zł, przy czym 15 największych firm odzieżowych zanotowało łączne przychody w wysokości 9,1 mld zł, o 14% wyższe niż rok wcześniej. Dla porównania w roku 2007 wartość rynku odzieżowego wynosiła 15 mld zł, czyli w ciągu 4 lat odnotowała wzrost o prawie 40%. Należy zaznaczyć, iż dynamika wzrostu

dla branży odzieżowej jest wyższa niż dla branży obuwniczej i jak można zauważyć perspektywy dla sektora są raczej optymistyczne.

Rok 2011 był dość dobrym dla branży odzieżowo-obuwniczej. Sytuacja makroekonomiczna uległa poprawie, na rynku panowały lepsze nastroje, a skutki kryzysu nie były już tak widoczne. Duży wpływ na sprzedaż miały jednak niesprzyjające warunki pogodowe - w 2011 roku nie było ani upalnego lata, ani mroźnej zimy, wskutek czego nastąpiło ograniczenie popytu na typowo sezonowe artykuły. W rezultacie, jak wynika z szacunków zawartych w najnowszym raporcie firmy PMR pt. „Handel detaliczny odzieżą i obuwiem w Polsce 2012. Analiza rynku i prognozy rozwoju na lata 2012-2014”, w 2011 roku sprzedaż odzieży i obuwia wzrosła o 1%, a wartość rynku przekroczyła 27 mld zł. Największy wpływ na wartość omawianego rynku ma sytuacja w sieciach odzieżowych i obuwniczych, które odpowiadają już za połowę jego obrotów. Wyniki badania sklepów sieciowych wskazują na pierwszy, od czasu rozpoczęcia badań, spadek liczby placówek w sieciach w 2011 roku, o ok. 200 sklepów. Dotyczyło to zwłaszcza sklepów mniej znanych marek lub znajdujących się w mniejszych miejscowościach. Większe przedsiębiorstwa również optymalizowały swoje sieci poprzez zamykanie najmniej rentownych salonów. Takie działania świadczą o mocnej konkurencji na rynku, wskutek której słabsze marki oraz sklepy nie są w stanie przetrwać biorąc pod uwagę rosnące ostatnio koszty i niewzrastające obroty.

Jak wynika z badania przeprowadzonego w grupie 70 respondentów na potrzeby raportu PMR do najważniejszych barier rozwoju przedsiębiorstw na rynku odzieżowym należą małe dochody klientów, niski popyt oraz małe zdolności nabywcze. Wśród innych wymienionych czynników występowały silna konkurencja, wysokie koszty utrzymania sklepów oraz koszty materiałów produkcyjnych, czynniki makroekonomiczne jak kursy walutowe, polityka fiskalna czy poziom inflacji, a także niedostateczna ilość wolnych i atrakcyjnych lokalizacji czy nastawienie i świadomość społeczeństwa.

Dokładne wyniki badania zostały przedstawione na Rysunek 2.

**Rysunek 2 Główne bariery rozwoju firm**



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportu PMR „Handel detaliczny odzieżą w Polsce 2011. Analiza rynku i prognozy na lata 2011-2013”.

Wciąż odczuwalne są bariery w rozwoju rynku odzieży i obuwia w Polsce (wskazane powyżej), stąd sugerowany wzrost w najbliższych latach będzie dość umiarkowany, ale stabilny. Jak wynika z badania przeprowadzonego na potrzeby raportu PMR, respondenci wskazywali również inne czynniki, stanowiące bariery rozwoju w sektorze odzieżowym i obuwniczym takie jak: napływ tańszej odzieży chińskiej, przesylenie rynku, wysokie koszty związane z reklamą, niekorzystne warunki otwierania nowych sklepów, sprzedaż przez internet zaniżająca ceny oraz konsolidacja firm.

Na koniec 2010 roku w sektorze przemysłu lekkiego tj. tekstylni, odzieżowy i skórzany w Polsce funkcjonowało 1 031 przedsiębiorstw, w których liczba pracowników była większa niż 9 osób. Obroty handlu zagranicznego przemysłu lekkiego w 2010 roku przedstawiały się następująco:

Eksport 2 217 mln Euro, w czym:

- Tekstylny – 1 070 mln Euro
- Odzieżowy – 783 mln Euro
- Skórzany – 364 mln Euro

Import 1 591 mln Euro, w czym:

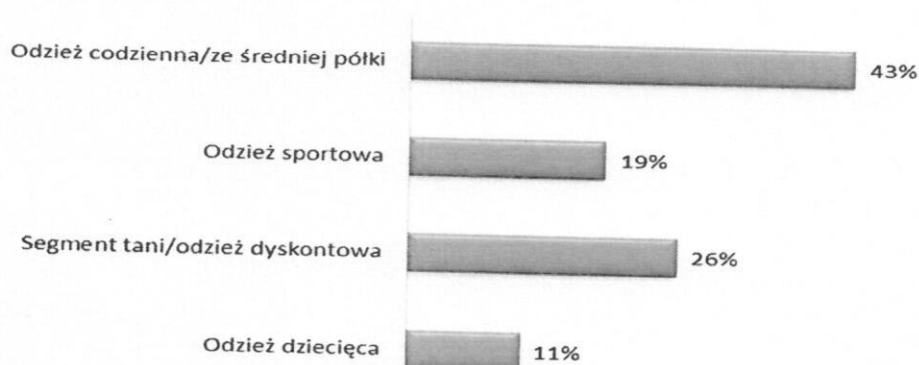
- Tekstylny – 894 mln Euro
- Odzieżowy – 461 mln Euro
- Skórzany – 236 mln Euro

Światowy kryzys nie dotknął branży odzieżowej tak znacząco, jak innych segmentów rynku. W ostatnim okresie polski rynek wzbogacił się o nowe marki ubraniowe rodzimych producentów, a wśród nich są zarówno marki luksusowe, jak i te ze średniej półki.

Europejski przemysł lekki jest światowym liderem w zakresie wykorzystania technologii, mody i innowacji, szczególnie silnie rozwijających się w dziedzinie technicznych i przemysłowych wyrobów włókienniczych, jak również wysokiej jakości odzieży.

Polki przywiązują dużą wagę do mody, śledząc najnowsze trendy chętnie sięgają po nowości, nie boją się odważnych wzorów i kolorów. Zgodnie z danymi z GUS przeciętny Polak wydaje na ubrania około 600 zł rocznie, jednak ustalono, iż statystyczny mieszkaniec dużej aglomeracji wydaje na odzież i obuwie 250 zł na miesiąc. Do tej pory zakupów produktów z sektora odzieżowego nie osłabił nawet światowy kryzys gospodarczy. Największą szansę dla rozwoju segmentu odzieżowego stanowi odzież codzienna, tzw. ze średniej półki, gdyż ten rodzaj odzieży kupuje się częściej, szybciej się zużywa, ma największe grono nabywców oraz charakteryzuje się najszerszym asortymentem.

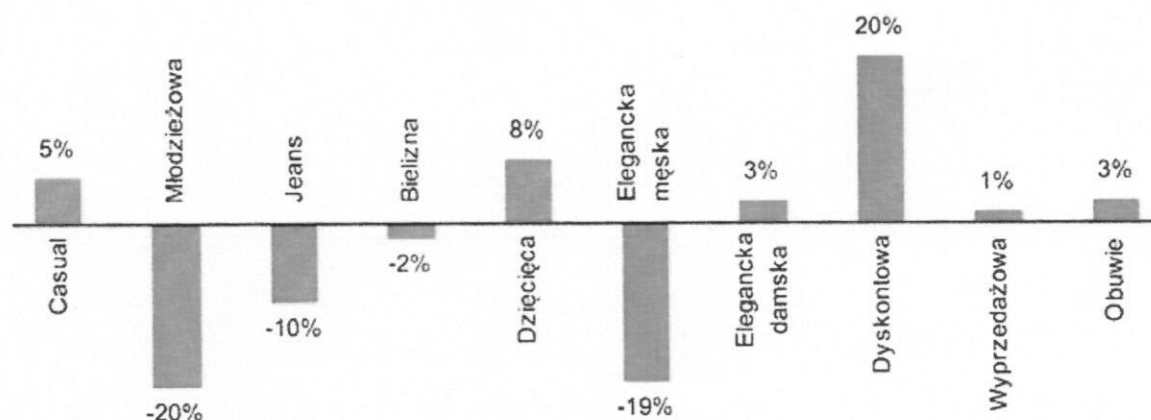
**Rysunek 3 Segmenty odzieży mające największą szansę na rozwój**



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportu PMR „Handel detaliczny odzieżą w Polsce 2011. Analiza rynku i prognozy na lata 2011-2013”.

Najbardziej dynamiczny rozwój liczby sklepów widoczny był szczególnie w segmencie dyskontów. Ich liczba w skali rocznej wzrosła o 20%, do czego przyczyniły się sieci Pepco i Textilmarket, które w skali roku otworzyły łącznie 115 placówek. O niecałe 8% wzrósł także segment z odzieżą i obuwem dziecięcym. Pozytywne wzrosty odnotowały także takie segmenty jak casual (5%) czy elegancka odzież damska (3%).

**Rysunek 4 Zmiana liczby sklepów sieciowych w Polsce, według rodzaju oferty (%),  
maj 2012/maj 2011**



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportu PMR „Handel detaliczny odzieżą w Polsce 2011. Analiza rynku i prognozy na lata 2011-2013”.

Duży potencjał rozwoju jest przewidywany również w przypadku odzieży sportowej, gdyż zdrowy, a więc aktywny styl życia jest coraz bardziej popularny wśród Polaków. W związku z panującą modą zmienia się również świadomość ludzi, którzy są coraz częściej zainteresowani zakupem specjalistycznej sportowej odzieży.

Branża odzieżowa coraz częściej korzysta z drogi internetowej udostępniania i sprzedaży swoich produktów. Wraz z ogromną popularnością dokonywania zakupów przez Internet oraz wzrostem zaufania do tego typu sprzedaży wzrasta udział sprzedaży dokonywany właśnie za pomocą tego kanału dystrybucji, przy czym swoje sklepy internetowe mają zarówno domy handlowe jak i strony firmowe konkretnych marek.

Zaledwie co trzecia z pośród najważniejszych odzieżowych światowych marek luksusowych jest obecna w Polsce. Większość z nich, bo 43% to marki włoskie. Wśród luksusowych marek odzieżowych ponad połowa z nich (68%) dokonuje sprzedaży przez dystrybucję w sklepach firmowych, a 75% jest dostępna w sklepach multibrandowych. Jako lokalizacje są wybierane największe miasta. Można zauważyć, iż polski rynek odzieżowy jest jeszcze nienasycony.

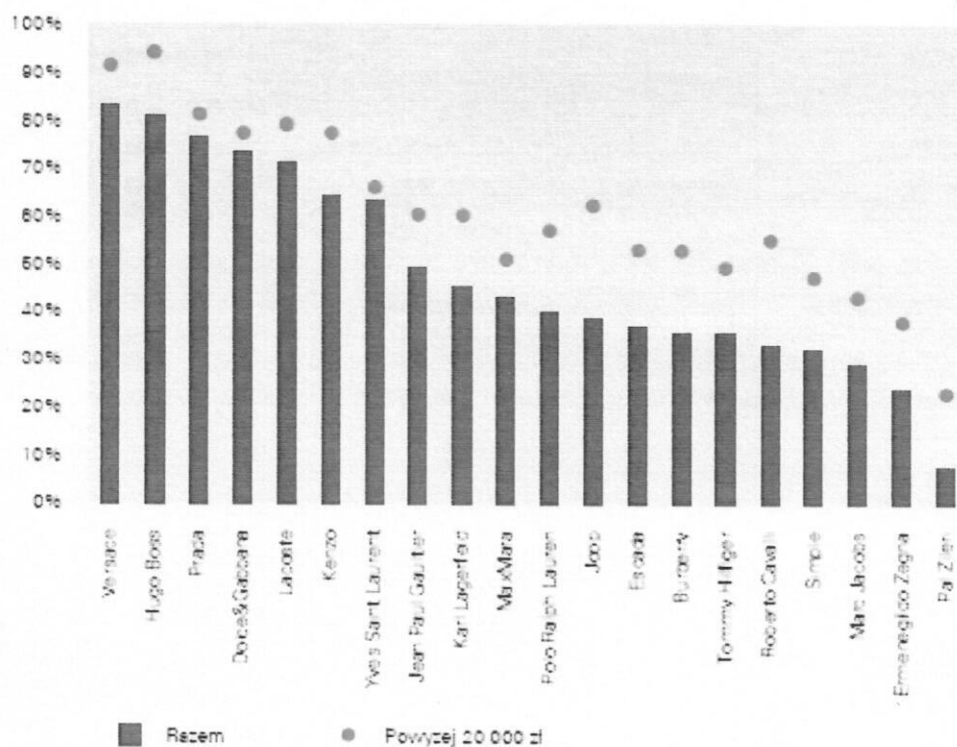
W sektorze odzieżowym dystrybucja odbywa się głównie w dwojaki sposób tj. za pośrednictwem monobrandowych sklepów firmowych lub za pomocą sklepów multibrandowych. Ze sklepów monobrandowych korzystają m.in. Hugo Boss, Emporio Armani, Burberry Shop, Versace Collection. Przykładem sklepów multibrandowych są: Royal Collection, Peek&Cloppenburg, Van Graaf oraz mniejsze butiki jak Lila czy Likus Concept Store. Polskim rynkiem zainteresowani są właściciele takich międzynarodowych sieci sklepów jak Banana Republic, French Connection, Debenhams, All Saints, Superdry czy Disney Store. W większości przypadków proces wejścia nowych marek na rynek może trwać od 3 do 5 lat, a w obecnej sytuacji spowolnienia gospodarczego ten okres może ulec wydłużeniu. Polska jest atrakcyjnym rynkiem dla nowych brandów, w ostatnim czasie zostały otworzone sklepy takich marek jak Victoria's Secrets oraz American Eagle Outfitters. Podstawowe wskaźniki brane pod uwagę to wskaźniki ekonomiczne, siła nabywcza, potrzeby zakupowe klientów, stopień rozwoju danego rynku, obecność konkurencji oraz ogólny stan rynku. Znane luksusowe marki odzieżowe w Polsce to m.in. Burberry, Church's, Emporio Armani, Ermenegildo Zegna, Hugo Boss, J.M. Weston, Kenzo.

Luksusowa odzież nie oznacza tylko dobrego kroju, precyzyjnego wykonania z najlepszej jakości materiałów ale również usługi dodatkowe, takie jak dopasowanie do figury poszczególnego klienta, profesjonalne doradztwo, przeróbki oraz możliwość indywidualnego zakupu poza godzinami otwarcia. Coraz częściej okazuje się, że większa grupa ludzi zamożnych woli zapłacić wyższą cenę za idealnie dopasowany do sylwetki ubiór niż wysokiej jakości, masowy produkt nawet najbardziej znanej marki. Niektóre firmy marek luksusowych tak bardzo bazują na sile oraz międzynarodowym wizerunku marki, że identyfikacja właścicieli sklepów, szczególnie tych mniejszych oraz

dystrybutorów poszczególnych marek na polski rynek nie jest rzeczą łatwą. Zapewne wynika to z faktu, że sprzedając powszechnie znaną i szanowaną markę, firmy nie martwią się i nie widzą potrzeby inwestowania dodatkowych środków w budowanie świadomości wśród klientów czy promowanie własnej marki. Istotnym zadaniem i wyzwaniem dla luksusowych firm odzieżowych jest i będzie usprawnienie systemów dostaw, a więc całej logistyki związanej z działalnością przedsiębiorstwa.

Rysunek 5 przedstawia wyniki z badania, w którym 250 respondentów (Polacy) wybierało spośród przykładowych luksusowych marek odzieżowych. Liderów w rankingu było kilku, natomiast znaczna część marek sięgała ledwo 50 proc. znajomości wśród zamożnych konsumentów. Polacy najlepiej znają ubrania od Versace i Hugo Bossa. Około trzech czwartych wskazało także na Pradę, Dolce&Gabbana i Lacoste jako znajome firmy. Kobiety udzielały nieco innych odpowiedzi niż mężczyźni, kojarząc częściej marki Burberry, Marc Jacobs, MaxMara i Prada, zaś panowie Gucci i Hugo Boss. Podobnie jak marki samochodów, również firmy odzieżowe są najslabiej rozpoznawalne wśród respondentów po 45-tym roku życia. Należy zaznaczyć, iż obok tych najbardziej znanych marek znalazła się również polska marka Simple.

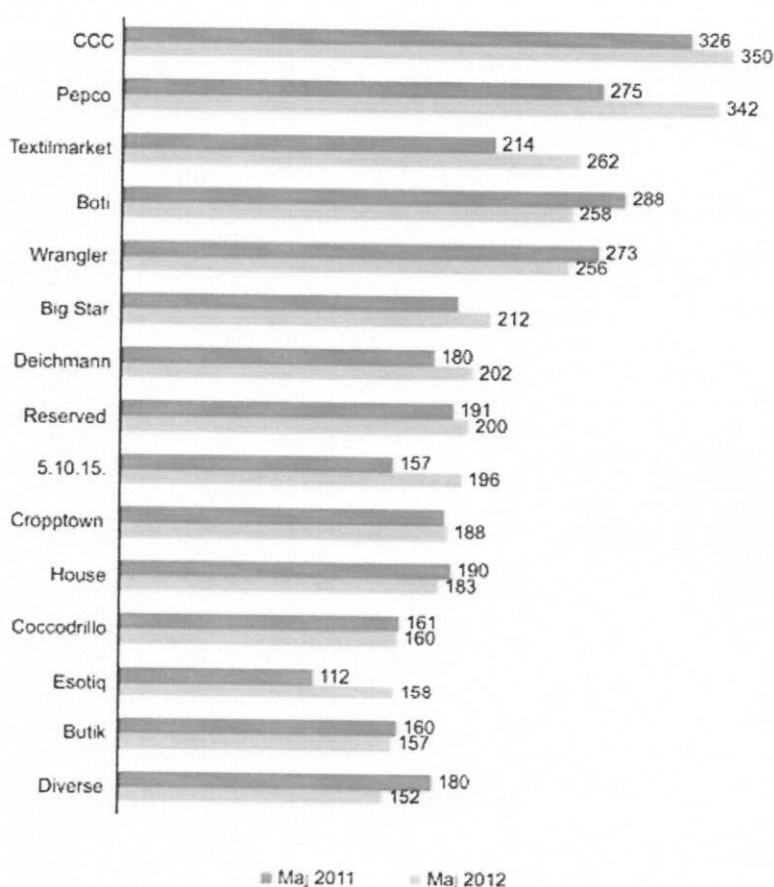
**Rysunek 5 Wyniki ankiety: najbardziej rozpoznawalne luksusowe marki odzieżowe na rynku polskim.**



Źródło: KPMG „Rynek dóbr luksusowych w Polsce”

Na rok 2012 PMR prognozuje wyższy wzrost rynku odzieży i obuwnia – na poziomie 2,5%. Z badania przeprowadzonego w maju br. wśród przedstawicieli sieci odzieżowych i obuwniczych wyłania się dwojaki obraz rynku. Więcej firm ocenia obecną sytuacją rynkową jako raczej niekorzystną (38% wobec 21%), natomiast większość dużych firm jest przeciwnego zdania. Wydaje się, że w sytuacji ograniczonych zasobów finansowych konsumenci wybierają znane marki, które gwarantują im ubrania zgodne z aktualnymi trendami w modzie oraz są rzeczywiście warte swojej ceny. Są to zazwyczaj firmy, których sklepy są zlokalizowane w najlepszych centrach handlowych, ciesząc się większym zainteresowaniem klientów niż te mniej prestiżowe. Biorąc pod uwagę fakt, iż to najwięksi gracze generują zdecydowaną większość obrotów w segmencie sieci, ich dobre wyniki będą odgrywały kluczową rolę we wzroście segmentu, a tym samym całego rynku.

**Rysunek 6** Największe sieci odzieżowe i obuwnicze w Polsce wg liczby sklepów, maj 2011 i maj 2012.



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportu PMR „Handel detaliczny odzieżą w Polsce 2012. Analiza rynku i prognozy na lata 2012-2014”.

W sektorze odzieżowym niezwykle ważna jest reputacja oraz rozpoznawalność marki, w związku z czym duże znaczenie dla przedsiębiorstw z branży odzieżowej mają publicznie przyznawane wyróżnienia. Jednym ze znanych plebiscytów jest konkurs Superbrands, organizowany corocznie. The Superbrands Ltd. to działająca w 85 krajach organizacja nagradzająca sukcesy marek, które wypracowały najmocniejszą pozycję w swojej branży. Przy ocenie pod uwagę brane były m.in.: rozpoznawalność marki, wyjątkowy charakter oferowanych przez nią korzyści oraz siła więzi z klientami. Podczas VI edycji konkursu Superbrands 2012 wyróżnienia uzyskali przedstawiciele najsilniejszych marek konsumenckich i biznesowych, wśród najlepszych marek sektora odzieżowego zostali wyróżnieni m.in. Hexeline, KappAhl oraz Simple. Również prestiżowym konkursie organizowanym przez Magazyn Twój Styl pod tytułem „Doskonałość roku 2011” wyróżnione zostały następujące marki:

Kategoria:

- Polska marka popularna - *Tatuum*
- Polska marka ekskluzywna - *Vistula*
- Polska marka ekskluzywna - *Laura Guidi*
- Polska marka ekskluzywna - *Simple*
- Zagraniczna marka popularna - *Muji*
- Zagraniczna marka popularna - *H&M*
- Zagraniczna marka ekskluzywna - *Red Valentino*
- Zagraniczna marka superekskluzywna - *Givenchy*

Rynek odzieży jest wyjątkowo podatny na gusta klientów, co sprawia, iż ulega on ciągłym zmianom oraz trendom. Przedsiębiorstwa działające w tym sektorze muszą sprostać zmieniającym się tendencjom, preferencjom i trendom. Produkty branży muszą trafiać w aktualne i zróżnicowane oczekiwania szerokiego grona klientów. Z pozycji producentów i dystrybutorów, odzież powinna być dostępna w wielu wariantach i jednocześnie nie powinna zalegać w magazynach. W związku z powyższym w branży odzieżowej istotny nacisk jest kładziony na procesy badań demograficznych, projektowania kolekcji, łańcucha dostaw, wyboru i oceny opłacalności ekonomicznej jednostek handlowych oraz sprzedaży detalicznej i hurtowej. Do najbardziej aktualnych trendów na rynku odzieży można zaliczyć m.in. wzrost liczby kolekcji w ciągu roku, wzrost oczekiwań klienta wobec obsługi związanej z dostawą towaru na czas, a także zwiększający się udział znaczenia handlu elektronicznego (e-handel) w przemyśle odzieżowym.

## **4 ANALIZA EKONOMICZNO-FINANSOWA**

Analiza sprawozdań finansowych Spółki na przestrzeni lat 2009-2012 i okresu 01-03.2013 r. wskazuje na:

### **W zakresie bilansu**

- Od 2010 roku wartość bilansowa majątku Spółki wykazuje stałą tendencję wzrostową, z wyjątkiem stanu na dzień 31.03.2013 roku, gdy wartość aktywów zmalała w porównaniu do stanu na 31.12.2012 r. o ok. 5%. Taki wzrost był spowodowany przede wszystkim zwiększeniem wartości towarów.
- Przez cały analizowany okres w strukturze majątku Spółki dominują aktywa obrotowe, które na dzień 31.03.2013 r. stanowią 71,4% wartości sumy bilansowej.
- W strukturze aktywów trwałych największą pozycją są rzeczowe aktywa trwałe, które na dzień 31.03.2013 r. stanowiły ponad 89% wartości majątku trwałego. Dominującą pozycją w strukturze środków trwałych są inwestycje w obce obiekty tj. wynajmowane lokale sklepowe.
- Wartość należności długoterminowych, które na koniec 1 kwartału 2013 r. wynosiły 1 070 tys. zł stanowią kaucje wpłacone najemcom lokali, jako zabezpieczenie do umowy najmu oraz depozyt gwarancyjny wpłacony do dwóch umów leasingowych.
- Od 2009 roku Spółka wykazuje wartość zerową w pozycji inwestycji długoterminowych.
- Widoczny znaczny wzrost wartości należności z tytułu podatków, dotacji, ceł ubezpieczeń oraz innych świadczeń z wysokości 12 tys. zł na koniec 2011 roku do poziomu 1 338 tys. zł na dzień 31.03.2013 r. wynika ze wzrostu wartości nadpłaty podatku dochodowego od osób prawnych.
- Wzrost należności na koniec każdego poszczególnego okresu w całym przedziale czasowym analizy wynika ze wzrostu wartości zakupów oraz z dłuższego terminu ich płatności.
- Znaczny spadek wartości środków pieniężnych, które wynosiły odpowiednio na koniec 2010 r. – 5 176 tys. zł, 2011 r. – 3 552 tys. zł, 2012 r. – 1 085 tys. zł oraz na dzień 31.03.2013 r. – 956 tys. zł wynika z obniżenia linii kredytowej, wzrostu liczby zapasów oraz z konieczności spłaty większej ilości zaliczek na dostawy.
- Analizując strukturę pasywów Spółki w latach 2009-2012 oraz w pierwszym kwartale 2013 roku można zauważyć, iż od 2009 roku Spółka finansuje się w większym stopniu kapitałem własnym. Kredyty i pożyczki długoterminowe nie występowały.
- Na koniec 2012 roku kapitały własne stanowiły 53,8%, natomiast na dzień 31.03.2013 r. 57,1% wartości sumy bilansowej.
- Na dzień 31.03.2013 r. zobowiązania z tytułu dostaw i usług wobec jednostek pozostałych wzrosły ponad dwukrotnie w porównaniu do roku 2011, co było spowodowane większymi zakupami w roku 2012, głównie zapasów, oraz w konsekwencji opóźnienia w regulowaniu płatności wobec dostawców w wyniku nadmiernego stanu towarów.

**W zakresie rachunku zysków i strat**

- W roku 2011 w porównaniu do roku poprzedniego miał miejsce spadek kosztów ogólnego zarządu o 63,07%, natomiast zwiększeniu uległy koszty sprzedaży o 44,40%, co było spowodowane zmianą polityki rachunkowości Spółki w związku z kwalifikacją tych kosztów.
- W 2012 roku pomimo odnotowania najwyższej wartości przychodów w całym okresie analizy Spółka osiągnęła wynik netto na sprzedaży o ponad połowę niższy niż w roku 2010. Na wzrost sprzedaży w roku 2012 miała wpływ zwiększona produkcja, a tym samym zwiększone przychody ze sprzedaży materiałów i komponentów.
- Największą wartość wyniku netto zanotowano w 2010 roku, w wyniku wygenerowania dużo wyższych przychodów niż kosztów działalności operacyjnej. Na wzrost sprzedaży w 2010 roku wpłynęła realizacja strategii rozwoju sieci sprzedaży (otwarcie nowych sklepów oraz wzrost powierzchni sprzedażowej w dotychczasowych), udane i liczebne kolekcje wiosna-lato i jesień-zima, a także wyprzedaż odzieży z lat poprzednich.
- Wysoka wartość kosztów finansowych w roku 2009 była spowodowana aktualizacją wartości udzielonej pożyczki w wysokości 1 491 tys. zł.
- Zauważalny spadek marży brutto w 2012 roku wynikał ze znacznej wartości nadwyżki stanu zapasów, co spowodowało konieczność stosowania dodatkowych rabatów oraz promocji. Dodatkowym czynnikiem skutkującym spadkiem marży na sprzedaży było zwiększenie sprzedaży komponentów do szwalni przy zerowej marży.
- W 2012 roku Spółka zaczęła wypłacać dywidendę dla jedynego akcjonariusza Gino Rossi S.A. W I kwartale 2013 roku została spłacona cała należna kwota.

**W zakresie analizy wskaźnikowej**

- Rentowność sprzedaży produktów, towarów i materiałów wykazuje stałą tendencję spadkową. Podobna sytuacja ma miejsce odnośnie pozostałych wskaźników rentowności, z wyjątkiem 2010 roku, kiedy rentowność Spółki prawie na każdym poziomie uległa poprawie.
- Na koniec 2012 roku oraz I kwartału 2013 r. płynność Spółki uległa pogorszeniu w porównaniu do lat 2010-2011, co spowodowane jest obniżeniem linii kredytowej, wzrostem liczby zapasów oraz koniecznością spłaty większej ilości zaliczek na dostawy.
- Wskaźnik rotacji środków trwałych jest stabilny w całym okresie analizy i utrzymuje się na poziomie 7-9, podobna sytuacja ma miejsce w przypadku wskaźnika rotacji aktywów obrotowych (3).
- W porównaniu do początku okresu analizy tj. 2009 roku wskaźnik szybkości rotacji zapasów na koniec I kwartału 2013 roku zmniejszył się, co jest pozytywnym zjawiskiem, biorąc pod uwagę charakter działalności Spółki.
- Wskaźnik szybkości obrotu należności i zobowiązań z tyt. dostaw i usług zmniejszył się w ciągu pierwszych 3 miesięcy 2013 roku w wyniku wzrostu wartości tych pozycji.
- Od początku okresu analizy można zaobserwować stopniowy wzrost kapitału stałego Spółki. Jest to pozytywne zjawisko, gdyż zwiększa bezpieczeństwo i wiarygodność przedsiębiorstwa.
- Większość wskaźników najlepsze swoje wartości osiągnęła w roku 2010, co wynikało z najlepszych wyników osiągniętych w całym analizowanym okresie, spowodowanych m.in. przesunięciem kosztów przygotowania kolekcji z roku 2010 na rok 2011. Od roku 2011 zarówno wskaźniki rentowności jak i wskaźniki płynności wykazują tendencję spadkową.
- Znaczący wzrost wskaźnika zadłużenia ogólnego wynika z wysokiego wzrostu zobowiązań handlowych.

Tabela 2 Analiza rachunku zysków i strat za okres 2009-2012 i 01-03.2013

| Lp.       | Wyszczególnienie                                                            | Za okres: [tys. PLN] |               |               |                |               | Struktura [%] |               |               |               |               | Dynamika r/r0 [%] |               |               |               |
|-----------|-----------------------------------------------------------------------------|----------------------|---------------|---------------|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-------------------|---------------|---------------|---------------|
|           |                                                                             | 2009                 | 2010          | 2011          | 2012           | 01-03.2013    | 2009          | 2010          | 2011          | 2012          | 01-03.2013    | 2009              | 2010          | 2011          | 2012          |
| <b>A.</b> | <b>Przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów, w tym:</b> | <b>65 201</b>        | <b>81 443</b> | <b>83 924</b> | <b>102 833</b> | <b>24 081</b> | <b>99,4%</b>  | <b>98,2%</b>  | <b>99,8%</b>  | <b>99,2%</b>  | <b>99,6%</b>  | <b>28,6%</b>      | <b>24,9%</b>  | <b>3,0%</b>   | <b>22,5%</b>  |
|           | - od jednostek powiązanych                                                  | -130                 | 155           | 199           | 4 606          |               |               | 0,2%          | 0,2%          | 4,4%          |               | -113,7%           | -219,5%       | 28,1%         | 2220,0%       |
| I.        | Przychody netto ze sprzedaży produktów                                      | 411                  | 453           | 202           | 313            | 131           | 0,6%          | 0,5%          | 0,2%          | 0,3%          | 0,5%          | 51334,5%          | 10,0%         | -55,4%        | 54,9%         |
| II.       | Przychody netto ze sprzedaży towarów i materiałów                           | 64 789               | 80 991        | 83 722        | 102 520        | 23 950        | 98,8%         | 97,7%         | 99,5%         | 98,9%         | 99,0%         | 27,8%             | 25,0%         | 3,4%          | 22,5%         |
| <b>B.</b> | <b>Koszty działalności operacyjnej</b>                                      | <b>29 052</b>        | <b>38 441</b> | <b>41 412</b> | <b>58 181</b>  | <b>13 833</b> | <b>90,1%</b>  | <b>96,4%</b>  | <b>97,3%</b>  | <b>98,8%</b>  | <b>98,3%</b>  | <b>52,2%</b>      | <b>32,3%</b>  | <b>7,7%</b>   | <b>40,5%</b>  |
|           | - od jednostek powiązanych                                                  | -61                  | 67            | 108           | 4 587          |               |               | 0,2%          | 0,3%          | 7,8%          |               | -111,6%           | -210,4%       | 61,5%         | 4138,2%       |
| I.        | Koszty sprzedanych produktów                                                |                      | 2             | 34            | 47             | 28            |               | 0,0%          | 0,1%          | 0,1%          | 0,2%          |                   |               | 1457,6%       | 38,3%         |
| II.       | Wartość sprzedanych towarów i materiałów                                    | 29 052               | 38 439        | 41 377        | 58 134         | 13 805        | 90,1%         | 96,4%         | 97,3%         | 98,7%         | 98,1%         | 52,2%             | 32,3%         | 7,6%          | 40,5%         |
| III.      | Zysk brutto na sprzedaży                                                    | 36 149               | 43 002        | 42 512        | 44 652         | 10 248        | 124,2%        | 68,1%         | 188,4%        | 164,9%        | 308,1%        | 14,3%             | 19,0%         | -1,1%         | 5,0%          |
| IV.       | Koszty sprzedaży                                                            | 19 538               | 23 574        | 34 040        | 37 845         | 8 920         | 60,6%         | 59,1%         | 80,0%         | 64,2%         | 63,4%         | 94,4%             | 20,7%         | 44,4%         | 11,2%         |
| V.        | Koszty ogólnego zarządu                                                     | 9 582                | 11 185        | 4 130         | 3 128          | 658           | 29,7%         | 28,0%         | 9,7%          | 5,3%          | 4,7%          | -14,6%            | 16,7%         | -63,1%        | -24,3%        |
| <b>C.</b> | <b>Zysk (strata) ze sprzedaży (A-B)</b>                                     | <b>7 029</b>         | <b>8 244</b>  | <b>4 342</b>  | <b>3 679</b>   | <b>670</b>    | <b>241,5%</b> | <b>130,6%</b> | <b>192,4%</b> | <b>135,9%</b> | <b>201,5%</b> | <b>-32,1%</b>     | <b>17,3%</b>  | <b>-47,3%</b> | <b>-15,3%</b> |
| <b>D.</b> | <b>Pozostałe przychody operacyjne</b>                                       | <b>404</b>           | <b>1 474</b>  | <b>141</b>    | <b>734</b>     | <b>108</b>    | <b>0,6%</b>   | <b>1,8%</b>   | <b>0,2%</b>   | <b>0,7%</b>   | <b>0,4%</b>   | <b>-51,2%</b>     | <b>264,4%</b> | <b>-90,5%</b> | <b>422,3%</b> |
| I.        | Zysk ze zbycia niematerialnych aktywów trwałych                             | 52                   |               |               |                | 25            | 0,1%          |               |               |               | 0,1%          | 3984,8%           | -100,0%       |               |               |
| II.       | Dotacje                                                                     |                      |               |               |                |               |               |               |               |               |               |                   |               |               |               |
| III.      | Inne przychody operacyjne                                                   | 353                  | 1 474         | 141           | 734            | 83            | 0,5%          | 1,8%          | 0,2%          | 0,7%          | 0,3%          | -57,4%            | 317,7%        | -90,5%        | 422,2%        |
| <b>E.</b> | <b>Pozostałe koszty operacyjne</b>                                          | <b>1 087</b>         | <b>1 074</b>  | <b>766</b>    | <b>374</b>     | <b>170</b>    | <b>3,4%</b>   | <b>2,7%</b>   | <b>1,8%</b>   | <b>0,6%</b>   | <b>1,2%</b>   | <b>-72,9%</b>     | <b>-1,2%</b>  | <b>-28,7%</b> | <b>-51,2%</b> |
| I.        | Strata ze zbycia niematerialnych aktywów trwałych                           | 0                    | 18            | 2             | 0              | 0             |               | 0,0%          | 0,0%          |               |               |                   |               | -90,1%        | -100,0%       |
| II.       | Aktualizacja wartości aktywów niefinansowych                                | 768                  | 292           | 381           | 24             | 0             | 2,4%          | 0,7%          | 0,9%          | 0,0%          |               | -73,5%            | -61,9%        | 30,2%         | -93,8%        |
| III.      | Inne koszty operacyjne                                                      | 319                  | 764           | 384           | 351            | 170           | 1,0%          | 1,9%          | 0,9%          | 0,6%          | 1,2%          | -71,6%            | 139,3%        | -49,8%        | -8,6%         |
| <b>F.</b> | <b>Zysk (strata) z działalności operacyjnej (C+D-E)</b>                     | <b>6 346</b>         | <b>8 643</b>  | <b>3 717</b>  | <b>4 039</b>   | <b>609</b>    | <b>218,0%</b> | <b>136,9%</b> | <b>164,7%</b> | <b>149,2%</b> | <b>183,0%</b> | <b>-11,5%</b>     | <b>36,2%</b>  | <b>-57,0%</b> | <b>8,7%</b>   |
| <b>G.</b> | <b>Przychody finansowe</b>                                                  | <b>1</b>             | <b>10</b>     | <b>42</b>     | <b>67</b>      | <b>0</b>      | <b>0,0%</b>   | <b>0,0%</b>   | <b>0,1%</b>   | <b>0,1%</b>   | <b>0,0%</b>   | <b>-44,6%</b>     | <b>855,1%</b> | <b>347,0%</b> | <b>57,9%</b>  |
| I.        | Dywidendy i udziały w zyskach, w tym:                                       |                      |               |               |                |               |               |               |               |               |               |                   |               |               |               |
| II.       | Odsetki, w tym:                                                             | 1                    | 9             | 42            | 7              |               | 0,0%          | 0,0%          | 0,1%          | 0,0%          |               | -47,3%            | 830,7%        | 383,0%        | -82,9%        |
| III.      | Zysk ze zbycia inwestycji                                                   |                      |               |               |                |               |               |               |               |               |               |                   |               |               |               |
| IV.       | Aktualizacja wartości inwestycji                                            |                      |               |               |                |               |               |               |               |               |               |                   |               |               |               |
| V.        | Inne                                                                        |                      | 1             |               | 60             |               |               | 0,0%          |               | 0,1%          |               |                   | 1318,2%       | -100,0%       |               |
| <b>H.</b> | <b>Koszty finansowe</b>                                                     | <b>2 091</b>         | <b>359</b>    | <b>363</b>    | <b>356</b>     | <b>70</b>     | <b>6,5%</b>   | <b>0,9%</b>   | <b>0,9%</b>   | <b>0,6%</b>   | <b>0,5%</b>   | <b>124,8%</b>     | <b>-82,9%</b> | <b>1,2%</b>   | <b>-1,9%</b>  |
| I.        | Odsetki, w tym:                                                             | 400                  | 346           | 278           | 356            | 62            | 1,2%          | 0,9%          | 0,7%          | 0,6%          | 0,4%          | 46,9%             | -13,5%        | -19,6%        | 27,8%         |
| II.       | Strata ze zbycia inwestycji                                                 |                      |               |               |                |               |               |               |               |               |               |                   |               |               |               |
| III.      | Aktualizacja wartości inwestycji                                            | 1 492                |               |               |                |               |               |               |               |               |               | 174,4%            | -100,0%       |               |               |
| IV.       | Inne                                                                        | 199                  | 13            | 85            |                | 8             | 0,6%          | 0,0%          | 0,2%          |               | 0,1%          | 74,7%             | -93,7%        | 570,7%        | -99,5%        |
| <b>I</b>  | <b>Zysk (strata) z działalności gospodarczej (I+J-K)</b>                    | <b>4 256</b>         | <b>8 294</b>  | <b>3 396</b>  | <b>3 750</b>   | <b>539</b>    | <b>146,2%</b> | <b>131,4%</b> | <b>150,5%</b> | <b>138,5%</b> | <b>162,1%</b> | <b>-31,8%</b>     | <b>94,9%</b>  | <b>-59,1%</b> | <b>10,4%</b>  |
| <b>J</b>  | <b>Wynik zdarzeń nadzwyczajnych (M.I.-M.II.)</b>                            | <b>0</b>             | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>       | <b>0</b>      | <b>0,0%</b>   | <b>0,0%</b>   | <b>0,0%</b>   | <b>0,0%</b>   | <b>0,0%</b>   |                   |               |               |               |
| <b>K</b>  | <b>Zysk (strata) brutto (I+J)</b>                                           | <b>4 256</b>         | <b>8 294</b>  | <b>3 396</b>  | <b>3 750</b>   | <b>539</b>    | <b>146,2%</b> | <b>131,4%</b> | <b>150,5%</b> | <b>138,5%</b> | <b>162,1%</b> | <b>-31,8%</b>     | <b>94,9%</b>  | <b>-59,1%</b> | <b>10,4%</b>  |
| <b>L</b>  | <b>Podatek dochodowy.</b>                                                   | <b>1 345</b>         | <b>1 982</b>  | <b>1 140</b>  | <b>1 042</b>   | <b>206</b>    | <b>46,2%</b>  | <b>31,4%</b>  | <b>50,5%</b>  | <b>38,5%</b>  | <b>62,1%</b>  | <b>-17,7%</b>     | <b>47,3%</b>  | <b>-42,5%</b> | <b>-8,5%</b>  |
| <b>M</b>  | <b>Pozostałe obowiązkowe zmniejszenia zysku (zwiększenia straty)</b>        |                      |               |               |                |               |               |               |               |               |               |                   |               |               |               |
| <b>N</b>  | <b>Zysk (strata) netto (K-L-M)</b>                                          | <b>2 910</b>         | <b>6 312</b>  | <b>2 256</b>  | <b>2 707</b>   | <b>333</b>    | <b>100,0%</b> | <b>100,0%</b> | <b>100,0%</b> | <b>100,0%</b> | <b>100,0%</b> | <b>-36,8%</b>     | <b>116,9%</b> | <b>-64,3%</b> | <b>20,0%</b>  |

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Spółki

Tabela 3 Analiza aktywów trwałych Spółki w okresie 2009-2012 i 01-03.2013

| L.p. | Pozycja                                                  | Stan na dzień [tys. PLN] |        |        |        |            | Struktura [%] |       |       |       |            |
|------|----------------------------------------------------------|--------------------------|--------|--------|--------|------------|---------------|-------|-------|-------|------------|
|      |                                                          | 2009                     | 2010   | 2011   | 2012   | 31.03.2013 | 2009          | 2010  | 2011  | 2012  | 31.03.2013 |
| A.   | AKTYWA TRWAŁE                                            | 10 688                   | 12 256 | 13 726 | 13 224 | 13 151     | 33,3%         | 32,7% | 34,1% | 27,3% | 28,6%      |
| I.   | Wartości niematerialne i prawne                          | 134                      | 116    | 139    | 93     | 80         | 0,4%          | 0,3%  | 0,3%  | 0,2%  | 0,2%       |
| 1.   | Koszty zakończonych prac rozwojowych                     |                          |        |        |        |            |               |       |       |       |            |
| 2.   | Wartość firmy                                            |                          |        |        |        |            |               |       |       |       |            |
| 3.   | Inne wartości niematerialne i prawne                     | 134                      | 116    | 139    | 93     | 80         | 0,4%          | 0,3%  | 0,3%  | 0,2%  | 0,2%       |
| 4.   | Zaliczki na wartości niematerialne i prawne              |                          |        |        |        |            |               |       |       |       |            |
| II.  | Rzeczowe aktywa trwałe                                   | 9 584                    | 11 058 | 12 608 | 11 818 | 11 685     | 29,9%         | 29,5% | 31,3% | 24,4% | 25,4%      |
| 1.   | Środki trwałe                                            | 9 159                    | 11 039 | 12 516 | 11 786 | 11 604     | 28,5%         | 29,5% | 31,1% | 24,3% | 25,2%      |
|      | a) grunty (w tym prawo użytkowania wieczystego gruntu)   |                          |        |        |        |            |               |       |       |       |            |
|      | b) budynki, lokale i obiekty inżynierii lądowej i wodnej | 6 849                    | 8 082  | 8 905  | 8 242  | 7 938      | 21,3%         | 21,6% | 22,1% | 17,0% | 17,3%      |
|      | c) urządzenia techniczne i maszyny                       | 675                      | 754    | 1 011  | 1 090  | 1 151      | 2,1%          | 2,0%  | 2,5%  | 2,3%  | 2,5%       |
|      | d) środki transportu                                     | 788                      | 735    | 592    | 569    | 619        | 2,5%          | 2,0%  | 1,5%  | 1,2%  | 1,3%       |
|      | e) inne środki trwałe                                    | 847                      | 1 468  | 2 009  | 1 886  | 1 896      | 2,6%          | 3,9%  | 5,0%  | 3,9%  | 4,1%       |
| 2.   | Środki trwałe w budowie                                  | 391                      | 10     | 77     | 14     | 76         | 1,2%          | 0,0%  | 0,2%  | 0,0%  | 0,2%       |
| 3.   | Zaliczki na środki trwałe w budowie                      | 34                       | 9      | 15     | 17     | 4          | 0,1%          | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%       |
| III. | Należności długoterminowe                                | 575                      | 479    | 514    | 950    | 1 070      | 1,8%          | 1,3%  | 1,3%  | 2,0%  | 2,3%       |
| 1.   | Od jednostek powiązanych                                 |                          |        |        |        |            |               |       |       |       |            |
| 2.   | Od pozostałych jednostek                                 | 575                      | 479    | 514    | 950    | 1 070      | 1,8%          | 1,3%  | 1,3%  | 2,0%  | 2,3%       |
| IV.  | Inwestycje długoterminowe                                | 0                        | 0      | 0      | 0      | 0          | 0,0%          | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%       |
| 1.   | Nieruchomości                                            |                          |        |        |        |            |               |       |       |       |            |
| 2.   | Wartości niematerialne i prawne                          |                          |        |        |        |            |               |       |       |       |            |
| 3.   | Długoterminowe aktywa finansowe                          | 0                        | 0      | 0      | 0      | 0          | 0,0%          | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%       |
|      | a) w jednostkach powiązanych                             | 0                        | 0      | 0      | 0      | 0          | 0,0%          | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%       |
|      | b) w pozostałych jednostkach                             | 0                        | 0      | 0      | 0      | 0          | 0,0%          | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%       |
| 4.   | Inne inwestycje długoterminowe                           |                          |        |        |        |            |               |       |       |       |            |
| V.   | Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe                | 395                      | 604    | 466    | 364    | 317        | 1,2%          | 1,6%  | 1,2%  | 0,8%  | 0,7%       |
| 1.   | Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego          | 395                      | 604    | 466    | 364    | 317        | 1,2%          | 1,6%  | 1,2%  | 0,8%  | 0,7%       |
| 2.   | Inne rozliczenia międzyokresowe                          |                          |        |        |        |            |               |       |       |       |            |

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Spółki

**Tabela 4 Analiza aktywów obrotowych Spółki w okresie 2009-2012 i 01-03.2013**

| Lp.                                                                                             | Pozycja                                       | Stan na dzień [tys. PLN] |        |        |        |            | Struktura [%] |        |        |        |            |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------|--------------------------|--------|--------|--------|------------|---------------|--------|--------|--------|------------|
|                                                                                                 |                                               | 2009                     | 2010   | 2011   | 2012   | 31.03.2013 | 2009          | 2010   | 2011   | 2012   | 31.03.2013 |
| <b>B.</b>                                                                                       | <b>AKTYWA OBROTOWE</b>                        |                          |        |        |        |            |               |        |        |        |            |
| I.                                                                                              | Zapasy                                        | 21 417                   | 25 195 | 26 536 | 35 193 | 32 848     | 66,7%         | 67,3%  | 65,9%  | 72,7%  | 71,4%      |
| 1.                                                                                              | Materiały                                     | 15 847                   | 14 895 | 18 084 | 25 787 | 23 487     | 49,4%         | 39,8%  | 44,9%  | 53,3%  | 51,1%      |
|                                                                                                 |                                               | 7 399                    | 5 422  | 5 649  | 7 043  | 5 290      | 23,0%         | 14,5%  | 14,0%  | 14,5%  | 11,5%      |
| 2.                                                                                              | Półprodukty i produkty w toku                 |                          |        |        |        |            |               |        |        |        |            |
| 3.                                                                                              | Produkty gotowe                               |                          |        |        |        |            |               |        |        |        |            |
| 4.                                                                                              | Towary                                        | 7 980                    | 9 472  | 11 101 | 17 807 | 17 546     | 24,9%         | 25,3%  | 27,6%  | 36,8%  | 38,1%      |
| 5.                                                                                              | Zaliczki na dostawy                           | 468                      |        | 1 334  | 937    | 651        | 1,5%          |        | 3,3%   | 1,9%   | 1,4%       |
| II.                                                                                             | Należności krótkoterminowe                    | 3 762                    | 3 740  | 4 183  | 7 466  | 7 899      | 11,7%         | 10,0%  | 10,4%  | 15,4%  | 17,2%      |
| 1.                                                                                              | Należności od jednostek powiązanych           | 12                       | 0      | 121    | 2 203  | 2 702      | 0,0%          | 0,0%   | 0,3%   | 4,6%   | 5,9%       |
|                                                                                                 | a) z tytułu dostaw i usług, o okresie spłaty: | 0                        | 0      | 121    | 2 203  | 2 702      | 0,0%          | 0,0%   | 0,3%   | 4,6%   | 5,9%       |
|                                                                                                 | - do 12 miesięcy                              |                          |        | 121    | 2 203  | 2 702      |               |        | 0,3%   | 4,6%   | 5,9%       |
|                                                                                                 | - powyżej 12 miesięcy                         |                          |        |        |        |            |               |        |        |        |            |
| b) inne                                                                                         |                                               | 12                       |        |        |        |            | 0,0%          |        |        |        |            |
| 2.                                                                                              | Należności od pozostałych jednostek           | 3 750                    | 3 740  | 4 062  | 5 262  | 5 198      | 11,7%         | 10,0%  | 10,1%  | 10,9%  | 11,3%      |
|                                                                                                 | a) z tytułu dostaw i usług, o okresie spłaty: | 3 291                    | 3 716  | 4 005  | 4 067  | 3 814      | 10,3%         | 9,9%   | 9,9%   | 8,4%   | 8,3%       |
|                                                                                                 | - do 12 miesięcy                              | 3 291                    | 3 716  | 4 005  | 4 067  | 3 814      | 10,3%         | 9,9%   | 9,9%   | 8,4%   | 8,3%       |
|                                                                                                 | - powyżej 12 miesięcy                         |                          |        |        |        |            |               |        |        |        |            |
| b) z tytułu podatków, dotacji, cel, ubezpieczeń społecznych i zdrowotnych oraz innych świadczeń |                                               | 338                      | 10     | 12     | 1 106  | 1 338      | 1,1%          | 0,0%   | 0,0%   | 2,3%   | 2,9%       |
| c) inne                                                                                         |                                               | 121                      | 14     | 44     | 89     | 46         | 0,4%          | 0,0%   | 0,1%   | 0,2%   | 0,1%       |
| d) dochód z na drogę sądowej                                                                    |                                               |                          |        |        |        |            |               |        |        |        |            |
| III.                                                                                            | Inwestycje krótkoterminowe                    | 1 561                    | 5 176  | 3 552  | 1 085  | 956        | 4,9%          | 13,8%  | 8,8%   | 2,2%   | 2,1%       |
| 1.                                                                                              | Krótkoterminowe aktywa finansowe              | 1 561                    | 5 176  | 3 552  | 1 085  | 956        | 4,9%          | 13,8%  | 8,8%   | 2,2%   | 2,1%       |
|                                                                                                 | a) w jednostkach powiązanych                  | 0                        | 0      | 0      | 0      | 0          | 0,0%          | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%       |
|                                                                                                 | - udziały lub akcje                           |                          |        |        |        |            |               |        |        |        |            |
|                                                                                                 | - inne papiery wartościowe                    |                          |        |        |        |            |               |        |        |        |            |
|                                                                                                 | - udzielone pożyczki                          |                          |        |        |        |            |               |        |        |        |            |
|                                                                                                 | - inne krótkoterminowe aktywa finansowe       |                          |        |        |        |            |               |        |        |        |            |
|                                                                                                 | b) w pozostałych jednostkach                  | 0                        | 0      | 0      | 0      | 0          | 0,0%          | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%       |
|                                                                                                 | - udziały lub akcje                           |                          |        |        |        |            |               |        |        |        |            |
|                                                                                                 | - inne papiery wartościowe                    |                          |        |        |        |            |               |        |        |        |            |
|                                                                                                 | - udzielone pożyczki                          |                          |        |        |        |            |               |        |        |        |            |
|                                                                                                 | - inne krótkoterminowe aktywa finansowe       |                          |        |        |        |            |               |        |        |        |            |
| c) środki pieniężne i inne aktywa pieniężne                                                     |                                               | 1 561                    | 5 176  | 3 552  | 1 085  | 956        | 4,9%          | 13,8%  | 8,8%   | 2,2%   | 2,1%       |
|                                                                                                 | - środki pieniężne w kasie i na rachunkach    | 1 066                    | 5 132  | 3 499  | 884    | 849        | 3,3%          | 13,7%  | 8,7%   | 1,8%   | 1,8%       |
|                                                                                                 | - inne środki pieniężne                       | 495                      | 44     | 53     | 201    | 108        | 1,5%          | 0,1%   | 0,1%   | 0,4%   | 0,2%       |
|                                                                                                 | - inne aktywa pieniężne                       |                          |        |        |        |            |               |        |        |        |            |
| 2.                                                                                              | Inne inwestycje krótkoterminowe               |                          |        |        |        |            |               |        |        |        |            |
| IV.                                                                                             | Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe    | 248                      | 1 384  | 717    | 855    | 505        | 0,8%          | 3,7%   | 1,8%   | 1,8%   | 1,1%       |
|                                                                                                 | AKTYWA RAZEM                                  | 32 106                   | 37 451 | 40 262 | 48 417 | 45 999     | 100,0%        | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0%     |

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Spółki

Tabela 5 Analiza pasywów Spółki w okresie 2009-2012 i 01-03-2013

| L.p.  | Pozycja                                                   | Stan na dzień (tys. PLN) |        |        |        |            | Struktura [%] |        |        |        |  |
|-------|-----------------------------------------------------------|--------------------------|--------|--------|--------|------------|---------------|--------|--------|--------|--|
|       |                                                           | 2009                     | 2010   | 2011   | 2012   | 31.03.2013 | 2009          | 2010   | 2011   | 2012   |  |
| A.    | KAPITAŁ (FUNDUSZ) WŁASNY                                  | 17 114                   | 23 415 | 25 855 | 26 071 | 26 255     | 53,3%         | 62,5%  | 64,2%  | 53,8%  |  |
| I.    | Kapitał (fundusz) podstawowy                              | 50                       | 500    | 500    | 500    | 500        | 0,2%          | 1,3%   | 1,2%   | 1,0%   |  |
| II.   | Należne wpłaty na kapitał podstawowy (-)                  |                          |        |        |        |            |               |        |        |        |  |
| III.  | Udziały (akcje) własne (-)                                |                          |        |        |        |            |               |        |        |        |  |
| IV.   | Kapitał (fundusz) zapasowy                                | 16 129                   | 18 590 | 24 902 | 24 902 | 24 902     | 50,2%         | 49,6%  | 61,8%  | 51,4%  |  |
| V.    | Kapitał (fundusz) z aktualizacji wyceny                   |                          |        |        |        |            |               |        |        |        |  |
| VI.   | Pozostałe kapitały (fundusze) rezerwowe, w tym:           |                          |        |        |        |            |               |        |        |        |  |
| VII.  | Należne dopłaty na poczet kapitału rezerwowego(-)         |                          |        |        |        |            |               |        |        |        |  |
| VIII. | Zysk (strata) z lat ubiegłych                             | -1 978                   | -1 978 | -1 978 | -2 000 | 707        | -6,2%         | -5,3%  | -4,9%  | -4,1%  |  |
| IX.   | Zysk (strata) netto                                       | 2 910                    | 6 312  | 2 256  | 2 707  | 333        | 9,1%          | 16,9%  | 5,6%   | 5,6%   |  |
| X.    | Odpisy z zysku netto w ciągu roku obrotowego(-)           | 2                        | -8     | 176    | -38    | -186       | 0,0%          | 0,0%   | 0,4%   | -0,1%  |  |
| B.    | ZOBOWIĄZANIA I REZERWY NA ZOBOWIĄZANIA                    | 14 992                   | 14 036 | 14 407 | 22 346 | 19 744     | 46,7%         | 37,5%  | 35,8%  | 46,2%  |  |
| I.    | Rezerwy na zobowiązania                                   | 1 272                    | 2 870  | 2 121  | 1 574  | 1 347      | 4,0%          | 7,7%   | 5,3%   | 3,3%   |  |
| 1.    | Rezerwa z tytułu odroczonego podatku dochodowego          | 153                      | 149    | 146    | 160    | 180        | 0,5%          | 0,4%   | 0,3%   | 0,4%   |  |
| 2.    | Rezerwa na świadczenia emerytalne i podobne               | 987                      | 2 572  | 1 824  | 1 264  | 1 017      | 3,1%          | 6,9%   | 4,5%   | 2,6%   |  |
|       | - długoterminowa                                          | 45                       | 53     | 55     | 60     | 60         | 0,1%          | 0,1%   | 0,1%   | 0,1%   |  |
|       | - krótkoterminowa                                         | 942                      | 2 520  | 1 769  | 1 204  | 958        | 2,9%          | 6,7%   | 4,4%   | 2,5%   |  |
| 3.    | Pozostałe rezerwy                                         | 131                      | 148    | 150    | 150    | 150        | 0,4%          | 0,4%   | 0,4%   | 0,3%   |  |
|       | - długoterminowe                                          | 131                      | 148    | 150    | 150    | 150        | 0,4%          | 0,4%   | 0,4%   | 0,3%   |  |
| II.   | Zobowiązania długoterminowe                               | 642                      | 545    | 313    | 396    | 396        | 2,0%          | 1,5%   | 0,8%   | 0,9%   |  |
| 1.    | Wobec pozostałych jednostek                               | 642                      | 545    | 313    | 396    | 396        | 2,0%          | 1,5%   | 0,8%   | 0,9%   |  |
|       | a) kredyty i pożyczki                                     |                          |        |        |        |            |               |        |        |        |  |
|       | b) z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych        |                          |        |        |        |            |               |        |        |        |  |
|       | c) inne zobowiązania finansowe                            |                          |        | 313    | 396    | 396        |               |        | 0,8%   | 0,8%   |  |
|       | d) inne                                                   | 642                      | 545    |        |        |            | 2,0%          | 1,5%   |        |        |  |
| III.  | Zobowiązania krótkoterminowe                              | 12 978                   | 10 621 | 11 973 | 20 376 | 18 001     | 40,4%         | 28,4%  | 29,7%  | 42,1%  |  |
| 1.    | Wobec jednostek powiązanych                               | 677                      | 53     | 0      | 1 056  | 67         | 2,1%          | 0,1%   | 0,0%   | 2,2%   |  |
|       | a) z tytułu dostaw i usług, o okresie wymagalności:       | 677                      | 53     | 0      | 0      | 0          | 2,1%          | 0,1%   | 0,0%   | 0,0%   |  |
|       | - do 12 miesięcy                                          | 677                      | 53     |        |        |            | 2,1%          | 0,1%   |        |        |  |
|       | c) inne                                                   |                          |        |        | 1 056  | 67         |               |        |        | 2,2%   |  |
| 2.    | Wobec pozostałych jednostek                               | 11 908                   | 10 238 | 11 717 | 19 135 | 17 934     | 37,1%         | 27,3%  | 29,1%  | 39,5%  |  |
|       | a) kredyty i pożyczki                                     | 4 767                    | 4 620  | 3 080  | 2 054  | 2 325      | 14,8%         | 12,3%  | 7,6%   | 4,2%   |  |
|       | b) z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych        |                          |        |        |        |            |               |        |        |        |  |
|       | c) inne zobowiązania finansowe                            |                          |        | 487    | 326    | 468        |               |        | 1,2%   | 0,7%   |  |
|       | d) z tytułu dostaw i usług, o okresie wymagalności:       | 5 356                    | 3 291  | 5 965  | 14 590 | 13 274     | 16,7%         | 8,8%   | 14,8%  | 30,1%  |  |
|       | - do 12 miesięcy                                          | 5 356                    | 3 291  | 5 965  | 14 590 | 13 274     | 16,7%         | 8,8%   | 14,8%  | 30,1%  |  |
|       | e) zaliczki otrzymane na dostawy                          |                          |        |        |        |            |               |        |        |        |  |
|       | f) zobowiązania wekslowe                                  |                          |        |        |        |            |               |        |        |        |  |
|       | g) z tytułu podatków, cel, ubezpieczeń i innych świadczeń | 974                      | 1 424  | 1 499  | 1 567  | 1 101      | 3,0%          | 3,8%   | 3,7%   | 3,2%   |  |
|       | h) z tytułu wynagrodzeń                                   | 487                      | 457    | 677    | 597    | 588        | 1,5%          | 1,2%   | 1,7%   | 1,2%   |  |
|       | i) inne                                                   | 325                      | 446    | 10     | 1      | 176        | 1,0%          | 1,2%   | 0,0%   | 0,0%   |  |
| 3.    | Fundusze specjalne                                        | 393                      | 331    | 256    | 185    |            | 1,2%          | 0,9%   | 0,6%   | 0,4%   |  |
| IV.   | Rozliczenia międzyokresowe                                | 100                      | 0      | 0      | 0      | 0          | 0,3%          | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   |  |
| 1.    | Inne rozliczenia międzyokresowe - krótkookresowe          | 100                      | 0      | 0      | 0      | 0          | 0,3%          | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   |  |
|       | PASYWA RAZEM                                              | 32 106                   | 37 451 | 40 262 | 48 417 | 45 999     | 100,0%        | 100,0% | 100,0% | 100,0% |  |

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Spółki

**Wycena 100% akcji Spółki Simple Creative Products S.A. z siedzibą w Warszawie**  
wg stanu na dzień 31.03.2013 r. z dnia 3 czerwca 2013 r.

**Tabela 6 Analiza wskaźnikowa Spółki w okresie 2009-2012 i 01-03.2013**

| Wyszczególnienie                                     | [j.m.]                                                                                     | Stan na<br>31.12.2009r. | Stan na<br>31.12.2010r. | Stan na<br>31.12.2011r. | Stan na<br>31.12.2012r. | Stan na<br>31.03.2013r. |
|------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|
| Podstawowe wielkości i wskaźniki struktury           |                                                                                            |                         |                         |                         |                         |                         |
| Suma bilansowa                                       | tys. zł.                                                                                   | 32 105,8                | 37 450,9                | 40 262,3                | 48 417,4                | 45 999,0                |
| Kapitał własny                                       | tys. zł.                                                                                   | 17 113,7                | 23 414,6                | 25 855,1                | 26 071,3                | 26 255,1                |
| Wynik netto (+/-)                                    | tys. zł.                                                                                   | 2 910,4                 | 6 311,8                 | 2 256,4                 | 2 707,2                 | 332,6                   |
| Przychody ze sprzedaży                               | tys. zł.                                                                                   | 65 201,0                | 81 443,2                | 83 923,7                | 102 832,9               | 24 080,7                |
| Kapitał stały                                        | tys. zł.                                                                                   | 17 954,0                | 24 161,5                | 26 370,1                | 26 686,8                | 26 890,4                |
| Wskaźnik struktury aktywów                           | %                                                                                          | 49,9                    | 48,6                    | 51,7                    | 37,6                    | 40,0                    |
| Wskaźnik struktury pasywów (źródło finansowania)     | %                                                                                          | 114,2                   | 166,8                   | 179,5                   | 116,7                   | 133,0                   |
| Wskaźnik pokrycia aktywów trwałych kapitałem własnym | %                                                                                          | 160,1                   | 191,0                   | 188,4                   | 197,1                   | 199,6                   |
| Wskaźnik pokrycia aktywów trwałych kapitałem stałym  | %                                                                                          | 168,0                   | 197,1                   | 192,1                   | 201,8                   | 204,5                   |
| Wskaźniki płynności                                  |                                                                                            |                         |                         |                         |                         |                         |
| Wskaźnik płynności I                                 | (aktywa obrotowe / bieżące zobowiązania)                                                   | 1,70                    | 2,45                    | 2,26                    | 1,74                    | 1,82                    |
| Wskaźnik płynności II                                | ((aktywa obrotowe - zapasy) / bieżące zobow.)                                              | 0,44                    | 1,00                    | 0,72                    | 0,47                    | 0,52                    |
| Wskaźnik płynności III                               | (środki pieniężne i inne aktywa pieniężne) / bieżące zobowiązania)                         | 0,12                    | 0,50                    | 0,30                    | 0,05                    | 0,05                    |
| Wskaźniki rentowności                                |                                                                                            |                         |                         |                         |                         |                         |
| Rentowność aktywów (ROA)                             | (wynik netto / przeciętny stan aktywów) *100                                               | 8,8                     | 18,1                    | 5,8                     | 7,4                     | 0,9                     |
| Rentowność kapitałów własnych (ROE)                  | (wynik netto / przeciętny stan kapitałów własnych) *100                                    | 17,5                    | 31,1                    | 9,2                     | 13,6                    | 1,7                     |
| Rentowność sprzedaży produktów, towarów i materiałów | (wynik na sprzedaży / przychody ze sprzedaży)*100                                          | 10,8                    | 10,1                    | 5,2                     | 3,6                     | 2,8                     |
| Rentowność EBIT                                      | (EBIT / Przychody ze sprzedaży)*100                                                        | 9,7                     | 10,6                    | 4,4                     | 3,9                     | 2,5                     |
| Rentowność EBITDA                                    | (EBITDA / Przychody ze sprzedaży)*101                                                      | 12,1                    | 12,2                    | 6,0                     | 3,9                     | 2,5                     |
| Rentowność netto                                     | (Zysk netto / Przychody ze sprzedaży)*102                                                  | 4,5                     | 7,7                     | 2,7                     | 2,6                     | 1,4                     |
| Wskaźniki zadłużenia                                 |                                                                                            |                         |                         |                         |                         |                         |
| Wskaźnik ogólnego zadłużenia                         | (zobowiązania ogółem / aktywa ogółem) *100 (bez ZFŚS)                                      | 41,2                    | 28,9                    | 29,9                    | 42,5                    | 40,0                    |
| Wskaźnik zobowiązań odsetkowych                      | (zobowiązania odsetkowe / Kapitał własny + zobowiązania odsetkowe) *100                    | 21,8                    | 16,5                    | 13,0                    | 12,8                    | 11,0                    |
| Wskaźniki efektywności                               |                                                                                            |                         |                         |                         |                         |                         |
| Wskaźnik rotacji środków trwałych                    | przychody ze sprzedaży / średni stan środków trwałych                                      | 8                       | 8                       | 7                       | 8                       | 8                       |
| Wskaźnik rotacji aktywów obrotowych                  | przychody ze sprzedaży / średni stan aktywów obrotowych                                    | 3                       | 3                       | 3                       | 3                       | 3                       |
| Szybkość obrotu zapasów                              | (przec. zapasy) * t / (koszty działalności operacyjnej)                                    | 117                     | 78                      | 77                      | 81                      | 95                      |
| Szybkość obrotu należności z tyt. dostaw i usług     | (przec. należności z tyt. dostaw, robót i usług) * t / przychody ze sprzedaży              | 18                      | 16                      | 17                      | 18                      | 24                      |
| Szybkość obrotu zobowiązań z tyt. dostaw i usług     | (przec. zobowiązania z tyt. dostaw, robót i usług) * t / (koszty działalności operacyjnej) | 45                      | 24                      | 22                      | 38                      | 54                      |

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Spółki

## 5 WYCENA METODĄ ZDYSKONTOWANYCH PRZYSZŁYCH STRUMIENI PIENIĘŻNYCH (DCF)

### 5.1 METODOLOGIA WYCENY

*Wycena metodą zdyskontowanych przyszłych strumieni pieniężnych (DCF)* opiera się na założeniu, że wartość przedsiębiorstwa/kapitałów własnych uzależniona jest od skali korzyści finansowych, jakie właścicielom przyniesie wyceniane przedsiębiorstwo w trakcie dalszego jego funkcjonowania. Wartość przedsiębiorstwa/kapitałów własnych może być zdefiniowana jako:

**Tabela 7 Procedura wyceny metodą DCF**

|     |                                                                                                                                                                  |
|-----|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| (+) | suma zdyskontowanych strumieni pieniężnych w okresie szczegółowej prognozy                                                                                       |
| (+) | wartość rezydualna (stanowiąca wartość bieżącą przyszłych strumieni pieniężnych generowanych przez przedsiębiorstwo po okresie szczegółowej prognozy)            |
| (+) | wartość tarczy podatkowej (przy technice APV - w oparciu o strumień pieniężny dostępny dla właścicieli i wierzycieli oraz nielewarowany koszt kapitału własnego) |
| (+) | wartość rynkowa aktywów pozaoperacyjnych na początek okresu szczegółowej prognozy                                                                                |
| (+) | wartość krótkoterminowych aktywów finansowych na początek okresu szczegółowej prognozy                                                                           |
| (-) | wartość długu odsetkowego (w przypadku procedury wyceny bazującej o przepływy pieniężne dla właścicieli i wierzycieli)                                           |

*Źródło: Opracowanie własne PKF Capital Sp. z o.o.*

Procedurę wyznaczenia wartości dochodowej Spółki przeprowadzono zgodnie z poniższym wzorem:

$$WD = \frac{CF_1}{(1+r)} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+r)^n} + \frac{RV}{(1+r)^n} + TP + AP + KAF - DO$$

gdzie:

WD – wartość dochodowa Spółki,

$CF_n$  – przepływy pieniężne dla roku n prognozy,

r – stopa dyskontowa,

TP – wartość tarczy podatkowej stanowiąca sumę wartości bieżącej z okresu szczegółowej prognozy oraz wartości rezydualnej zmniejszeń podatku dochodowego z tytułu korzystania z odsetkowych zewnętrznych źródeł finansowania,

AP – wartość rynkowa aktywów pozaoperacyjnych na początek okresu szczegółowej prognozy,

KAF – wartość krótkoterminowych aktywów finansowych na początek okresu szczegółowej prognozy,

DO - wartość długu odsetkowego (w przypadku procedury wyceny w oparciu o przepływy pieniężne dla właścicieli i wierzycieli) na początek okresu szczegółowej prognozy,

RV – wartość rezydualna, która wyznaczana jest wg wzoru poniżej:

$$RV = \frac{CF_n * (1+g)}{R_n - g}$$

gdzie:

$CF_n$  – przepływy pieniężne dla ostatniego roku prognozy,

$R_n$  – stopa dyskonta dla ostatniego roku prognozy,

$g$  – długoterminowe średnie tempo zmiany przepływów pieniężnych po okresie szczegółowej prognozy.

Wartość przepływów pieniężnych oraz stóp dyskontowych może być szacowana w oparciu jedną z następujących podstawowych technik wyceny metodą zdyskontowanych przyszłych strumieni pieniężnych:

- ❖ CFE – w oparciu o przepływy pieniężne dostępne dla właścicieli oraz koszt kapitału własnego,
- ❖ WACC – w oparciu o przepływy pieniężne dostępne dla właścicieli i wierzycieli oraz średni ważony koszt kapitału własnego,
- ❖ APV – w oparciu o przepływy pieniężne dostępne dla właścicieli i wierzycieli oraz nielewarowany koszt kapitału własnego.

**Przedmiotową procedurę wyceny Spółki dokonano w oparciu o przepływy pieniężne dostępne dla właścicieli i wierzycieli oraz lewarowany koszt kapitału (WACC).**

## 5.2 ZAŁOŻENIA OGÓLNE PROJEKCJI SPRAWOZDAŃ FINANSOWYCH SPÓŁKI STANOWIĄCYCH PODSTAWĘ WYCENY METODĄ DCF

Prognozę sprawozdań finansowych stanowiących podstawę wyceny Spółki metodą zdyskontowanych przyszłych strumieni pieniężnych dokonano w oparciu o następujące dokumenty przedstawione przez Spółkę:

1. Bilans Spółki na dzień 31.03.2013 r. i Rachunek zysków i strat za okres 01-03.2013 r.
2. Sprawozdania finansowe za lata 2009-2012,
3. Model finansowy – prognoza finansowa na lata 2013-2017 przygotowana przez Spółkę (w tym plan inwestycyjny),
4. Szczegółowe zestawienie środków trwałych,
5. Inne materiały analityczne zebrane i przygotowane przez pracowników Spółki.

Poniżej przedstawiono podstawowe założenia wyceny dochodowej:

- ❖ Prognozy na lata 2013-2018 stanowiące podstawę wyceny zostały sporządzone w cenach bieżących z uwzględnieniem przewidywanego poziomu wzrostu cen (inflacja) oraz innych założeń makroekonomicznych. Założenia makroekonomiczne przyjęte do wyceny przedstawia tabela poniżej:

**Tabela 8 Założenia makroekonomiczne stanowiące podstawę wyceny Spółki**

| L.p. | Wyszczególnienie                                         | Prognoza |        |        |        |        |        |
|------|----------------------------------------------------------|----------|--------|--------|--------|--------|--------|
|      |                                                          | 2013     | 2014   | 2015   | 2016   | 2017   | 2018   |
| I    | Rachunki narodowe                                        |          |        |        |        |        |        |
| 1    | Średnioroczny wzrost cen konsumpcyjnych (CPI) - Polska   | 1,60%    | 1,60%  | 1,50%  | 2,50%  | 2,50%  | 2,50%  |
| 2    | Wzrost PKB - Polska                                      | 1,30%    | 2,60%  | 3,10%  | 3,00%  | 3,00%  | 3,00%  |
| II   | Stopy procentowe                                         |          |        |        |        |        |        |
| 1    | Średnia rentowność lokowania wolnych środków pieniężnych | 3,05%    | 3,04%  | 3,04%  | 3,04%  | 3,04%  | 3,04%  |
| 2    | Średnie oprocentowanie kredytów bankowych inwestycyjnych | 5,74%    | 5,73%  | 5,73%  | 5,73%  | 5,73%  | 5,73%  |
| 3    | Średnie oprocentowanie kredytów krótkoterminowych        | 5,74%    | 5,73%  | 5,73%  | 5,73%  | 5,73%  | 5,73%  |
| 4    | WIBOR 1M                                                 | 3,74%    | 3,73%  | 3,73%  | 3,73%  | 3,73%  | 3,73%  |
| 5    | WIBOR 3M                                                 | 3,96%    | 3,95%  | 3,95%  | 3,95%  | 3,95%  | 3,95%  |
| III  | Podatki                                                  |          |        |        |        |        |        |
| 1    | PDOP                                                     | 19,00%   | 19,00% | 19,00% | 19,00% | 19,00% | 19,00% |
| IV   | Wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw                 |          |        |        |        |        |        |
| 1    | Dynamika przeciętnego wynagrodzenia - realna             | 1,38%    | 1,97%  | 2,76%  | 1,76%  | 1,76%  | 1,76%  |
| 2    | Dynamika przeciętnego wynagrodzenia - nominalna          | 3,00%    | 3,60%  | 4,30%  | 4,30%  | 4,30%  | 4,30%  |

*Źródło: Opracowanie własne na podstawie Raport o inflacji NBP, marzec 2013.*

- Dla wyliczenia wartości obecnej przyszłych strumieni pieniężnych w prognozie założono stopę dyskonta odzwierciedlającą średni ważony koszt kapitału (WACC), którego poszczególne elementy ustalono w następujący sposób:
  - Stopę oprocentowania papierów wartościowych wolnych od ryzyka przyjęto na poziomie średniej rocznej stopy zwrotu dla 10-letnich obligacji Skarbu Państwa o stałym oprocentowaniu na poziomie 3,949 % z dnia 31.03.2013 r. ([www.investing.com](http://www.investing.com)).

- Premię ryzyka branży, określającej najniższą możliwą do zaakceptowania przez potencjalnego inwestora rynkowego stopę zwrotu powyżej stopy wynikającej z oprocentowania papierów wartościowych wolnych od ryzyka, oszacowano jako iloczyn długookresowej podstawowej premii za ryzyko rynku kapitałowego oraz współczynnika Beta „lewarowanego” dla branży, w której funkcjonuje Spółka. Nadwyżka stopy zwrotu z portfela rynkowego ponad stopę wzrostu wolną od ryzyka została przyjęta na poziomie 6,62% zgodnie ze średnią premią ryzyka finansowego natomiast współczynnik Beta nielawerowany na poziomie 1,38 wg *Cost of Capital* Morningstar Inc. 03.2012. dla SIC 5621.
- Efektywny koszt kapitału obcego przy założeniu 2,00% premii kredytowej jako nadwyżki nad stopą wolną od ryzyka.
- Udział długu odsetkowego do kapitałów ogółem, przyjęto na poziomie 15,54%, co stanowi średni udział kapitału obcego na koniec 2012 r. oraz kapitału obcego w całym okresie prognozy.

Biorąc pod uwagę powyższe ustalenia, wielkość stóp dyskontowych (WACC) przyjęto zgodnie z poniższą tabelą.

**Tabela 9 Kalkulacja stopy dyskonta (WACC) przyjętej do wyliczenia wartości dochodowej Przedsiębiorstwa**

| L.p. | Wyszczególnienie                                                         | 2013          | 2014          | 2015          | 2016          | 2017          | 2018          |
|------|--------------------------------------------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 1    | Struktura kapitału: Dług/(Dług+Kapitał)                                  | 15,54%        | 15,54%        | 15,54%        | 15,54%        | 15,54%        | 15,54%        |
| 2    | Premia kredytowa/nadwyżka oprocentowania długu nad stopą wolną od ryzyka | 2,00%         | 2,00%         | 2,00%         | 2,00%         | 2,00%         | 2,00%         |
| 3    | Koszt długu                                                              | 5,89%         | 5,89%         | 5,89%         | 5,89%         | 5,89%         | 5,89%         |
| 4    | Stopa podatkowa                                                          | 19,0%         | 19,0%         | 19,0%         | 19,0%         | 19,0%         | 19,0%         |
| 5    | Efektywny koszt długu                                                    | 4,77%         | 4,77%         | 4,77%         | 4,77%         | 4,77%         | 4,77%         |
| 6    | Stopa wolna od ryzyka                                                    | 3,95%         | 3,95%         | 3,95%         | 3,95%         | 3,95%         | 3,95%         |
| 7    | Premia za ryzyko                                                         | 6,62%         | 6,62%         | 6,62%         | 6,62%         | 6,62%         | 6,62%         |
| 8    | Beta odlewarowana                                                        | 1,38          | 1,38          | 1,38          | 1,38          | 1,38          | 1,38          |
| 9    | Beta lewarowana                                                          | 1,59          | 1,59          | 1,59          | 1,59          | 1,59          | 1,59          |
| 10   | Premia ryzyka branży                                                     | 10,50%        | 10,50%        | 10,50%        | 10,50%        | 10,50%        | 10,50%        |
| 11   | Koszt kapitału własnego                                                  | 14,45%        | 14,45%        | 14,45%        | 14,45%        | 14,45%        | 14,45%        |
|      | <b>Razem stopa dyskonta (1+2)</b>                                        | <b>12,94%</b> | <b>12,94%</b> | <b>12,94%</b> | <b>12,94%</b> | <b>12,94%</b> | <b>12,94%</b> |

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Spółki

Wszystkie dane prezentowane w dalszej części opracowania dotyczące lat 2013-2018 są wielkościami prognozowanymi, przy czym prognoza w dużym stopniu bazuje na wartościach przedstawionych przez Spółkę na lata 2013-2017.

### **5.3 SZCZEGÓŁOWE ZAŁOŻENIA EKONOMICZNO-FINANSOWE PRZYJĘTE DO PROGNOZY NA LATA 2013-2018**

Prognozę przychodów ze sprzedaży i kosztów na okres 04-12.2013 oraz lata 2014-2018 przyjęto biorąc pod uwagę przedstawioną przez Zarząd Spółki projekcję finansową na lata 2013-2017, założenia Zarządu dotyczące przyszłej działalności Spółki, dane historyczne oraz ogólnie dostępne informacje na temat branży, w której działa Spółka. Do wyceny zostały przyjęte wielkości przychodów zgodnie z projekcją finansową przedstawioną przez Zarząd Spółki, natomiast skorygowano wartość kosztów.

Biorąc pod uwagę wysokie pozycjonowanie marki Simple Creative Products w segmencie odzieży damskiej strategia Spółki na lata 2013-2017 zakłada stabilną dynamikę sprzedaży tj. dwuprocentowy spadek w roku 2013, wzrost o 6% r/r w latach 2014-2016 oraz zmniejszenie dynamiki wzrostu w roku 2017 o ok. 2%. Głównym celem Spółki jest poprawa marży brutto, co ma być osiągnięte poprzez lepsze zarządzanie zapasami. Niższa marża brutto w roku 2012 była spowodowana nieefektywną polityką zarządzania zapasami, które zostały zakupione w nadmiarze przez co Spółka była zmuszona stosować dodatkowe rabaty i promocje oraz zwiększyć sprzedaż nisko marżowych komponentów do szwalni. W wyniku takiej sytuacji Zarząd Spółki będzie dążył to osiągnięcia optymalnego poziomu zapasów poprzez zmniejszenie zakupów zapasów w kolejnych sezonach, co spowoduje brak konieczności stosowania tak dużej ilości przecen oraz zmniejszy wartość sprzedawanych komponentów do szwalni.

Dynamika kosztów została założona na poziomie inflacji, przy czym Spółka wierzy, iż w tym obszarze istnieje duży potencjał oszczędności, który zamierza wykorzystać.

Spółka zamierza otworzyć nowe salony sprzedaży w Rosji i na Ukrainie, koszty związane z uruchomieniem zostaną poniesione już w roku 2013, jednak przychody zgodnie z prognozą Spółki będą generowane od następnego roku tj. 2014, stąd m.in. zakładany wzrost przychodów. Oprócz nowych sklepów zagranicą celem Zarządu Spółki jest również zwiększanie ilości salonów w kraju, gdzie łącznie Spółka zamierza otworzyć w 2013 roku 4 nowe salony handlowe, w 2014 roku jeden salon, w 2015 roku kolejne cztery salony oraz w 2016 roku jeden salon. Wszystkie nowo otwarte sklepy z założenia będą charakteryzowały się powierzchnią ok. 85m<sup>2</sup> oraz 5-cio osobowym zespołem pracowników. Średnia planowana sprzedaż takiego sklepu to 1 120 zł na m<sup>2</sup>. Dodatkowo w planach Spółki jest poszerzenie kolekcji damskiej o część weekendową, co również powinno przyczynić się do wzrostu sprzedaży.

Zarząd Spółki kierując się aktualną wiedzą oraz wnioskami z lat poprzednich, sporządzając prognozy finansowe założył mniejszy wzrost przychodów, ale większą dynamikę wzrostu marży brutto.

Po szczegółowej analizie prognozy przedstawionej przez Spółkę, postanowiono dokonać korekty założeń dotyczących wartości sprzedanych towarów i materiałów.

Wykonanie przychodów, wyniku brutto ze sprzedaży oraz wyniku netto Spółki za rok 2012 było wyższe niż przewidywano. Jednakże mając na uwadze ostrożne podejście do wyceny, a przede wszystkim sporządzonych projekcji finansowych postanowiono nie korygować przedstawionych przychodów. W przypadku kosztów z kolei zastosowano wartość amortyzacji wyliczoną przez Wykonawcę oraz od 2014 roku skorygowano wielkość wartości sprzedanych towarów i materiałów. Jak wspomniano powyżej Spółka w sporządzonych prognozach przyjęła wysoką dynamikę marży brutto oraz dużo niższą dynamikę kosztów sprzedanych towarów i materiałów. Analiza danych historycznych Spółki wskazuje, że w latach poprzednich dynamika kosztów sprzedanych towarów i materiałów była zawsze wyższa niż osiąganych z tego tytułu przychodów, wobec czego przyjęte przez Spółkę założenia skorygowano i ustalono dynamikę kosztów z tego tytułu na poziomie o 0,5% niższym niż dynamika przychodów, co w konsekwencji pozwala na utrzymanie marży brutto na poziomie 47,26% w ostatnim roku prognozy oraz do osiągnięcia rentowności na sprzedaży w wysokości 5,81% w ostatnim roku prognozy.

**Tabela 10 Wyniki działalności Spółki na przestrzeni lat 2008-2012 oraz w I kwartale 2013 roku (tys. zł)**

| Lp.      | Wyszczególnienie                                   | Wykonanie |        |        |        |            |         |            |
|----------|----------------------------------------------------|-----------|--------|--------|--------|------------|---------|------------|
|          |                                                    | 2008      | 2009   | 2010   | 2011   | 01-03.2012 | 2012    | 01-03.2013 |
| <b>1</b> | <b>Wielkości wynikowe</b>                          |           |        |        |        |            |         |            |
| 1        | Przychody netto ze sprzedaży i zrównanie z nimi    | 50 712    | 65 201 | 81 443 | 83 924 | 22 479     | 102 833 | 24 081     |
| 2        | Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów | 19 084    | 29 052 | 38 441 | 41 412 | 11 762     | 58 181  | 13 833     |
| 3        | Zysk (strata) brutto ze sprzedaży (1-2)            | 31 627    | 36 149 | 43 002 | 42 512 | 10 717     | 44 652  | 10 248     |
| 4        | Marża brutto na sprzedaży                          | 62%       | 55%    | 53%    | 51%    | 48%        | 43%     | 43%        |

*Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych otrzymanych od Spółki*

Prognozę przychodów ze sprzedaży oraz kosztów w układzie kalkulacyjnym prezentują tabele na następnej stronie. Przy czym ze względu, iż przedstawione przez Zarząd prognozy są sporządzone w innym układzie niż wariant kalkulacyjny w celu podziału kosztów na koszty sprzedaży oraz ogólnego zarządu zastosowano średni wskaźnik proporcji tych kosztów w roku 2012 oraz w I kwartale 2013 roku.

Ponieważ prognoza przedstawiona przez Spółkę została sporządzona na lata 2013-2017, rok 2018 został zaprognozowany biorąc pod uwagę dynamikę z ostatniego roku prognozy Spółki.

**Tabela 11** Prognoza przychodów ze sprzedaży i z równanych z nimi na lata 2013-2018 (tys. zł)

| Wyszczególnienie                                                 | 2012           | 01-03.2013    | Prognoza      |                |                |                |                |                |                |
|------------------------------------------------------------------|----------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
|                                                                  |                |               | 04-12.2013    | 2013           | 2014           | 2015           | 2016           | 2017           | 2018           |
| <b>A. Przychody netto ze sprzedaży i zrównane z nimi, w tym:</b> | <b>102 833</b> | <b>24 081</b> | <b>76 508</b> | <b>100 589</b> | <b>106 970</b> | <b>113 238</b> | <b>119 549</b> | <b>122 173</b> | <b>124 856</b> |
| I. Przychód ze sprzedaży produktów                               | 313            | 131           |               | 131            |                |                |                |                |                |
| II. Przychód ze sprzedaży towarów i materiałów                   | 102 520        | 23 950        | 76 508        | 100 458        | 106 970        | 113 238        | 119 549        | 122 173        | 124 856        |

*Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych otrzymanych od Spółki*

**Tabela 12. Prognoza kosztów podstawowej działalności operacyjnej na lata 2013–2018 (tys. zł)**

| L.p. | Wyszczególnienie                         | 2012          | 01-03-2013    | 04-12-2013    | 2013          | 2014           | 2015           | 2016           | 2017           | 2018           |
|------|------------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| I.   | Koszty sprzedanych produktów             | 47            | 28            |               |               |                |                |                |                |                |
| II.  | Wartość sprzedanych towarów i materiałów | 58 134        | 13 805        | 39 938        | 53 743        | 56 958         | 60 010         | 63 055         | 64 124         | 65 211         |
| III. | Koszty sprzedaży                         | 37 845        | 8 920         | 30 361        | 39 281        | 41 858         | 44 658         | 46 782         | 47 927         | 48 720         |
| IV.  | Koszty ogólnego zarządu                  | 3 128         | 658           | 2 299         | 2 957         | 3 151          | 3 361          | 3 521          | 3 607          | 3 667          |
| V.   | <b>RAZEM</b>                             | <b>99 154</b> | <b>23 411</b> | <b>72 570</b> | <b>95 981</b> | <b>101 966</b> | <b>108 030</b> | <b>113 359</b> | <b>115 658</b> | <b>117 598</b> |

*Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych otrzymanych od Spółki*

### 5.3.1 Pozostałe założenia przychodowo-kosztowe

Poniżej przedstawiono pozostałe założenia przychodowo kosztowe przyjęte do projekcji sprawozdań finansowych Simple Creative Products S.A. na lata 2013-2018.

#### 5.3.1.1 Pozostałe przychody i koszty operacyjne

Nie prognozowano przychodów i kosztów pozostałej działalności operacyjnej w latach 2013-2018.

#### 5.3.1.2 Przychody i koszty finansowe

Przychody finansowe wynikają z wielkości prognozowanych wolnych środków pieniężnych (odsetek od sald wolnych środków pieniężnych) w latach 2013-2018.

Szczegółową projekcję przychodów finansowych przedstawia tabela poniżej.

**Tabela 13 Projekcja odsetek od wolnych środków pieniężnych na przestrzeni okresu szczegółowej prognozy (tys. zł)**

| L.p. | Wyszczególnienie                                    | Średni stan w | Średni stan w | Średni stan w | Średni stan w | Średni stan w | Średni stan w |
|------|-----------------------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|      |                                                     | 04-12.2013    | 2014          | 2015          | 2016          | 2017          | 2018          |
| 1    | Średni stan wolnych środków pieniężnych             | 879           | 930           | 1 038         | 767           | 822           | 1 021         |
| 2    | Przyjęte oprocentowanie wolnych środków pieniężnych | 3,05%         | 3,04%         | 3,04%         | 3,04%         | 3,04%         | 3,04%         |
| 3    | <b>Razem odsetki</b>                                | <b>20</b>     | <b>28</b>     | <b>32</b>     | <b>23</b>     | <b>25</b>     | <b>31</b>     |

*Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Spółki*

Koszty finansowe wynikają z oprocentowania kredytów i pożyczek już zaciągniętych przez Spółkę, nowych kredytów i pożyczek, na które wystąpiło zapotrzebowanie oraz zobowiązań z tytułu leasingu finansowego. Stan nowych kredytów i pożyczek został przyjęty zgodnie z oszacowanym przez Wykonawcę zapotrzebowaniem na dodatkowe środki pieniężne i może odbiegać od przedstawionej przez Spółkę prognozy.

Prognozę kosztów finansowych i zobowiązań odsetkowych prezentują tabele poniżej:

**Tabela 14 Prognoza kredytów i pożyczek w latach 2013-2018 (tys. zł)**

| L.p. | Wyszczególnienie                                               | 04-12.2013 | 2014  | 2015  | 2016  | 2017  | 2018  |
|------|----------------------------------------------------------------|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 1    | Wartość kredytów i pożyczek na początek okresu                 | 2 325      | 5 000 | 6 000 | 7 000 | 5 500 | 3 500 |
| 2    | Wartość kredytów i pożyczek na koniec okresu                   | 3 500      | 5 000 | 6 000 | 7 000 | 5 500 | 3 500 |
| a    | z tego kredyty w rachunku bieżącym                             | 3 500      | 5 000 | 6 000 | 7 000 | 5 500 | 3 500 |
| b    | z tego kredyty/pożyczki inwestycyjne                           | 0          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 3    | Zmiana w stanie kredytów i pożyczek                            | 1 175      | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 4    | Wartość prowizji i odsetek naliczonych i zapłaconych w okresie | 92         | 244   | 315   | 372   | 358   | 258   |
| a    | z tego kredyty w rachunku bieżącym                             | 25         | 244   | 315   | 372   | 358   | 258   |
| b    | z tego kredyty/pożyczki inwestycyjne                           | 67         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |

*Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Spółki*

**Tabela 15 Prognoza zobowiązań z tytułu leasingu finansowego w latach 2013-2018 (tys. zł)**

| L.p. | Wyszczególnienie                                    | 04-12.2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|------|-----------------------------------------------------|------------|------|------|------|------|------|
| 1    | Wartość leasingu na początek okresu                 | 864        | 576  | 321  | 161  | 24   | 0    |
|      | zwiększenie                                         |            |      |      |      |      |      |
|      | zmniejszenie                                        | 290        | 255  | 160  | 136  | 0    | 0    |
| 2    | Wartość leasingu na koniec okresu                   | 576        | 321  | 161  | 24   | 0    | 0    |
| a    | z tego długoterminowe                               | 321        | 161  | 24   | 0    | 0    | 0    |
| b    | z tego krótkoterminowe                              | 255        | 160  | 136  | 24   | 0    | 0    |
| 3    | Zmiana w stanie zobowiązań z tyt. Leasingu          | -289       | -255 | -160 | -136 | -24  | 0    |
| 4    | Wartość odsetek naliczonych i zapłaconych w okresie | 31         | 26   | 14   | 5    | 1    | 0    |

*Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Spółki*

### 5.3.1.3 Zyski i straty nadzwyczajne

Nie prognozowano strat i zysków nadzwyczajnych w całym okresie prognozy.

### 5.3.1.4 Podatek dochodowy od osób prawnych

Stopa podatku dochodowego w całym okresie prognozy została przyjęta na poziomie 19% liczonych od wynikającego z projekcji zysku brutto z uwzględnieniem trwałych i przejściowych różnic w podstawie opodatkowania (różnica między amortyzacją bilansową i podatkową, PFRON, amortyzacja środków trwałych w leasingu oraz odsetki od zobowiązań z tyt. leasingu).

Prognozę podatku dochodowego przedstawia tabela poniżej:

**Tabela 16 Przedstawienie kalkulacji podatku dochodowego w poszczególnych latach prognozy (tys. zł)**

| Lp. | Wyszczególnienie                                                  | 2012       | 2013         | 2014         | 2015         | 2016         | 2017         |
|-----|-------------------------------------------------------------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| I   | Zysk brutto                                                       | 4 244      | 4 763        | 4 910        | 5 836        | 6 181        | 7 031        |
| II  | Trwałe różnice w podstawie opodatkowania (III-IV)                 | 845        | 901          | 736          | 605          | 467          | 397          |
| III | Koszty nie stanowiące kosztów uzyskania przychodów                | 845        | 901          | 736          | 605          | 467          | 397          |
| IV  | Przychody wyłączone z opodatkowania                               | 0          | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| V   | Podstawa opodatkowania (I+II)                                     | 5 089      | 5 664        | 5 646        | 6 441        | 6 649        | 7 427        |
| VI  | Rozliczenie strat podatkowych z lat poprzednich                   | 0          | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| VII | <b>Podatek dochodowy od osób prawnych do zapłacenia (VIII-IX)</b> | <b>967</b> | <b>1 076</b> | <b>1 073</b> | <b>1 224</b> | <b>1 263</b> | <b>1 411</b> |

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Spółki

### 5.3.2 Założenia w zakresie majątku i źródeł finansowania

Poniżej przedstawiono podstawowe założenia w zakresie projekcji bilansu Spółki na lata 2013-2018.

#### 5.3.2.1 Wartości niematerialne i prawne oraz rzeczowe aktywa trwałe

Tabela poniżej przedstawia prognozowaną wartość nakładów inwestycyjnych na środki trwałe:

Dane w zakresie stanu rzeczowych aktywów trwałych oraz wartości niematerialnych w poszczególnych latach prognozy przedstawia poniższe zestawienie:

**Tabela 17. Prognoza stanu aktywów trwałych oraz wartości niematerialnych i prawnych w poszczególnych latach prognozy (ceny bieżące, wartości w tys. zł)**

| Wyszczególnienie                            | 04-12.2013    | 2014          | 2015          | 2016          | 2017          | 2018         |
|---------------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|
| <b>Wartość bilansowa na początek okresu</b> | <b>11 764</b> | <b>11 740</b> | <b>11 563</b> | <b>11 228</b> | <b>10 839</b> | <b>9 585</b> |
| Zwiększenie w tym:                          |               |               |               |               |               |              |
| inwestycje w rzeczowy majątek trwały        | 1 823         | 2 340         | 2 210         | 2 040         | 850           | 1 000        |
| Zmniejszenia                                |               |               |               |               |               |              |
| amortyzacja majątku dotychczasowego         | 1 776         | 2 195         | 1 980         | 1 651         | 1 183         | 920          |
| amortyzacja majątku z inwestycji            | 71            | 322           | 565           | 777           | 922           | 1 014        |
| <b>Wartość bilansowa na koniec okresu</b>   | <b>11 740</b> | <b>11 563</b> | <b>11 228</b> | <b>10 839</b> | <b>9 585</b>  | <b>8 650</b> |

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Spółki

Zmiany wielkości rzeczowych aktywów trwałych przyjęte w prognozie wynikają z:

- Prognozy wydatków inwestycyjnych na lata 2013-2017 przedstawionej w modelu finansowym sporządzonym przez Spółkę;
- Dodatkowo założono wydatki na inwestycje odtworzeniowe w roku 2018 w wysokości 1000 tys. zł.

W prognozie na lata 2013-2018 nie planowano zbycia lub likwidacji środków trwałych posiadających wartość bilansową (nieplanowe odpisy amortyzacyjne).

### 5.3.2.2 Zapotrzebowanie na kapitał obrotowy.

Zapotrzebowanie na kapitał obrotowy określono na podstawie:

- cyklu obrotowości w dniach liczonego do przychodów ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów w przypadku należności handlowych,
- cyklu obrotowości w dniach liczonego do kosztów działalności operacyjnej pomniejszonych o amortyzację w przypadku zobowiązań handlowych i zapasów.

W 2013 roku wskaźniki cyklu obrotowości należności, zapasów oraz zobowiązań przyjęto na poziomie z grudnia 2012 roku. W kolejnych latach założono stopniowy spadek wszystkich wskaźników i od 2015 roku założono utrzymanie się ich na stałym poziomie.

**Tabela 18 Cykle rotacji kapitału obrotowego w dniach w latach 2013-2018**

| Wyszczególnienie                         | 2012 | 01-03.2013 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|------------------------------------------|------|------------|------|------|------|------|------|------|
| Wskaźnik obrotowości zapasów w dniach    | 83   | 97         | 83   | 80   | 77   | 77   | 77   | 77   |
| Wskaźnik obrotowości należności w dniach | 18   | 24         | 18   | 18   | 16   | 16   | 16   | 16   |
| Wskaźnik obrotowości zobowiązań w dniach | 39   | 55         | 39   | 30   | 23   | 23   | 23   | 23   |

*Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Spółki*

**Tabela 19 Projekcja zmiany kapitału obrotowego w latach 2013-2018 (tys. zł)**

| Wyszczególnienie                        | 2012          | 01-03.2013    | 2013          | 2014          | 2015          | 2016          | 2017          | 2018          |
|-----------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Stan zapasów                            | 25 787        | 23 487        | 21 276        | 21 797        | 22 253        | 23 402        | 23 955        | 24 400        |
| Stan należności z tytułu dostaw i usług | 6 270         | 6 516         | 4 954         | 5 275         | 4 964         | 5 240         | 5 356         | 5 473         |
| Stan zobowiązań z tytułu dostaw i usług | 14 590        | 13 274        | 9 997         | 8 174         | 6 647         | 6 990         | 7 155         | 7 288         |
| <b>Razem kapitał obrotowy</b>           | <b>17 468</b> | <b>16 728</b> | <b>16 233</b> | <b>18 898</b> | <b>20 570</b> | <b>21 652</b> | <b>22 155</b> | <b>22 585</b> |
| <b>Zmiana stanu kapitału obrotowego</b> |               |               | <b>-495</b>   | <b>2 666</b>  | <b>1 671</b>  | <b>1 082</b>  | <b>503</b>    | <b>430</b>    |

*Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Spółki*

### 5.3.2.3 Kapitały własne

Zmiany wielkości kapitałów własnych w prognozie na lata 2013-2018 wynikają ze zmian w poziomie wyniku finansowego roku obrotowego w efekcie przedstawionych wyżej założeń przychodowo-kosztowych. W całym okresie prognozy założono wypłatę z zysku (dywidenda) w wysokości zgodnej z założeniami przedstawionymi przez Spółkę na lata 2013-2017, natomiast w roku 2018 przyjęto wypłatę dywidendy na poziomie 4 000 tys. zł. Natomiast pozostała część z zysku z roku poprzedniego oraz różnice kursowe z konsolidacji z oddziałem (przyjęte wg stanu na dzień 31.12.2012r.) powiększają wartość kapitału zapasowego.

## 5.4 PROJEKCJA SPRAWOZDAŃ FINANSOWYCH STANOWIĄCYCH PODSTAWĘ WYCENY SPÓŁKI METODĄ DCF

**Tabela 20** Projekcja rachunku zysków i strat Spółki w okresie 2013-2018 (tys. zł)

| Wyszczególnienie                                                        | 2012           | 01-<br>03.2013 | LATA OBROTOWE  |                |                |                |                |                |
|-------------------------------------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
|                                                                         |                |                | 2013           | 2014           | 2015           | 2016           | 2017           | 2018           |
| <b>A. Przychody netto ze sprzedaży i zrównane z nimi, w tym:</b>        | <b>102 833</b> | <b>24 081</b>  | <b>100 458</b> | <b>106 970</b> | <b>113 238</b> | <b>119 549</b> | <b>122 173</b> | <b>124 856</b> |
| I. Przychód ze sprzedaży produktów                                      | 313            | 131            | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| II. Przychody netto ze sprzedaży towarów i materiałów                   | 102 520        | 23 950         | 100 458        | 106 970        | 113 238        | 119 549        | 122 173        | 124 856        |
| <b>B. Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów, w tym:</b>    | <b>58 181</b>  | <b>13 833</b>  | <b>53 743</b>  | <b>56 958</b>  | <b>60 010</b>  | <b>63 055</b>  | <b>64 124</b>  | <b>65 211</b>  |
| Koszt wytworzenia sprzedanych produktów                                 | 47             | 28             | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| Wartość sprzedanych towarów i materiałów                                | 58 134         | 13 805         | 53 743         | 56 958         | 60 010         | 63 055         | 64 124         | 65 211         |
| <b>Zysk (strata) brutto ze sprzedaży (A-B)</b>                          | <b>44 652</b>  | <b>10 248</b>  | <b>46 715</b>  | <b>50 012</b>  | <b>53 227</b>  | <b>56 494</b>  | <b>58 049</b>  | <b>59 644</b>  |
| Koszty sprzedaży                                                        | 37 845         | 8 920          | 39 281         | 41 858         | 44 658         | 46 782         | 47 927         | 48 720         |
| Koszty ogólnego zarządu                                                 | 3 128          | 658            | 2 957          | 3 151          | 3 361          | 3 521          | 3 607          | 3 667          |
| <b>F. Zysk (strata) ze sprzedaży (C-D-E)</b>                            | <b>3 679</b>   | <b>670</b>     | <b>4 478</b>   | <b>5 004</b>   | <b>5 207</b>   | <b>6 190</b>   | <b>6 515</b>   | <b>7 257</b>   |
| <b>G. Pozostałe przychody operacyjne</b>                                | <b>734</b>     | <b>108</b>     | <b>108</b>     | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       |
| I. Zysk ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych                       | 0              | 25             | 25             |                |                |                |                |                |
| II. Dotacje                                                             | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |                |
| III. Inne przychody operacyjne                                          | 734            | 83             | 83             |                |                |                |                |                |
| <b>H. Pozostałe koszty operacyjne</b>                                   | <b>374</b>     | <b>170</b>     | <b>170</b>     | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       |
| I. Strata ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych                     | 0              | 0              | 0              |                |                |                |                |                |
| II. Aktualizacja wartości aktywów niefinansowych                        | 24             | 0              | 0              |                |                |                |                |                |
| III. Inne koszty operacyjne                                             | 351            | 170            | 170            |                |                |                |                |                |
| <b>I. Zysk (strata) z działalności operacyjnej (F+G-H)</b>              | <b>4 039</b>   | <b>609</b>     | <b>4 416</b>   | <b>5 004</b>   | <b>5 207</b>   | <b>6 190</b>   | <b>6 515</b>   | <b>7 257</b>   |
| <b>J. Przychody finansowe</b>                                           | <b>67</b>      | <b>0</b>       | <b>21</b>      | <b>28</b>      | <b>32</b>      | <b>23</b>      | <b>25</b>      | <b>31</b>      |
| I. Dywidendy i udziały w zyskach                                        | 0              | 0              | 0              |                |                |                |                |                |
| II. Odsetki                                                             | 7              | 0              | 21             | 28             | 32             | 23             | 25             | 31             |
| III. Zysk ze zbycia inwestycji                                          | 0              | 0              | 0              |                |                |                |                |                |
| IV. Aktualizacja wartości inwestycji                                    | 0              | 0              | 0              |                |                |                |                |                |
| V. Inne                                                                 | 60             | 0              | 0              |                |                |                |                |                |
| <b>K. Koszty finansowe</b>                                              | <b>356</b>     | <b>70</b>      | <b>193</b>     | <b>269</b>     | <b>329</b>     | <b>378</b>     | <b>359</b>     | <b>258</b>     |
| I. Odsetki                                                              | 356            | 62             | 185            | 269            | 329            | 378            | 359            | 258            |
| II. Strata ze zbycia inwestycji                                         | 0              | 0              | 0              |                |                |                |                |                |
| III. Aktualizacja wartości inwestycji                                   | 0              | 0              | 0              |                |                |                |                |                |
| IV. Inne                                                                | 0              | 8              | 8              |                |                |                |                |                |
| <b>L. Zysk (strata) z działalności gospodarczej (I+J-K)</b>             | <b>3 750</b>   | <b>539</b>     | <b>4 244</b>   | <b>4 763</b>   | <b>4 910</b>   | <b>5 836</b>   | <b>6 181</b>   | <b>7 031</b>   |
| <b>M. Wynik zdarzeń nadzwyczajnych (M.I. - M.II.)</b>                   | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       |
| <b>N. Zysk (strata) brutto</b>                                          | <b>3 750</b>   | <b>539</b>     | <b>4 244</b>   | <b>4 763</b>   | <b>4 910</b>   | <b>5 836</b>   | <b>6 181</b>   | <b>7 031</b>   |
| <b>O. Podatek dochodowy</b>                                             | <b>1 042</b>   | <b>206</b>     | <b>887</b>     | <b>1 061</b>   | <b>1 063</b>   | <b>1 220</b>   | <b>1 260</b>   | <b>1 408</b>   |
| I. bieżący podatek                                                      | 1 042          | 206            | 967            | 1 076          | 1 073          | 1 224          | 1 263          | 1 411          |
| <b>P. Pozostałe obowiązkowe zmniejszenia zysku (zwiększenia straty)</b> | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       |
| <b>R. Zysk (strata) netto</b>                                           | <b>2 707</b>   | <b>333</b>     | <b>3 357</b>   | <b>3 702</b>   | <b>3 847</b>   | <b>4 615</b>   | <b>4 921</b>   | <b>5 623</b>   |

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych otrzymanych od Spółki

Tabela 21 Projekcja aktywów Spółki w okresie 2013-2018 (tys. zł)

| Pozycja                                        | Stan na<br>31.12.2012 | Stan na<br>31.03.2013 | Stan na<br>31.12.2013 | Stan na<br>31.12.2014 | Stan na<br>31.12.2015 | Stan na<br>31.12.2016 | Stan na<br>31.12.2017 | Stan na<br>31.12.2018 |
|------------------------------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| <b>A. Aktywa Trwale</b>                        | <b>13 224</b>         | <b>13 151</b>         | <b>13 054</b>         | <b>12 877</b>         | <b>12 542</b>         | <b>12 153</b>         | <b>10 899</b>         | <b>9 964</b>          |
| I. Wartości niematerialne i prawne             | 93                    | 80                    | 48                    | 25                    | 7                     | 0                     | 0                     | 0                     |
| II. Rzeczowe aktywa trwałe                     | 11 818                | 11 685                | 11 693                | 11 538                | 11 221                | 10 839                | 9 585                 | 8 650                 |
| III. Należności długoterminowe                 | 950                   | 1 070                 | 950                   | 950                   | 950                   | 950                   | 950                   | 950                   |
| IV. Inwestycje długoterminowe                  | 0                     | 0                     | 0                     | 0                     | 0                     | 0                     | 0                     | 0                     |
| V. Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe   | 364                   | 317                   | 364                   | 364                   | 364                   | 364                   | 364                   | 364                   |
| <b>B. Aktywa obrotowe</b>                      | <b>35 193</b>         | <b>32 848</b>         | <b>29 114</b>         | <b>30 243</b>         | <b>30 381</b>         | <b>31 353</b>         | <b>32 688</b>         | <b>33 091</b>         |
| I. Zapasy                                      | 25 787                | 23 487                | 21 276                | 21 797                | 22 253                | 23 402                | 23 955                | 24 400                |
| II. Należności krótkoterminowe                 | 7 466                 | 7 899                 | 6 167                 | 6 506                 | 6 212                 | 6 518                 | 6 662                 | 6 812                 |
| III. Inwestycje krótkoterminowe                | 1 085                 | 956                   | 803                   | 1 057                 | 1 019                 | 515                   | 1 129                 | 913                   |
| IV. Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe | 855                   | 505                   | 869                   | 883                   | 896                   | 919                   | 942                   | 966                   |
| <b>Razem Aktywa</b>                            | <b>48 417</b>         | <b>45 999</b>         | <b>42 169</b>         | <b>43 120</b>         | <b>42 923</b>         | <b>43 506</b>         | <b>43 587</b>         | <b>43 055</b>         |

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych otrzymanych od Spółki

Tabela 22 Projekcja pasywów Spółki w okresie 2013-2018 (tys. zł)

| Pozycja                                                            | Stan na<br>31.12.2012 | Stan na<br>31.03.2013 | Stan na<br>31.12.2013 | Stan na<br>31.12.2014 | Stan na<br>31.12.2015 | Stan na<br>31.12.2016 | Stan na<br>31.12.2017 | Stan na<br>31.12.2018 |
|--------------------------------------------------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| <b>A. Kapitał (fundusz) własny</b>                                 | <b>26 071</b>         | <b>26 255</b>         | <b>23 428</b>         | <b>25 130</b>         | <b>24 977</b>         | <b>24 592</b>         | <b>25 514</b>         | <b>27 137</b>         |
| I. Kapitał (fundusz) podstawowy                                    | 500                   | 500                   | 500                   | 500                   | 500                   | 500                   | 500                   | 500                   |
| II. Należne wpłaty na kapitał podstawowy (wielkość ujemna)         | 0                     | 0                     | 0                     | 0                     | 0                     | 0                     | 0                     | 0                     |
| III. Udziały (akcje) własne (wielkość ujemna)                      | 0                     | 0                     | 0                     | 0                     | 0                     | 0                     | 0                     | 0                     |
| IV. Kapitał (fundusz) zapasowy                                     | 24 902                | 24 902                | 19 571                | 20 928                | 20 630                | 19 477                | 20 092                | 21 014                |
| V. Kapitał (fundusz) z aktualizacji wyceny                         | 0                     | 0                     | 0                     | 0                     | 0                     | 0                     | 0                     | 0                     |
| VI. Pozostałe kapitały (fundusze) rezerwowe                        | 0                     | 0                     | 0                     | 0                     | 0                     | 0                     | 0                     | 0                     |
| VII. Zysk (strata) z lat ubiegłych                                 | -2 000                | 707                   | 3 357                 | 3 702                 | 3 847                 | 4 615                 | 4 921                 | 5 623                 |
| VIII. Zysk (strata) netto                                          | 2 707                 | 333                   | 0                     | 0                     | 0                     | 0                     | 0                     | 0                     |
| IX. Odpisy z zysku netto w ciągu roku obrotowego (wielkość ujemna) | 0                     | 0                     | 0                     | 0                     | 0                     | 0                     | 0                     | 0                     |
| X. Różnice kursowe z konsolidacji z oddziałem                      | -38                   | -186                  | 0                     | 0                     | 0                     | 0                     | 0                     | 0                     |
| <b>B. Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania</b>                   | <b>22 346</b>         | <b>19 744</b>         | <b>18 740</b>         | <b>17 990</b>         | <b>17 946</b>         | <b>18 914</b>         | <b>18 073</b>         | <b>15 918</b>         |
| I. Rezerwy na zobowiązania                                         | 1 574                 | 1 347                 | 1 901                 | 2 010                 | 2 126                 | 2 214                 | 2 274                 | 2 337                 |
| II. Zobowiązania długoterminowe                                    | 396                   | 396                   | 321                   | 161                   | 24                    | 0                     | 0                     | 0                     |
| III. Zobowiązania krótkoterminowe                                  | 20 376                | 18 001                | 16 519                | 15 820                | 15 795                | 16 700                | 15 798                | 13 581                |
| IV. Rozliczenia międzyokresowe                                     | 0                     | 0                     | 0                     | 0                     | 0                     | 0                     | 0                     | 0                     |
| <b>Razem Pasywa</b>                                                | <b>48 417</b>         | <b>45 999</b>         | <b>42 169</b>         | <b>43 120</b>         | <b>42 923</b>         | <b>43 506</b>         | <b>43 587</b>         | <b>43 055</b>         |

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych otrzymanych od Spółki

**Wycena 100% akcji Spółki Simple Creative Products S.A. z siedzibą w Warszawie**  
wg stanu na dzień 31.03.2013 r. z dnia 3 czerwca 2013 r.

**Tabela 21 Projekcja aktywów Spółki w okresie 2013-2018 (tys. zł)**

| Pozycja                                        | Stan na<br>31.12.2012 | Stan na<br>31.03.2013 | Stan na<br>31.12.2013 | Stan na<br>31.12.2014 | Stan na<br>31.12.2015 | Stan na<br>31.12.2016 | Stan na<br>31.12.2017 | Stan na<br>31.12.2018 |
|------------------------------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| <b>A. Aktywa Trwałe</b>                        | <b>13 224</b>         | <b>13 151</b>         | <b>13 054</b>         | <b>12 877</b>         | <b>12 542</b>         | <b>12 153</b>         | <b>10 899</b>         | <b>9 964</b>          |
| I. Wartości niematerialne i prawne             | 93                    | 80                    | 48                    | 25                    | 7                     | 0                     | 0                     | 0                     |
| II. Rzeczowe aktywa trwałe                     | 11 818                | 11 685                | 11 693                | 11 538                | 11 221                | 10 839                | 9 585                 | 8 650                 |
| III. Należności długoterminowe                 | 950                   | 1 070                 | 950                   | 950                   | 950                   | 950                   | 950                   | 950                   |
| IV. Inwestycje długoterminowe                  | 0                     | 0                     | 0                     | 0                     | 0                     | 0                     | 0                     | 0                     |
| V. Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe   | 364                   | 317                   | 364                   | 364                   | 364                   | 364                   | 364                   | 364                   |
| <b>B. Aktywa obrotowe</b>                      | <b>35 193</b>         | <b>32 848</b>         | <b>29 114</b>         | <b>30 243</b>         | <b>30 381</b>         | <b>31 353</b>         | <b>32 688</b>         | <b>33 091</b>         |
| I. Zapasy                                      | 25 787                | 23 487                | 21 276                | 21 797                | 22 253                | 23 402                | 23 955                | 24 400                |
| II. Należności krótkoterminowe                 | 7 466                 | 7 899                 | 6 167                 | 6 506                 | 6 212                 | 6 518                 | 6 662                 | 6 812                 |
| III. Inwestycje krótkoterminowe                | 1 085                 | 956                   | 803                   | 1 057                 | 1 019                 | 515                   | 1 129                 | 913                   |
| IV. Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe | 855                   | 505                   | 869                   | 883                   | 896                   | 919                   | 942                   | 966                   |
| <b>Razem Aktywa</b>                            | <b>48 417</b>         | <b>45 999</b>         | <b>42 169</b>         | <b>43 120</b>         | <b>42 923</b>         | <b>43 506</b>         | <b>43 587</b>         | <b>43 055</b>         |

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych otrzymywanych od Spółki

**Tabela 22 Projekcja pasywów Spółki w okresie 2013-2018 (tys. zł)**

| Pozycja                                                            | Stan na<br>31.12.2012 | Stan na<br>31.03.2013 | Stan na<br>31.12.2013 | Stan na<br>31.12.2014 | Stan na<br>31.12.2015 | Stan na<br>31.12.2016 | Stan na<br>31.12.2017 | Stan na<br>31.12.2018 |
|--------------------------------------------------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| <b>A. Kapitał (fundusz) własny</b>                                 | <b>26 071</b>         | <b>26 255</b>         | <b>23 428</b>         | <b>25 130</b>         | <b>24 977</b>         | <b>24 592</b>         | <b>25 514</b>         | <b>27 137</b>         |
| I. Kapitał (fundusz) podstawowy                                    | 500                   | 500                   | 500                   | 500                   | 500                   | 500                   | 500                   | 500                   |
| II. Należne wpłaty na kapitał podstawowy (wielkość ujemna)         | 0                     | 0                     | 0                     | 0                     | 0                     | 0                     | 0                     | 0                     |
| III. Udziały (akcje) własne (wielkość ujemna)                      | 0                     | 0                     | 0                     | 0                     | 0                     | 0                     | 0                     | 0                     |
| IV. Kapitał (fundusz) zapasowy                                     | 24 902                | 24 902                | 19 571                | 20 928                | 20 630                | 19 477                | 20 092                | 21 014                |
| V. Kapitał (fundusz) z aktualizacji wyceny                         | 0                     | 0                     | 0                     | 0                     | 0                     | 0                     | 0                     | 0                     |
| VI. Pozostałe kapitały (fundusze) rezerwowe                        | 0                     | 0                     | 0                     | 0                     | 0                     | 0                     | 0                     | 0                     |
| VII. Zysk (strata) z lat ubiegłych                                 | -2 000                | 707                   | 0                     | 0                     | 0                     | 0                     | 0                     | 0                     |
| VIII. Zysk (strata) netto                                          | 2 707                 | 333                   | 3 357                 | 3 702                 | 3 847                 | 4 615                 | 4 921                 | 5 623                 |
| IX. Odpisy z zysku netto w ciągu roku obrotowego (wielkość ujemna) | 0                     | 0                     | 0                     | 0                     | 0                     | 0                     | 0                     | 0                     |
| X. Różnice kursowe z konsolidacji z oddziałem                      | -38                   | -186                  | 0                     | 0                     | 0                     | 0                     | 0                     | 0                     |
| <b>B. Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania</b>                   | <b>22 346</b>         | <b>19 744</b>         | <b>18 740</b>         | <b>17 990</b>         | <b>17 946</b>         | <b>18 914</b>         | <b>18 073</b>         | <b>15 918</b>         |
| I. Rezerwy na zobowiązania                                         | 1 574                 | 1 347                 | 1 901                 | 2 010                 | 2 126                 | 2 214                 | 2 274                 | 2 337                 |
| II. Zobowiązania długoterminowe                                    | 396                   | 396                   | 321                   | 161                   | 24                    | 0                     | 0                     | 0                     |
| III. Zobowiązania krótkoterminowe                                  | 20 376                | 18 001                | 16 519                | 15 820                | 15 795                | 16 700                | 15 798                | 13 581                |
| IV. Rozliczenia międzyokresowe                                     | 0                     | 0                     | 0                     | 0                     | 0                     | 0                     | 0                     | 0                     |
| <b>Razem Pasywa</b>                                                | <b>48 417</b>         | <b>45 999</b>         | <b>42 169</b>         | <b>43 120</b>         | <b>42 923</b>         | <b>43 506</b>         | <b>43 587</b>         | <b>43 055</b>         |

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych otrzymywanych od Spółki

## 5.5 WYNIKI WYCENY SPÓŁKI METODĄ ZDYSKONTOWANYCH PRZYSZŁYCH STRUMIENI PIENIĘŻNYCH

Wyniki wyceny Spółki metodą zdyskontowanych przyszłych strumieni pieniężnych przedstawiają poniższe zestawienia.

**Tabela 24 Oszacowanie wartości dochodowej kapitałów własnych Spółki na bazie zdyskontowanych przyszłych strumieni pieniężnych za okres 04-12.2013-2018 (tys. zł)**

| L.p. | Wyszczególnienie                                                                                                                                  | LATA PROGNOZY |        |        |        |        |        |
|------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
|      |                                                                                                                                                   | 04-12.2013    | 2014   | 2015   | 2016   | 2017   | 2018   |
| 1    | EBIT w tys. PLN                                                                                                                                   | 3 808         | 5 004  | 5 207  | 6 190  | 6 515  | 7 257  |
| 2    | Podatek od EBIT w tys. PLN                                                                                                                        | 764           | 1 122  | 1 129  | 1 291  | 1 327  | 1 454  |
| 3    | EBIT pomniejszony o podatek CIT w tys. PLN                                                                                                        | 3 044         | 3 882  | 4 078  | 4 899  | 5 188  | 5 803  |
| 4    | Amortyzacja w tys. PLN                                                                                                                            | 1 847         | 2 517  | 2 545  | 2 429  | 2 104  | 1 935  |
| 5    | Nakłady inwestycyjne w tys. PLN                                                                                                                   | -1 823        | -2 340 | -2 210 | -2 040 | -850   | -1 000 |
| 6    | Zmiana kapitału obrotowego w tys. PLN                                                                                                             | 495           | -2 666 | -1 671 | -1 082 | -503   | -430   |
| 7    | Razem przepływy pieniężne w tys. PLN                                                                                                              | 3 563         | 1 394  | 2 742  | 4 206  | 5 940  | 6 308  |
| I    | Razem stopa dyskonta                                                                                                                              | 12,89%        | 12,94% | 12,94% | 12,94% | 12,94% | 12,94% |
| II   | Współczynnik dyskonta dla poszczególnych lat                                                                                                      | 0,9556        | 0,9268 | 0,8854 | 0,8854 | 0,8854 | 0,8854 |
| III  | Składany współczynnik dyskonta dla poszczególnych lat *                                                                                           | 0,9556        | 0,8856 | 0,7841 | 0,6943 | 0,6148 | 0,5444 |
| IV   | Zdyskontowane strumienie pieniężne w tys. PLN                                                                                                     | 3 405         | 1 234  | 2 150  | 2 920  | 3 652  | 3 434  |
| V    | Razem zdyskontowane strumienie z działalności operacyjnej w tys. PLN                                                                              |               |        |        |        |        | 16 795 |
| VI   | Wartość rezydualna przyszłych strumieni z działalności operacyjnej w tys. PLN                                                                     |               |        |        |        |        | 35 087 |
| VII  | Razem zdyskontowane strumienie w okresie szczegółowej prognozy oraz wartość rezydualna przyszłych strumieni z działalności operacyjnej w tys. PLN |               |        |        |        |        | 51 882 |
| VIII | Wolne strumienie pieniężne ze sprzedaży aktywów pozaoperacyjnych na początek okresu szczegółowej prognozy w tys. PLN.                             |               |        |        |        |        | 1 070  |
| IX   | Środki pieniężne na początek okresu prognozy w tys. PLN                                                                                           |               |        |        |        |        | 956    |
| X    | Wartość bieżąca (zdyskontowana) długu odsetkowego na początek okresu szczegółowej prognozy                                                        |               |        |        |        |        | 3 190  |
| XI   | Wartość Spółki w tys. PLN                                                                                                                         |               |        |        |        |        | 50 719 |

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Spółki

\* Składany współczynnik dyskonta dla poszczególnych lat uwzględnia zastosowanie współczynnika środka okresu.

Na wartość dochodową kapitałów własnych Spółki w kwocie **50 719 tys. zł.** składają się:

- Zdyskontowane saldo przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej w okresie prognozy w kwocie **16 795 tys. zł,**
- Zdyskontowana wartość rezydualna wyliczona metodą kapitalizacji dochodu w kwocie **35 087 tys. zł,** wyznaczona na podstawie wzoru:

$$RV = \frac{CF_n \times (1+g)}{R_n - g} = \frac{3\,312 \text{ tys. zł.}}{12,94\% - 3,5\%} = 35\,087 \text{ tys. zł}$$

gdzie:

CF<sub>n</sub> – jako zdyskontowane przepływy z ostatniego roku prognozy przyjęto zdyskontowany EBIT pomniejszony o 19% podatek dochodowy: 5 878 tys. zł x (1+0,035) x 0,5444 = 3 312 tys. zł,

R<sub>n</sub> – stopa dyskonta dla ostatniego roku prognozy: 12,94 %,

g – długoterminowe średnie tempo zmiany strumieni pieniężnych z działalności operacyjnej po okresie szczegółowej prognozy: 3,5 p.p., (długoterminowa inflacja + prognozowany wzrost realny).

Przyjęcie za bazę do wyliczenia wartości rezydualnej EBIT pomniejszony o podatek dochodowy dla ostatniego roku prognozy wynika z następujących faktów:

- W długim okresie czasu wartość nakładów inwestycyjnych powinna odpowiadać wartości amortyzacji, aby zapewnić odtworzenie majątku produkcyjnego,
  - Wpływ zapotrzebowania na kapitał obrotowy na przepływy przyjęte do wyliczenia wartości rezydualnej powinien wynosić „0” (na potrzeby kalkulacji wartości rezydualnej przyjmuje się, że w długim okresie czasu zmiana stanu zapasów i należności krótkoterminowych jest równa kwotowo zmianie stanu zobowiązań krótkoterminowych),
- Wolne strumienie pieniężne ze sprzedaży aktywów pozaoperacyjnych na początek okresu szczegółowej prognozy, które stanowią kaucje wpłacone jako zabezpieczenie do umów najmu oraz depozyt gwarancyjny wpłacony do dwóch umów leasingowych wykazane w należnościach długoterminowych, w kwocie: **1 070 tys. zł.**
- Wartość środków pieniężnych na początek okresu prognozy w kwocie **956 tys. zł.**
- Wartość bieżąca długu odsetkowego na początek okresu szczegółowej prognozy w kwocie **3 190 tys. zł.**

## **6 WYCENA METODĄ MNOŻNIKÓW RYNKOWYCH**

W ramach wyceny podmiotów gospodarczych metodą mnożników rynkowych stosowane są dwa podstawowe podejścia:

- Metoda giełdowych mnożników rynkowych, która pozwala określić wartość rynkową wycenianego przedsiębiorstwa poprzez porównywanie 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 i wyborze 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.
- Metoda transakcyjnych mnożników rynkowych, która pozwala określić wartość rynkową wycenianego przedsiębiorstwa poprzez porównanie go z innymi podobnymi podmiotami, których akcje/udziały były przedmiotem transakcji kupna/sprzedaży. W oparciu o historyczne ceny transakcyjne pakietów, jakie akcje/udziały tych spółek uzyskały, metoda ta pozwala oszacować rynkową wartość analizowanego przedsiębiorstwa.

Ze względu na fakt, że w dostępnych bazach danych brak jest wiarygodnych danych na temat transakcji kupna/sprzedaży pakietów udziałów/akcji nie publicznych podmiotów podobnych do wycenianej Spółki, przedmiotową wycenę oparto na metodzie giełdowych mnożników rynkowych i odstąpiono od wyceny metodą transakcyjnych mnożników rynkowych.

### **6.1 METODOLOGIA WYCENY METODĄ GIEŁDOWYCH MNOŻNIKÓW RYNKOWYCH**

*Wycena metodą giełdowych mnożników rynkowych* polega na wykorzystaniu do celów wyceny relacji ekonomicznych (wskaźników, mnożników) ukształtowanych na rynku kapitałowym danego kraju w wyniku powtarzających się transakcji kupna-sprzedaży całości lub części (udziałów, akcji) przedsiębiorstw. Wskaźniki określają najczęściej relacje wartości rynkowej kapitału przedsiębiorstw do wartości ekonomicznej, charakteryzującej efekty działalności tych przedsiębiorstw. Inaczej mówiąc, przy zastosowaniu metody wskaźników giełdowych wartość przedsiębiorstwa określa się pośrednio, na podstawie jego porównania z innymi, podobnymi podmiotami gospodarczymi.

Procedura wykorzystania metody wskaźników giełdowych do wyceny przedsiębiorstwa polega na:

- Dokonaniu wyboru wskaźnika (lub ich grupy) będącego podstawą wyceny,
- Znalezieniu grupy przedsiębiorstw o charakterystyce zbliżonej do wycenianego,
- Wyznaczeniu dla wycenianej firmy wielkości będącej podstawą wybranego mnożnika (wielkość ekonomiczna wyrażająca efekt działalności),
- Ustaleniu wartości przedsiębiorstwa przez przemnożenie tej wielkości przez poziom mnożnika w porównawczej grupie przedsiębiorstw.

W niniejszym opracowaniu wycena metodą wskaźników giełdowych została sporządzona w oparciu o następujące wskaźniki:

**1. Wartość rynkowa kapitału własnego do zysku (P/E) – liczona wg wzoru:**

$$V_o = \left[ \frac{P}{E} \right]_b * E_o, \text{ gdzie}$$

$V_o$  - rynkowa wartość kapitału własnego,

$\left[ \frac{P}{E} \right]$  - wartość wskaźnika dla spółek porównywalnych,

$E_o$  - zysk netto za ostatnie cztery kwartały Spółki wycenianej

**2. Wartość rynkowa przedsiębiorstwa (Enterprise Value) do przychodów ze sprzedaży (EV/S) – liczona wg wzoru:**

$$V_o = \left[ \frac{EV}{S} \right]_b * S_o, \text{ gdzie:}$$

$V_o$  - rynkowa wartość wycenianego przedsiębiorstwa,

$\left[ \frac{EV}{S} \right]$  - wartość wskaźnika dla spółek porównywalnych,

$S_o$  - przychody ze sprzedaży za ostatnie cztery kwartały Spółki wycenianej.

**3. Wartość rynkowa przedsiębiorstwa (Enterprise Value) do zysku operacyjnego przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem (EV/EBIT) – liczona wg wzoru:**

$$V_o = \left[ \frac{EV}{EBIT} \right]_b * EBIT_o, \text{ gdzie:}$$

$V_o$  - rynkowa wartość wycenianego przedsiębiorstwa,

$\left[ \frac{EV}{EBIT} \right]$  - wartość wskaźnika dla spółek porównywalnych,

$EBIT_o$  - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem za ostatnie cztery kwartały Spółki wycenianej.

**4. Wartość rynkowa przedsiębiorstwa (Enterprise Value) do zysku operacyjnego przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją (EV/EBITDA) – liczona wg wzoru:**

$$V_o = \left[ \frac{EV}{EBITDA} \right]_b * EBITDA_o, \text{ gdzie:}$$

$V_o$  - rynkowa wartość wycenianego przedsiębiorstwa,

$\left[ \frac{EV}{EBITDA} \right]$  - wartość wskaźnika dla spółek porównywalnych,

$EBITDA_o$  - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją za ostatnie cztery kwartały Spółki wycenianej.

W każdym przypadku wartość przedsiębiorstwa (EV) wyznaczana jest jako suma wartości rynkowej kapitału własnego (kapitalizacja rynkowa lub wartość rynkowa kapitału własnego ustalona na podstawie ceny transakcyjnej) oraz zadłużenia odsetkowego netto na dzień wyceny. Do wyceny Spółki zastosowano mnożniki: P/E, EV/S, EV/EBIT i EV/EBITDA. Taki wybór wynika z następujących faktów:

1. Wybrane mnożniki należą do 4 z 6 najpopularniejszych, najczęściej stosowanych w praktyce mnożników obok P/EBT i P/BV.
2. Każdy z zastosowanych mnożników w różny sposób wyraża jakość prowadzonego przedsiębiorstwa:
  - P/E – uwzględnia w wycenie wynik netto prowadzonej działalności (mnożnik wynikowy),
  - EV/S – porównuje Spółki pod kątem zdolności do generowania przepływów pieniężnych, uwzględnia w swojej konstrukcji strukturę finansowania (mnożnik cash'owy),
  - EV/EBIT – główną zaletą wskaźnika jest brak zniekształceń spowodowanych różnymi stopami podatku dochodowego oraz możliwość porównania spółek o różnym poziomie zadłużenia,
  - EV/EBITDA – dostarcza informacji o Spółce zarówno pod kątem zdolności Spółki do generowania strumieni pieniężnych jak i osiągniętych wyników na poziomie operacyjnym, uwzględnia strukturę finansowania Spółki (mnożnik wynikowo-cash'owy),

Ze względu na istotne różnice w strukturze majątku i źródeł finansowania pomiędzy Spółkami z grupy porównawczej a Spółką wycenianą oraz biorąc pod uwagę profil działalności Spółki Simple Creative Products S.A. odrzucono mnożnik oparty na wartości księgowej Spółki (P/BV).

Biorąc pod uwagę małą reprezentatywność wskaźnika P/E oraz EV/EBIT (wartość ustalona jedynie na podstawie 2 danych) postanowiono nadać tym wskaźnikom najmniejszą wagę tj. po 20%, natomiast dla pozostałych wskaźników EV/S oraz EV/EBITDA, mając na uwadze ich dużą reprezentatywność, stabilność oraz fakt, że wskaźnik EV/S najlepiej odpowiada profilowi działalności Spółki przyjęto równe wagi tj. po 30%.

Wycenę metodą mnożników giełdowych sporządzono w oparciu o wyniki finansowe i dane bilansowe za ostatnie 12 miesięcy.

Tabele poniżej prezentują wybrane założenia finansowe stanowiące podstawę wyceny:

**Tabela 25 Pakiet akcji podlegający wycenie**

| Lp. | Wyszczególnienie                                  | Wartość   |
|-----|---------------------------------------------------|-----------|
| 1   | Ogólna liczba akcji/udziałów Spółki               | 5 000 000 |
| 2   | Liczba akcji/udziałów podlegająca wycenie         | 5 000 000 |
| 3   | Procent akcji/udziałów Spółki podlegający wycenie | 100,00%   |

*Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Spółki*

**Tabela 26 Dane finansowe Spółki przyjęte jako podstawa wyceny za okres od 01.04.2012 do 31.03.2013**

| Lp. | Wyszczególnienie                                      | Wartość |
|-----|-------------------------------------------------------|---------|
| 1   | Zysk (strata) netto za ostatnie 12 miesięcy           | 2 387   |
| 2   | Przychody ze sprzedaży Spółki za ostatnie 12 miesięcy | 104 435 |
| 3   | EBIT za ostatnie 12 miesięcy                          | 3 802   |
| 4   | EBITDA za ostatnie 12 miesięcy                        | 6 192   |
| 5   | Aktywa netto na dzień kończący ostatnie 12 miesięcy   | 26 255  |
| 6   | Dług oprocentowany netto <sup>1</sup>                 | 3 190   |

*Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Spółki*

<sup>1</sup> Wartość długu netto obliczona jest wg wzoru: dług oprocentowany minus środki pieniężne.

## **6.2 WYCENA WARTOŚCI SPÓŁKI METODĄ GIEŁDOWYCH MNOŻNIKÓW RYNKOWYCH**

### **6.2.1 Prezentacja spółek podobnych**

Wyceny metodą wskaźników giełdowych dokonano wg wskaźników charakterystycznych dla przedsiębiorstw podobnych. Dla ustalenia wartości bazowej wskaźników wykorzystano informacje finansowe spółek z branży w której funkcjonuje wyceniana Spółka.

#### ***Zakłady odzieżowe BYTOM S.A.***

Zakłady odzieżowe Bytom S.A. działają w obszarze współczesnego krawiectwa dla mężczyzn. Spółka Bytom specjalizuje się w tworzeniu i dystrybucji kolekcji formalnej mody męskiej. Firma rozpoczęła swoją działalność w lipcu 1945 roku.

#### ***LPP S.A.***

LPP S.A. jest polską firmą, która zajmuje się projektowaniem i dystrybucją odzieży. Od 2001 roku jest notowana na warszawskiej giełdzie. Spółka jest właścicielem 5 marek odzieżowych : Reserved, Cropp, House, Mohito oraz Sinsay.

#### ***Mewa S.A.***

Mewa S.A. funkcjonuje na polskim rynku od blisko 50 lat. Początkowo jako przedsiębiorstwo państwowe przekształcone w 1991 r. w spółkę akcyjną. W wyniku przeprowadzonej w ostatnich latach wszechstronnej restrukturyzacji, Mewa S.A. z firmy produkcyjnej przekształciła się w firmę handlową, zajmującą się zakupem i sprzedażą odzieży.

#### ***Redan. S.A.***

Grupa Kapitałowa Redan prowadzi działalność w zakresie detalicznej sprzedaży odzieży w Polsce oraz w innych krajach Europy Środkowo-Wschodniej. Redan opiera się na dwóch filarach: dyskontowym - w ramach którego sprzedaż prowadzi sieć sklepów Textilmarket oraz modowym - obejmującym ofertę marek Top Secret, Troll oraz - od 2011 r. – Drywash. Sieć detaliczna Redan obejmuje ponad 450 sklepów.

#### ***Solar Company S.A.***

Solar Company jest właścicielem polskiej marki Solar, działającej na polskim rynku marek modowych skierowanych do kobiet i lidera wysokogatunkowych dzianin, oryginalnego wzornictwa i wysokiej jakości wykończenia. Pod marką Solar sprzedawane są autorskie kolekcje odzieży damskiej oraz akcesoriów odzieżowych.

#### ***Vistula Group S.A.***

Vistula Group S.A. jest spółką, która specjalizuje się w projektowaniu, produkcji i dystrybucji biżuterii oraz kolekcji mody dla kobiet i mężczyzn. Dominująca działalność operacyjna Vistula Group S.A. związana jest aktualnie z rozwojem następujących marek: Vistula, W.Kruk, Wólczanka oraz Deni Cler Milano.

#### ***Esotiq & Henderson***

Przedsiębiorstwo zajmuje się projektowaniem, produkcją oraz sprzedażą produktów odzieżowych i kosmetycznych. Produkty spółki są dostępne w blisko 200 salonach ESOTIQ i EVA MINGE na terenie Polski i Europy.

Szczegółowe dane dotyczące wielkości finansowych poszczególnych spółek przedstawia tabela na następnej stronie.

## 6.2.2 Wyliczenie wartości mnożników giełdowych dla spółek bazowych (podobnych)

Dla spółek bazowych dokonano wyliczenia mnożników giełdowych na podstawie:

- kapitalizacji wartości spółek na podstawie średnich ważonych wolumenem kursów akcji z trzech ostatnich miesięcy przed dniem wyceny (02.01-28.03.2013),
- publikowanych przez spółki sprawozdań finansowych.

Wyliczenie wartości poszczególnych wskaźników dla spółek bazowych przedstawiają poniższe tabele:

Tabela 27 Wartość rynkowa kapitału własnego oraz przedsiębiorstwa (EV) spółek bazowych na dzień wyceny

| Lp. | Wyszczególnienie             | Siedziba podmiotu podobnego (kraj) | Kod ISIN     | Giełda, na której notowany jest podmiot podobny (nazwa, kraj) | Wahata notowań giełdowych i danych finansowych | Kapitałizacja rynkowa (w tys. waluty notowań) | Dług odsetkowy netto (w tys. waluty notowań) | Wartość przedsiębiorstwa - Enterprise Value (w tys. waluty notowań) |
|-----|------------------------------|------------------------------------|--------------|---------------------------------------------------------------|------------------------------------------------|-----------------------------------------------|----------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------|
| 1   | Zakłady Odzieżowe BYTOM S.A. | Polska                             | PLBYTOM00010 | GPW                                                           | PLN                                            | 27 608                                        | 9 989                                        | 37 597                                                              |
| 2   | LPP S.A.                     | Polska                             | PLLPP0000011 | GPW                                                           | PLN                                            | 9 162 656                                     | 218 807                                      | 9 381 463                                                           |
| 3   | McwA S.A.                    | Polska                             | PLMEWA000012 | GPW                                                           | PLN                                            | 7 815                                         | -332                                         | 7 483                                                               |
| 4   | Redan S.A.                   | Polska                             | PLREDAN00019 | GPW                                                           | PLN                                            | 31 248                                        | 55 285                                       | 86 533                                                              |
| 5   | Solar Company S.A.           | Polska                             | PLSLRCP00021 | GPW                                                           | PLN                                            | 162 900                                       | -11 670                                      | 151 230                                                             |
| 6   | Vistula Group S.A.           | Polska                             | PLVSTLA00011 | GPW                                                           | PLN                                            | 167 327                                       | 213 021                                      | 380 348                                                             |
| 7   | ESOTIQ&Henderson S.A.        | Polska                             | PLESTHN00018 | NewConnect                                                    | PLN                                            | 47 200                                        | 15 797                                       | 62 997                                                              |

Źródło: Opracowanie własne

Tabela 28 Dane finansowe spółek bazowych za okres ostatnich 12 miesięcy na dzień sporządzenia raportu finansowego (w tys. waluty notowań) oraz kalkulacja giełdowych mnożników rynkowych

| Lp. | Wyszczególnienie                                   | Zysk (strata) netto za ostatnie 12 miesięcy lub ostatni rok obrotowy (w tys. waluty notowań) | P/E   | Sprzedaż za ostatnie 12 miesięcy lub ostatni rok obrotowy (w tys. waluty notowań) | EV/S | EBIT za ostatnie 12 miesięcy lub ostatni rok obrotowy (w tys. waluty notowań) | EV/EBIT | EBITDA za ostatnie 12 miesięcy lub ostatni rok obrotowy (w tys. waluty notowań) | EV/EBITDA |
|-----|----------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------|-------|-----------------------------------------------------------------------------------|------|-------------------------------------------------------------------------------|---------|---------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| I   | Nazwa firmy podobnej notowanej na rynku publicznym |                                                                                              |       |                                                                                   |      |                                                                               |         |                                                                                 |           |
| 1   | Zakłady Odzieżowe BYTOM S.A.                       | -4 268                                                                                       |       | 71 890                                                                            | 0,52 | -5 023                                                                        |         | -2 190                                                                          |           |
| 2   | LPP S.A.                                           | 337 985                                                                                      |       | 3 316 667                                                                         |      | 438 174                                                                       |         | 555 013                                                                         |           |
| 3   | McwA S.A.                                          | -2 625                                                                                       |       | 9 148                                                                             | 0,82 | -3 602                                                                        |         | -3 181                                                                          |           |
| 4   | Redan S.A.                                         | -6 200                                                                                       |       | 429 470                                                                           | 0,20 | -7 459                                                                        |         | 1 667                                                                           |           |
| 5   | Solar Company S.A.                                 | 5 369                                                                                        |       | 140 319                                                                           | 1,08 | 6 716                                                                         |         | 11 286                                                                          | 13,40     |
| 6   | Vistula Group S.A.                                 | 8 836                                                                                        | 18,94 | 400 052                                                                           | 0,95 | 24 809                                                                        | 15,33   | 37 349                                                                          | 10,18     |
| 7   | ESOTIQ&Henderson                                   | 4 149                                                                                        | 11,38 | 94 083                                                                            | 0,67 | 4 721                                                                         | 13,34   | 5 583                                                                           | 11,28     |
| II  | Wartość wskaźników bazowych (mediana)              |                                                                                              | 15,16 |                                                                                   | 0,74 |                                                                               | 14,34   |                                                                                 | 11,28     |

Źródło: Opracowanie własne

Przy ustalaniu mnożników bazowych nie brano pod uwagę wartości ujemnych oraz skrajnych – znacznie odbiegających od przeciętnej (komórki puste w tabeli).

### 6.3 WYCENA WARTOŚCI SPÓŁKI METODĄ GIEŁDOWYCH MNOŻNIKÓW RYNKOWYCH

Podczas oszacowywania wartości Spółki Simple Creative Products S.A. metodą giełdowych mnożników rynkowych, jako wartość potencjalnych przepływów pieniężnych ze sprzedaży aktywów pozaoperacyjnych ujęto wartość kaucji stanowiących zabezpieczenie do umów najmu oraz gwarancji dot. umów leasingowych, wykazanych w bilansie w pozycji należności długoterminowych.

Wyniki wyliczenia wartości rynkowej Spółki metodą giełdowych mnożników rynkowych prezentuje poniższa tabela:

**Tabela 29 Wyniki wyceny Spółki dla poszczególnych mnożników giełdowych (tys. zł)**

| L.p. | Wyszczególnienie                                                                                                                                                                                   | P/E    | EV/S   | EV/EBIT | EV/EBITDA |
|------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------|--------|---------|-----------|
| 1    | Waga wskaźnika                                                                                                                                                                                     | 20%    | 30%    | 20%     | 30%       |
| 2    | Wartość wskaźnika                                                                                                                                                                                  | 15,16  | 0,74   | 14,34   | 11,28     |
| 3    | Wartość 100% kapitałów własnych lub wartość przedsiębiorstwa (Enterprise Value) wg poszczególnych mnożników przed korektami z tytułu płynności i kontroli                                          | 36 189 | 77 282 | 54 521  | 69 845    |
| 4    | Wartość długu odsetkowego netto                                                                                                                                                                    |        | 3 190  | 3 190   | 3 190     |
| 5    | Wartość 100% kapitałów własnych wg poszczególnych mnożników przed korektami z tytułu płynności i kontroli                                                                                          | 36 189 | 74 092 | 51 331  | 66 656    |
| 6    | Korekta z tytułu dyskonta za niepłynność wycenianej Spółki *                                                                                                                                       | -20%   |        |         |           |
| 7    | Korekta z tytułu premii za kontrolę **                                                                                                                                                             | 20%    |        |         |           |
| 8    | Wartość 100% kapitałów własnych wg poszczególnych mnożników po korektach z tytułu płynności i kontroli                                                                                             | 34 742 | 71 128 | 49 278  | 63 989    |
| 9    | Potencjalne przepływy pieniężne ze sprzedaży aktywów pozaoperacyjnych                                                                                                                              | 1 070  |        |         |           |
| 10   | Wartość 100% kapitałów własnych wg poszczególnych mnożników po korektach z tytułu płynności i kontroli po uwzględnieniu potencjalnych przepływów pieniężnych ze sprzedaży aktywów pozaoperacyjnych | 35 812 | 72 199 | 50 348  | 65 060    |
| 11   | Średnioważona wartość 100% kapitałów własnych po korektach z tytułu płynności i kontroli                                                                                                           | 58 409 |        |         |           |

*Źródło: Opracowanie własne*

\* - ze względu na fakt, że wyceniane przedsiębiorstwo jest podmiotem nie notowanym na rynku publicznym, a wyznaczone mnożniki rynkowe zostały ustalone dla podmiotów, których akcje notowane są na rynku publicznym, należy dokonać korekty z tytułu braku płynności akcji/udziałów wycenianego przedsiębiorstwa.

\*\* - ponieważ wyceniany pakiet akcji/udziałów jest pakietem kontrolnym (100% udziału w kapitale podstawowym), a wyznaczone mnożniki rynkowe zostały ustalone w oparciu o notowania giełdowe, które dotyczą transakcji pakietami mniejszościowymi należy dokonać korekty z tytułu premii za kontrolę.

## 7 SPIS TABEL

|                                                                                                                                                                                                      |    |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Tabela 1 Wyniki wycen przeprowadzonych poszczególnymi metodami.....                                                                                                                                  | 4  |
| Tabela 2 Analiza rachunku zysków i strat za okres 2009-2012 i 01-03.2013.....                                                                                                                        | 16 |
| Tabela 3 Analiza aktywów trwałych Spółki w okresie 2009-2012 i 01-03.2013.....                                                                                                                       | 17 |
| Tabela 4 Analiza aktywów obrotowych Spółki w okresie 2009-2012 i 01-03.2013 .....                                                                                                                    | 18 |
| Tabela 5 Analiza pasywów Spółki w okresie 2009-2012 i 01-03.2013 .....                                                                                                                               | 19 |
| Tabela 6 Analiza wskaźnikowa Spółki w okresie 2009-2012 i 01-03.2013 .....                                                                                                                           | 20 |
| Tabela 7 Procedura wyceny metodą DCF .....                                                                                                                                                           | 21 |
| Tabela 8 Założenia makroekonomiczne stanowiące podstawę wyceny Spółki .....                                                                                                                          | 23 |
| Tabela 9 Kalkulacja stopy dyskonta (WACC) przyjętej do wyliczenia wartości dochodowej<br>Przedsiębiorstwa.....                                                                                       | 24 |
| Tabela 10 Wyniki działalności Spółki na przestrzeni lat 2008-2012 oraz w I kwartale 2013 roku<br>(tys. zł).....                                                                                      | 26 |
| Tabela 11 Prognoza przychodów ze sprzedaży i zrównanych z nimi na lata 2013-2018 (tys. zł).....                                                                                                      | 27 |
| Tabela 12. Prognoza kosztów podstawowej działalności operacyjnej na lata 2013– 2018 (tys. zł)<br>.....                                                                                               | 27 |
| Tabela 13 Projekcja odsetek od wolnych środków pieniężnych na przestrzeni okresu<br>szczegółowej prognozy (tys. zł) .....                                                                            | 28 |
| Tabela 14 Prognoza kredytów i pożyczek w latach 2013-2018 (tys. zł).....                                                                                                                             | 28 |
| Tabela 15 Prognoza zobowiązań z tytułu leasingu finansowego w latach 2013-2018 (tys. zł).....                                                                                                        | 28 |
| Tabela 16 Przedstawienie kalkulacji podatku dochodowego w poszczególnych latach prognozy<br>(tys. zł).....                                                                                           | 29 |
| Tabela 17. Prognoza stanu aktywów trwałych oraz wartości niematerialnych i prawnych w<br>poszczególnych latach prognozy (ceny bieżące, wartości w tys. zł) .....                                     | 29 |
| Tabela 18 Cykle rotacji kapitału obrotowego w dniach w latach 2013-2018 .....                                                                                                                        | 30 |
| Tabela 19 Projekcja zmiany kapitału obrotowego w latach 2013-2018 (tys. zł) .....                                                                                                                    | 30 |
| Tabela 20 Projekcja rachunku zysków i strat Spółki w okresie 2013-2018 (tys. zł) .....                                                                                                               | 31 |
| Tabela 21 Projekcja aktywów Spółki w okresie 2013-2018 (tys. zł) .....                                                                                                                               | 32 |
| Tabela 22 Projekcja pasywów Spółki w okresie 2013-2018 (tys. zł).....                                                                                                                                | 32 |
| Tabela 23 Projekcja rachunku przepływów pieniężnych (przepływy całkowite) Spółki w okresie<br>2013-2018 (tys. zł).....                                                                               | 33 |
| Tabela 24 Oszacowanie wartości dochodowej kapitałów własnych Spółki na bazie<br>zdyskontowanych przyszłych strumieni pieniężnych za okres 04-12.2013-2018 (tys. zł) .....                            | 34 |
| Tabela 25 Pakiet akcji podlegający wycenie .....                                                                                                                                                     | 38 |
| Tabela 26 Dane finansowe Spółki przyjęte jako podstawa wyceny za okres od 01.04.2012 do<br>31.03.2013 .....                                                                                          | 38 |
| Tabela 27 Wartość rynkowa kapitału własnego oraz przedsiębiorstwa (EV) spółek bazowych na<br>dzień wyceny.....                                                                                       | 40 |
| Tabela 28 Dane finansowe spółek bazowych za okres ostatnich 12 miesięcy na dzień<br>sporządzenia raportu finansowego (w tys. waluty notowań) oraz kalkulacja giełdowych<br>mnożników rynkowych ..... | 40 |
| Tabela 29 Wyniki wyceny Spółki dla poszczególnych mnożników giełdowych (tys. zł).....                                                                                                                | 41 |

## 8 SPIS RYSUNKÓW

|                                                                                                      |    |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Rysunek 1Wartość (mln zł) rynku odzieży i obuwniczej w Polsce w latach 2010-2013                     | 7  |
| Rysunek 2 Główne bariery rozwoju firm                                                                | 8  |
| Rysunek 3 Segmenty odzieży mające największą szansę na rozwój                                        | 9  |
| Rysunek 4 Zmiana liczby sklepów sieciowych w Polsce, według rodzaju oferty (%), maj<br>2012/maj 2011 | 10 |
| Rysunek 5 Wyniki ankiety: najbardziej rozpoznawalne luksusowe marki odzieżowe na rynku<br>polskim.   | 11 |
| Rysunek 6 Największe sieci odzieżowe i obuwnicze w Polsce wg liczby sklepów, maj 2011 i maj<br>2012. | 12 |

## **9 ZAŁĄCZNIKI**

1. Bilans Spółki na dzień 31.03.2013 r. i rachunek zysków i strat za okres 01-03.2013 r.
2. Sprawozdanie finansowe Spółki za 2012 r.
3. Prognozy Zarządu Spółki dotyczące przychodów ze sprzedaży, kosztów operacyjnych oraz nakładów inwestycyjnych.