



Paged Pisz sp. z o.o.

16, 21, Z, Produkcja arkuszy fornirowych i płyt wykonanych na bazie drewna

Paged Pisz sp. z o.o. – producent sklejki

Podsumowanie

Celem niniejszego raportu jest oszacowanie wartości godziwej udziałów spółki Paged Pisz sp. z o.o. Wycena przeprowadzona została za pomocą podejścia porównawczego przy zastosowaniu metody mnożnikowej. Otrzymana wartość została skorygowana przy uwzględnieniu dyskonta za ograniczoną płynność obrotu. Wycena sporządzona została na potrzeby wyceny statutowej zgodnie z Polityką Rachunkowości oraz Rozporządzeniem w sprawie szczególnych zasad rachunkowości funduszy inwestycyjnych

Kluczowe punkty

- Paged Pisz sp. z o.o., ul. Kwiatowa 1, 12-200 Pisz, KRS: 0000749961, REGON: 000123004, NIP: 8490000016.
- Marka Paged powstała w 1931 roku. W wyniku przekształceń, zmian właścicielskich oraz dokonanych inwestycji m.in. w zakłady produkcji sklejki w Morągu i Piszcu powstała Grupa funkcjonująca w obecnym kształcie, która jest konsolidowana przez Paged Pisz sp. z o.o. Przedmiotem jej działalności jest produkcja sklejki surowej liściastej i iglastej, sklejki powlekananej filmem i tworzywami sztucznymi, sklejki ogniotrwałej i wodoodpornej oraz sklejki specjalistycznej. Produkty te znajdują zastosowanie w segmencie budowlanym, w przemyśle transportowym, opakowaniowym oraz produkcji mebli. Sklejka produkowana jest w dwóch zakładach zlokalizowanych w północno wschodniej części Polski przy wykorzystaniu drewna sosnowego, brzoźowego, olchowego i bukowego.
- Oszacowana przez Fair Value wartość godziwa udziałów Paged Pisz sp. z o.o. zakłada przyjęcie mediany wskaźników P/S, P/EBITDA oraz P/BV obliczonych wg danych finansowych spółek z grupy porównawczej oraz notowań poszczególnych spółek wg kursów zamknięcia notowań giełdowych w dniu 03.06.2024 r. Z uwagi na fakt, że spółka wyceniana jest spółką nienotowaną i zbycie jej udziałów jest utrudnione w stosunku do spółek notowanych na aktywnym rynku, uwzględniono dyskonto za ograniczoną płynność w obrocie udziałami Spółki.
- Wycena na poziomie 2 wartości hierarchii godziwej.

Podstawowe informacje

TFI	Origin TFI
Fundusz	PAGED FIZAN
Przedmiot wyceny	Udziały
Emitent	Paged Pisz sp. z o.o.

Oszacowanie wartości godziwej

Data	10.06.2024
Metoda	Mnożników rynkowych
Wycena	710 438 051,98 PLN

Paged Pisz sp. z o.o.

Tabela nr 1. Dane identyfikacyjne

Firma	PAGED PISZ SPÓŁKA Z OGRANICZONĄ ODPOWIEDZIALNOŚCIĄ
KRS	0000749961
REGON	000123004
NIP	8490000016
Siedziba	ul. Kwiatowa 1, 12-200 Pisz
Udziały	4 389 000 sztuk
Kapitał zakładowy	219 450 000,00 zł

Źródło: KRS.

- Paged Pisz sp. z o.o. została zarejestrowana w Krajowym Rejestrze Sądowym 24 września 2018 roku. Spółka powstała wskutek przekształcenia Sklejka – Pisz Paged S.A.
- Podmiotem uprawnionym do reprezentowania spółki jest zarząd.
- Na kapitał zakładowy równy 219 450 000,00 zł składa się 4 389 000 udziałów przy wartości nominalnej jednego udziału na poziomie 50 zł.

Paged Pisz sp. z o.o. – wycena metodą mnożników rynkowych

Z uwagi na fakt, że spółka wyceniana rozpoczęła prowadzenie działalności operacyjnej, posiada otwarte księgi rachunkowe oraz jest dostępne sprawozdanie finansowe za co najmniej jeden rok obrotowy oraz możliwe jest wskazanie przynajmniej trzech spółek porównywalnych będących bazą porównawczą, Wyceniający (zgodnie z Polityką Rachunkowości) zdecydował o użyciu metody porównań rynkowych (porównawcza).

W wycenie metodą porównawczą wartość wycenianej Spółki wyznaczana jest w odniesieniu do wskaźników wyceny grupy spółek porównawczych. Wartość przedsiębiorstwa wyznaczana jest w następujący sposób:

$$RV = M \times W$$

gdzie:

RV - Wartość wycenianego przedsiębiorstwa,

M - Mnożnik (wskaźnik) rynkowy dla grupy porównawczej,

W - Wartość odpowiedniego parametru dla spółki wycenianej

Proces wyceny Paged Pisz sp. z o.o. za pomocą metody porównań rynkowych rozpoczyna się od ustalenia podmiotów referencyjnych, tj. spółek o charakterystyce najbardziej zbliżonej do wycenianej firmy. Przy wyborze spółek porównywalnych zwraca się przede wszystkim uwagę na podobieństwa działalności w zakresie wyrobów i produktów drewnianych, czyli tożsamym lub zbliżonym z działalnością Paged Pisz oraz zwraca się uwagę na kryterium geograficzne – wszystkie spółki w grupie to spółki posiadające siedziby w Europie Wschodniej lub Zachodniej. Dobiera się grupę spółek porównawczych działającą we wspomnianych obszarach, co ma na celu rozproszenie ryzyka specyficznego poszczególnych spółek z grupy porównawczej i jednocześnie jest zbieżne z oczekiwaniami ustalania wartości godziwej określonej w MSSF 13 (Międzynarodowy Standard Sprawozdawczości Finansowej 13, Wycena wartości godziwej), która została zdefiniowana jako:

„Wartość godziwa nie jest wyceną specyficzną dla danej jednostki, lecz wyceną opartą na danych rynkowych. W przypadku niektórych aktywów i zobowiązań może istnieć dostęp do obserwowalnych transakcji rynkowych lub informacji rynkowych. W przypadku innych aktywów i zobowiązań obserwowalne transakcje rynkowe lub informacje rynkowe mogą nie być dostępne. W obydwu przypadkach cel wyceny godziwej wartości jest jednak taki sam – chodzi o oszacowanie, jaka byłaby cena w transakcji przeprowadzonej na zwykłych warunkach zbycia składnika aktywów lub przeniesienia zobowiązania między uczestnikami rynku w dniu wyceny i w aktualnych warunkach rynkowych (tj. cena wyjścia na dzień wyceny z perspektywy uczestnika rynku, który posiada składnik aktywów lub ma zobowiązanie).”

Na podstawie poniższych danych prezentowanych przez agencję Bloomberg ustalono mnożniki rynkowe. Użyte mnożniki zostały wybrane zgodnie z zaleceniem Powszechnych Krajowych Zasad Wyceny (PKZW) dotyczącym Ogólnych Zasad Wyceny Przedsiębiorstw, które wskazuje (pkt 8.4.2.1), że pożądane jest używanie mnożników opartych na transakcjach z rynku publicznego – a więc opartych o notowaną cenę giełdową (P - price). Wyceniający użył dwóch wskaźników opartych na cenie oraz pozycjach z rachunku zysków i strat, tj.: P/S, P/EBITDA – te wskaźniki zostały wybrane tak aby zobrazować, ile uczestnicy rynku „płacą” za poszczególne pozycje RZiS. Każdy ze wskaźników ma swoje wady i zalety, np. sprzedaż jest najmniej wrażliwa na różne ujęcia księgowo, ale nie pokazuje wpływu efektywności operacyjnej, którą lepiej obrazuje EBITDA. Wskaźnik P/EBITDA dodatkowo pozwala porównywać podmioty (na poziomie marży EBITDA) bez uwzględnienia różnic w stopniu wykorzystania zadłużenia (dźwignia finansowa). Spojrzenie na różne pozycje RZiS pozwala uśrednić wady i zalety poszczególnych wskaźników. Wybrano dodatkowo jeden wskaźnik oparty o cenę (P) oraz wartość księgową kapitału własnego.

Z uwagi na zastosowanie w wycenie metody mnożników rynkowych dokonano wyboru grupy porównywalnych podmiotów, wśród których wyróżnia się:

Nazwa spółki	Profil działalności spółki
Koszaliskie Przedsiębiorstwo Przer	Działa na rynku drzewnym, tartacznym i ogrodowym. Przedmiotem działalności spółki jest pozyskiwanie i produkcja wyrobów z drewna i drewnopochodnych (produkcja tarcic, wyrobów fryzarskich, płyt klejonych. Produkcja odbywa się w kilkunastu zakładach.
Klon SA	Spółka prowadzi działalność w dwóch zakładach produkując tarcicę mokrą i suchą, elementy oraz płytę klejoną. Zajmuje się przerobem drewna liściastego. Swoje wyroby sprzedaje zarówno w kraju jak i na świecie. Ponadto Spółka świadczy usługi w zakresie suszenia drewna, transportu oraz strugania i klejenia płyt z materiałów powierzonych przez klientów.
Koskisen Oyj	Koskisen Oyj to firma zajmująca się obróbką drewna. Spółka zajmuje się produkcją sklejki dekoracyjnej, tarcicy iglastej, forniru, płyty wiórowej i innych wyrobów z drewna.
Svenska Cellulosa AB SCA	Svenska Cellulosa Aktiebolaget SCA to firma z branży leśnej, która przetwarza produkty leśne wytwarzając celulozę, materiały opakowaniowe, drewno i papier.
Byggma ASA	Byggma ASA poprzez swoje spółki zależne produkuje standardowe i prasowane płyty z włókna drzewnego do sufitów, ścian i podłóg. W ofercie Spółki znajdują się panele łazienkowe oraz płyty sufitowe i ścienne. Byggma sprzedaje swoje produkty firmom budowlanym i punktom sprzedaży detalicznej.

(z uwagi, że spółka Bergs Timber która znajdowała się w grupie porównawczej w wycenach poprzednich kwartałów została przejęta przez spółkę niepubliczną w następstwie czego zaprzestała być spółką giełdową, wyceniający przyjął do grupy na jej miejsce dwie inne spółki działające w tej samej branży i posiadające siedziby w Europie).

Tabela nr 2. Grupa porównawcza

	P/S	P/EBITDA	P/BV
Koszaliskie Przedsiębiorstwo Przer	0,23	-	0,53
Klon SA	1,48	20,03	4,59
Koskisen Oyj	0,69	6,93	1,20
Svenska Cellulosa AB SCA	5,70	39,81	0,98
Byggma ASA	0,64	6,78	1,27
Mediana mnożników	0,69	13,48	1,20

- Bazując na przedstawionych założeniach dokonano wyceny spółki metodą mnożników rynkowych.
- Oszacowanie wartości godziwej udziałów Paged Pisz sp. z o.o. zakłada oszacowanie mediany wskaźników P/S (cena do sprzedaży), P/EBITDA (cena do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację) oraz P/BV (cena do wartości księgowej).

Do obliczenia wartości spółki Paged Pisz sp. z o.o. wynikających ze przedstawionych mnożników użyto danych finansowych za okres 12 miesięcy obliczonych wg danych zawartych w sprawozdaniach finansowych przygotowanych na dzień bilansowy 31 marca 2024 r. Paged Pisz sp. z o.o. jest podmiotem dominującym posiadającym zaangażowanie w spółki zależne, których dane konsoliduje w swoim sprawozdaniu. Dane ze skonsolidowanego sprawozdania finansowego na 31.03.2024 r. Paged Pisz sp. z o.o. stanowią załączniki do niniejszego opracowania.

Wartości uzyskane z przemnożenia mediany mnożników przez odpowiednie pozycje bilansu oraz wagi wskaźników (zastosowana równa wagi dla mnożników)

	P/S	P/EBITDA	P/BV
Mediana mnożników	0,69	13,48	1,20
Baza - ostatnie 12 miesięcy (TTM)	835 749 176,00	90 325 405,00	520 576 063,00
Iloczyn	573 361 383,42	1 217 470 876,51	624 539 102,56
Waga wskaźnika	0,33	0,33	0,33
Średnia ważona wartość spółki	805 123 787,50		

Z uwagi na fakt, że spółka jest nienotowana uwzględniono dyskonto za ograniczoną płynność w obrocie udziałami Spółki w stosunku do akcji spółek notowanych. Wartość dyskonta została oszacowana według modelu regresji zaproponowanego przez A. Damodarana, której formułę przedstawiono poniżej.

Rysunek nr 1. Dyskonto za ograniczoną płynność w obrocie

$$D = 0,145 - 0,0022 \ln(\text{roczna sprzedaż}) - 0,015 (\text{DERN}) - 0,016 (\text{gotówka/wartość firmy}) - 0,11 (\text{miesięczny wolumen obrotu / wartość firmy})$$

DERN – 1 jeżeli zysk netto dodatni, 0 jeżeli zysk netto ujemny

Źródło: A. Damodaran; "Investment Valuation, Tools and Techniques for Determining the value of Any Asset", third edition, page 687, Wiley Inc.

Wartość spółki została ustalona w oparciu o powyższe obliczenia. Miesięczny wolumen obrotu zgodnie z zaleceniami prof. A. Damodarana dla prywatnych przedsiębiorstw przyjęty został na poziomie 0. **Dyskonto za ograniczoną płynność w obrocie oszacowane zostało na poziomie 11,76%.**

Tabela nr 4. Wartość spółki

Wartość spółki oszacowana wg metody mnożników rynkowych	805 123 787,50
Dyskonto za ograniczoną płynność	94 685 735,51
Wartość spółki po uwzględnieniu dyskonta	710 438 051,98
Liczba akcji spółki	4 389 000
Wartość 1 akcji / udziału w spółce	161,867863

Na dzień dokonania niniejszej wyceny szacuje się, że wartość godziwa 100% udziałów Paged Pisz sp. z o.o. wynosi **710 438 051,98 PLN**. Przy uwzględnieniu liczby udziałów na poziomie 4 389 000, wartość jednego udziału Paged Pisz sp. z o.o. wynosi **161,867863 PLN**.

Dane obserwowalne użyte w powyższej wycenie, to mnożniki spółek w grupie porównawczej.

Zastosowane podejścia do wyceny są zgodne z obowiązującą Polityką Rachunkowości oraz Rozporządzeniem w sprawie szczególnych zasad rachunkowości funduszy inwestycyjnych.

Lista materiałów pomocniczych użytych w wycenie:

- Aktualny KRS
- Sprawozdania finansowe
- Plik z obliczeniami

Słownik

- BV – wartość księgowa
- CAGR - średnioroczny wzrost geometryczny
- EBIT - zysk operacyjny
- EBITDA - zysk operacyjny powiększony o amortyzację
- EPS - zysk na akcję (lub udział)
- FCF - wolne przepływy pieniężne
- EV - kapitalizacja spółki powiększona o dług netto
- NOPAT - teoretyczny zysk operacyjny po opodatkowaniu
- P/BV – wskaźnik ceny rynkowej akcji do wartości księgowej na akcję (udział)
- P/EBIT – wskaźnik ceny rynkowej akcji do zysku operacyjnego na akcję (udział)
- P/S – wskaźnik ceny rynkowej akcji do sprzedaży na akcję (udział)
- P/E - wskaźnik ceny do zysku na akcję (udział)
- ROE – rentowność kapitału własnego
- ROA – rentowność aktywów
- WACC - średni ważony koszt kapitału

Informacje uzupełniające

Niniejszy raport z wyceny został sporządzony przez FAIR VALUE sp. z o.o. („FAIR VALUE”) na zlecenie Origin Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. („Towarzystwo”).

Dane wykorzystane do sporządzenia raportu, FAIR VALUE pozyskało zarówno ze źródeł publicznie dostępnych, jak również od Towarzystwa oraz podmiotów wskazanych przez Towarzystwo jako źródła danych. Raport sporządzony został w oparciu o założenie, że pozyskane przez FAIR VALUE dane (niezależnie od ich formy oraz źródła pozyskania) są rzetelne i wyczerpujące. Weryfikacja rzetelności i kompletności danych nie stanowiła przedmiotu umowy i nie jest objęta niniejszym raportem. FAIR VALUE nie ponosi odpowiedzialności za dane przekazane przy sporządzaniu raportu przez Towarzystwo oraz podmioty wskazane przez Towarzystwo jako źródła danych. FAIR VALUE nie ponosi również odpowiedzialności za nierzetelne bądź niepełne dane pozyskane ze źródeł publicznie dostępnych, o ile wykorzystanie tych danych wynikało z waloru rzetelności i kompletności na podstawie powszechnie obowiązujących przepisów prawa bądź powszechnie przyjętej i uzasadnionej praktyki. Niniejszy raport z wyceny nie powinien być traktowany jako rekomendacja dotycząca zawarcia lub powstrzymania się od zawarcia jakiegokolwiek transakcji dotyczącej instrumentów finansowych lub jakiegokolwiek umowy innego rodzaju. FAIR VALUE nie świadczy usług związanych z doradztwem inwestycyjnym, a niniejszy raport z wyceny został sporządzony wyłącznie w celu umożliwienia Towarzystwu dokonania weryfikacji wyceny wskazanych aktywów a wszelkie jego wykorzystanie w innych celach obarczone jest ryzykiem nieadekwatności w odniesieniu do konkretnej sytuacji wykorzystującego raport bądź okoliczności w jakich raport zostanie wykorzystany.

© 2024 FAIR VALUE