



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.

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 Pieszku 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 powlekanej 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 3.09.2024 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.

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 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 księgowe, 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.
Delignit AG	Spółka prowadzi działalność w obszarze rozwoju oraz produkcji ekologicznych elementów opartych na naturalnym drewnie.
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 ściennie. Byggma sprzedaje swoje produkty firmom budowlanym i punktom sprzedaży detalicznej.

Tabela nr 2. Grupa porównawcza

	P/S	P/EBITDA	P/BV
Koszaliskie Przedsiębiorstwo Przer	0,22	-	0,51
Delignit AG	0,29	4,46	0,59
Koskisen Oyj	0,59	6,16	1,11
Svenska Cellulosa AB SCA	4,84	30,89	0,87
Byggma ASA	0,60	7,27	1,16
Mediana mnożników	0,59	6,71	0,87

- 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 30 czerwca 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 30.06.2024 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	0,59	6,71	0,87
Baza - ostatnie 12 miesięcy (TTM)	783 845 928,29	57 224 591,32	524 313 184,02
Iloczyn	465 759 409,82	384 181 983,39	455 398 234,53
Waga wskaźnika	0,33	0,33	0,33
Średnia ważona wartość spółki	435 113 209,24		

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 11,73 %.**

Tabela nr 4. Wartość spółki

Wartość spółki oszacowana wg metody mnożników rynkowych	435 113 209,24
Dyskonto za ograniczoną płynność	51 029 912,60
Wartość spółki po uwzględnieniu dyskonta	384 083 296,65
Liczba akcji spółki	4 389 000
Wartość 1 akcji / udziału w spółce	87,510434

Na dzień dokonania niniejszej wyceny szacuje się, że wartość godziwa 100% udziałów Paged Pisz sp. z o.o. wynosi **384 083 296,65 PLN**. Przy uwzględnieniu liczby udziałów na poziomie 4 389 000, wartość jednego udziału Paged Pisz sp. z o.o. wynosi **87,510434 PLN**.

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

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”)

Dane wykorzystane do sporządzenia raportu, FAIR VALUE pozyskało zarówno ze źródeł publicznie dostępnych, jak również od spółki. 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 spółkę oraz podmioty wskazane przez spółkę 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.

© 2024 FAIR VALUE