

„Accord’ab” Biegli Rewidenci Spółka z o.o.

siedziba i adres: 53-615 Wrocław, ul. Słubicka 18

tel. (071) 349 09 60, 355 31 41; fax. (071) 349 09 67

e-mail: biuro@accord.wroc.pl www.accord.wroc.pl

NIP: 899-000-70-79, Bank Pekao S.A. 11 1240 6801 1111 0000 5630 0332

Sąd Rej. Dla Wrocławia-Fabrycznej. VI Wydz. Gospodarczy KRS 0000087656

AB[★]
accord

RAPORT Z WYCENY

„HASIL” SP. Z O.O.

Z SIEDZIBĄ WE WROCŁAWIU

WROCŁAW – Lipiec 2009

SPIS TREŚCI

1. INFORMACJE OGÓLNE I WNIOSKI Z WYCENY	3
1.1 PRZEDMIOT OPRACOWANIA	3
1.2 DEFINICJE	3
1.3 CEL WYCENY	3
1.4 UZASADNIENIE WYBORU METOD WYCENY	3
1.5 ZESTAWIENIE WYNIKÓW WYCENY	4
1.6 CENA REKOMENDOWANA	4
2. KALKULACJA WARTOŚCI KSIĘGOWEJ.....	5
2.1. IDENTYFIKACJA MAJĄTKU	5
2.2 AKTYWA	7
2.3 PASywa	10
2.4 BILANS SPÓŁKI PO UWZGLĘDNIENIU KOREKI	11
3. WYCENA DOCHODOWA WG ZDYSKONTOWANYCH PRZEPŁYWÓW PIENIĘŻNYCH NETTO (DCF).....	12
3.1 ZAŁOŻENIA DO WYCENY	12
3.2 PROGNOZA WYNIKÓW FINANSOWYCH	13
3.3 PROGNOZA CAŁKOWITYCH NAKŁADÓW INWESTYCYJNYCH I POTRZEB KAPITAŁOWYCH SPÓŁKI	16
3.4 PROGNOZA PRZEPŁYWÓW PIENIĘŻNYCH	17
3.5 KALKULACJA WARTOŚCI DOCHODOWEJ WG ZDYSKONTOWANYCH PRZEPŁYWÓW PIENIĘŻNYCH NETTO	18
4. WNIOSKI KOŃCOWE	20

1. INFORMACJE OGÓLNE I WNIOSKI Z WYCENY

1.1. Przedmiot opracowania

Wycenę Spółki Hasil Sp. z o.o. z siedzibą w Wrocławiu przeprowadzono na podstawie umowy nr 005/P/AB/2008/09 z dnia 08.06.2009 r. zawartej pomiędzy Mercor S.A. w Gdańsku, reprezentowanej przez Pana Krzysztof Krempeca – Prezesa Zarządu i Pana Grzegorza Lisewskiego – Pierwszego Wiceprezesa Zarządu a Accord'ab Biegli Rewidenci Sp. z o.o. we Wrocławiu reprezentowanej przez Pana Andrzeja Błażejewskiego – Prezesa Zarządu.

Kalkulację wartości Spółki przeprowadzono według stanu ewidencyjnego na dzień 1 czerwca 2009 r., oraz na podstawie otrzymanych od Spółki danych i wyjaśnień.

1.2. Definicje

W niniejszym opracowaniu terminem **Spółka** będzie nazywana Hasil Sp. z o.o. w formie organizacyjnej zastanej na dzień 1 czerwca 2009 r.

Jako **dzień wyceny przyjęto** dzień 1 czerwca 2009 r.

1.3. Cel wyceny

Niniejsza wycena Spółki została sporządzona w związku z przygotowywanym planem połączenia Spółek Mercor S.A. i Hasil Sp. z o.o..

1.4. Uzasadnienie wyboru metod wyceny

Podstawową metodą wyceny akcji (udziałów), mającą za podstawę szacunek wartości majątku netto Spółki i mającą znaczną wartość użytkową, jest metoda (majątkowa) **wyceny aktywów netto**.

Spółka prowadzi księgi zgodnie z przepisami zawartymi w Ustawie o rachunkowości, a następnie dokonuje przekształceń dla celów sprawozdawczości zarządczej (raporty) według Międzynarodowych Standardów Rachunkowości, co pozwala przypuszczać że wartość księgowa aktywów nie odbiega znacząco od wartości rynkowej. Nie szacowaliśmy wartości rynkowej poszczególnych prezentowanych składników majątku Spółki, dokonaliśmy natomiast przeglądu korekt wynikających z opisanego przeszacowania.

Dochód, jaki może uzyskać inwestor z posiadanego przedsiębiorstwa jest uznawany w teorii i praktyce za wyznacznik wartości rynkowej podmiotu. **Metoda dochodowa** wyceny odzwierciedla w sposób systemowy powiązania elementów materialnych i niematerialnych przedsiębiorstwa Spółki takich jak: umiejętności kadry kierowniczej i załogi, system zarządzania, reputację firmy, itp. Metodą dochodową ustala się wartość „całego” przedsiębiorstwa (wydzielonej części Spółki) a nie tylko jego części, jaką jest wartość majątku netto. Oznacza to uwzględnienie w wartości przedsiębiorstwa także składników niematerialnych nie ujmowanych w bilansie i zdolności do tworzenia nadwyżek pieniężnych w toku działalności podstawowej. Metoda ta może być stosowana pod warunkiem założenia trwałej zdolności podmiotu do generowania dochodów. Wartość dochodowa szacowana w niniejszym opracowaniu to wartość bieżącą (zdyskontowaną) przyszłych strumieni pieniężnych, jakie prawdopodobnie, według sporządzonej prognozy, jest zdolna wygenerować Spółka. Przyjęta w niniejszej wycenie metoda szacunku wartości Spółki to metoda DCF (Diskount Cash Flow) w formie uproszczonej. Metody dochodowe, są metodami subiektywnymi, stąd też najczęściej są one stosowane w powiązaniu z metodami majątkowymi.

W celu określenia zdolności Spółki do generowania dodatnich przepływów niezbędne było dokonanie odpowiednich korekt w zakresie osiąganych przychodów i ponoszonych kosztów.

Ze względu na fakt iż wycena dochodowa Spółki jest znacząco wyższa niż wycena majątkowa, ze względów ostrożności wyceny przyjęto metodę berlińską ustalenia ceny rekomendowanej zorganizowanej części przedsiębiorstwa jako najbardziej właściwej dla typu i charakteru Spółki, stosowanej w takich przypadkach. Polega ona na sumowaniu wyceny dochodowej oraz wyników wyceny księgowej a następnie podzielenie wyniku wyceny przez 2.

W przypadku wyceny Spółki metodą dochodową przyjęcie metody berlińskiej wyceny powoduje uwidocznienie dodatkowej marży na ryzyko zmiany warunków gospodarowania w stosunku do metody dochodowej, stosowanej bez powiązania z metodami majątkowymi.

1.5. Zestawienie wyników wyceny

	Wartość Spółki (w tys. zł)
Metoda aktywów netto (Wm)	2 509
Metoda dochodowa(Wd)	11 324
Średnia berlińska	6 916

$$* \text{średnia berlińska} = \frac{2xWd + Wm}{3}$$

1.6. Cena rekomendowana

Cena rekomendowana przedsiębiorstwa wynosi 6 900 tys. zł (po zaokrągleniu).

2. KALKULACJA WARTOŚCI KSIĘGOWEJ

2.1. Identyfikacja majątku

Identyfikacja elementów wartości Spółki, którego podstawą jest jej majątek, polega na:

- zweryfikowaniu stanu ilościowego i wartości bieżącej składników majątku,
- określeniu stopnia zużycia rzeczowych składników majątku,
- ustaleniu stanu zobowiązań.

Odzwierciedleniem stanu finansowego i wartości księgowej spółki jest bilans Spółki sporządzony na dzień 31 grudnia 2008 r. oraz raport sporządzony przez Spółkę dla głównego udziałowca Spółki Mercor S.A. sporządzony na dzień 1 czerwca 2009 r. (na podstawie umowy nabycia udziałów z dnia 31 marca 2009 r.)

Bilans i rachunek strat i zysków za okres od 1 stycznia do 31 grudnia 2008 r. nie były badane przez biegłego rewidenta.

Spółka dla celów zarządczych sporządza przekształcenie ksiąg rachunkowych prowadzonych według zasad obowiązujących w Ustawie o Rachunkowości do standardów określonych w Międzynarodowych Standardach Rachunkowości. Raporty sporządzane według standardów MSR są poddawane przeglądowi audytora.

Naszym zadaniem nie było badanie przeprowadzonych przez Spółkę przekształceń, dokonaliśmy przeglądu korekt przeprowadzonych przez Spółkę w tym zakresie w jakim wpływają one na wartości wykazywane w bilansie Spółki, stanowiące podstawę wyceny.

W załącznikach przedstawiony jest bilans Spółki udostępniony nam przez Spółkę na dzień 31 grudnia 2008 r. sporządzony według ustawy o rachunkowości oraz według MSR.

**Bilans Pro Forma
 Spółki Hasil Sp. z o.o.
 Według MSR (raporty) w tys. zł**

Bilans		Wykonanie 2008	Wykonanie I-V 2009	Wykonanie Y-1 I - V 2008
Aktywa trwałe		1 553	742	1 728
	Wartości niematerialne i prawne	0	0	151
	Rzeczowe aktywa trwałe	113	79	0
	Należności długoterminowe	1 392	645	1 466
	Inwestycje długoterminowe	0	0	0
	Inne aktywa długoterminowe	48	18	111
Aktywa obrotowe		3 529	2 916	3 569
	Zapasy	90	171	0
	Należności handlowe	1 408	506	18
	-należności bez kaucji	0	0	0
	Inne należności krótkoterminowe	15	67	3 102
	Środki pieniężne	1 432	1 614	175
	Inne aktywa obrotowe	584	558	274
Suma aktywów:		5 082	3 658	5 297
Kapitały własne		2 336	2 467	20
Rezerwy na zobowiązania		119	65	2 060
Długoterminowe zobowiązania:		542	423	4 568
	Kredyty długoterminowe	0	0	0
	Inne długoterminowe zobowiązania	542	423	4 568
Zobowiązania Krótkoterminowe:		2 077	690	1 631
	Kredyty krótkoterminowe	0	0	1 503
	Zobowiązania handlowe	1 588	619	0
	Inne zobowiązania krótkoterminowe	489	71	128
Inne zobowiązania		8	13	0
Suma pasywów:		5 082	3 658	8 279

2.2. Aktywa

Aktywa trwałe

- **wartości niematerialne i prawne**

Spółka nie wykazuje wartości niematerialnych i prawnych.

- **rzeczowe aktywa trwałe**

- **Rzeczowe aktywa trwałe**

Wartość brutto środków trwałych wykazywanych w tabeli amortyzacyjnej Spółki wynosi 50,1 tys. zł dla grupy 4, 1,8 tys. zł dla grupy 7 i 11,0 tys. dla grupy 8. Środki trwałe wykazywane są w bilansie sporządzonym zgodnie z UoR jako całkowicie umorzone, w wartości 0 zł.

[Korekta 1]

Jako środki transportu (grupa 7) Spółka wykazuje następujące pojazdy:

- samochód skoda Fabia, rok produkcji przyjęty na stan po okresie leasingu w roku 2007 w cenie wykupu tj. 0,9 tys. zł, całkowicie umorzony. W związku ze sprzedażą powyższego samochodu w czerwcu 2009 r. za kwotę 11,9 tys. zł **wprowadziliśmy korektę wartości środków trwałych w powyższej wartości – 11,9 tys. zł,**
- samochód skoda Octavia, rok produkcji 2005 przyjęty na stan po okresie leasingu w roku 2008 w cenie wykupu 0,9 tys. zł, całkowicie umorzony, **wprowadziliśmy korektę wartości środka trwałego według wartości określonej przez ubezpieczyciela w kwocie – 40,5 tys. zł.**
- **Drugostronnie utworzyliśmy rezerwę na podatek odroczony stanowiącą równowartość 52,4 tys. zł pomnożonej o obowiązującą stawkę CIT (19%), co równało się kwocie 10,0 tys. zł.**

Powyższe dwa środki trwałe stanowią własność Spółki a ich wartość rynkowa jest znacznie wyższa niż prezentowana wartość w bilansie według UoR.

- **niskocenne środki trwałe**

Dokonałiśmy przeglądu umarzanych jednorazowo środków trwałych, wykazywanych przez Spółkę w tabeli amortyzacyjnej. Daty ich wprowadzenia do ewidencji oraz wartość jednostkowa wskazują że ich wartość na dzień wyceny jest niewielka. Biorąc pod uwagę niską istotność wartości tych składników majątkowych nie dokonałiśmy korekty środków wykazywanych przez Spółkę środków niskocennych.

- Środki trwałe objęte umowami leasingu

Spółka na podstawie umów leasingu użytkuje samochody, które dla potrzeb UoR są rozpoznawane jako obcy środek trwały. Umowy leasingu operacyjnego noszą cechy leasingu finansowego, ze względu na fakt przyrzeczenia możliwości wykupu środka trwałego po zakończeniu okresu leasingu za cenę istotnie niższą niż cena rynkowa (np. 1% wartości początkowej).

Lista samochodów osobowych wykorzystywanych w firmie przedstawia się następująco:

Samochody osobowe			prod.	przebieg	bezp.. do	numer umowy	
1	Skoda Oktavia CHATCHBACK Tour Plus	DW 7318V	1,9 TDI	2006	65 000	15.11.2008	54/0735/11 /2006/LO
2	Skoda Oktavia Combi Mint	DW 3052V	1,9 TDI	2006	77 000	26.09.2008	54/0570/09/ 2006/LO
3	Skoda Oktavia II LIFTBACK AMBIENTE	DW 654EH	1,9 TDI	2007	30 000	23.07.2008	1012/07/ 2007/LO
4	Skoda Fabia II COMBI STYLE	DW 563 CC	1,9 TDI	2008	0	14.05.2009	2632/04/ 2008/LO

Spółka wprowadziła korektę z tytułu leasingowanych środków trwałych na kwotę 79,0 tys. zł.

Należności Długoterminowe

Spółka dla celów MSR dokonuje wyceny wartości należności długoterminowych stanowiących zabezpieczenie prawidłowego wykonania prac budowlanych (tzw. "zatrzymania"). Do dyskonta zatrzymań Spółka stosuje stopę dyskontową w wysokości 5,25% w stosunku rocznym.

Analogiczny mechanizm jest stosowany do zobowiązań długoterminowych wynikających z gwarancji dobrego wykonania prac.

Spółka zgodnie z raportami MSR dokonuje przeniesienia tej pozycji należności z należności krótkoterminowych do długoterminowych.

Wartość należności długoterminowych na dzień wyceny wynosiła 645 tys. zł.

Aktywa z tytułu odroczonego podatku

Spółka ujawnia aktywa z tytułu odroczonego podatku wynikające z wyceny do wartości godziwej posiadanych przez Spółkę należności oraz zobowiązań oraz innych przekształceń wynikających pomiędzy UoR a MSR.

Wartość aktywów z tytułu odroczonego podatku na dzień wyceny wynosi 18 tys. zł. Wartość powyższa prezentowana jest przed korektą z tytułu wyceny środków trwałych. Korekta zwiększa wartość rezerwy na podatek dochodowy o 10,0 tys. zł.

Aktywa obrotowe**zapasy**

Spółka udzieliła informacji że wartość posiadanych zapasów odpowiada aktualnym potrzebom produkcyjnym Spółki. Zapasy nie wykazują pozycji nie rotujących lub co do których wystąpiły przesłanki trwałej utraty wartości.

należności krótkoterminowe**- z tytułu dostaw i usług**

Spółka udostępniła informacje na temat wiekowania należności. W przypadku nieuregulowanej należności od Spółki Invest S.A., Spółka podpisała umowę z dłużnikiem. Umowa na dzień sporządzenia raportu była realizowana.

Spółka na dzień wyceny wykazywała należności handlowe według MSR na kwotę 506,0 tys. zł.

Inwestycje krótkoterminowe

Jako inwestycje krótkoterminowe na dzień 1 czerwca 2009 r. Spółka wykazuje:

- Lokaty negocjowane 1 727,3 tys. zł,
- Inne papiery wartościowe – udziały w funduszu zamkniętym – 202,8 tys. zł (przyjęto wycenę jednostek zgodną z wyceną dokonaną na dzień 31 grudnia 2008 r.)
- Lokaty terminowe 180,3 tys. zł,
- Środki pieniężne ZFŚS 8,0 tys. zł,
- Środki pieniężne na rachunku bieżącym 6,4 tys. zł,

2.3. Pasywa

▪ **Kapitał własny**

Kapitały własne Spółki na dzień wyceny wynosiły według MSR odpowiednio 2 467,0 tys. zł.
Kapitały własne na dzień 31 grudnia 2008 r. kształtowały się według UoR następująco:

Składały się głównie z kapitału rezerwowego (1 273,0 tys. zł), niepodzielonego zysku poprzedniego okresu obrachunkowego (1 102,0 tys. zł), zysku bieżącego roku obrotowego (161,0 tys. zł).

W niniejszej wycenie zakłada się, że zysk ten pozostanie w Spółce i zwiększy kapitał zapasowy.

[Korekta 2]

Ze względu na wprowadzone korekty aktywów wynikające z wprowadzenia wartości samochodów osobowych stanowiących wartość Spółki Hasil, dokonaliśmy korekty kapitałów własnych, poprzez **wykazanie kapitału z aktualizacji wartości w kwocie 42,4 tys. zł.**

▪ **Rezerwy na zobowiązania z tytułu odroczonego podatku**

Główną pozycją rezerw na zobowiązania przypisanych Spółce stanowią rezerwy na podatek dochodowy wynikające z przeszacowania wartości posiadanych przez Spółkę składników majątku w momencie przejścia na księgi rachunkowe prowadzone zgodnie z MSR.

▪ **Rezerwy na zobowiązania na odprawy emerytalne i podobne świadczenia**

Spółka wylicza rezerwy na odprawy metodą proporcjonalną w zakresie obejmującym czas pracy w Spółce to czasu pracy pozostającego do przepracowania do osiągnięcia wieku emerytalnego. Ze względu na nie wielką liczbę zatrudnionych osób błąd w stosunku do zalecanej metody aktuarialnej jest nie istotny.

▪ **Długoterminowe zobowiązania**

Spółka analogicznie do długoterminowych należności dokonuje przeksięgowania kwot zobowiązań wynikających z umownych zatrzymań płatności na rzecz kontrahentów na zobowiązania długoterminowe. Długoterminowe zobowiązania są wyceniane w wartości bieżącej według stopy dyskontowej stosowanej dla należności. Wartość długoterminowych zobowiązań na dzień wyceny wynosiła 423 tys. zł.

2.4. Bilans Spółki po uwzględnieniu korekt

Bilans		Wykonanie 2009	Korekty	Bilans z uwzględnieniem Korekt
1	Aktywa trwałe	742	52	794
2	Wartości niematerialne i Prawne	0		0
3	Rzeczowe aktywa trwałe	79	52	131
4	Należności długoterminowe	645		645
5	Inwestycje długoterminowe	0		0
6	Inne aktywa długoterminowe	18		18
7	Aktywa obrotowe	2 916		2 916
8	Zapasy	171		171
9	Należności Handlowe	506		506
10	-naależności bez kaucji	0		0
11	Inne należności krótkoterminowe	67		67
12	Środki pieniężne	1 614		1 614
13	Inne aktywa obrotowe	558		558
14	Suma aktywów:	3 658	52	3 710
15	Kapitały własne	2 467	42	2 509
16	Rezerwy na zobowiązania	65	10	75
17	Długoterminowe zobowiązania:	423		423
18	Kredyty długoterminowe	0		
19	Inne długoterminowe zobowiązania	423		423
20	Zobowiązania Krótkoterminowe:	690		690
21	Kredyty krótkoterminowe	0		0
22	Zobowiązania handlowe	619		619
23	Inne zobowiązania krótkoterminowe	71		71
24	Inne obowiązania	13		13
25	Suma pasywów:	3 658	52	3 710

- Wartość kapitałów własnych Spółki z uwzględnieniem dokonanych korekt wynosi 2 509,0 tys. zł. Powyższa wartość stanowi wartość firmy w rozumieniu metody aktywów netto.

3. WYCENA DOCHODOWA WG ZDYSKONTOWANYCH PRZEPŁYWÓW PIENIĘŻNYCH NETTO (DCF)

3.1. Założenia do wyceny

1. Wycena została opracowana w oparciu o założenie kontynuacji działalności Spółki w niezmienionej formie i zakresie w przyszłości. Zakłada się ze Spółka po zmianach właścicielskich zachowa kontrakty które nastąpiły, kontrahentów oraz pozycję rynkową jaką zajmowała przed zmianą. Planowane połączenie nie wpłynie na ograniczenie zdolności Spółki do generowania dodatnich wyników finansowych.
2. Prognozę wyników przyjęto na podstawie otrzymanych danych z lat 2006-2008. Dane roku 2009 wprowadzono do wyceny po skorygowaniu o wskaźniki sezonowości.
3. Wycenę sporządzono w cenach stałych na dzień wyceny.

Wartość Marki

Hasil Sp. z o.o. powstała w roku 2002 jako spółka córka największego czeskiego producenta drzwi przeciwpożarowych.

HASIL a.s. istnieje od roku 1992. Klientom w Republice Czeskiej, na Słowacji, na Węgrzech i w Polsce firma oferuje wyroby "na miarę" oraz wszechstronną pomoc, łącznie z doradztwem projektowym, usługami montażowymi i serwisem.

Obecnie MERCOR jest 100% właścicielem spółki HASIL a.s. Firmy zawarły porozumienie co do wspólnej strategii dalszego rozwoju w regionie Środkowej i Wschodniej Europy, między innymi za pośrednictwem spółek- córek HASIL-u w Republice Słowackiej oraz w Polsce.

Powyższe powiązania kapitałowe stanowią gwarancje marki i jej pozycji rynkowej w krótkim okresie.

3.2. Prognoza wyników finansowych

Wyniki działalności Spółki w latach 2006-2008

Spółka w latach 2006 – 2008 osiągała wysokie dodatnie wyniki finansowe, co znajduje odzwierciedlenie w prezentowanej poniżej tabeli.

w tys PLN	Wykonanie 2006	Wykonanie 2007	Wykonanie 2008	Wykonanie I_V 2008	Wykonanie I_V 2009
Przychód łącznie	9 611	7 471	7 332	1 902	2 016
koszty łącznie	-7 707	-5 730	-6 098	-1 682	-1 956
Wynik brutto	1 904	1 741	1 234	220	60
podatek	-395	-323	-233	-39	-15
Wynik netto	1 509	1 418	1 001	181	45
Rentowność netto	16%	19%	14%	10%	2%

Średnioroczny zysk netto Spółki za lata 2006-2008 wyniósł 1 309 tys. zł, a rentowność netto sprzedaży kształtowała się na poziomie 16%.

Wyniki roku 2009

Prognoza Spółki na podstawie zamówień

Spółka przedstawiła dane w rozbiciu na poszczególne kontrakty (planowane) z których wynika ze przychód możliwy do osiągnięcia za okres czerwiec – grudzień 2009 wynosi 5 170 tys. zł. Łącznie z przychodem osiągniętym za pierwsze pięć miesięcy daje to przychód na cały rok na poziomie 7 186 tys. zł. Planowany do realizacji przychód jest niższy od przychodu planowanego na początku roku w budżecie Spółki na rok 2009. Powyższy planowany przez Spółkę przychód będzie też niższy od wyniku z roku poprzedniego.

Z danych historycznych wynika ze koszty uzyskania przychodu nie reagują bezpośrednio na zmianę wielkości Sprzedaży, co wskazuje na znaczący udział kosztów stałych w ogóle kosztów ponoszonych przez Spółkę. W związku z powyższym dokonaliśmy wyliczenia wyniku Spółki na rok 2009 poprzez pomniejszenie prognozowanego przez Spółkę przychodu o koszty z roku poprzedniego. Na podstawie powyższej kalkulacji oszacowaliśmy wynik brutto Spółki na rok 2009 na poziomie 1 088 tys. zł, a wynik netto **881** tys. zł.

Prognoza na podstawie danych historycznych

Produkcja budowlano mątażowa charakteryzuje się wysoką zmiennością w trakcie roku, ze względu na występowanie sezonowości. Powyższa sezonowość sprzedaży ma wpływ również na wyniki Hasilu. W poniższej tabeli przedstawiliśmy dane sezonowe na temat efektywności gospodarowania Spółki w ciągu ostatnich 3 lat w poszczególnych miesiącach roku. Powyższe dane pozwolą nam dokonać estymacji wyniku finansowego Spółki na rok 2009.

rok		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	Razem
Przychód łącznie	2006	891	919	690	884	922	1 088	680	701	688	570	744	834	9 611
	2007	559	779	113	526	616	662	1 087	547	717	606	709	550	7 471
	2008	409	423	176	382	512	876	352	673	593	802	710	1 424	7 332

wskaźnik sezonowości	razem	1 859	2 121	979	1 792	2 050	2 626	2 119	1 921	1 998	1 978	2 163	2 808	24 414
		0,91	1,04	0,48	0,88	1,01	1,29	1,04	0,94	0,98	0,97	1,06	1,38	12,00

Wynik brutto łącznie		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	Razem
2006		354	240	70	302	233	284	101	98	64	12	185	-39	1 904
2007		87	148	-34	201	182	78	399	146	193	84	199	59	1 742
2008		77	20	-28	67	84	185	15	138	49	188	116	323	1 234
wskaźnik sezonowości z uwzględnieniem lat 2007/8	razem	518	408	8	570	499	547	515	382	306	284	500	343	4 880
		1,27	1,00	0,02	1,40	1,23	1,35	1,27	0,94	0,75	0,70	1,23	0,84	12,00
		0,66	0,68	-0,25	1,08	1,07	1,06	1,67	1,15	0,98	1,10	1,27	1,54	12,00

średnia rentowność netto		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	Razem
2006		40%	26%	10%	34%	25%	26%	15%	14%	9%	2%	25%	-5%	20%
2007		16%	19%	-30%	38%	30%	12%	37%	27%	27%	14%	28%	11%	23%
2008		19%	5%	-16%	18%	16%	21%	4%	21%	8%	23%	16%	23%	17%
z uwzględnieniem lat 2007/8	razem	28%	19%	1%	32%	24%	21%	24%	20%	15%	14%	23%	12%	20%
		17%	14%	-21%	30%	24%	17%	29%	23%	18%	19%	22%	19%	20%

Wskaźnik sezonowości kształtuje się wyraźniej o ile uwzglęni się w dwa ostatnie lata. Wysokie wyniki wykazywane przez Spółkę za I półrocze 2006 roku zniekształcają rzeczywiste kształtowanie się wskaźników sezonowości. W związku z powyższym dla wyznaczenia efektywnego wskaźnika sezonowości przyjęliśmy wartości z dwóch ostatnich lat.

W poniższej tabeli przedstawiamy relacje wyników Spółki wykonanych za I-V roku 2009 do planu do budżetu w powyższym okresie.

rok 2009		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	Razem
przychody														
wykonanie		723	521	458	209	105								2016
budżet		450	450	550	650	750	650	650	800	850	900	900	900	8500
realizacja		161%	116%	83%	32%	14%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	24%
realizacja narastająco		161%	138%	117%	91%	71%								24%
wynik brutto														
wykonanie		131	45	39	-31	-124								60
budżet		36	41	78	120	131	98	111	151	169	181	188	182	1486
realizacja		364%	110%	50%	-26%	-95%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	4%
realizacja narastająco		364%	229%	139%	67%	15%								

Prognoza na rok 2009 z uwzględnieniem wskaźników sezonowości¹

	Przychód	Wynik brutto	rentowność	
Wykonany	2 016		60	3%
Wskaźnik sezonowości (przeciętne miesięczne sprzedaże realizowane w ciągu V miesięcy) spłaszczony (po wyeliminowaniu sezonowości) dla I-V 2009 r.	3,64	3,24		62%
Prognozowany dla całego roku	2 766	93		5%
	6 639	222		

Według naszej prognozy przy uwzględnieniu występujących historycznie wynik finansowy za rok 2009 kształtować będzie się na poziomie pomiędzy 222 tys. zł a 332 tys. zł. Spadek rentowności szczególnie wiąże się ze słabymi wynikami osiągniętymi przez Spółkę w miesiącach kwiecień i maj 2009 r. W związku z powyższym do dalszej prognozy przyjęliśmy górną granicę estymacji wyniku finansowego ze rok 2009 tj. 332 tys. zł, co odpowiada wynikowi finansowemu netto na poziomie **269 tys. zł.**

Prognozowane przyjęta do wyceny

Wynik dla Spółki na rok 2009 przyjęliśmy na poziomie średniej wyniku, który uzyskaliśmy na podstawie danych historycznych skorygowanych o wskaźnik sezonowości oraz prognozy przychodu na rok 2009, który otrzymaliśmy od Spółki. Według naszych wyliczeń odpowiada to wynikowi na poziomie 575 tys. zł (269 tys. + 881 tys. zł / 2).

Prognoza wyników na lata przyszłe

Za podstawę prognozy wyników na przyszłe okresy obrachunkowe przyjęliśmy średnią wyników Spółki z 4 ostatnich lat. Przyjęcie takiego horyzontu czasowego umożliwia wyznaczenie średniej która zawiera zarówno okresy wysokiej koniunktury w budownictwie (lata 2006-2007, jak i okres pogorszenia koniunktury w roku 2009). **Średni wynik netto Spółki przyjęty do prognozy wynosi 1 126 tys. zł.**

Ze względu na przedłużający się kryzys gospodarczy przyjęliśmy ze wyniki gospodarcze Spółki na lata 2010 i 2011 będą niższe od przyjętej średniej. Dla roku 2010 przyjęto ze wynik finansowy będzie na poziomie osiągniętego za rok 2009 a za rok 2011 na poziomie średniego wyniku z roku 2010 i 2012.

Powyższe założenie jest elementem ostrożnego podejścia z uwagi na dodatkowe ryzyko związane z zmienną sytuacją gospodarczą ostatnich 2 lat.

¹ Wskaźnik sezonowości wyznaczaliśmy, jako stosunek realizowanego przychodu i wyniku brutto do średniej miesięcznej dla poszczególnych lat. Z powyższych danych wynika historycznie ze w ciągu 5 miesięcy Spółka realizowała 3,64 średniomiesięczne sprzedaże (wynik na poziomie 5 oznaczał by ze Spółka w tym okresie zrealizowała sprzedaż na poziomie średnim dla całego roku). W zakresie wyniku brutto wskaźnik realizowany w ciągu pierwszych wynosi 3,24 średnie miesięczne. W wypadku rentowności Spółka w ciągu 5 pierwszych miesięcy realizowała rentowność o 38% niższą niż dla całego roku.

w tys. PLN	Wykonanie 2008	Wykonanie I_V 2009	Prognoza 2009	Prognoza 2010	Prognoza 2011	Prognoza 2012	Prognoza 2013	Prognoza 2014
Przychód łącznie	7 332	2 016	7 186	7 186	8 000	8 500	8 500	8 500
koszty łącznie	-6 098	-1 956	-6 476	-6 476	-6 950	-7 110	-7 110	-7 110
Wynik brutto	1 234	60	710	710	1 050	1 390	1 390	1 390
podatek	-233	-15	-135	-135	-135	-264	-264	-264
Wynik netto	1 001	45	575	575	851	1 126	1 126	1 126
Rentowność netto	14%	2%	8%	8%	11%	13%	13%	13%

Dodatkowe elementy ryzyka

Analiza klientów z jakimi kooperuje Spółka wykazała że są to generalni wykonawcy inwestycji budowlanych. Średni udział pojedynczych kontrahentów w 2008 roku nie przekroczył 24%, a udział 6 największych kontrahentów w przychodzie wynosił 84%. Z informacji otrzymanych od Spółki wynika że znacząca część generalnych wykonawców prowadzi inwestycje w zakresie budowy placówek handlowych.

Ze względu na silne powiązanie przychodów Spółki z jedną dziedziną inwestycji budowlanych dokonaliśmy zwiększenia premii na ryzyko o 1 punkt procentowy (1%), co zostało ujęte w dalszej części wyceny.

3.3. Prognoza całkowitych nakładów inwestycyjnych i potrzeb kapitałowych Spółki

Ze względu na fakt że działalność Spółki opiera się w głównej mierze na na majątku dzierżawionym (leasing) i nie wymaga istotnych nakładów inwestycyjnych uznaliśmy że potrzeby kapitałowe Spółki, zarówno od strony nakładów na majątek trwały jak i od strony zwiększenie kapitału pracującego, są nieznaczne i nie wpływają w sposób istotny na zdolność Spółki do generowania dodatnich nadwyżek finansowych wynikających z prognozowanego wyniku finansowego.

3.4. Prognoza przepływów pieniężnych

Ze względu na brak istotnych nakładów inwestycyjnych oraz istotnych odpisów amortyzacyjnych przepływy finansowe generowane przez Spółkę powinny równać się w długim okresie czasu wynikowi na sprzedaży netto. Nadwyżka finansowa na poziomie wyniku finansowego netto została przyjęta do dalszej wyceny.

W poniższej tabeli przedstawiamy uproszczoną prognozę przepływów środków pieniężnych w Spółce na lata 2009-2014

w tys. PLN

	Wykonanie VI	Prognoza VI	Prognoza 2010	Prognoza 2011	Prognoza 2012	Prognoza 2013	Prognoza 2014
	VI 2009	XII2009	2010	2011	2012	2013	2014
Środki pieniężne na początku okresu	2 016						
należności na początku okresu	1 218						
zmiana stanu należności		-500	-100	-200	-200	0	0
zobowiązania na początku okresu	1 191						
zmiana stanu zobowiązań		500	100	100	100	0	0
Wynik netto		530	530	851	1 126	1 126	1 126
Środki pieniężne wolne na koniec okresu	2 016	530	530	751	1 026	1 126	1 126

3.5. Kalkulacja wartości dochodowej wg zdyskontowanych przepływów pieniężnych netto

Wartość dochodowa Spółki jest zaktualizowaną na moment wyceny sumą przewidywanych nadwyżek pieniężnych.

Założenia:

1. Do zdyskontowania nadwyżek pieniężnych przyjęto stopę dyskonta w wysokości 10,83%, obliczoną wg formuły:

$$r_e + r_g$$

gdzie:

r_e - stopa bazowa na poziomie 1,83% – wyliczona ze średniej rentowności obligacji dwuletnich (5,0%), obligacji dziesięcioletnich (7,0%) oraz bonów skarbowych 52-tygodniowych (4,50%) skorygowanej do poziomu realnego wzorem I. Fishera przy stopie inflacji na maja 2009 roku, na poziomie 3,6%.

$$r_{re} = \frac{1 + r}{1 + r_i} - 1$$

r = nominalna stopa procentowa,

r_i – stopa inflacji,

r_g - ekwiwalent za ryzyko ogólnogospodarcze dla Polski na poziomie 8,0%. + 1% wynikający ze zwiększonego ryzyka koncentracji prac Spółki.

2. Wartość rezydualną wyliczono według formuły wiecznej renty przyjmując do obliczeń nadwyżkę z 2014 roku.
3. Dyskontowaniu poddano nadwyżki od dnia wyceny.

Wartość dochodowa
 (w tys. zł)
 Stany na koniec roku

	V_2009	XII_2009	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014
	Wykonanie	proгноza	proгноza	proгноza	proгноza	proгноza	proгноza
okres	0	1	2	3	4	5	6
		2009-12-31	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31	2013-12-31	2014-12-31
dni od 2009-06-01	0	213	578	943	1309	1674	2039
stopa dyskontowa		10,83%					
współczynnik dyskontujący	1	0,94	0,85	0,77	0,69	0,62	0,56
wynik finansowy		530	530	751	1 026	1 126	1 126
Nadwyżka zdyskontowana	0	499	450	576	710	703	634
wartość rezydualna		5 854					
suma nadwyżek w latach 2009-2014		3 571					
Razem nadwyżki przyszłe		9 425					
Nadwyżki środków pieniężnych bieżące							
środki pieniężne oraz inne środki pieniężne na początek okresu		2 016					
należności bieżące		573					
zobowiązania bieżące		-690					
nadwyżka bieżąca środków pieniężnych		1 899					
wycena metodą dochodową		11 324					

Wartość dochodowa Spółki został ustalona na kwotę 11 324 tys. zł.

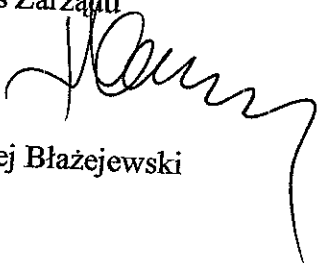
4. Wnioski końcowe

- wycena zawiera 20 ponumerowanych stron
- Wycena została sporządzona przy założeniu kontynuacji działalności Hasil w zmienionej formie prawnej, przy założeniu że zmiana formy prawnej nie ograniczy zdolności do generowania nadwyżek finansowych przez Hasil działający w nowej formie prawnej.

Wrocław, 15 lipca 2009 r.

Prezes Zarządu

Andrzej Błazejewski



„Accord'ab” Biegli Rewidenci
Spółka z o.o.

ul. Słubicka 18, 53-615 Wrocław
tel./fax + 48(71) 349 09 60, 349 09 67
NIP 899-000-70-79 Regon 931564957