



Maksymilian Gudyma  
Consulting



Maj 2022

# Raport z wyceny

MANUFATURA PIWA WÓDKI I WINA S. A.  
NA DZIEŃ 31.12.2021

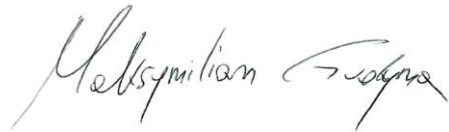
# Podsumowanie zlecenia

## SZANOWNI PAŃSTWO,

Na podstawie zlecenia wystosowanego w stronę Maksymilian Gudyma Consulting przez Manufaktura Piwa Wódki i Wina S. A., przekazujemy Państwu Raport z wyceny obejmujący wycenę akcji Manufaktura Piwa Wódki i Wina S. A.. Wycena została sporządzona w celu określenia wartości pakietu 109 000 akcji spółki Manufaktura Piwa Wódki i Wina S. A. mających stanowić zastaw zabezpieczający emisję obligacji spółki Manufaktura Piwa Wódki i Wina S. A..

Wycena spółki została przeprowadzona zgodnie ze stanem na dzień 31.12.2021 w oparciu o metodę porównawczą, metodę skorygowanej wartości aktywów netto oraz metodę zdyskontowanych przepływów pieniężnych.

Z poważaniem,  
Maksymilian Gudyma





# Spis treści

**01**

**Podsumowanie wyceny**

s. 9 - 11

**02**

**Otoczenie rynkowe**

s. 12 - 13

**03**

**Informacje o spółce**

s. 14 - 15

**04**

**Metodologia wyceny**

s. 16 - 20

**05**

**Wycena spółki Manufaktura  
Piwa Wódki i Wina S. A.**

s. 21 - 28

**06**

**Zastrzeżenia**

s. 29 - 30

**07**

**Załączniki**

s. 31 - 34



**Maksymilian Gudyma**  
Consulting

# Wstęp

## ZLECENIE

Niniejsza wycena została przygotowana na podstawie zlecenia wystosowanego przez spółkę Manufaktura Piwa Wódki i Wina S. A. w kierunku Maksymilian Gudyma Consulting. Zlecenie obejmowało sporządzenie wyceny spółki Manufaktura Piwa Wódki i Wina S. A. oraz określenie wartości pakietu 109 000 akcji spółki Manufaktura Piwa Wódki i Wina S. A. mających stanowić zastaw zabezpieczający emisję obligacji spółki Manufaktura Piwa Wódki i Wina S. A..

## ZAKRES PRAC

W celu wykonania zlecenia zostały wykonane następujące czynności:

- Analiza rynku pod kątem doboru odpowiednich założeń do wyceny spółki
- Oszacowanie kosztu kapitału spółki
- Prognoza przyszłych przepływów pieniężnych
- Selekcja peerów rynkowych
- Prace związane z raportem obejmują okres kwietnia i maja 2022 roku
- Wycena spółki wybranymi metodami
- Określenie wartości akcji mających stanowić zastaw

## ŹRÓDŁA INFORMACJI

Źródłami informacji wykorzystanymi w wycenie są:

- Publicznie dostępne bazy danych
- Ogólnodostępne sprawozdania finansowe spółek działających na rynku spółki wycenianej
- Ogólnodostępne raporty branżowe
- Dane finansowe przekazane przez spółkę
- Prognozy dostarczone przez Zarząd spółki

## RAPORT

Przedmiotem raportu jest oszacowanie wartości spółki Manufaktura Piwa Wódki i Wina S. A. za pomocą metody porównawczej, majątkowej oraz dochodowej a następnie określenie wartości pakietu 109 000 akcji spółki Manufaktura Piwa Wódki i Wina S. A. mających stanowić zastaw zabezpieczający emisję obligacji spółki Manufaktura Piwa Wódki i Wina S. A.. Treść tego raportu została zawarta w 7 rozdziałach i każdy z nich należy interpretować jedynie w kontekście pozostałych. Wycena została sporządzona na dzień 31 grudnia 2021 roku.





# 01

## Podsumowanie wyceny

- Kluczowe czynniki ryzyka
- Metodologia wyceny
- Wynik wyceny

## 1. FINANSOWANIE WZROSTU SPÓŁKI

Wyniki wyceny są podane w wariancie post-money. Oznacza to, że zakładane jest pozyskanie kapitału do spółki w określonym czasie i na określonych parametrach. W przypadku zmian w wartości pozyskanego kapitału lub warunków na jakich będzie on pozyskany wartość wyceny może ulec istotnej zmianie ze względu na inne możliwości inwestycyjne co w konsekwencji może przełożyć się na zakładaną dynamikę rozwoju.

## 2. REALIZACJA ZAŁOŻEŃ PROGNOZY FINANSOWEJ

Założenia użyte do wyceny odzwierciedlają najbardziej prawdopodobny scenariusz rozwoju wg. Zarządu spółki bazując na obecnych uwarunkowań rynkowych. Może się zdarzyć, iż pewne wydarzenia zawarte w prognozie nie będą miały miejsca lub ich efekt będzie inny niż zakładany w prognozie. Wyniki osiągnięte przez spółki niemal zawsze różnią się w mniejszym lub większym stopniu od tych zakładanych w prognozie.

## 3. ZMIANY W OTOCZENIU RYNKOWYM

Prognozy Zarządu oparte są o stan wiedzy nt. rynku na dzień wyceny. Nie można wykluczyć, że pewne działania konkurentów lub zmiany ustawodawcze wpłyną negatywnie na wyniki generowane przez wyceniane spółki. Jest to o tyle istotne, że spółka wyceniana jak i spółki z nią bezpośrednio powiązane mają wielu konkurentów na rynku.

## 4. OSIĄGNIĘCIE ZAKŁADANYCH POZIOMÓW PRZYCHODÓW I MARŻY EBITDA

Istotne jest zaznaczenie, iż prognozy finansowe zakładają intensywny rozwój co ma doprowadzić do dynamicznego zwiększenia się przychodów a w konsekwencji osiągnięcie pozytywnej marży EBITDA już w pierwszym roku prognozy oraz na przestrzeni dalszych lat prognozy. Jest to o tyle istotne, że grupa historycznie generowała stratę. Nie można w 100% zagwarantować realizacji scenariuszy zawartych w prognozach.



## METODOLOGIA WYCENY

Wycena została przeprowadzona z wykorzystaniem metody porównawczej w wariancie mnożników rynkowych, metody dochodowej w modelu FCFF (Free Cash Flow to Firm) oraz metody skorygowanej wartości aktywów netto. Uznaliśmy metodę porównawczą za główną metodę szacowania wartości ze względu na planowany debiut giełdowy oraz dynamiczny rozwój spółki jaki jest założony w prognozach finansowych.

Metoda wyceny opiera się na prognozach finansowych przygotowanych przez Zarząd spółki.

## WYNIK WYCENY

Na podstawie przeprowadzonej analizy, wartość 100% akcji spółki Manufaktura Piwa Wódki i Wina S. A. na dzień 31 grudnia 2021 r. została oszacowana na 234 184 348 PLN.

Metoda wyceny	Wartość wyceny	Waga
Mnożnikowa	278 060 285	0,50
Dochodowa	203 815 388	0,25
Majątkowa	176 801 434	0,25
<b>Wartość akcji MPWiW</b>	<b>234 184 348</b>	



# 02

## Otoczenie rynkowe

- Rynek alkoholi w Polsce



## DANE RYNKOWE

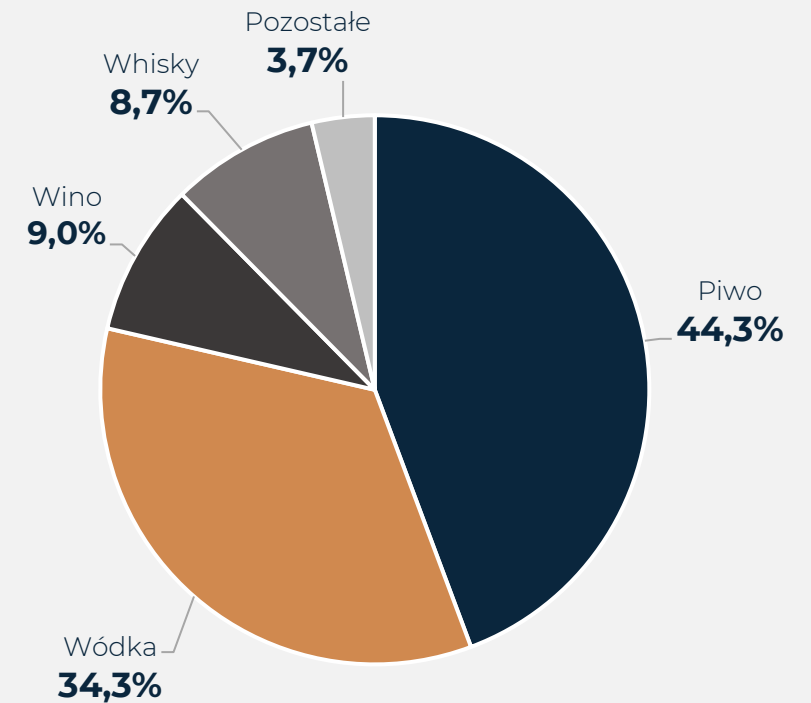
- Wartość rynku alkoholi szacowana jest na ok. 40 mld zł. Prawie połowa generowana jest przez segment piwa. Wódka to z kolei 13 mld zł. W porównaniu do tych liczb wino ma zdecydowanie mniejsze udziały, ale kwota 3,5 mld zł jest znaczną wartością rynkową.
- Kategoria alkoholi w Polsce w ostatnim roku urosła wartościowo o 2,5%. Tempo jest wolniejsze niż w 2020 roku kiedy to odnotowano 7% wzrostu. Odwrotnie wygląda sytuacja w kontekście wolumenu transakcji. Zmniejszył się on bowiem o 3,9% względem 2020 roku sugerując wzrost cen produktów oraz przesuwanie się sprzedaży w kierunku kategorii droższych za litr. Spadek wolumenowy sterowany jest głównie przez największe kategorie w koszyku: piwo oraz wódkę.

## TRENDY

- Wzrost popularności alkoholi kategorii premium.
- Bardzo dynamicznie rozwija się także kategoria win, wśród których najszybciej rośnie kategoria win musujących. Coraz chętniej sięgamy także po mniej popularne rodzaje alkoholu.
- Niewątpliwie znaczącą zmianą dla wielu producentów alkoholi jest obowiązujący od 1 stycznia 2021 roku podatek od tzw. „małpek”, czyli alkoholi w butelkach o objętości do 300 ml. Tzw. małpki stanowiły 1/3 ogólnej sprzedaży wódki. Można się spodziewać zmniejszenia wolumenu sprzedaży, bądź (co jest już obserwowane) zwiększenia objętości butelek.
- Obserwujemy naturalnie rosnące spożycie kategorii napojów bezalkoholowych. Dotyczy to zwłaszcza segmentu piwa.
- Od niedawna rewolucja jaka miała miejsce na rynku piwa przenosi się także na inne kategorie, w tym na rynek alkoholi mocnych, co będzie nadal postępować w nadchodzących miesiącach.

Źródło: NielsenIQ, styczeń-grudzień 2021r.

## WARTOŚCIOWA STRUKTURA RYNKU ALKOHOLI W POLSCE





# 03

## Informacje o spółce

- Podstawowe informacje
- Opis działalności
- Lokalizacja

## PODSTAWOWE INFORMACJE

NAZWA	"MANUFATURA PIWA WÓDKI I WINA" SPÓŁKA AKCYJNA
ADRES	UL. TENCZYŃSKA 59, 32-067 TENCZYNEK
PREZES ZARZĄDU	JANUSZ MARIAN PALIKOT
KRS	0000841132
ZAŁOŻENIE	06.09.2016

## OPIS DZIAŁALNOŚCI

Spółka została powołana w 2016 roku z zamiarem inwestowania na rynku alkoholu. Pierwsza inwestycja to zakup browaru Tenczynek w 2018 roku. Jest to Browar o długiej i bogatej historii, założony w 1553 przez Andrzeja i Stanisława Tenczyńskich. Spółka MPWiW jest spółką holdingową w grupie spółek działających na rynku piwa oraz napojów wysoko alkoholowych. W ramach GK działalność prowadzi: Doctor Brew sp. z o. o., Tenczyńska Okovita sp z o. o., Tenczynek Bezalkoholowe sp. z o. o., Tenczynek Świeże sp. z o. o., Tenczynek Dystrybucja sp. z o. o., Przyjazne Państwo S. A., Browar w Niechanowie sp. z o. o., BUH Distillery sp. z o. o..

## LOKALIZACJA



Spółki grupy MPWiW operują w głównie w Tenczynku oraz w Lublinie





# 04

## Metodologia wyceny

- Pojęcie wartości
- Metody wyceny przedsiębiorstw
- Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych
- Stopa dyskontowa

## POJĘCIE WARTOŚCI

Pojęcie wartości przedsiębiorstwa można rozpatrywać na wiele różnych sposobów. Spowodowało to potrzebę kategoryzowania różnych sposobów rozumienia wartości, którego podjęli się S.P. Pratt, R.F. Reilly oraz R.P. Schwartz tworząc standardy wartości, takie jak:

- rzetelna (rzeczywista, godziwa) – pod tym pojęciem rozumie się cenę, po której doszłoby do transakcji kupna-sprzedaży danego waloru pomiędzy dwiema hipotetycznymi stronami, wśród których nie zachodzi zjawisko asymetrii informacji oraz nie działająymi pod przymusem
- wartość rynkowa – jest ceną, po jakiej z największą dozą prawdopodobieństwa dany przedmiot stałby się przedmiotem transakcji na wystarczająco konkurencyjnym i otwartym rynku, na którym podmioty dokonują racjonalnych i niczym nieprzymuszonych decyzji
- wartość inwestycyjna – jest to wartość odpowiednia dla konkretnego inwestora, która odpowiada jego indywidualnym preferencjom, kryteriom oraz indywidualnym wymaganiom
- wartość wewnętrzna – wartość ta nie wynika z indywidualnych preferencji inwestorów, czy też aktualnych warunków na rynku kapitałowym, lecz z rzeczywistej zdolności przedsiębiorstwa do generowania dochodów, wyznaczonej najczęściej za pomocą metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych.
- wartość godziwa (sprawiedliwa) – to pojęcie wartości wiąże się z ochroną akcjonariuszy mniejszościowych i odpowiada niezaburzonej decyzji akcjonariuszy większościowych cenie, jaką mogliby oni uzyskać za walory przedsiębiorstwa.



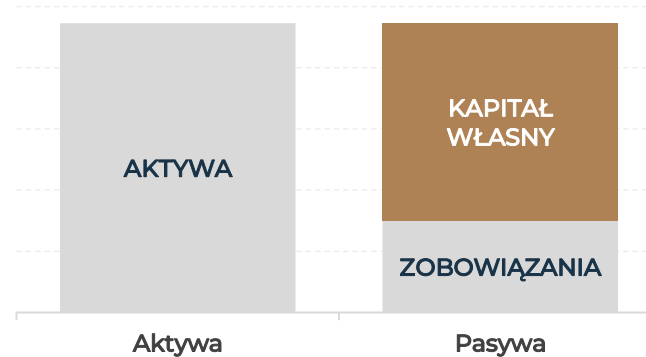
## PODEJSCIA DO WYCENY PRZEDSIĘBIORSTW

Wyróżnia się trzy podstawowe metody wyceny wartości przedsiębiorstwa:

- metody majątkowe
- metody rynkowe
- metody dochodowe

## METODY MAJĄTKOWE

Metody majątkowe opierają się o założenie, że wartość przedmiotu wyceny ustalana jest na podstawie wartości aktywów w bilansie. Można wyróżnić między innymi metodę księgową, odtworzeniową, likwidacyjną, czy metodę skorygowanych aktywów netto. W większości przypadków wartości bilansowe koryguje się do wartości rynkowych, po czym wartość firmy ustala się na podstawie różnicy pomiędzy majątkiem spółki a wartością ich zobowiązań. Należy pamiętać, że metody majątkowe nie uwzględniają rynkowego charakteru firmy oraz jej zdolności do generowania zysków.

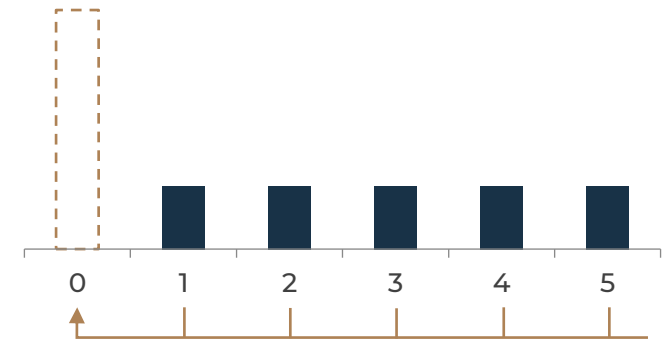


## METODY RYNKOWE

Spośród metod rynkowych najczęściej stosowaną jest metoda mnożnikowa. Opiera się ona na zestawieniu wskaźników spółek o porównywalnym profilu działalności, notowanych na giełdzie papierów wartościowych, z daną wielkością ekonomiczną wycenianej spółki.

## METODY DOCHODOWE

Podjęcie dochodowe bazuje na założeniu, iż wartość przedsiębiorstwa równa jest sumie korzyści ekonomicznych wynikających z jego posiadania. Najczęściej wykorzystywaną metodą z kategorii dochodowych jest metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych, w której rzeczonymi korzyściami ekonomicznymi są wolne przepływy pieniężne, które dyskontuje się na moment wyceny.



## METODA ZDISKONTOWANYCH PRZEPŁYWÓW PIENIĘŻNYCH

Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) polega na oszacowaniu przepływów pieniężnych generowanych rokrocznie przez Spółkę, a następnie zdyskontowaniu ich po wyznaczonym koszcie kapitału na dzień przeprowadzenia wyceny. Wartość Spółki stanowi zatem suma wszystkich przepływów pieniężnych generowanych przez wyceniany podmiot w domniemanym okresie istnienia.

Kluczowe znaczenie dla wyceny metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych ma wybór metodologii szacowania przepływów pieniężnych. Najczęściej stosuje się metodę FCFF (Free Cash Flow to Firm), w której adresatami wyznaczanych przepływów są wszyscy dawcy kapitału dla Spółki, lub metodę FCFE (Free Cash Flow to Equity), której adresatami są akcjonariusze. Niniejszą wycenę oparto na metodologii FCFF.

Tak oszacowane przepływy pieniężne są następnie zdyskontowane na dzień wyceny za pomocą stopy dyskontowej jaką jest WACC (Weighted Average Cost of Capital), której proces wyznaczania został szczegółowo opisany w dalszej części raportu..

Można zatem przyjąć, że wartość przedsiębiorstwa w metodzie zdyskontowanych przepływów pieniężnych wyznacza się na podstawie poniższego wzoru:

$$V = \sum_{i=1}^t \frac{CF_i}{(1+WACC)^i} + \frac{RV}{(1+WACC)^n}$$

Gdzie:

V – Wartość przedsiębiorstwa

CF – Wolny przepływ szczegółowej prognozy

WACC – Średnioważony koszt kapitału

RV – Wartość rezydualna

Wartość rezydualna jest sumą ciągu płatności w nieskończonym czasie, którą oblicza się po okresie szczegółowej prognozy. Jak widać na powyższym wzorze, wartość rezydualną również należy zdyskontować na dzień przeprowadzenia wyceny.

Wartość rezydualną oblicza się na podstawie wzoru:

$$RV = \frac{CF_n \times (1+g)}{WACC - g}$$

Gdzie:

RV – Wartość rezydualna

CF – ostatni przepływ szczegółowej prognozy

g – stopa wzrostu w okresie rezydualnym

WACC – Średnioważony koszt kapitału

## STOPA DYSKONTOWA

Wybór odpowiedniej stopy dyskontowej jest jednym z najważniejszych etapów wyceny. Czynnikiem ten ma bowiem kluczowy wpływ na ostateczne wyniki wyceny.

## WACC

Na potrzeby niniejszej wyceny za stopę odpowiednią do dyskontowania przyjęto średnioważony koszt kapitału dla Spółki (WACC), metodologia WACC jest w tym przypadku odpowiednią, ze względu na finansowanie się Spółki zarówno kapitałem własnym, jak i obcym.

WACC jest średnią stopy kosztu kapitału własnego oraz wyrażonego procentowo kosztu kapitału obcego, ważoną udziałami rynkowych wartości tych elementów w strukturze finansowania majątku Spółki. WACC wyznacza się następującym wzorem:

$$WACC = k_e \times \frac{E}{D+E} + k_d \times \frac{D}{D+E} \times (1 - T)$$

Gdzie:

WACC – Średni, ważony koszt kapitału spółki

$k_e$  – koszt kapitału własnego

$E$  – Rynkowa wartość kapitału własnego

$k_d$  – koszt kapitałów obcych

$D$  – Rynkowa wartość kapitałów obcych

$T$  – stopa podatku dochodowego

## KOSZT KAPITAŁU WŁASNEGO

W celu wyznaczenia kosztu kapitału własnego dla przedsiębiorstwa korzysta się z modelu wyceny aktywów na rynku kapitałowym CAPM (Capital Asset Pricing Model) zgodnie z poniższym wzorem:

$$k_e = R_f + \beta \times MRP$$

Gdzie:

$R_f$  – stopa wolna od ryzyka

$\beta$  – współczynnik beta

MRP – Premia za ryzyko rynkowe

## WSPÓŁCZYNNIK BETA

Jest to miara ryzyka systematycznego, czyli takiego którym obarczone są wszystkie aktywa na rynku. Odzwierciedla zależność między stopą zwrotu z kapitału własnego a stopą możliwą do osiągnięcia z inwestycji we wszystkie aktywa na rynku kapitałowym.

### PREMIA ZA RYZYKO RYNKOWE

Jest to ryzyko jakie inwestorzy ponoszą z tytułu inwestycji w aktywa na rynku kapitałowym. Stanowi nadwyżkę stopy zwrotu możliwą do uzyskania na rynku nad stopą wolną od ryzyka dla konkretnego rynku.

## STOPA WOLNA OD RYZYKA

Jest to stopa zwrotu, której możliwość uzyskania nie wiąże się z ponoszeniem ryzyka. W praktyce za taką stopę przyjmuje się rentowność papierów wartościowych emitowanych przez instytucje rządowe.





# 05

## Wycena spółki MPWiW S. A.

- Wykonane prace
- Szacunek stopy dyskontowej
- Prognozy finansowe
- Wycena metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych
- Wycena mnożnikami rynkowymi
- Wycena metodą skorygowanej wartości aktywów netto

## PROCES PRZYGOTOWANIA RAPORTU

Prace nad raportem zamknęły się w następujących aspektach:

- Analiza otoczenia Spółki
- Kalkulacje kosztu kapitału
- Dobór metody wyceny
- Wykonanie projekcji przepływów pieniężnych
- Wykonanie wyceny metodą dochodową
- Wykonanie wyceny metodą porównawczą
- Wykonanie wyceny metodą majątkową

## ANALIZA OTOCZENIA SPÓŁKI

Przeanalizowana została aktualna sytuacja makroekonomiczna, jak również sytuacja w branży, w której działa Spółka. Poruszone zostały aspekty wpływające bezpośrednio na jej działalność lub wysokość prognozy.

## KALKULACJE KOSZTU KAPITAŁU

Obliczony został koszt kapitału własnego Spółki oraz koszt długu niezbędne wartości przy dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych.

## DOBÓR METOD WYCENY

Po szczegółowej analizie Spółki oraz przedmiotów wyceny, wybrane zostały metody szacowania wartości oraz ich wagi, tak aby najlepiej oddać wartość Spółki.

## PROJEKCJA PRZEPŁYWÓW PIENIĘŻNYCH

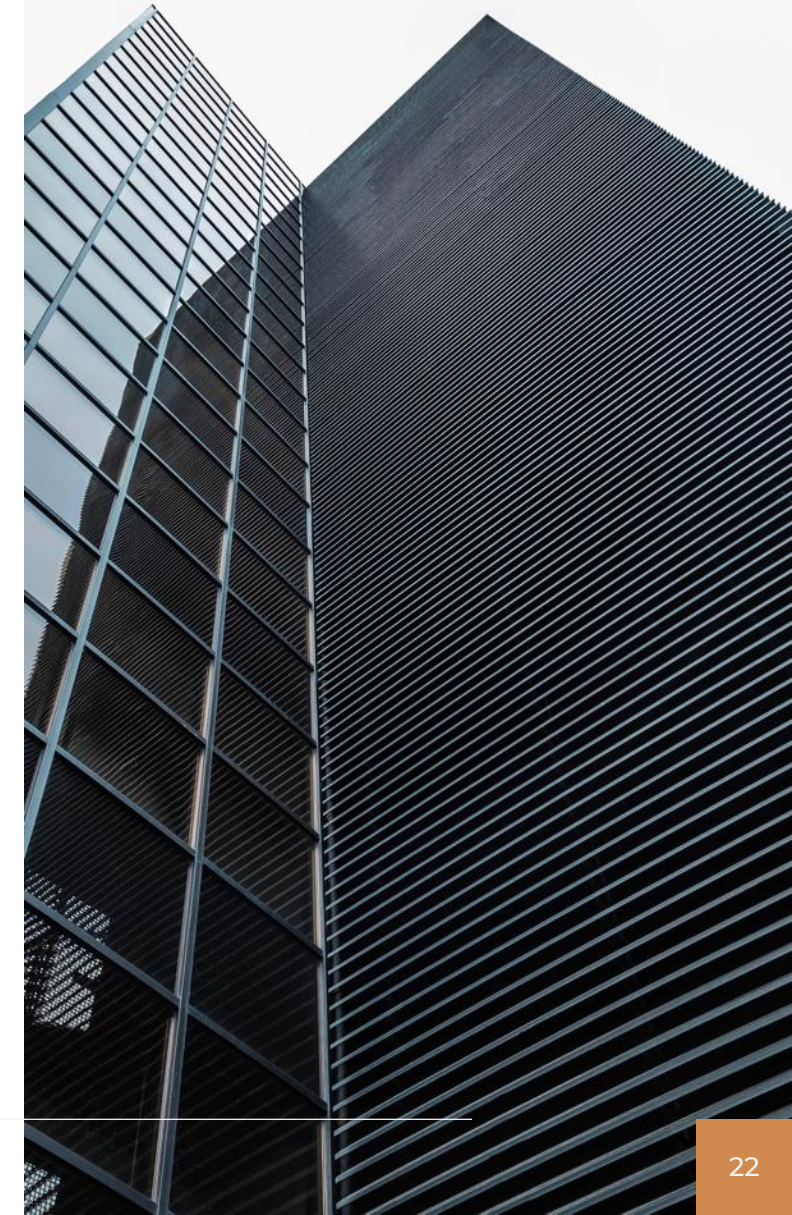
Po oszacowaniu stopy dyskontowej oraz wybraniu odpowiednich metod wyceny, dokonano projekcji przepływów pieniężnych, związanych z wycenianym podmiotem.

## DOBÓR SPÓŁEK PORÓWNAWCZYCH

Aby możliwe było przeprowadzenie wyceny mnożnikowej zostały najpierw wyselekcjonowane spółki o podobnym charakterze do wycenianej spółki.

## WYKONANIE WYCENY

Bazując na wybranych metodach wyceny oszacowana została wartość akcji spółki.



## SZACUNEK STOPY DYSKONTOWEJ

Obliczenia dotyczące stopy dyskontowej użytej w niniejszej wycenie do szacunku wartości aktywów niematerialnych Spółki zostały wykonane zgodnie z metodologią zaprezentowaną w rozdziale 0.4.

## STOPA WOLNA OD RYZYKA

Jako stopę wolną od ryzyka przyjęto rentowność dziesięcioletnich obligacji Skarbu Państwa. Na dzień 31.03.2022 rentowność ta wynosi 5,192%, Dane zostały zaczerpnięte z serwisu [www.stooq.pl](http://www.stooq.pl).

## BETA LEWAROWANA

Poziom współczynnika beta przyjęto na podstawie danych prezentowanych przez autorytet w dziedzinie wycen A. Damodarana, jako wartość tego współczynnika dla kategorii Beverage (alcoholic) (0,71), a następnie pomnożona przez współczynnik 2 (ze względu na to, że akcje spółki nie są jeszcze przedmiotem obrotu na rynku regulowanym), przyjmując ostatecznie średnią wartość na poziomie 1.42. Odlewarowany współczynnik został następnie lewarowany na podstawie struktury kapitału Grupy Kapitałowej oraz stopy podatku dochodowego w wysokości 19%.

## PREMIA ZA RYZYKO RYNKOWE

Współczynnik premii za ryzyko rynkowe został przyjęty w wysokości oszacowanej dla rynku Polskiego przez A. Damodarana na poziomie 5,08%.

## KOSZT DŁUGU

Bazując na informacjach dotyczących zobowiązań finansowych GK oraz prognozy dotyczącej nowo zaciągniętego zadłużenia, stopa procentowa kosztów zadłużenia odsetkowego będzie wynosić 8%. Koszt ten stanowi o koszcie w wysokości Spółka jest w stanie pożyczać pieniądze w długim terminie.

## STRUKTURA KAPITAŁU

Do określenia odpowiedniej struktury kapitału, niezbędnej do zlewarowania współczynnika beta oraz ustalenia wag dla kapitału własnego i kosztu kapitału dłużnego wykorzystano podejście rynkowego ustalenia struktury kapitału.

## WACC

Bazując na przedstawionych założeniach koszt kapitału dla Spółki przyjęto zatem na następującym poziomie:

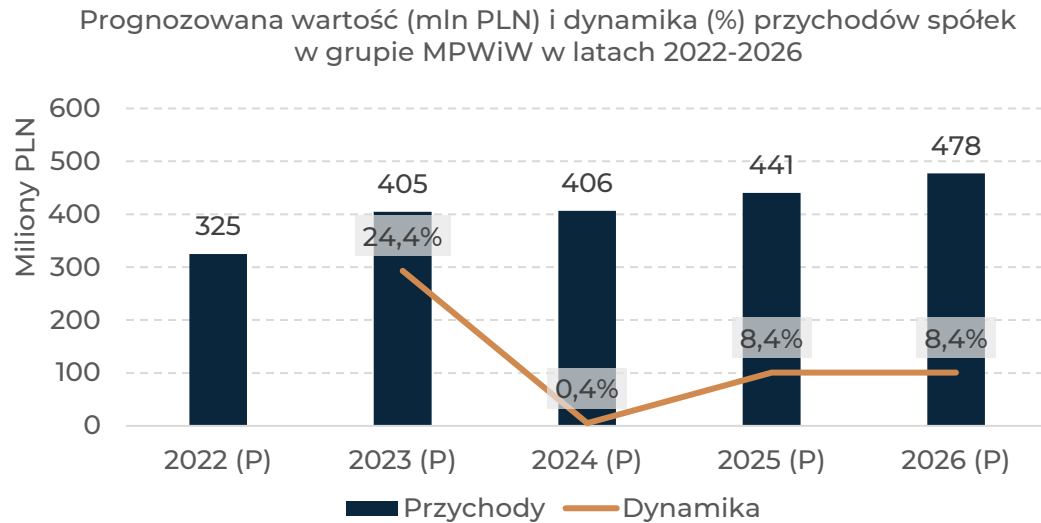
	2022	2023	2024	2025	2026
D/E	0,69	0,29	-0,02	0,70	0,81
Beta lewarowana	2,21	1,75	1,39	2,23	2,36
Koszt kapitału własnego	16,42%	14,10%	12,27%	16,50%	17,16%
Koszt długu	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%
Udział kapitału własnego	0,59	0,78	1,02	0,59	0,55
Udział długu	0,41	0,22	-0,02	0,41	0,45
WACC	12,37%	12,39%	12,41%	12,37%	12,37%

## PROGNOZY FINANSOWE

W celu oszacowania wartości grupy Manufaktury Piwa Wódki i Wina sporządzono prognozę wyników możliwych do osiągnięcia przez spółki grupy do roku 2026.

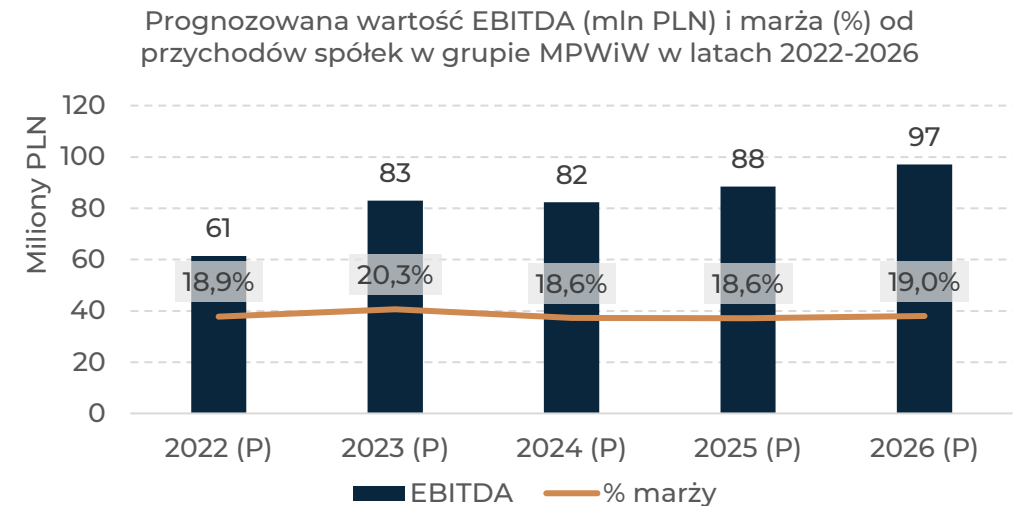
## PRZYCHODY

Przygotowana przez grupę prognoza przychodów na najbliższe lata przewiduje dynamiczny wzrost ich wartości w latach 2022 – 2026. Taka dynamika wzrostu przychodów spowodowana jest tym, że spółki w grupie mają wprowadzać do oferty nowe produkty oraz prowadzić będą wzmożone akcje marketingowe. Współczynnik CAGR dla przychodów w okresie 2022 - 2026 wynosi 8,0%.



## EBITDA

Wzrost sprzedaży spółek w grupie przełoży się na wzrost nominalnej marży operacyjnej przed odliczeniem podatków i amortyzacji – EBITDA. Skumulowany średnioważony wzrost (CAGR) nominalnej marży EBITDA dla grupy MPWiW w latach 2022 - 2026 wynosi 10,9%.



## WYDATKI INWESTYCYJNE

[tys. PLN]	2022 (P)	2023 (P)	2024 (P)	2025 (P)	2026 (P)
CAPEX w grupie MPWiW	39 218	39 426	36 606	38 405	41 969

## WSTĘP

Przeprowadziwszy wszystkie obliczenia związane z ustaleniem odpowiedniej stopy obrazującej koszt kapitału Spółki, dokonano projekcji przepływów pieniężnych przez nią generowanych w najbliższych latach. To następnie pozwoliło na wiarygodne oszacowanie wartości wycenianej Spółki na dzień 31.12.2021.

## WARTOŚĆ REZYDUALNA

Wartość rezydualna Spółki obrazująca wielkość przepływów generowanych przez nią przepływów po okresie szczegółowej prognozy, została oszacowana na podstawie metodologii zaprezentowanej w rozdziale 0.4. Do obliczeń wykorzystano przepływy generowane przez Spółkę w 2026 roku oraz, stosując zasadę ostrożności wyceny, stopę wzrostu w wysokości 1% po okresie prognozy.

## PROGNOZY PRZEPŁYWÓW

W celu ustalenia wysokości wolnych przepływów generowanych przez Spółkę, wykorzystano prognozy wyników na lata 2022-2026 przygotowane przez zarząd Spółki. Na tej podstawie oszacowano wielkość przepływów, które następnie zostały zdyskontowane stopą odpowiadającą WACC w danym roku.

## WYNIKI WYCENY

Tabela prezentuje wynik wyceny spółki MPWiW S. A. przeprowadzonej za pomocą metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych na dzień 31.12.2021. Wartość akcji spółki oszacowana metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych wynosi 203 815 388 PLN.

	2022	2023	2024	2025	2026
FCFF	-52 329 188	32 996 673	74 009 302	31 272 205	35 450 496
WACC	12,37%	12,39%	12,41%	12,37%	12,37%
PV of forecasted period	-46 567 828	26 123 886	52 090 681	19 606 232	19 781 525
Enterprise Value	252 674 734				
Net Debt	48 859 346				
<b>Wartość akcji MPWiW</b>	<b>203 815 388</b>				

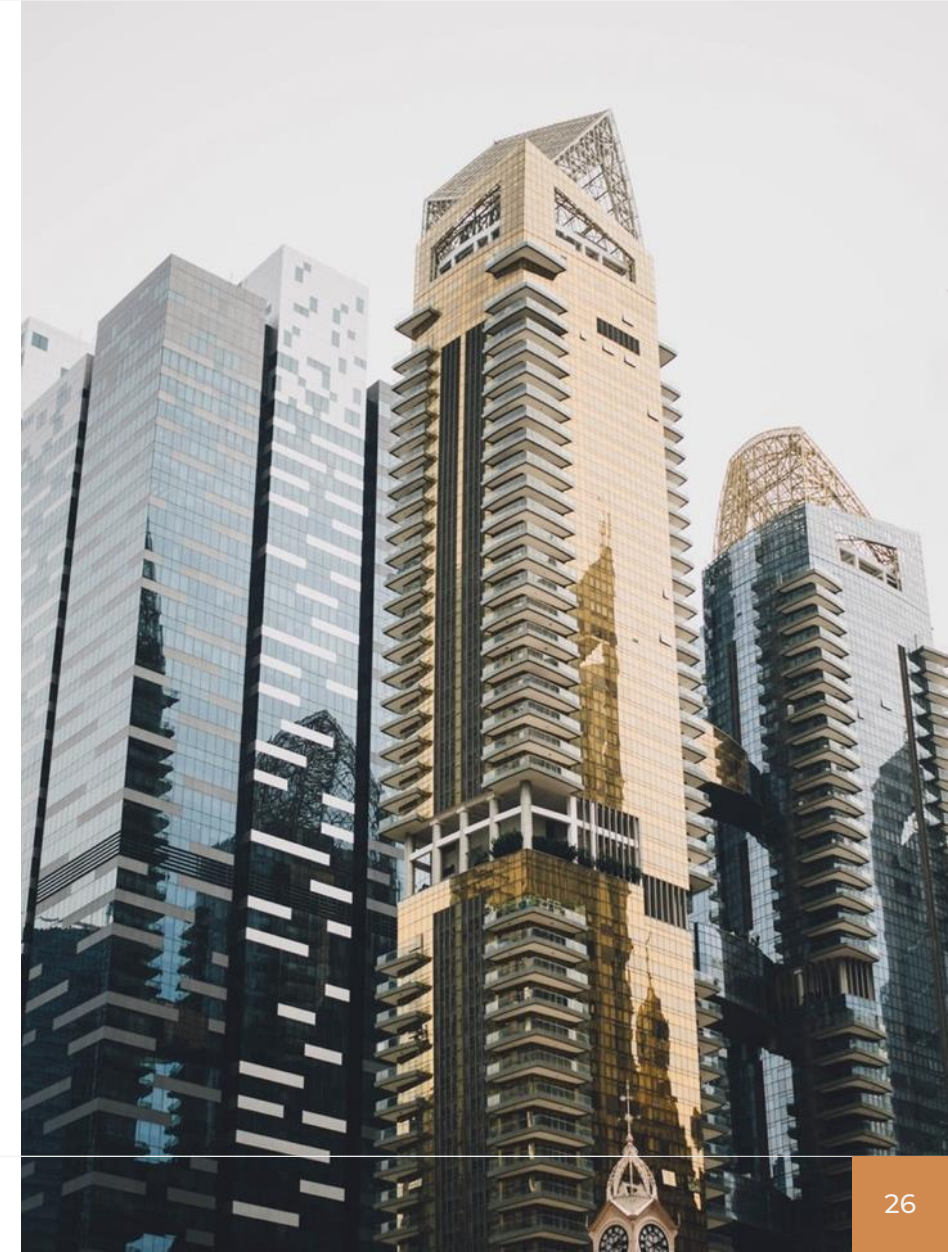
## SPÓŁKI GIEŁDOWE Z BRANŻY ALKOHOLOWEJ

W celu przeprowadzenia wyceny mnożnikowej przeanalizowany został rynek giełdowych spółek działających na rynku alkoholi. Istotna przy doborze spółek była przede wszystkim skala działalności, dynamika wzrostu oraz obszar geograficzny na jakim oferują swoje produkty.

Po analizie szerokiego rynku wytypowane zostało 11 spółek, jednak zważywszy na to, że 10 z nich jest znacznie większych niż wyceniana spółka (kapitalizacja powyżej 1 mld EUR), została podjęta decyzja o włączeniu do analizy jedynie jednego podmiotu:

**Ambra S. A.** - Jest liderem rynku wina w Polsce oraz czołowym producentem, importerem i dystrybutorem win w Europie Środkowej i Wschodniej. Grupa prowadzi działalność na rynkach Polski, Czech, Słowacji i Rumunii. Oferta opiera się z jednej strony na winach własnych marek, które są produkowane przez Grupę lub na jej zamówienie w różnych krajach świata, a z drugiej na winach importowanych od największych producentów Francji, Włoch, Hiszpanii, Bułgarii, Chile czy Australii. Spółka jest notowana na WSE (ticker: AMB) a kapitalizacja spółki to ok. 655 mln PLN.

	AMBRA
P/E	9,48
EV/EBITDA	4,19



## DOBÓR WSKAŹNIKÓW

Po analizie rynku została podjęta decyzja o użyciu mnożników P/E oraz EV/EBITDA ze względu na to, że uwzględniają marżowość podmiotów (a ta według prognoz ma się istotnie zmienić w ciągu kolejnych lat).

## WAGI MNOŻNIKÓW I LAT

Zdecydowano że zarówno mnożnik P/E jak i EV/EBITDA otrzyma przy szacowaniu wyceny wagę 50%. Prognozy wyników wycenianej spółki na 2022 rok otrzymały wagę 60% natomiast prognozy roku 2023 otrzymały wagę 40%.

## DYSKONTO Z TYTUŁU BRAKU PŁYNNOŚCI

Z racji tego, że spółka porównywalna jest mocno zbliżona do spółki wycenianej podjęto decyzję o braku zastosowania dyskonta z tytułu braku płynności.

## WYNIKI WYCENY

Tabela prezentuje wynik wyceny spółki MPWiW S. A. przeprowadzonej za pomocą metody porównawczej. Wartość akcji Spółki oszacowana metodą rynkową wynosi 278 060 285 PLN.

	P/E		EV/EBITDA	
	2022	2023	2022	2023
Wartość kapitałów własnych MPWiW	318 225 909	453 484 555	134 186 383	258 198 433
Waga	60%	40%	60%	40%
<b>Wartość kapitałów własnych MPWiW</b>	<b>372 329 367</b>		<b>183 791 203</b>	
Waga	50%		50%	
<b>Wartość kapitałów własnych MPWiW</b>	<b>278 060 285</b>			

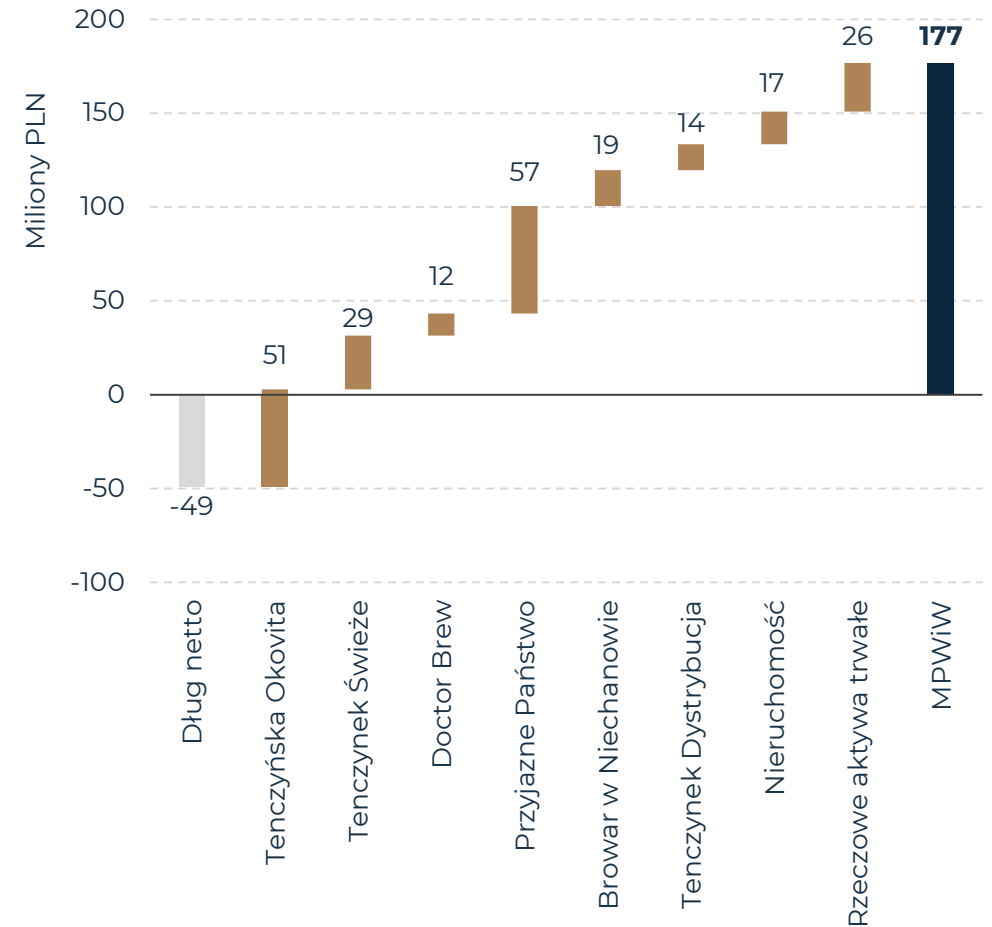
## SKŁADNIKI AKTYWÓW GRUPY

Większość aktywów spółki to udziały i akcje w spółkach portfelowych. Istotnym aktywem są także aktywa trwałe na które składa się park maszynowy oraz nieruchomości. Do ujętych w wycenie aktywów spółki MPWiW przyjęte zostało:

- Udziały w Tenczyńska Okovita sp. z o. o. (w majątku której uwzględniono udziały w spółce Tenczynek Bezalkoholowe) wycenione metodą DCF. Wycena została potwierdzona rynkowo w transakcjach.
- Udziały w Tenczynek Świeże sp. z o. o. wycenione metodą DCF. Wycena została potwierdzona rynkowo w transakcjach.
- Udziały w Doctor Brew sp. z o. o. wycenione metodą DCF.
- Akcje w Przyjazne Państwo S. A. (w majątku której są udziały spółki BUH Distillery) wycenione metodą DCF.
- Udziały w Browar w Niechanowie sp. z o. o. (w majątku której są udziały spółki BUH Distillery) wycenione metodą DCF.
- Udziały w Tenczynek Dystrybucja sp. z o. o. wycenione metodą porównawczą.
- Rzeczowe aktywa trwałe wycenione metodą wartości księgowej
- Nieruchomość w wartości księgowej

## WYNIKI WYCENY

Wykres prezentuje wynik wyceny spółki MPWiW S. A. przeprowadzonej za pomocą metody majątkowej. Wartość akcji spółki MPWiW oszacowana metodą skorygowanej wartości aktywów netto wynosi 176 801 434 PLN.



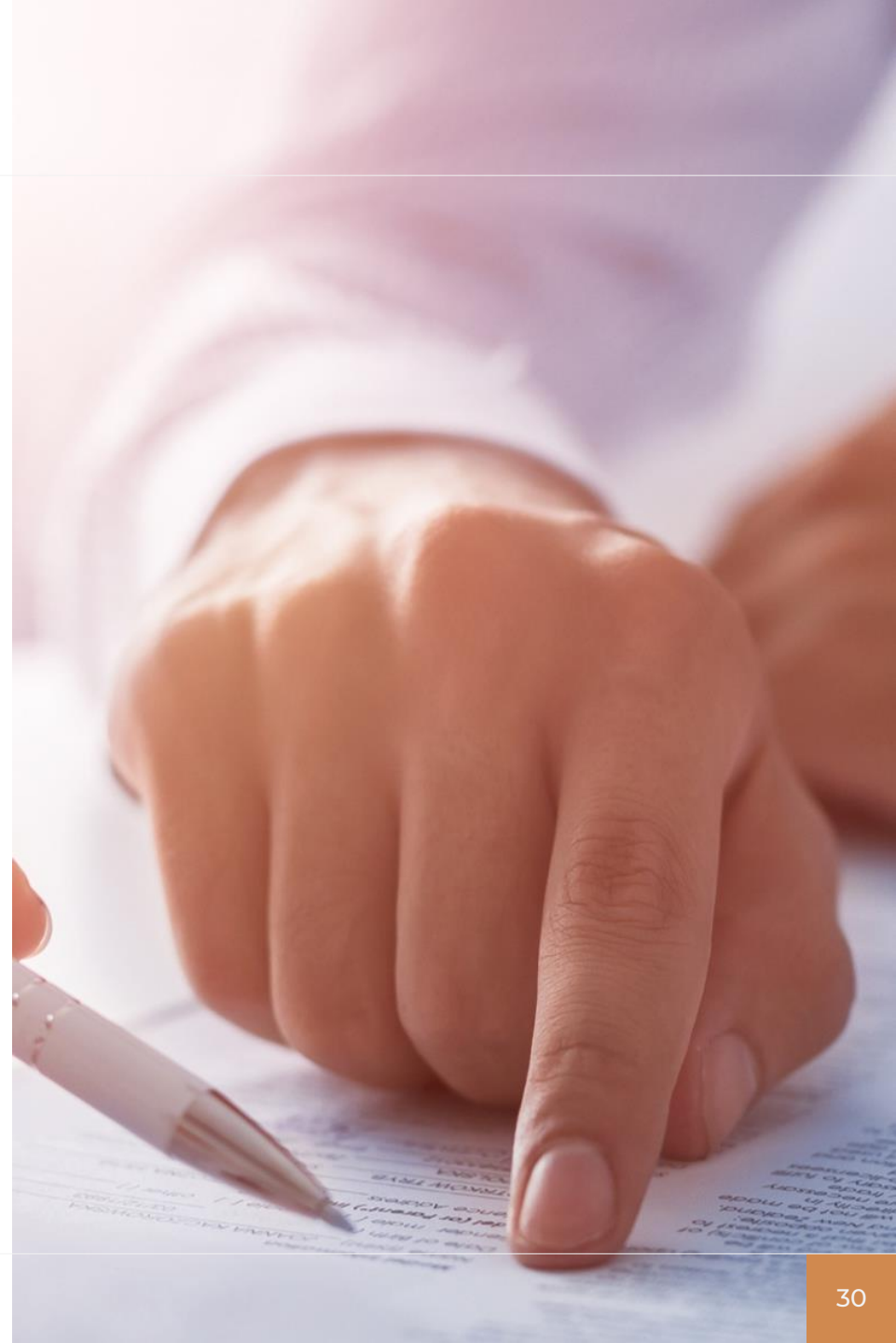




06

Zastrzeżenia

- Szacunek wyceny dokonany został w sposób niezależny od organów wycenianej spółki, opierał się jednak na dostarczonych przez spółkę danych.
- Niniejszy Raport został przygotowany na zlecenie spółki Manufaktura Piwa Wódki i Wina S. A. i może być wykorzystywany wyłącznie przez organy tej Spółki oraz do celów zgodnych z opisanymi w szczegółach zlecenia. Maksymilian Gudyma Consulting nie będzie ponosić odpowiedzialności wobec stron trzecich, którym Raport ten zostanie przedstawiony.
- Raport ten nie bierze pod uwagę zdarzeń oraz ich skutków, które wyniknąć mogły po dacie jego przekazania w ręce Zarządu Spółki.
- Wyniki wyceny zaprezentowane w raporcie wynikają z przyjętych założeń oraz prognoz dotyczących kształtowania się przyszłych wyników spółek przygotowanych przez Zarząd.
- Raport nie uwzględnia nieujawnionych zespołowi analitycznemu Maksymilian Gudyma Consulting zdarzeń, umów oraz zobowiązań, a które mogły mieć wpływ na wyniki zaprezentowanej wyceny.
- Prace nad niniejszym Raportem nie obejmowały weryfikacji rzetelności oraz audytu zaprezentowanych przez Spółkę danych finansowych. Z tego powodu Maksymilian Gudyma Consulting nie ponosi odpowiedzialności w związku z dokładnością i kompletnością zaprezentowanych informacji.
- Prowadząc prace nad Raportem, zostało przyjęte założenie, iż wszystkie dane oraz prognozy dotyczące kształtowania się przyszłych wyników finansowych oraz innych zdarzeń gospodarczych w Spółce są rzetelne i prawdziwe. W związku z tym nie przeprowadzono szczegółowej analizy dotyczącej wiarygodności danych, poza wyeliminowaniem oczywistych błędów.
- Prognozy zaprezentowane w Raporcie są kluczowym czynnikiem wpływającym na ostateczną wartość wyceny. Zastrzega się, iż prognozy te są informacją dotyczącą tego, jakie wyniki przy największym prawdopodobieństwie Spółka może według Zarządu uzyskać. Jednakże należy pamiętać, iż realizacja tych prognoz obarczona jest wieloma czynnikami ryzyka, pozostającymi poza kontrolą Spółki. Może przekładać się to na dywergencję w stosunku do rzeczywiście uzyskanych wyników w przyszłości.
- Raport w obecnej wersji, wymaga zatwierdzenia księgowego aktualizacji wartości spółki.
- Raport może zostać wykorzystany jedynie w celach zgodnych z jego przeznaczeniem opisanym w szczegółach zlecenia





# 07

## Załączniki

- Rachunek zysków i strat
- Bilans
- Kalkulacja wartości akcji objętych zastawem

<b>[tys. PLN]</b>	<b>01.01.2021 – 31.12.2021</b>
Przychody netto ze sprzedaży i zrównane z nimi	49 712
Przychody netto ze sprzedaży produktów	11 795
Zmiana stanu produktów	1 303
Koszt wytworzenia produktów na własne potrzeby jednostki	28
Przychody netto ze sprzedaży towarów i materiałów	36 586
<b>Koszty działalności operacyjnej</b>	<b>43 542</b>
Amortyzacja	1 593
Zużycie materiałów i energii	7 282
Usługi obce	8 725
Podatki i opłaty	1 722
Wynagrodzenia	6 247
Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	891
Pozostałe koszty rodzajowe	1 115
Wartość sprzedanych towarów i materiałów	15 967
Pozostałe przychody operacyjne	6 847
Pozostałe koszty operacyjne	2 167
EBIT	10 850
<i>Marża EBIT</i>	<i>22%</i>
Przychody finansowe	4 874
Koszty finansowe	3 828
Zysk/strata brutto	11 896
<i>Marża zysku brutto</i>	<i>24%</i>
Podatek dochodowy	2 470
Zyski (straty) mniejszości	532
Zysk/ strata netto	8 894
<i>Marża zysku netto</i>	<i>18%</i>



[tys. PLN]	31.12.2021
<b>Aktywa razem</b>	<b>129 878</b>
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>61 714</b>
Wartości niematerialne i prawne	1 232
Wartość firmy jednostek podporządkowanych	0
Rzeczowe aktywa trwałe	26 057
Należności długoterminowe	0
Inwestycje długoterminowe	24 098
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	10 326
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>68 114</b>
Zapasy	10 174
Materiały	3 0121
Półprodukty i produkty w toku	30
Produkty gotowe	1 123
Towary	2 930
Zaliczki na dostawy	3 079
Należności krótkoterminowe	30 262
Należności od jednostek powiązanych	0
Należności od pozostałych jednostek	30 262
Z tytułu dostaw i usług	21 260
Z tytułu podatków, dotacji, ubezpieczeń społecznych i zdrowotnych oraz innych świadczeń	5 551
Inne	3 452
Dochodzone na drodze sądowej	0
Inwestycje krótkoterminowe	14 929
Krótkoterminowe aktywa finansowe	14 929
W jednostkach powiązanych	0
W pozostałych jednostkach	14 625
Środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	304
Inne inwestycje krótkoterminowe	0
<b>Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe</b>	<b>12 749</b>

[tys. PLN]	31.12.2021
<b>Pasywa razem</b>	<b>129 878</b>
<b>Kapitały własne</b>	<b>851</b>
Kapitał podstawowy	343
Kapitał zapasowy	16 989
Zysk (strata) z lat ubiegłych	-25 376
Zysk (strata) netto	8 895
<b>Kapitały mniejszości</b>	<b>20 346</b>
<b>Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania</b>	<b>106 681</b>
Rezerwy na zobowiązania	1 726
Zobowiązania długoterminowe	9 119
Wobec jednostek powiązanych	0
Kredyty i pożyczki	62
Z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych	6 716
Inne zobowiązania finansowe	2 342
Inne	0
Zobowiązania krótkoterminowe	94 318
Wobec jednostek powiązanych	812
Kredyty i pożyczki	14 807
Z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych	12 343
Inne zobowiązania finansowe	50
Z tytułu dostaw i usług, o okresie wymagalności:	14 807
do 12 miesięcy	14 807
powyżej 12 miesięcy	0
Zaliczki otrzymane na dostawy	8 369
Zobowiązania wekslowe	12 844
Z tytułu podatków, ceł, ubezpieczeń i innych świadczeń	5 575
Z tytułu wynagrodzeń	710
Inne	24 002
Fundusze specjalne	0
<b>Rozliczenia międzyokresowe</b>	<b>3 519</b>

## OKOLICZNOŚCI I ZAŁOŻENIA

Z racji planowanej przez spółkę Manufaktura Piwa Wódki i Wina S. A. emisji obligacji, zabezpieczonych zastawem na akcjach spółki Manufaktura Piwa Wódki i Wina S. A., konieczne jest określenie wartości pakietu 109 000 akcji spółki Manufaktura Piwa Wódki i Wina S. A. mających stanowić zastaw zabezpieczający emisję obligacji spółki. Założenia przyjęte do obliczenia wartości akcji objętych zastawem przedstawiają się następująco:

- Ilość wszystkich akcji Manufaktura Piwa Wódki i Wina S. A. wynosi 4 252 323 sztuk
- Wartość wyceny 100% kapitałów własnych spółki Manufaktura Piwa Wódki i Wina S. A. wynosi 234 184 348 PLN
- Nie uwzględnia się dodatkowego dyskonta z tytułu płynności czy braku kontroli wynikających z posiadania kapitału mniejszościowego

## WARTOŚĆ AKCJI OBJĘTYCH ZASTAWEM

Poniższa tabela przedstawia obliczenia wartości akcji objętych zastawem (wartości podane w PLN):

Wycena 100% akcji (X)	234 184 348
Ilość 100% akcji (Y)	4 252 323
Implikowana wartość 1 akcji ( $A=X/Y$ )	55,07
Ilość akcji objętych zastawem (B)	109 000
<b>Wartość akcji objętych zastawem (<math>A*B</math>)</b>	<b>6 002 630</b>

# Kontakt

Maksymilian Gudyma Consulting

Maksymilian Gudyma

+48 663 935 454

[gudymax@gmail.com](mailto:gudymax@gmail.com)



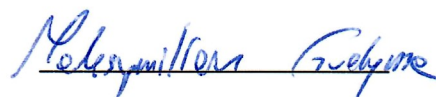
**Maksymilian Gudyma**  
Consulting

**Oświadczenie podmiotu sporządzającego wycenę przedmiotu zabezpieczenia emisji obligacji serii F  
Manufaktura Piwa Wódki i Wina S.A.**

Wypełniając wymogi art. 30 Ustawy o obligacjach z dnia 15 stycznia 2015 roku, oświadczam, iż prowadząc działalność gospodarczą pod firmą Maksymilian Gudyma Consulting posiadam wieloletnią praktykę rynkową, doświadczenie i kwalifikacje zapewniające rzetelność sporządzonej wyceny oraz zachowanie bezstronności i niezależności względem wycenianego podmiotu i podmiotów powiązanych (w rozumieniu Ustawy o rachunkowości Dz. U. 1994 Nr 121 poz. 591 z dnia 29.09.1994 art. 3 ust. 43).

Ponadto oświadczam, iż:

1. stan określony w powyżej dotyczy również członków jego organów zarządzających i nadzorujących oraz osób zatrudnionych przez ten podmiot do wykonywania czynności w zakresie wyceny, a także osób blisko związanych w rozumieniu art. 3 ust. 1 pkt 26 rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylającego dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE (Dz. Urz. UE L 173 z 12.06.2014, str. 1, Dz. Urz. UE L 171 z 29.06.2016, str. 1, Dz. Urz. UE L 175 z 30.06.2016, str. 1 oraz Dz. Urz. UE L 287 z 21.10.2016, str. 320) z członkami organów zarządzających i nadzorujących oraz osobami zatrudnionymi przez podmiot dokonujący wyceny.
2. pracownicy uczestniczący w przygotowaniu wyceny oraz każda inna osoba trzecia, biorąca bezpośredni udział w czynnościach w toku sporządzania przedmiotowej wyceny, a także osoby z nimi blisko związane: 1) nie posiadają instrumentów finansowych i udziałowych papierów wartościowych zleceńdawcy; 2) nie posiadają instrumentów finansowych i udziałowych papierów wartościowych wyemitowanych przez jednostkę powiązaną (w rozumieniu Ustawy o rachunkowości Dz. U. 1994 Nr 121 poz. 591 z dnia 29.09.1994 art. 3 ust. 43) z wycenianą jednostką; 3) nie pozostają z wycenianą jednostką w stosunku pracy, stosunku gospodarczym lub innym stosunku, który może spowodować lub może być postrzegany przez obiektywną, racjonalną i poinformowaną osobę trzecią jako powodujący konflikt interesów; 4) nie są pełnomocnikami, członkami organów statutowych lub prawnikami wycenianej jednostki lub jednostek z nią powiązanych (w rozumieniu Ustawy o rachunkowości Dz. U. 1994 Nr 121 poz. 591 z dnia 29.09.1994 art. 3 ust. 43); 5) nie zachodzą w stosunku do nich inne okoliczności naruszające niezależność do sporządzenia bezstronnej i niezależnej wyceny.
3. W okresie ostatnich 5 lat przychód z tytułu wszystkich wykonanych w danym roku obrotowym usług na rzecz jednostki wycenianej lub jednostki z nią powiązanej (w rozumieniu Ustawy o rachunkowości Dz. U. 1994 Nr 121 poz. 591 z dnia 29.09.1994 art. 3 ust. 43) nie wynosił ani nie przekroczył 40% całkowitego rocznego przychodu.



Wrocław, dnia 20.04.2022 r.