AVCS Advanced Valuation Consulting Services

Wycena wartości godziwej wkładu niepieniężnego w postaci pakietu 100% akcji Spółki

Yoshi S.A.

z siedzibą w Chorzowie

wg stanu na 31.03.2020 r.

Warszawa, lipiec 2020r.

Spis treści

1 Wstęp 2
1.1 Wprowadzenie 2
1.2 Prezentacja wyników wyceny 3
1.3 Uzasadnienie zastosowanych metod wyceny 4
2 Wiadomości ogólne o Spółce 5
2.1 Informacje ogólne 5
2.2 Przedmiot podstawowej działalności Spółki 6
2.2.1 Działalność usługowa Yoshi S.A. 6
2.2.2 Działalność związana z projektem HYPERBARY 6
2.3 Charakterystyka urządzenia Hyperbary 7
2.4 Model biznesowy w oparciu o urządzenie Hyperbary 7
2.5 Ochrona prawna 8
2.6 Prezentacja oraz analiza sprawozdań finansowych Spółki, struktury i jej dynamiki w okresie 01.01.2017-31.03.2020 r. 10
2.6.1 Bilans - aktywa trwałe 10
2.6.2 Bilans - aktywa obrotowe 11
2.6.3 Bilans – pasywa 12
2.6.4 Analiza rachunku zysków i strat – przychody 13
2.6.5 Analiza wskaźnikowa 14
3 Informacje rynkowe 16
3.1 Choroby naczyniowe i ich powikłania 16
3.2 Cukrzyca 16
4 Wycena metodą zdyskontowanych przyszłych strumieni pieniężnych (DCF) 19
4.1 Metodologia wyceny 19
4.2 Założenia makroekonomiczne przyjęte do wyceny 21
4.3 Kalkulacja stopy dyskontowej przyjętej do wyceny 22
4.4 Założenia szczegółowe do projekcji sprawozdań finansowych stanowiących podstawę oszacowania wartości godziwej Spółki 24
4.5 Projekcja Rachunku zysków i strat stanowiącego podstawę wyceny Spółki 32
4.6 Wyniki wyceny godziwej Spółki metodą zdyskontowanych przyszłych strumieni pieniężnych 33
5 Spis tabel i wykresów 35
6 Załączniki 36
6.1 Prognozy finansowe na lata 2020-2027 stanowiace podstawę wyceny 36
6.2 Sprawozdanie finansowe za okres 01.01.2019 – 31.12.2019 37
6.3 Bilans i rachunek zysków i strat za okres 01.01.-31.03.2020 38

1 WSTĘP

1.1 WPROWADZENIE

Niniejszy raport dotyczy oszacowania wartości godziwej wkładu niepieniężnego w postaci pakietu 100% akcji Spółki Yoshi S.A. z siedzibą w Chorzowie (dalej określanej również jako „Spółka", „Yoshi") wg stanu na 31.03.2020 r.

Raport został sporządzony przez firmę AVCS Sp. z o.o. z siedzibą w Warszawie (dalej określaną również jako „Wykonawca") na zlecenie Spółki Yoshi S.A. z siedzibą w Chorzowie.

Do wyceny wartości godziwej wkładu niepieniężnego zastosowane metodę zdyskontowanych przyszłych strumieni pieniężnych (DCF).

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

1. sprawozdania finansowe Spółki za lata 2017-2019,
2. bilans na dzień 31.03.2020 r. oraz rachunek zysków i strat za okres 01.01-31.03.2020r.,
3. założenia prognostyczne na lata 2020-2027,
4. inne materiały analityczne zebrane i przygotowane przez pracowników Spółki.

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

Zwracamy uwagę, że zakres zleconych nam prac nie obejmował żadnych prac o naturze audytu lub analiz due diligence, w odniesieniu do wszelkich informacji, które były dla nas dostępne i uwzględnione w procesie analizy i wyceny (w tym w odniesieniu do założeń prognostycznych przedstawionych przez Spółkę). W związku z tym, na potrzeby sporządzenia niniejszego raportu założyliśmy, iż otrzymane dane są wystarczająco dokładne i kompletne, by możliwe było sporządzenie wiarygodnej wyceny.

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

Przedmiotową wycenę Wykonawca sporządził z należytą starannością. Jednakże Wykonawca ani żaden z członków zespołu dokonującego wyceny nie ponosi odpowiedzialności za jakiekolwiek błędy i pominięcia w związku z realizacją przedmiotowej wyceny (wyłączając odpowiedzialność za szkodę wyrządzoną umyślnie, jak również na wskutek rażącego niedbalstwa).

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

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

1.2 PREZENTACJA WYNIKÓW WYCENY

Poniższa tabela przedstawia wyniki wyceny wartości godziwej wkładu niepieniężnego w posaci pakietu 100% akcji Spółki Yoshi S.A. z siedzibą w Chorzowie poprzez wycenę kapitałów własnych Spółki wg stanu na 31.03.2020 r.

Tabela 1. Wyniki wyceny wartości godziwej wkładu niepienieznego w postaci pakietu 100% akcji Spółki Yoshi S.A.

Lp.	Wyszczególnienie	Wartość wyceny na dzień 31.03.2020 r. (tys. PLN)
A	**Wycena metodą zdyskontowanych przyszłych strumieni pieniężnych (DCF) - podejście dochodowe**	
1	Wartość bieżąca strumieni z działalności operacyjnej dla okresu szczegółowej prognozy – okres: 01.04.2020-31.12.2027	14 127
2	Wartość rezydualna	6 211
3	Wartość godziwa aktywów pozaoperacyjnych na początek okresu szczegółowej prognozy	225
4	Stan środków pieniężnych na początek okresu szczegółowej prognozy	170
5	Wartość długu odsetkowego na początek okresu szczegółowej prognozy	0
6	**Razem wartość godziwa Spółki oszacowana metodą DCF (1+2+3+4+5)**	**20 733**

Źródło: Opracowanie własne Wykonawcy na podstawie danych otrzymanych od Spółki

Rekomendowana wartość godziwa wkładu niepieniężnego w postaci pakietu 100% akcji Spółki Yoshi S.A. ustalona w oparciu o przeprowadzoną wycenę wg stanu na dzień 31.03.2020 r. wynosi:

20 733 PLN

(słownie: dwadzieścia milionów siedemset trzydzieści trzy tysiące PLN)

Przedmiotowa wycena została przeprowadzona przy założeniu, że Spółka uzyska ochronę prawną na rozwijane własności intelektualne w postaci patentu na wynalazek „Układ do podawania tlenu lub ozonu" (wniosek złożony w dniu 2019-04-05) oraz prawa ochronnego na wzór użytkowy „Terapeutyczna komora hiperbaryczna" (wniosek złożony w dniu 2020-05-15). Brak uzyskania ww. ochrony prawnej przedmiotowych własności intelektualnych może mieć istotny wpływ na wysokość przyszłych strumieni pieniężnych stanowiących bazę wyceny metodą DCF, a tym samym na oszacowaną wartość kapitałów własnych Spółki.

1.3 UZASADNIENIE ZASTOSOWANYCH METOD WYCENY

Do wyceny wartości godziwej wkładu niepieniężnego w postaci 100% akcji Spółki Yoshi S.A. przyjęto metodę zdyskontowanych przyszłych przepływów pieniężnych. Wybrana metoda reprezentuje podejście dochodowe. Metoda ta jest najczęściej stosowaną w praktyce metodą wyceny wartości godziwej Spółki.

Wybrana metoda wyceny umożliwiają właściwą rekomendację wartości godziwej wkładu niepieniężnego w postaci 100% akcji Spółki Yoshi S.A. będącej przedmiotem wyceny.

2 WIADOMOŚCI OGÓLNE O SPÓŁCE

2.1 INFORMACJE OGÓLNE

FIRMA SPÓŁKI:

Yoshi S.A.

STAŁE MIEJSCE WYKONYWANIA DZIAŁALNOŚCI GOSPODARCZEJ:

ul. 75 Pułku Piechoty, nr 1, lok. 206C, 41-500 Chorzów

NUMER IDENTYFIKATORA GUS:

Nr REGON 242769575

NUMER IDENTYFIKACYJNY PODATNIKA PODATKU OD TOWARÓW I USŁUG:

Nr NIP 6272730282

DATA ROZPOCZĘCIA WYKONYWANIA DZIAŁALNOŚCI GOSPODARCZEJ

2010-10-28

PRZEWAŻAJĄCA DZIAŁALNOŚĆ GOSPODARCZA (KOD PKD):

- 74, 90, Z, Pozostała działalność profesjonalna, naukowa i techniczna, gdzie indziej niesklasyfikowana

POZOSTAŁE KODY PKD:

- 62, 01, Z, Działalność związana z oprogramowaniem,
- 62, 02, Z, Działalność związana z doradztwem w zakresie informatyki,
- 62, 09, Z, Pozostała działalność usługowa w zakresie technologii informatycznych i komputerowych,
- 66, 19, Z, Pozostała działalność wspomagająca usługi finansowe, z wyłączeniem ubezpieczeń i funduszów emerytalnych,
- 70, 22, Z, Pozostałe doradztwo w zakresie prowadzenia działalności gospodarczej i zarzadzania,
- 71, 12, Z, Działalność w zakresie inżynierii i związane z nią doradztwo techniczne,
- 71, 20, B, Pozostałe badania i analizy techniczne,
- 77, 40, Z, Dzierżawa własności intelektualnej i podobnych produktów z wyłączeniem prac chronionych prawem autorskim,
- 63, 11, Z, Przetwarzanie danych; zarzadzanie stronami internetowymi (hosting) i podobna działalność,
- 63, 12, Z, Działalność portali internetowych,
- 69, 10, Z, Działalność prawnicza,
- 64, 99, Z, Pozostała finansowa działalność usługowa, gdzie indziej niesklasyfikowana, z wyłączeniem ubezpieczeń i funduszów emerytalnych,
- 69, 20, Z, Działalność rachunkowo-księgowa; doradztwo podatkowe,
- 85, 5, , Pozaszkolne formy edukacji.

2.2 PRZEDMIOT PODSTAWOWEJ DZIAŁALNOŚCI SPÓŁKI

Działalność operacyjną Spółki można podzielić na dwa obszary:

- dotychczasowa działalność usługowa w zakresie pośrednictwa w transferze technologii, organizacji projektów w zakresie prowadzenia prac badawczo-rozwojowych.
- planowana do uruchomienia działalność operacyjna w zakresie realizacji projektu opracowania nowego urządzenia medycznego, jego sprzedaży i sprzedaży materiałów eksploatacyjnych (w dalszej części HYPERBARY).

2.2.1 DZIAŁALNOŚĆ USŁUGOWA YOSHI S.A.

Spółka Yoshi S.A. działalność operacyjną rozpoczęła w 2011 roku. Stawia sobie za zadanie wszechstronną promocję obiecujących inicjatyw biznesowych, jak i umożliwienie potencjalnym inwestorom zapoznanie się z kreatywnymi pomysłami.

Wsparcie Yoshi obejmuje nie tylko zdobycie kapitałowej bazy dla powstającego przedsiębiorstwa, ale również konsulting prawny oraz marketingowy.

Spółka Yoshi S.A. w analizowanym okresie świadczyła dla Swoich klientów usługi w następujących dziedzinach:

- komercjalizacja patentów,
- wycena patentów,
- pozyskanie inwestorów strategicznych,
- kojarzenie firm,
- monitoring własności intelektualnej,
- audyt technologiczny.

2.2.2 DZIAŁALNOŚĆ ZWIĄZANA Z PROJEKTEM HYPERBARY

Prace operacyjne Spółki poza prowadzeniem działalności usługowej, skoncentrowane są na pracach operacyjnych, polegających na wprowadzeniu na rynek urządzenia do ozonowo – tlenowej kąpieli terapeutycznej izolowanych części ciała.

Kamienie milowe Yoshi S.A. związane z realizacją projektu HYPERBARY:

- opracowanie nowoczesnego projektu opartego na nowym prototypie,
- certyfikacja wyrobu medycznego w klasie I,
- próby kliniczne nowego prototypu,
- rozpoczęcie produkcji seryjnej,
- budowa ogólnopolskiej sieci gabinetów zabiegowych,
- wdrożenie systemu wideo on-line z analizą obrazu (analiza postępu leczenia),
- nowe wskazówki dotyczące podawania tlenu i ozonu w leczeniu (np. wskazówki ginekologiczne).

2.3 CHARAKTERYSTYKA URZĄDZENIA HYPERBARY

Przedmiotem prowadzonych prac rozwojowych jest urządzenie, które poprzez podawanie bezciśnieniowe ozonu, a następnie tlenu pod ciśnieniem do wyizolowanej za pomocą odpowiedniego zbiornika terapeutycznego części ciała ludzkiego (np. kończyny) wpływa korzystnie na trudno gojące się rany zewnętrzne wywołane np. oparzeniami, odmrożeniami lub powikłaniami cukrzycowymi albo na inne zmiany skórne spowodowane zakażeniami grzybiczymi, chorobami nowotworowymi, itp.

Urządzenie, zamknięte w mobilnej szafce medycznej spełniającej normy HACCP, zawiera:

- generator ozonu z regulacją stężenia ozonu w gazie oraz regulacją wolumenu gazu, zasilany tlenem medycznym z butli tlenowej lub z sieci;
- destruktor ozonu resztkowego;
- miernik stężenia ozonu odcinający przepływ gazu do destruktora ozonu;
- filtr antybakteryjny, wymienny zabezpieczający miernik stężenia ozonu i destruktor ozonu przed dekontaminacją;
- źródło tlenu w postaci jednej lub baterii wielu butli z tlenem medycznym, z reduktorem ciśnienia lub w postaci podłączenia do sieci obiektowej tlenu;
- komora terapeutyczna wykonana z folii z tworzywa sztucznego, wyprofilowana odpowiednio dla terapii danej części ciała, np.: stopa, dłoń, podudzie
- orurowanie giętkie, odpowiednie zawory i złączki.

W pierwszej fazie generator wytwarza ozon w ilości od 600 do 3000 mg/h z tlenu medycznego z butli tlenowej lub z sieci centralnej i podaje go bezciśnieniowo przez orurowanie giętkie do końcówki medycznej. Nadmiar tego gazu wraz z powietrzem atmosferycznym znajdującym się w końcówce medycznej uchodzi z niej przez zawór wyjściowy poprzez filtr antybakteryjny i miernik stężenia ozonu do destruktora ozonu. W następnej fazie wyłączany jest generator ozonu, a tlen z butli lub z sieci kierowany jest bezpośrednio do końcówki medycznej, wypychając resztkowy ozon do destruktora. W destruktorze ozonu następuje całkowity rozkład tego gazu na tlen. Miernik stężenia ozonu w wypychanym gazie sygnalizuje sterownikowi niskie stężenie lub brak ozonu w wypychanym z końcówki medycznej gazie, co powoduje zamknięcie zaworu wyjściowego gazu z końcówki medycznej i napełnianie jej czystym tlenem do osiągnięcia ciśnienia o wartości 1,2 do 1,7 bar.

2.4 MODEL BIZNESOWY W OPARCIU O URZĄDZENIE HYPERBARY

1. Wprowadzenie produktu na rynek.

W pierwszym etapie, który został przewidziany do 31 marca 2021 roku Spółka zamierza, przeprowadzić:

- certyfikację medyczną kl1+CE,
- budowę prototypu,
- design,
- PCT - zgłoszenie globalne, (zakończenie procesu w 2022 roku),
- opracowanie rękawa medycznego,
- badanie buta bakteriostatycznego.

Przeprowadzenie powyższych działań umożliwi dopuszczenie urządzenia do sprzedaży.

2. Sprzedaż

Model sprzedaży będzie oparty o:

1. Udział w kongresach, gdzie Rada Naukowa prezentując wyniki badań i właściwości urządzenia, będzie pozyskiwać klientów (szpitale, sieci medyczne, przychodnie, sanatoria, lecznice).
2. Współpracę z siecią handlową oferującą urządzenia w swoim portfelu urządzeń medycznych. Współpraca ta będzie polegać na tym, że sieć handlowa własne koszty oraz premie od sprzedaży uwzględni w dodatkowej marży, jaką obciąży klienta (prywatne gabinety lekarskie).
3. Udział w targach, wystawach, gdzie urządzenie będzie promowane, lecz będzie to narzędzie stosowane w celach promocyjnych, jako uzupełnienie dwóch najważniejszych kanałów sprzedaży.

Obszarami geograficznymi, na których Spółka chce zaistnieć są kolejno rynki: Polski, Unii Europejskiej oraz Ameryki Północnej.

Pozyskani Klienci zostaną przekazani do działu sprzedaży, który sfinalizuje z nimi transakcję.

3. Zaopatrzenie

Dostawcą urządzeń, będzie polska spółka produkcyjna. Dostawcą materiałów eksploatacyjnych będzie polska spółka, bądź podmiot azjatycki – decyzja ostateczna zostanie podjęta po przeprowadzeniu badań klinicznych na urządzeniach z elementami od tych dwóch dostawców.

Proces zamówienia sprzętu dla odbiorcy będzie realizowany przez pracowników Spółki – zamówiony sprzęt będzie dostarczony bezpośrednio od podwykonawcy do odbiorcy finalnego.

Spółka będzie również pośredniczyła w zakupie materiałów eksploatacyjnych w systemie zbliżonym do omówionego przy urządzeniach.

Naprawy serwisowe będą outsorcowane do innego podmiotu, który będzie mógł takie naprawy przeprowadzić w systemie „door to door".

Już na obecnym etapie Spółka nawiązuje kontakty umożliwiające rozpoczęcie sprzedaży urządzenia w dwóch wariantach z butlą z tlenem (dla klientów nieposiadających centralnych instalacji tlenu) i bez butli.

2.5 OCHRONA PRAWNA

Na dzień sporządzenia wyceny Spółka dysponuje:

- Potwierdzeniem Urzędu Patentowego RP stwierdzającym przyjęcie w dniu 2019-04-05 podania o udzielenie patentu na wynalazek;

  Zgłaszający: Damian, Kubera, Tychy, PL; Marcin, Sprawka, Zabrze, PL

  Tytuł: Układ do podawania tlenu lub ozonu

  Prawa ze zgłoszenia wynalazku mają zostać przekazany za symboliczne wynagrodzenie przez ww. osoby do Spółki Yoshi S.A.

- Potwierdzeniem Urzędu Patentowego RP, że dnia 2020-05-15 przyjęto w formie elektronicznej wniosek o udzielenie prawa ochronnego na wzór użytkowy pt.: Terapeutyczna komora hiperbaryczna

  Zgłaszający: Yoshi S.A.

Spółka przedstawiła również analizę podobieństw pomiędzy patentem PL225685, a rozwiązaniem „Układ do podawania tlenu lub ozonu", przeprowadzoną przez Kancelarię – Prawno Patentową dr. Magdalena Krekora.

Wnioski z opinii zostały przedstawione poniżej:

„Rozwiązanie objęte patentem PL225685 ma na celu dostarczenie przenośnego urządzenia do terapii ozonem. Stąd całe rozwiązanie skupia się na zapewnieniu konstrukcji o charakterze przenośnym. „Układ do podawania tlenu lub ozonu" ma zapewnić odpowiednie sterowanie procesem terapii - stąd elementem koniecznym układu jest sterownik. Całe rozwiązanie skupia się na zautomatyzowaniu procesu terapii. Układem steruje program komputerowy.

Urządzenie według patentu PL225685 posiada metalowy zbiornik terapeutyczny. „Układ do podawania tlenu lub ozonu" posiada zbiornik terapeutyczny z tworzywa zbliżony do tego objętego zgłoszeniem P.308947.

Patent PL225682 stanowi stan techniki i musi być ujęte w opisie patentowym „układu do podawania tlenu lub ozonu", natomiast nie stanowi przeszkody do udzielenia patentu na rozwiązanie pt. „układ do podawania tlenu lub ozonu", gdyż rozwiązuje inny problem techniczny. Niniejsza opinia nie przesądza, czy na wynalazek „układ do podawania tlenu lub ozonu" zostanie udzielony patent oraz czy nie narusza on praw osób trzecich.”

Przedmiotowa wycena została przeprowadzona przy założeniu, że Spółka uzyska ochronę prawną na rozwijane własności intelektualne w postaci patentu na wynalazek „Układ do podawania tlenu lub ozonu” (wniosek złożony w dniu 2019-04-05) oraz prawa ochronnego na wzór użytkowy „Terapeutyczna komora hiperbaryczna” (wniosek złożony w dniu 2020-05-15). Brak uzyskania ww. ochrony prawnej przedmiotowych własności intelektualnych może mieć istotny wpływ na wysokość przyszłych strumieni pieniężnych stanowiących bazę wyceny metodą DCF, a tym samym na oszacowaną wartość kapitałów własnych Spółki.

2.6 PREZENTACJA ORAZ ANALIZA SPRAWOZDAŃ FINANSOWYCH SPÓŁKI, STRUKTURY I JEJ DYNAMIKI W OKRESIE 01.01.2017-31.03.2020 R.

2.6.1 BILANS - AKTYWA TRWAŁE

Tabela 2. Aktywa trwałe 01.01.2016-31.12.2019 (wartości w tys. PLN)

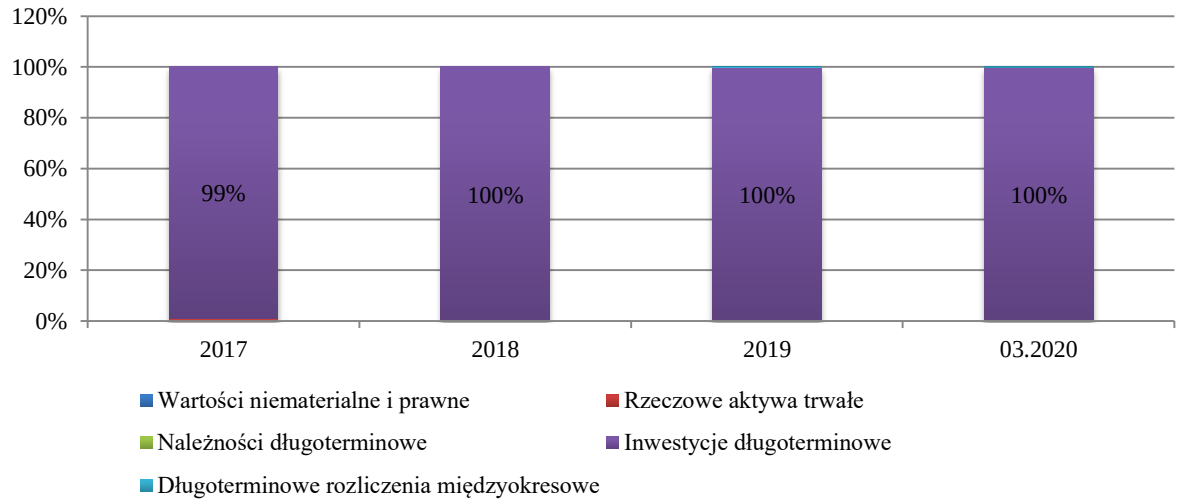
Wyszczególnienie	2017	2018	2019	03.2020
AKTYWA TRWAŁE	**99**	**14**	**18**	**18**
I. Wartości niematerialne i prawne	**0**	**0**	**0**	**0**
II. Rzeczowe aktywa trwałe	**1**	**0**	**0**	**0**
1. Środki trwałe	1	0	0	0
a) grunty (w tym prawo użytkowania wieczystego gruntu)	0	0	0	0
b) budynki, lokale i obiekty inżynierii lądowej i wodnej	0	0	0	0
c) urządzenia techniczne i maszyny	0	0	0	0
d) środki transportu	0	0	0	0
e) inne środki trwałe	1	0	0	0
Środki trwałe w budowie	0	0	0	0
III. Należności długoterminowe	**0**	**0**	**0**	**0**
IV. Inwestycje długoterminowe	**98**	**14**	**18**	**18**
1. Nieruchomości	0	0	0	0
2. Wartości niematerialne i prawne	0	0	0	0
3. Długoterminowe aktywa finansowe	98	14	18	18
4. Inne inwestycje długoterminowe	0	0	0	0
V. Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	**0**	**0**	**0**	0

Źródło: Opracowanie własne Wykonawcy na podstawie danych otrzymanych od Spółki

Najistotniejszą pozycję obok posiadanych przez Spółkę należności, stanowią inwestycje długoterminowe.

Ze względu na usługowy charakter prowadzonej działalności, Spółka poza środkami transportu (umowa leasingu), nie posiadała innych aktywów.

Wykres 1. Struktura aktywów trwałych 01.01.2017-30.03.2020 (wartości w%)



Źródło: Opracowanie własne Wykonawcy na podstawie danych otrzymanych od Spółki

Pozycja inwestycji długoterminowych obejmowała udziały w Spółkach: Hoverjet Sp. z o.o., "Evconcept" Sp. z o.o., Oxybaria Sp. z o.o., Polymartech Sp. z o.o., Stabilobaby Sp. z o.o. Spadek wartości tej pozycji wynikał z przeprowadzonych odpisów ich wartości.

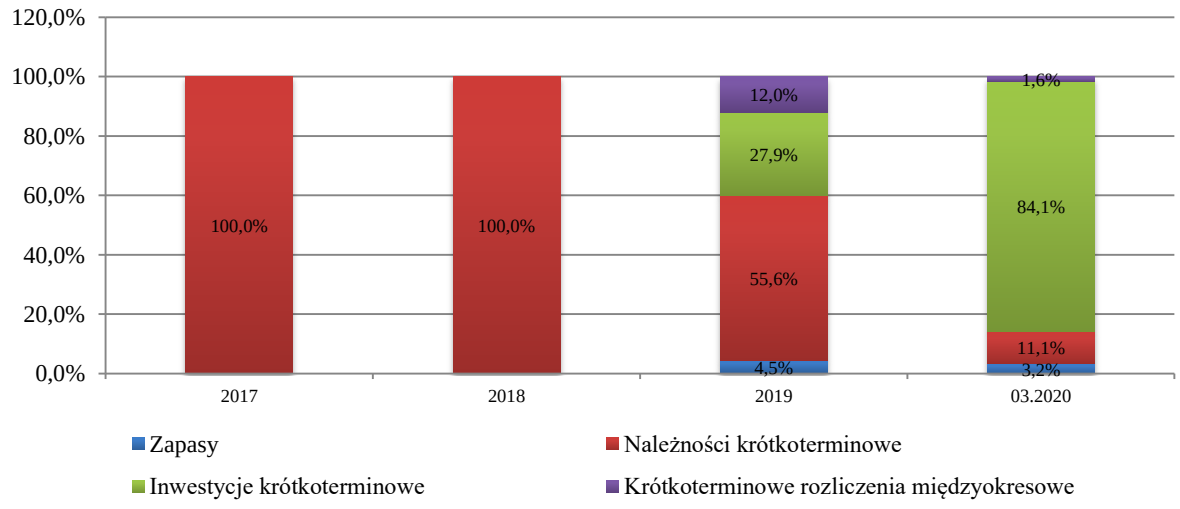
2.6.2 BILANS - AKTYWA OBROTOWE

Tabela 3. Aktywa obrotowe 01.01.2017-31.03.2020 (wartości w tys. PLN)

Wyszczególnienie	2017	2018	2019	03.2020
AKTYWA OBROTOWE	**56**	**53**	**62**	**240**
I. Zapasy, w tym:	**0**	**0**	**3**	**8**
Zaliczki na dostawy	0	0	3	8
II. Należności krótkoterminowe	**56**	**53**	**34**	**27**
1. Należności od jednostek powiązanych	0	0	0	0
2. Należności od pozostałych jednostek, w których jednostka posiada zaangażowanie w kapitale	0	0	0	0
3. Należności od pozostałych jednostek	56	53	34	26
a) z tytułu dostaw i usług, o okresie spłaty:	40	29	19	11
- do 12 miesięcy	40	29	19	11
- powyżej 12 miesięcy	0	0	0	0
b) z tytułu podatków, dotacji, ceł, ubezpieczeń społecznych i zdrowotnych oraz innych świadczeń	0	0	3	3
c) inne	16	24	12	12
d) dochodzone na drodze sądowej	0	0	0	0
III. Inwestycje krótkoterminowe	**0**	**0**	**17**	**202**
IV. Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0	0	7	4
V. Należne wpłaty na kapitał (fundusz) podstawowy	0	0	0	0
VI. Udziały (akcje) własne	0	0	0	0

Źródło: Opracowanie własne Wykonawcy na podstawie danych otrzymanych od Spółki

Wykres 2. Struktura aktywów obrotowych (wartości w %)



Źródło: Opracowanie własne Wykonawcy na podstawie danych otrzymanych od Spółki

- Na dzień sporządzania analizy Spółka prowadziła działalność usługową, jako element zapasów w roku 2019 oraz według stanu na 31.03.2020 zostały uwzględnione zaliczki na dostawy. Natomiast z racji charakteru prowadzonej działalności w latach 2017-2019 najistotniejszą pozycją aktywów obrotowych Spółki były należności krótkoterminowe.

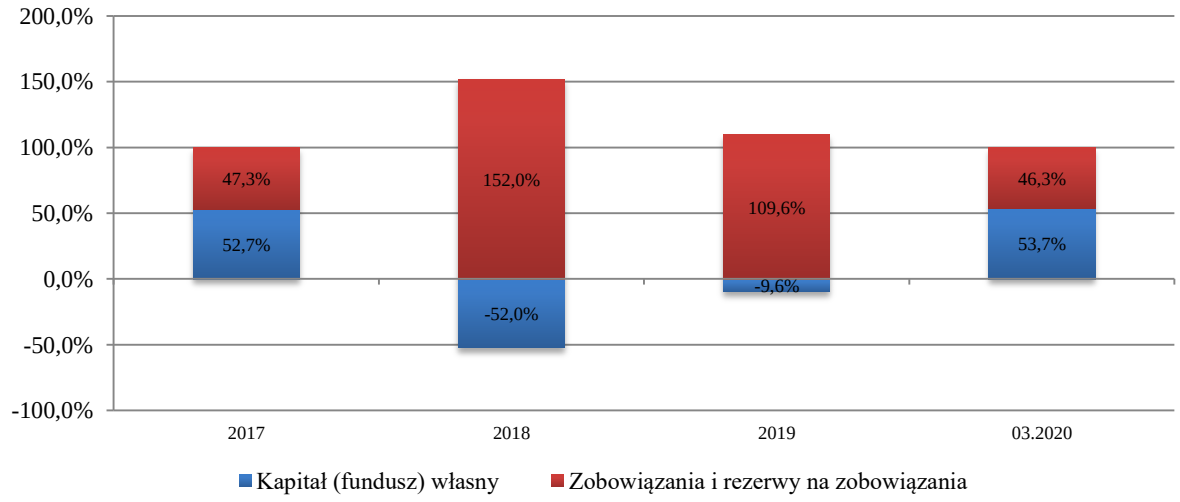
2.6.3 BILANS – PASYWA

Tabela 4. Pasywa 01.01.2017-31.03.2020 (wartości w tys. PLN)

Wyszczególnienie	2017	2018	2019	03.2020
A. KAPITAŁ (FUNDUSZ) WŁASNY	**82**	**-35**	**-8**	**139**
Kapitał (fundusz) podstawowy	508	508	508	508
Kapitał (fundusz) zapasowy, w tym:	192	192	192	192
Zysk (strata) z lat ubiegłych	-507	-618	-734	-707
Zysk (strata) netto	-111	-116	27	146
B. ZOBOWIĄZANIA I REZERWY NA ZOBOWIĄZANIA	**73**	**102**	**88**	**120**
I. Rezerwy na zobowiązania	0	4	4	4
II. Zobowiązania długoterminowe	0	0	0	0
III. Zobowiązania krótkoterminowe, w tym:	73	98	84	116
z tytułu dostaw i usług, o okresie wymagalności:	73	98	28	12
zaliczki otrzymane na dostawy	0	0	21	21
z tytułu podatków, ceł, ubezpieczeń i innych świadczeń	0	0	25	73
inne	0	0	9	9
IV. Rozliczenia międzyokresowe	0	0	0	0
PASYWA RAZEM	**155**	**67**	**80**	**258**

Źródło: Opracowanie własne Wykonawcy na podstawie danych otrzymanych od Spółki

Wykres 3. Struktura pasywów (wartości w%)



Źródło: Opracowanie własne Wykonawcy na podstawie danych otrzymanych od Spółki

Charakterystyka źródeł finansowania działalności przez Spółkę:

- Spółka posiada 508 tys. zł kapitału zakładowego oraz 192 tys. zł. kapitału zapasowego.
- W roku 2018 ze względu na kolejny rok poniesionej straty na działalności, wartość kapitałów osiągnęła ujemny poziom. Ujemna wysokość kapitałów własnych, wystąpiła również w roku 2019, jednak ze względu na osiągnięty zysk netto, jej poziom był niższy niż w roku 2018.
- W zakresie zewnętrznych źródeł kapitałów, Spółka korzystała wyłącznie z finansowania działalności kapitałem obrotowym, wynikającym z posiadanych wielkości zobowiązań z tyt. dostaw i usług, z tytułu podatków, ceł, ubezpieczeń i innych świadczeń oraz innych.

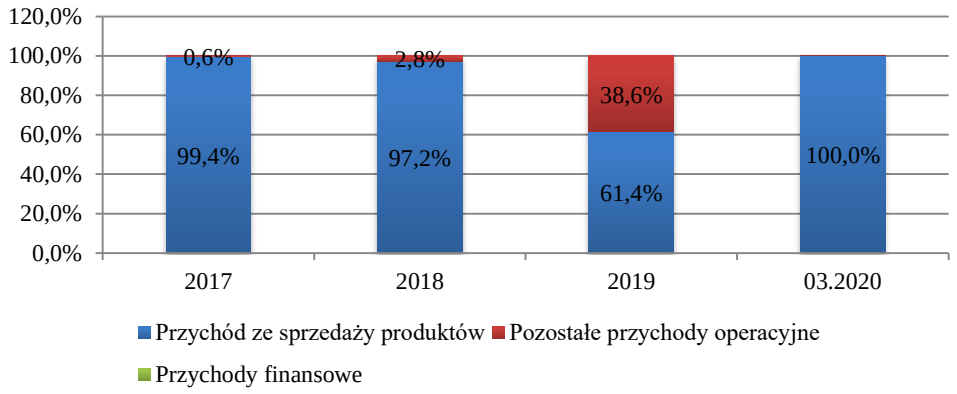
2.6.4 ANALIZA RACHUNKU ZYSKÓW I STRAT – PRZYCHODY

Tabela 5. Rachunek zysków i strat (wartości w tys. PLN)

Lp.	Wyszczególnienie	2017	2018	2019	03.2020
A.	**Przychody netto ze sprzedaży , w tym:**	**260**	**169**	**142**	**281**
I.	Przychód ze sprzedaży produktów	260	169	142	281
B.	**Koszty działalności operacyjnej**	**267**	**196**	**149**	**121**
I.	Amortyzacja	13	1	0	0
II.	Zużycie materiałów i energii	24	22	21	6
III.	Usługi obce	114	96	83	70
IV.	Podatki i opłaty	0	0	2	1
V.	Wynagrodzenia	100	49	34	39
VI.	Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	0	0	0	3
VII.	Pozostałe koszty rodzajowe	16	28	9	2
VIII.	Wartość sprzedanych towarów i materiałów	0	0	0	0
C.	**Zysk (strata) ze sprzedaży (A-B)**	**-7**	**-27**	**-7**	**160**
D.	Pozostałe przychody operacyjne	1	5	89	0
E.	Pozostałe koszty operacyjne	106	94	55	4
F	**Zysk (strata) z działalności operacyjnej (F+G-H)**	**-111**	**-116**	**27**	**156**
G.	**Przychody finansowe**	**0**	**0**	**0**	**0**
H.	Koszty finansowe	**0**	**0**	**0**	**0**
I.	**Zysk (strata) brutto (I+J-K)**	**-111**	**-116**	**27**	**156**
J.	Podatek dochodowy.	0	0	0	10
K.	**Zysk (strata) netto (K-L-M)**	**-111**	**-116**	**27**	**146**

Źródło: Opracowanie własne Wykonawcy na podstawie danych otrzymanych od Spółki

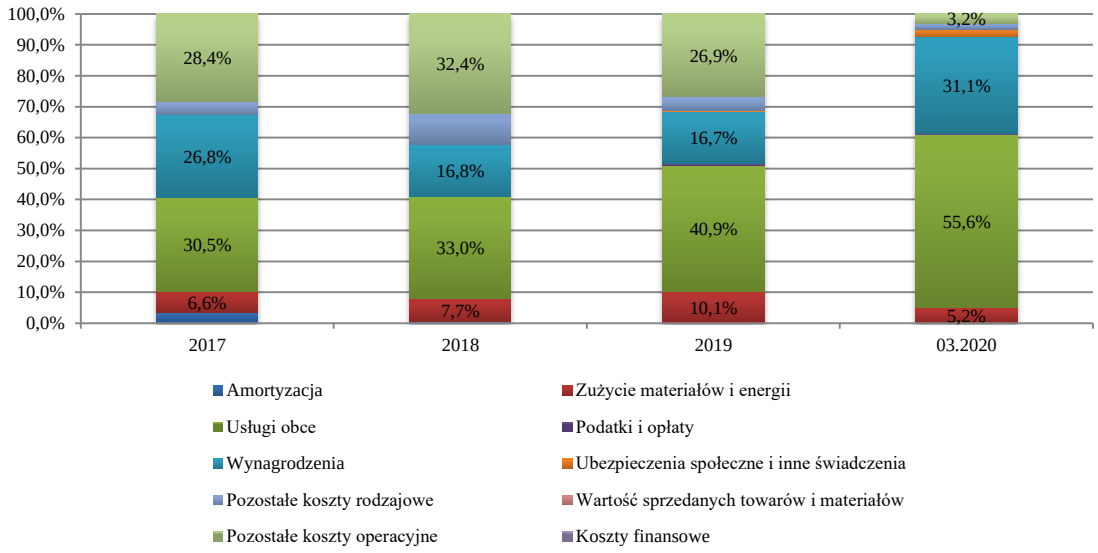
Wykres 4. Struktura przychodów (wartości w%)



Źródło: Opracowanie własne Wykonawcy na podstawie danych otrzymanych od Spółki

- Przychody ze sprzedaży produktów i usług obejmowały: wyceny, doradztwo, pozostałe. Lata analizy poza 2020 rokiem charakteryzowała ujemna dynamika przychodów z działalności podstawowej. Z kolei przychody z pozostałej działalności operacyjnej dotyczyły przychodów pozostałych, przy czym w roku 2019 80% tej grupy przychodowej stanowiły przychodów z tytułu refaktury.

Wykres 5. Struktura kosztów (wartości w%)



Źródło: Opracowanie własne Wykonawcy na podstawie danych otrzymanych od Spółki

- W całym analizowanym okresie najistotniejszą pozycją kosztową są usługi obce i dotyczą one głównie usług prawnych oraz księgowych i najmu.
  Na wartość wynagrodzeń składają się wynagrodzenia zarządu.
  W skład pozostałych kosztów rodzajowych wchodzą: podróże służbowe i ubezpieczenia majątkowe.
- Koszty operacyjne, podobnie jak przychody z działalności operacyjne do końca 2019 roku charakteryzuje ujemna dynamika. W roku 2018 dynamika ta jest słabsza, w związku z czym Spółka osiąga największą stratę w okresie analizy.

2.6.5 ANALIZA WSKAŹNIKOWA

Tabela 6. Analiza wskaźnikowa (wartości w%)

Wyszczególnienie	Wzór	2017	2018	2019	03.2020
Rentowność na sprzedaży	zysk (strata) ze sprzedaży/ przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów	-2,6%	-16,2%	-5,2%	57,0%
Rentowność na działalności operacyjnej	zysk (strata) z działalności operacyjnej/ Przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów	-42,7%	-69,0%	19,1%	55,6%
Rentowność zysku brutto	zysk brutto/przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów	-42,7%	-69,0%	19,1%	55,6%
Rentowność sprzedaży netto (ROS)	zysk netto/ przychody ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów	-42,7%	-69,0%	19,1%	52,0%
Rentowność aktywów (ROA)	zysk netto/ średni stan aktywów ogółem	-71,6%	-105,0%	36,8%	345,6%
Rentowność kapitałów własnych (ROE)	zysk netto/ średni stan kapitałów własnych	-135,9%	335,2%	-351,6%	422,2%
Wskaźnik bieżącej płynności finansowej	Aktywa bieżące (obrotowe)/ Zobowiązania bieżące (krótkoterminowe)	0,76	0,55	0,74	2,07
Wskaźnik przyspieszonej płynności finansowej	(Aktywa bieżące – Zapasy – Rozliczenia międzyokresowe czynne) / Zobowiązania bieżące (krótkoterminowe)	0,76	0,55	0,71	2,01
Wskaźnik środków pieniężnych	(Inwestycje krótkoterminowe) / Zobowiązania bieżące (krótkoterminowe)	0,00	0,00	0,21	1,75
Obrotowość zapasów w dniach	Średni stan zapasów/(Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów – amortyzacja)	0,00	0,00	3,40	3,91
Obrotowość należności w dniach	Średni stan należności z tytułu dostaw i usług/Przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów	55,53	74,25	61,55	4,72
Obrotowość zobowiązań w dniach	Średni stan zobowiązań z tytułu dostaw i usług//(Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów – amortyzacja)	105,56	159,86	154,24	15,12

Wyszczególnienie	Wzór	2017	2018	2019	03.2020
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania / Aktywa ogółem	47,3%	152,0%	109,6%	46,3%
Wskaźnik zadłużenia kapitału własnego	Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania / Kapitał własny	89,7%	-292,4%	-1144,6%	86,3%
Wskaźnik zadłużenia długoterminowego	Zobowiązania długoterminowe/ Kapitał własny	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Źródło: Opracowanie własne Wykonawcy na podstawie danych otrzymanych od Spółki

- Spółka oferuje usługi w zakresie: komercjalizacji patentów, wyceny patentów, pozyskiwania inwestorów strategicznych, kojarzenia firm, monitoringu własności intelektualnej oraz audytu technologicznego.

  Do roku 2018 obserwujemy pogorszenie większości wskaźników rentowności. Sytuacja ta ulega poprawie w 2019 r., gdzie na dodatnie wartości wskaźników rentowności wpływa osiągniecie przychodów z pozostałej działalności operacyjnej. Dodatnią rentowność na podstawowej działalności osiąga wyłącznie w okresie 01-03.2020r.

- Spółka do roku 2018 nie wykazuje środków pieniężnych, sytuacja płynnościowa Spółki, ulega poprawie od roku 2019. W roku 2020 wartość środków pieniężnych Spółki wynosi 66% wartości posiadanych przez Spółkę aktywów.

- Należy zwrócić uwagę, że w pierwszym kwartale 2020 roku, w Spółce następuje znacząca poprawa obrotowości należności i zobowiązań.

3 INFORMACJE RYNKOWE

Rocznie w Polsce wykonuje się około 9000 amputacji kończyn dolnych. Najczęstszą przyczyną amputacji kończyn jest:

- choroby naczyniowe i ich powikłania - około 65%,
- cukrzyca i jej powikłania - około 20%, w wyniku zespołu stopy cukrzycowej,
- urazy - około 11,5%,
- rak - około 2%,
- wady wrodzone, braki i niedorozwinięte kończyny górne i dolne - około 1,5%.

Większość amputacji wykonuje się z powodu rozległej martwicy tkanek spowodowanej chorobami naczyniowymi (miażdżyca tętnic kończyn dolnych, choroba Bürgera itd.) i metaboliczne (zespół stopy cukrzycowej będąc powikłaniem cukrzycy).[1]

3.1 CHOROBY NACZYNIOWE I ICH POWIKŁANIA

Główną przyczyną amputacji jest chroniczna niewydolność żylna (Chronic Venous Invalidity) – 80% amputacji, której objawami są wrzody żylne (venous ulcer), które dotykają 1,5% populacji w Polsce.

Problemy z naczyniami żylnymi, które prowadzą do rozwoju owrzodzeń są bardzo częste. Szczególnie w krajach rozwiniętych, gdzie dominuje siedzący tryb życia, a zespół metaboliczny jest coraz częstszy, obserwuje się coraz częstsze występowanie owrzodzeń żylnych.[2]

Zgodnie z informacjami podanymi przez lek. Kamilę Ludwikowską na łamach serwisu „medycyna praktyczna dla pacjentów" w Polsce niemal 50% kobiet i 40% mężczyzn ma objawy przewlekłej niewydolności żylnej. Dla porównania w USA szacuje się, że owrzodzenia żylne występują łącznie u około 2 mln osób i kobiety chorują dwa razy częściej niż mężczyźni.

Owrzodzenia żylne występują u około 0,3% osób w wieku 41–50 lat i aż u 7% osób w wieku 61–70 lat.[3]

Ryzyko wystąpienia owrzodzeń żylnych zdecydowanie zwiększa się z wiekiem oraz wskutek występowania dodatkowych chorób, takich jak cukrzyca czy choroba niedokrwienna kończyn dolnych spowodowana miażdżycą.

3.2 CUKRZYCA

Jak podała w 2016 roku Światowa Organizacja Zdrowia, liczba osób chorych na cukrzyce na świecie wzrosła ze 108 milionów chorych w 1980 r. do 422 milionów w 2014 r.[4] Coraz większa ilość zachorowań jest związana z występowaniem otyłości i niskiej aktywności fizycznej.

NCD Risk Factor Collaboration podaje, że w Polsce w 2014 r. na cukrzyce było chorych 2,97 mln dorosłych osób. NFZ wskazuje zaś, że z 2,55 mln do 2018 ta liczba wzrosła do 2,86 mln osób. Osoby

[1] Pitch Deck: HYPERBARY, str. 3

[2] https://www.mp.pl/pacjent/zakrzepica/wszystkoozakrzepicy/zakrzepicazylna/164237,owrzodzenie-zylne

[3] https://www.mp.pl/pacjent/zakrzepica/wszystkoozakrzepicy/zakrzepicazylna/164237,owrzodzenie-zylne

[4] WHO, 2016. Global report on diabetes.

chore stanowiły w 2018 r. 9,1% populacji dorosłych. W przypadku dzieci i młodzieży w 2018 r. chorowało 22,0 tys. osób, co stanowiło 3,2h populacji dzieci i młodzieży.

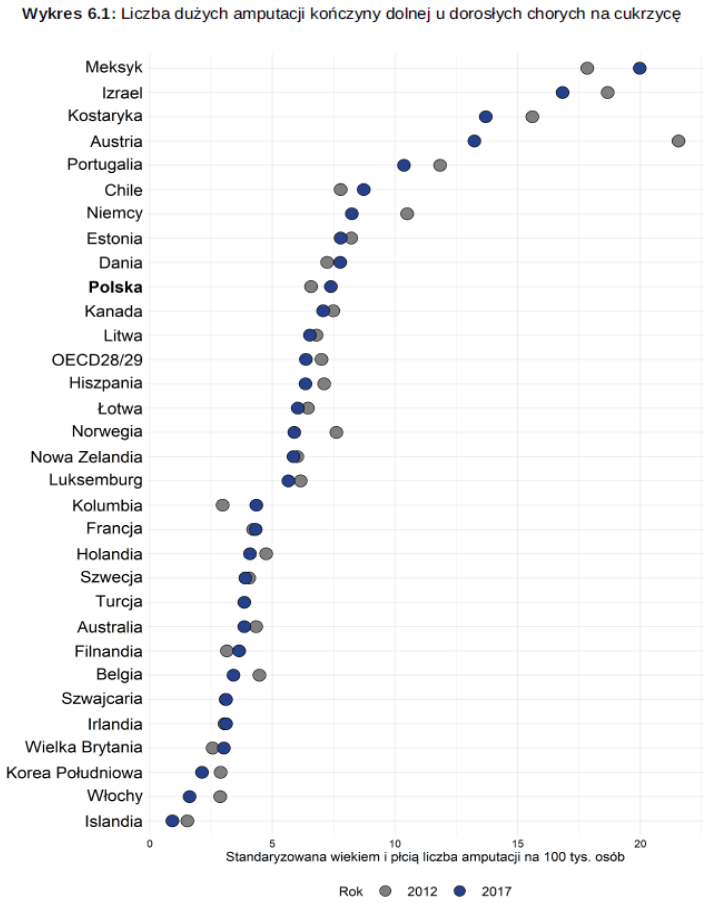
Pochodnym chorób cukrzycowych są amputacje. Liczba amputacji u dorosłych osób z cukrzycą wzrosła z 7,1 tys. w roku 2014 do 8,7 tys. w 2018 r. (wzrost o 23%).

Wydatki związane z cukrzycą:

- refundacja urządzeń przez NFZ wyniosła 16 mln zł, a dopłaty pacjentów 7,2 mln zł.
- koszt terapii pompowej poniesiony przez NFZ wyniósł w 2018 r. 77,9 mln zł i wzrósł o 51% w odniesieniu do 2013 roku.
- dopłaty chorych wyniosły w 2018 r. 5,1 mln zł a w 2014 r. wynosiły 1,9 mln zł.
- łączna wartość refundacji świadczeń, wyrobów medycznych i leków stosowanych w leczeniu cukrzycy wyniosła w 2018 r. 1,9 mld zł (50% stanowiły koszty leków stosowanych w leczeniu cukrzycy stanowiły, 25% paski do oznaczania glukozy we krwi, 21% świadczenia udzielone z powodu cukrzycy inne niż pompy insulinowe, 4% pompy insulinowe i system ciągłego monitorowania glikemii 4%). Była to wartość o 23% wyższą niż w 2013 roku. Dopłata pacjentów wyniosła w 2018 r. 0,45 mld zł i była o 35% wyższą niż w 2013 r.

W raporcie Health at Glance 2019 opisującym liczbę amputacji dużych oraz małych kończyny dolnej na 100 tys. osób, uwzględniającym wiek i płeć, Polska znalazła się na 10 miejscu spośród 31 zestawionych krajów.

Wykres 6. Liczba dużych amputacji kończyny dolnej u dorosłych chorych na cukrzycę



Źródło: NFZ o zdrowiu. Cukrzyca. Listopad 2019 str. 60

W okresie 2014 – 2018 liczba amputacji przeprowadzonych u cukrzyków zwiększyła się o 22,5%, procentowy udział wykonanych u pacjentów z cukrzyca amputacji wzrósł do 60,1%, oznacza to, że zabiegi te stanowiły ponad połowę wszystkich przeprowadzonych w 2018 r. amputacji. Ich koszty wzrosły o 44% i wyniosły w 2018 r. 78,2 mln zł.

Tabela 7. Liczba i koszty amputacji u osób dorosłych z cukrzycą

Rok	Liczba amputacji u pacjentów z cukrzycą* (w tys.)	% pacjentów z cukrzycą wśród wszystkich amputacji	Koszt amputacji w pacjentów z cukrzycą (w mln zł)	Koszt małych amputacji, jako % całości amputacji u osób z cukrzycą	Koszt dużych amputacji, jako % całości amputacji u osób z cukrzycą
2014	7,1	56,4%	54,20	39,5%	60,5%
2015	7,1	56,6%	54,90	40,6%	59,4%
2016	7,6	58,3%	60,20	42,6%	57,4%
2017	8,1	58,7%	66,00	42,7%	57,3%
2018	8,7	60,1%	78,20	43,5%	56,5%

** Są to pacjenci, którzy w danym roku zrealizowali co najmniej jedną receptę na leki stosowane w cukrzycy luba paski do oznaczania glukozy we krwi.*

Źródło: NFZ o zdrowiu. Cukrzyca. Listopad 2019 str. 61

Zachorowalność na cukrzyce wiąże się ze zmianami w strukturze demograficznej populacji. Według Departamentu Analiz i Strategii- NFZ, do prognozy zachorowalności na cukrzyce w kolejnych latach należy podejść 3-wariantowo. Warianty zastosowane przez NFZ, obejmowały warianty:

- Wariant 1- demograficzny. Opisuje jak będzie wyglądała zachorowalność, jeżeli współczynniki zapadalności dla poszczególnych grup wiekowo-płciowych pozostaną na stałym poziome a zmiana nastąpi wyłącznie w strukturze demograficznej populacji
- Wariant 2 - zmiany współczynnika zapadalności zgodnie ze zmianami w latach 2013–2018. Zakłada, ze zmiany we współczynnikach zachorowalności będą kształtować się podobnie jak w latach 2013–2018.
- Wariant 3 - zmiany współczynnika zapadalności zgodnie ze zmianami w latach 2017–2018. Zakłada, ze zmiany we współczynnikach zapadalności będą takie same jak zmiany obserwowane w latach 2017–2018.

Zakładając wyłącznie zmiany demograficzne, oczekuje się, ze zachorowalność na cukrzyce będzie stale wzrastać i w 2025 r. wzrośnie o 7% w stosunku do 2018 r., co znalazło odzwierciedlenie w poniższej tabeli.

Tabela 8. Prognoza zachorowalności (w tys.) na cukrzycę dla lat 2019-2025

Rok	Wariant I	Wariant II	Wariant III
2019	350,4	355,5	352,5
2020	354,1	364,4	358,4
2021	357,7	373,5	364,3
2022	361,3	382,7	370,2
2023	364,7	392	375,9
2024	368,1	401,5	381,7
2025	371,4	411	387,4

Źródło: NFZ o zdrowiu. Cukrzyca. Listopad 2019 str. 66

4 WYCENA METODĄ ZDYSKONTOWANYCH PRZYSZŁYCH STRUMIENI PIENIĘŻNYCH (DCF)

4.1 METODOLOGIA WYCENY

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

Tabela 9. Procedura wyceny metodą DCF

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

Źródło: Opracowanie własne Wykonawcy

Procedurę wyznaczenia wartości dochodowej Spółki przeprowadzono zgodnie z poniższym wzorem:

$$WD = \frac{CF_1}{(1+r)^{0,5}} + \frac{CF_2}{(1+r)^{1,5}} + \ldots\ldots + \frac{CF_n}{(1+r)^{n-0,5}} + \frac{RV}{(1+r)^{n-0,5}} + TP + AP + KAF - DO$$

gdzie:

WD – wartość dochodowa Spółki,

CF_n – przepływy pieniężne dla roku n prognozy,

r – stopa dyskontowa,

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

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

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

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

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

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

gdzie:

CF_n – przepływy pieniężne dla ostatniego roku prognozy,

R_n – stopa dyskonta dla ostatniego roku prognozy,

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

Przy wyznaczaniu współczynników dyskontowych do wyznaczenia wartości bieżącej zastosowano współczynnik środka okresu (standardy wyceny zalecają stosowanie tego współczynnika przy zasadności założenia stałej dostępności generowanych przez wyceniane aktywo strumieni pieniężnych na przestrzeni poszczególnych okresów szczegółowej prognozy).

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

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

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

4.2 ZAŁOŻENIA MAKROEKONOMICZNE PRZYJĘTE DO WYCENY

Tabela 10. Założenia makroekonomiczne stanowiące podstawę wyceny

L.p.	Wyszczególnienie	PROGNOZA								
		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
I	**Rachunki narodowe**									
1	Średnioroczny wzrost cen konsumpcyjnych Polska (CPI-P)	2,30%	3,20%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
2	Wzrost PKB Polska	4,00%	-2,60%	3,20%	2,80%	2,80%	2,80%	2,80%	2,80%	2,80%
III	**Podatki**									
1	PDOP	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%

Źródło: Opracowanie własne Wykonawcy na podstawie danych NBP, IMF oraz innych instytucji finansowych.

4.3 KALKULACJA STOPY DYSKONTOWEJ PRZYJĘTEJ DO WYCENY

Dla wyliczenia wartości obecnej przyszłych strumieni pieniężnych w prognozie założono stopę dyskonta odzwierciedlającą średni ważony koszt kapitału (WACC), którego poszczególne elementy ustalono w następujący sposób:

- Stopę oprocentowania papierów wartościowych wolnych od ryzyka przyjęto w oparciu o średnie roczne stopy zwrotu 10-letnich obligacji Skarbu Państwa o stałym oprocentowaniu, jednak na poziomie nie niższym niż 3,0% (zgodnie z wskazówkami metodycznymi długookresowa nominalna stopa wolna od ryzyka przyjmowana na potrzeby wyceny wartości rynkowej/godziwej podmiotów funkcjonujących w wysoko rozwiniętych krajach europejskich nie powinna być niższa od 3,0%). Na dzień sporządzania wyceny tj. 31.03.2020 r. rentowność obligacji DS1029 wynosiła 1,67%, dlatego przyjęto ostatecznie poziom 3,0%.

Tabela 11. Oszacowanie oprocentowania papierów wartościowych wolnych od ryzyka

L.p.	Wyszczególnienie	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
1	Oprocentowanie papierów wolnych od ryzyka w skali roku	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%

Źródło: Opracowanie własne Wykonawcy

- Premię ryzyka branży określającej najniższą możliwą do zaakceptowania przez potencjalnego inwestora rynkowego stopę zwrotu powyżej stopy wynikającej z oprocentowania papierów wartościowych wolnych od ryzyka. Premię ryzyka branży oszacowano jako iloczyn długookresowej podstawowej premii za ryzyko rynku kapitałowego oraz współczynnika Beta „lewarowanego" dla branży, w której funkcjonuje Spółka. Na podstawie analizy średniej wysokości rynkowej premii za ryzyko stosowanych przez analityków finansowych na polskim rynku kapitałowym oraz w oparciu o opracowania Aswort'a Damodarana przyjęto długoterminową podstawową premię ryzyka na poziomie 6,04% .Na bazie analiz własnych oraz opracowania Aswort'a Damodarana (http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html) określono wartość współczynnika Beta „lewarowanego" na poziomie 1,16 (na podstawie danych dotyczących współczynnika Beta „odlewarowana" oraz sektorowej struktury kapitału całkowitego dla „Europe").

Tabela 12. Kalkulacja premii ryzyka branży, w której funkcjonuje Spółka

L.p.	Wyszczególnienie	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
1	Podstawowa premia ryzyka	6,04%	6,04%	6,04%	6,04%	6,04%	6,04%	6,04%	6,04%
2	Współczynnik Beta „lewarowany"	1,16	1,16	1,16	1,16	1,16	1,16	1,16	1,16
	Razem premia ryzyka branży (1*2)	7,03%	7,03%	7,03%	7,03%	7,03%	7,03%	7,03%	7,03%

Źródło: Opracowanie własne Wykonawcy na podstawie A.Damodaran

Efektywny koszt kapitału obcego wyznaczono przy następujących parametrach:

Tabela 13. Kalkulacja efektywnego kosztu długu

Lp.	Wyszczególnienie	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
1	Struktura kapitału całkowitego Spółki: Dług/(Dług+Kapitał)*	13,56%	13,56%	13,56%	13,56%	13,56%	13,56%	13,56%	13,56%
2	Premia kredytowa/nadwyżka oprocentowania długu nad stopę wolną od ryzyka	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%
3	Koszt długu	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%
4	Efektywna stopa podatkowa (uwzględniająca trwałe różnice w podstawie opodatkowania CIT)	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
	Efektywny koszt długu	**7,29%**	**7,29%**	**7,29%**	**7,29%**	**7,29%**	**7,29%**	**7,29%**	**7,29%**

Źródło: Opracowanie własne Wykonawcy na podstawie A.Damodaran

* Średnia w branży wg *A.Damodaran* (Heathcare Information and Technology)

- Premia ryzyka za wielkość na poziomie 3,00 pp, która odzwierciedla wyższe ryzyko związane z inwestowaniem w małe podmioty gospodarcze. Wielkość premii za wielkość została przyjęta na podstawie danych firmy Duff&Phelps;
- Przyjęto premię za brak płynności ze względu fakt, że przedmiotem wyceny jest wartość godziwa Spółki niepublicznej na poziomie 3,47 pp (co odpowiada dodatkowemu dyskontu);
- Przyjęto dodatkową premię za dodatkowe za rodzaj wycenianych aktywów (wartość oparta o projekt we wczesnej fazie rozwoju) oraz za dodatkowe ryzyko inwestycyjne w okresie pandemii COVID-19) w wysokości 20,00 pp.

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

Tabela 14. Kalkulacja stopy dyskonta (WACC) przyjętej do wyliczenia wartości godziwej

L.p.	Wyszczególnienie	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
1	Struktura kapitału: Dług/(Dług+Kapitał)	13,56%	13,56%	13,56%	13,56%	13,56%	13,56%	13,56%	13,56%
2	Premia kredytowa/nadwyżka oprocentowania długu nad stopą wolną od ryzyka	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%
3	Koszt długu	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%
4	Stopa podatkowa	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
5	**Efektywny koszt długu**	**7,29%**	**7,29%**	**7,29%**	**7,29%**	**7,29%**	**7,29%**	**7,29%**	**7,29%**
6	Stopa wolna od ryzyka	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
7	Premia za ryzyko	6,04%	6,04%	6,04%	6,04%	6,04%	6,04%	6,04%	6,04%
8	Beta odlewarowana	1,03	1,03	1,03	1,03	1,03	1,03	1,03	1,03
9	Beta lewarowana	1,16	1,16	1,16	1,16	1,16	1,16	1,16	1,16
10	Premia ryzyka branży	7,03%	7,03%	7,03%	7,03%	7,03%	7,03%	7,03%	7,03%
11	Premia za wielkość	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
12	Premia za brak płynności	3,47%	3,47%	3,47%	3,47%	3,47%	3,47%	3,47%	3,47%
13	Premia za dodatkowe ryzyko specyficzne	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%
14	**Koszt kapitału własnego**	**36,50%**	**36,50%**	**36,50%**	**36,50%**	**36,50%**	**36,50%**	**36,50%**	**36,50%**
15	**Razem stopa dyskonta (WACC)**	**32,54%**	**32,54%**	**32,54%**	**32,54%**	**32,54%**	**32,54%**	**32,54%**	**32,54%**

Źródło: Opracowanie własne Wykonawcy na podstawie IMF, NBP, A.Damodaran

4.4 ZAŁOŻENIA SZCZEGÓŁOWE DO PROJEKCJI SPRAWOZDAŃ FINANSOWYCH STANOWIĄCYCH PODSTAWĘ OSZACOWANIA WARTOŚCI GODZIWEJ SPÓŁKI

Prognozę wyniku stanowiącego podstawę wyceny wartości godziwej wkładu niepieniężnego w postaci pakietu akcji stanowiacego 100% kapitałów własnych Spółki Yoshi S.A. z siedzibą w Chorzowie metodą zdyskontowanych przyszłych strumieni pieniężnych dokonano w oparciu o następujące dokumenty przedstawione przez Spółkę:

1. sprawozdania finansowe Spółki za lata 2017-2019,
2. bilans na dzień 31.03.2020 r. oraz rachunek zysków i strat za okres 01.01-31.03.2020r.,
3. założenia prognostyczne na lata 2020-2027,
4. inne materiały analityczne zebrane i przygotowane przez pracowników Spółki.

Wszystkie dane dotyczące okresu 04.2020-12.2027 są wielkościami prognozowanymi, przy czym prognoza bazuje na:

- opracowaniach własnych Wyceniającego oraz założeniach makroekonomicznych przyjętych do wyceny.
- założeniach, co do projekcji przychodów ze sprzedaży, kosztów działalności operacyjnej oraz pozostałej działalności Spółki za lata obrotowe 2020-2027,

Przychody ze sprzedaży dla Spółki zostały oszacowane dla dotychczasowej działalności oraz dla działalności obejmującej uruchomienie projektu HYPERBARY.

W zakresie dotychczasowej działalności w prognozie uwzględniono przychody z tytułu:

- abonamentu IP,
- zgłoszeń patentowych,
- zgłoszeń znaków towarowych,
- zgłoszeń wzoru,
- wycen,
- obsługą IP klientów,
- umów prowizyjnych.

Przychody z działalności operacyjnej związanej z projektem HYPERBARY pochodzić będą ze sprzedaży urządzeń oraz materiałów eksploatacyjnych.

Urządzenia będą sprzedawane w dwóch wariantach bez butli i z butlą. Wariantowość urządzeń jest związana z profilem odbiorców, świadczących usługi medyczne (dysponowanie lub nie centralną instalacją tlenu medycznego):

- Hyperbary bez butli jest sprzętem dedykowanym dla szpitali, sanatoriów, lecznic – jednostki te posiadają odpowiednią infrastrukturę, która nie wymaga, aby sprzęt posiadał dodatkową funkcjonalność obsługi butli.
- Hyperbary z butlą jest sprzętem dedykowanym dla gabinetów prywatnych, które nie posiadają odpowiedniej infrastruktury i wymagane jest, aby sprzęt posiadał dodatkową funkcjonalność obsługi butli.

Ceny sprzedaży urządzeń HYPERBARY będą następujące:

- urządzenia HYPERBARY bez butli tlenowej – 55.000 zł,
- urządzenia HYPERBARY z butlą tlenową – 57.500 zł,
- materiały eksploatacyjne – 30 zł/zabieg.

Prognoza bazuje na założeniu, że w okresie kwiecień 2021 – grudzień 2024 Spółce sprzeda łącznie 738 urządzeń, natomiast w kolejnych latach sprzedaż urządzeń będzie miała charakter odtworzeniowy i nie będzie powodował wzrostu ogólnej liczby urządzeń użytkowanych przez klientów.

Ilość sprzedanych urządzeń w okresie prognozy warunkuje ilość sprzedawanych materiałów eksploatacyjnych do ich obsługi. Prognozowana ilość zabiegów została zatem uwarunkowana następującymi czynnikami:

- ilością urządzeń – przy założeniu, że po 2024 r. sprzedaż urządzeń ma charakter odtworzeniowy, co nie pociąga za sobą wzrostu ilości wykonywanych zabiegów;
- założeniem o intensywności przeprowadzania zabiegów, a mianowicie:
  - ✓ 25% obłożenie ilościowe wykonywanych zabiegów (okres pierwszych 6 miesięcy),
  - ✓ 50% obłożenie ilościowe wykonywanych zabiegów (okres kolejnych 12 miesięcy),
  - ✓ 70% obłożenie ilościowe wykonywanych zabiegów (okres kolejnych 12 miesięcy),
  - ✓ 80% obłożenie ilościowe wykonywanych zabiegów (w dalszych okresach).

Szczegółowe założenia zostały przedstawione w poniższej tabeli:

Tabela 15. Struktura przychodów ze sprzedaży za lata 04.2020-12.2027 w ujęciu bieżącym

Przychody ze sprzedaży		04-12.2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Produkt 1	**Przychody ze sprzedaży (tys. PLN)**	**0,0**	**2 536,9**	**4 853,9**	**7 107,5**	**7 285,2**	**3 733,6**	**3 827,0**	**3 922,7**
Hyperbary bez butli	Liczba (szt.)	0,0	45,0	84,0	120,0	120,0	60,0	60,0	60,0
	Cena jednostkowa sprzedaży (tys. PLN)	55,0	56,4	57,8	59,2	60,7	62,2	63,8	65,4
Produkt 2	**Przychody ze sprzedaży (tys. PLN)**	**0,0**	**2 652,2**	**5 074,5**	**7 430,5**	**7 616,3**	**3 903,4**	**4 000,9**	**4 101,0**
Hyperbary z butlą	Liczba (szt.)	0,0	45,0	84,0	120,0	120,0	60,0	60,0	60,0
	Cena jednostkowa sprzedaży (tys. PLN)	57,5	58,9	60,4	61,9	63,5	65,1	66,7	68,3
Produkt 3	**Przychody ze sprzedaży (tys. PLN)**	**0,0**	**862,5**	**6 511,1**	**17 554,8**	**33 194,1**	**47 236,6**	**53 216,6**	**55 582,6**
Materiały eksploatacyjne	Liczba pakietów (szt.)	0,0	28 050,0	206 580,0	543 378,0	1 002 408,0	1 391 676,0	1 529 616,0	1 558 656,0
	Cena jednostkowa sprzedaży (tys. PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Produkt 4	**Przychody ze sprzedaży (tys. PLN)**	**22,1**	**60,3**	**123,6**	**126,6**	**129,8**	**133,1**	**136,4**	**139,8**
Abonament IP	Liczba (szt.)	63,0	168,0	336,0	336,0	336,0	336,0	336,0	336,0
	Cena jednostkowa sprzedaży (tys. PLN)	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Produkt 5	**Przychody ze sprzedaży (tys. PLN)**	**37,5**	**76,9**	**91,9**	**107,7**	**124,2**	**141,4**	**159,5**	**178,3**
Zgłoszenie patentowe	Liczba (szt.)	3,0	6,0	7,0	8,0	9,0	10,0	11,0	12,0
	Cena jednostkowa sprzedaży (tys. PLN)	12,5	12,8	13,1	13,5	13,8	14,1	14,5	14,9
Produkt 6	**Przychody ze sprzedaży (tys. PLN)**	**5,0**	**10,3**	**13,1**	**16,2**	**19,3**	**22,6**	**26,1**	**29,7**
Zgłoszenie znaku towarowego	Liczba (szt.)	2,0	4,0	5,0	6,0	7,0	8,0	9,0	10,0
	Cena jednostkowa sprzedaży (tys. PLN)	2,5	2,6	2,6	2,7	2,8	2,8	2,9	3,0
Produkt 7	**Przychody ze sprzedaży (tys. PLN)**	**2,5**	**5,1**	**7,9**	**10,8**	**13,8**	**17,0**	**20,3**	**23,8**
Zgłoszenie wzoru	Liczba (szt.)	1,0	2,0	3,0	4,0	5,0	6,0	7,0	8,0
	Cena jednostkowa sprzedaży (tys. PLN)	2,5	2,6	2,6	2,7	2,8	2,8	2,9	3,0
Produkt 8	**Przychody ze sprzedaży (tys. PLN)**	**12,0**	**98,4**	**113,5**	**116,3**	**119,2**	**122,2**	**125,2**	**128,4**
Wycena	Liczba (szt.)	1,0	8,0	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0
	Cena jednostkowa sprzedaży (tys. PLN)	12,0	12,3	12,6	12,9	13,2	13,6	13,9	14,3
Produkt 9	**Przychody ze sprzedaży (tys. PLN)**	**18,9**	**25,8**	**26,5**	**27,1**	**27,8**	**28,5**	**29,2**	**30,0**
Obsługa IP klientów	Liczba (szt.)	63,0	84,0	84,0	84,0	84,0	84,0	84,0	84,0
	Cena jednostkowa sprzedaży (tys. PLN)	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4
Produkt 10	**Przychody ze sprzedaży (tys. PLN)**	**43,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**
Umowy prowizyjne	Liczba (szt.)	2,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
	Cena jednostkowa sprzedaży (tys. PLN)	21,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Suma przychodów		**141,0**	**6 328,4**	**16 816,0**	**32 497,5**	**48 529,7**	**55 338,4**	**61 541,2**	**64 136,1**

Źródło: Opracowanie własne Wykonawcy na podstawie danych otrzymanych od Spółki

Na podstawie powyższych założeń, poniżej przedstawiono przychody w ujęciu porównawczym:

Tabela 16. Struktura przychodów ze sprzedaży za lata 2020-2027 w układzie porównawczym w cenach bieżących

L.p.	Wyszczególnienie	Wykonanie		Okres prognozy							
		31.03.2020	01.04.2020-31.12.2020	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2026	31.12.2027
A.	**Przychody netto ze sprzedaży i zrównane z nimi, w tym:**	**281**	**141**	**422**	**6 328**	**16 816**	**32 497**	**48 530**	**55 338**	**61 541**	**64 136**
I	Przychód ze sprzedaży produktów	281	141	422	277	376	405	434	465	497	530
II	Zmiana stanu produktów (zwiększenie +; zmniejszenie -)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
III	Koszt wytworzenia świadczeń na własne potrzeby jednostki	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
IV	Przychód ze sprzedaży towarów i materiałów	0	0	0	6 052	16 440	32 093	48 096	54 874	61 044	63 606

Źródło: Opracowanie własne Wykonawcy na podstawie danych otrzymanych od Spółki

- Prognoza kosztów działalności operacyjnej, została sporządzona na podstawie danych historycznych realizowanych przez Spółkę oraz w oparciu o prognozowaną działalność operacyjną związaną uruchomieniem projektu HYPERBARY.
- Poniżej przedstawiono szczegółową prognozę wartości sprzedanych towarów i materiałów:

Tabela 17. Struktura wartości sprzedanych towarów i materiałów za lata 04.2020-2027 w ujęciu bieżącym

Wartość sprzedanych towarów i materiałów		04-12.2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Produkt 1	**Wartość sprzedaży towarów**	**0,0**	**1 383,8**	**2 647,6**	**3 876,8**	**3 973,7**	**2 036,5**	**2 087,4**	**2 139,6**
Hyperbary bez butli	Hyperbary bez butli	30,0	30,8	31,5	32,3	33,1	33,9	34,8	35,7
	Liczba	0,0	45,0	84,0	120,0	120,0	60,0	60,0	60,0
Produkt 2	**Wartość sprzedaży towarów**	**0,0**	**1 499,1**	**2 868,2**	**4 199,9**	**4 304,9**	**2 206,2**	**2 261,4**	**2 317,9**
Hyperbary z butlą	Hyperbary z butlą	32,5	33,3	34,1	35,0	35,9	36,8	37,7	38,6
	Liczba	0,0	45,0	84,0	120,0	120,0	60,0	60,0	60,0
Produkt 3	**Wartość sprzedaży materiałów**	**0,0**	**575,0**	**4 340,8**	**11 703,2**	**22 129,4**	**31 491,1**	**35 477,7**	**37 055,0**
Materiały eksploatacyjne	materiały eksploatacyjne - miejscowa komora hiperbaryczna	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
	Liczba pakietów	0,0	28 050,0	206 580,0	543 378,0	1 002 408,0	1 391 676,0	1 529 616,0	1 558 656,0
	SUMA	**0,0**	**3 457,8**	**9 856,5**	**19 779,9**	**30 408,0**	**35 733,9**	**39 826,6**	**41 512,6**

Źródło: Opracowanie własne Wykonawcy na podstawie danych otrzymanych od Spółki

Tabela 18. Struktura kosztów bezpośrednich podwykonawstwa sprzedaży produktów 04.2020-2027 w ujęciu bieżącym

Wartość kosztów (bezpośrednich kosztów podwykonawstwa dla sprzedaży produktów)		04-12.2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Produkt 4	**Wartość sprzedaży usług**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**
Abonament IP	abonament IP	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
	Liczba	63,0	168,0	336,0	336,0	336,0	336,0	336,0	336,0
Produkt 5	**Wartość sprzedaży usług**	**9,0**	**18,5**	**22,1**	**25,8**	**29,8**	**33,9**	**38,3**	**42,8**
Zgłoszenie patentowe	zgłoszenie patentowe	3,0	3,1	3,2	3,2	3,3	3,4	3,5	3,6
	Liczba	3,0	6,0	7,0	8,0	9,0	10,0	11,0	12,0
Produkt 6	**Wartość sprzedaży usług**	**2,0**	**4,1**	**5,3**	**6,5**	**7,7**	**9,1**	**10,4**	**11,9**
Zgłoszenie znaku towarowego	zgłoszenie znaku towarowego	1,0	1,0	1,1	1,1	1,1	1,1	1,2	1,2
	Liczba	2,0	4,0	5,0	6,0	7,0	8,0	9,0	10,0
Produkt 7	**Wartość sprzedaży usług**	**1,5**	**3,1**	**4,7**	**6,5**	**8,3**	**10,2**	**12,2**	**14,3**
Zgłoszenie wzoru	zgłoszenie wzoru	1,5	1,5	1,6	1,6	1,7	1,7	1,7	1,8
	Liczba	1,0	2,0	3,0	4,0	5,0	6,0	7,0	8,0
Produkt 8	**Wartość sprzedaży usług**	**3,0**	**24,6**	**28,4**	**29,1**	**29,8**	**30,5**	**31,3**	**32,1**
Wycena	wycena	3,0	3,1	3,2	3,2	3,3	3,4	3,5	3,6
	Liczba	1,0	8,0	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0
Produkt 9	**Wartość sprzedaży usług**	**6,3**	**8,6**	**8,8**	**9,0**	**9,3**	**9,5**	**9,7**	**10,0**
Obsługa IP klientów	obsługa IP klientów/roboczogodzina	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
	Liczba	63,0	84,0	84,0	84,0	84,0	84,0	84,0	84,0
Produkt 10	**Wartość sprzedaży usług**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**
Umowy prowizyjne	umowy prowizyjne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
	Liczba	2,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
	SUMA	**21,8**	**58,8**	**69,2**	**76,9**	**84,9**	**93,2**	**101,9**	**111,0**

Źródło: Opracowanie własne Wykonawcy na podstawie danych otrzymanych od Spółki

- Koszty sprzedaży urządzeń HYPERBARY zostały oszacowane w oparciu o zakładany model sprzedaży, a mianowicie:
  - ✓ Sprzedaż realizowaną w oparciu o wykłady na kongresach i konferencjach przeprowadzane przez Radę Naukową w skład której wejdzie pięcioro naukowców,
  - ✓ Uczestnictwo w targach,

- ✓ Sprzedaż w oparciu o sieć medyczną (model ten zakłada, że sieć medyczna koszty obsługi procesu sprzedaży ujmie w dodatkowej premii w cenie sprzedaży w związku z czym koszty te nie są odzwierciedlone w poniższej projekcji).

- Koszty obsługi procesu sprzedaży urządzeń oraz sprzedaży materiałów - odzwierciedlają wzrost zatrudnienia oraz wyposażenia stanowisk pracowniczych i odpowiadają w prognozie wzrostowi obrotów związanych ze sprzedażą.
- Przedstawiona projekcja uwzględnia również koszty związane z obsługą procesu zakupu urządzeń i materiałów eksploatacyjnych u dostawców.
- Szczegółowe założenia zostały przedstawione w poniższej tabeli:

Tabela 19. Struktura kosztów rodzajowych za lata 2020-2027 w układzie porównawczym w cenach bieżących

Lp.	Wyszczególnienie	Wykonanie		Prognoza							
		31.03.2020	01.04.2020-31.12.2020	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2026	31.12.2027
I.	**Koszty sprzedanych produktów**	**121**	**927**	**1 048**	**1 732**	**2 300**	**3 061**	**4 368**	**4 822**	**5 104**	**5 245**
1	**Amortyzacja**	0	9	9	81	182	273	365	461	507	501
2	**Zużycie materiałów i energii**	6	2	8	5	8	8	13	14	14	14
3	**Usługi obce**	70	149	219	340	562	812	1191	1339	1379	1420
	w tym bezpośrednie koszty podwykonawstwa sprzedaży produktów 4-10		*22*	*22*	*59*	*69*	*77*	*85*	*93*	*102*	*111*
	w tym pozostałe kosztu usług	*70*	*127*	*197*	*281*	*492*	*735*	*1 106*	*1 246*	*1 277*	*1 309*
4	**Podatki i opłaty**	1	0	1	0	0	0	0	0	0	0
5	**Wynagrodzenia, ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia**	42	308	350	862	1074	1101	1528	1566	1605	1646
	Rada naukowa		*60*	*60*	*308*	*315*	*323*	*331*	*339*	*348*	*357*
	Obsługa procesu zakupu i sprzedaży		*13*	*13*	*154*	*315*	*323*	*662*	*679*	*696*	*713*
	Zarząd i rada nadzorcza	*42*	*219*	*261*	*303*	*311*	*318*	*326*	*334*	*343*	*351*
	ZUS od wynagrodzeń		*16*	*16*	*98*	*133*	*136*	*208*	*214*	*219*	*224*
6	**Pozostałe koszty rodzajowe**	2	459	461	445	475	868	1 270	1 442	1 598	1 665
	Koszty związane z uruchomieniem sprzedaży projektu HYPERBARY		*350*	*350*	*154*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*
	Promocja i reklama	2	*105*	*107*	*133*	*54*	*56*	*57*	*58*	*60*	*61*
	Rezerwa		*4*	*4*	*158*	*420*	*812*	*1 213*	*1 383*	*1 539*	*1 603*
II.	**Wartość sprzedanych towarów i materiałów**	**0**	**0**	**0**	**3 458**	**9 857**	**19 780**	**30 408**	**35 734**	**39 827**	**41 513**
III.	**Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów**	**121**	**927**	**1 048**	**5 190**	**12 156**	**22 841**	**34 776**	**40 556**	**44 930**	**46 758**

Źródło: Opracowanie własne Wykonawcy na podstawie danych otrzymanych od Spółki

Model wyceny metodą dochodową oparto o prognozowane strumienie pieniężne generowane przez Spółkę Yoshi S.A. z siedzibą w Chorzowie w okresie 01.04.2020-31.12.2027 r.

Prognozy przychodowe i kosztowe stanowiące podstawę wyceny zostały sporządzone na podstawie założeń przedstawionych przez Spółkę (Załącznik nr 2).

Wielkość oraz strukturę oraz założenia co do nakładów inwestycyjnych i zmian kapitału obrotowego za lata obrotowe 2020-2027 prezentują tabele poniżej.

Tabela poniżej przedstawia prognozowaną wartość nakładów inwestycyjnych na wartości niematerialne i prawne oraz rzeczowe aktywa trwałe:

Tabela 20. Przedstawienie wielkości nakładów inwestycyjnych w poszczególnych latach prognozy

L.p.	Wyszczególnienie	01.04.2020-31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2026	31.12.2027
1	Razem nakłady inwestycyjne	98	500	510	500	520	500	500	500

Źródło: Opracowanie własne Wykonawcy na podstawie danych otrzymanych od Spółki

Wielkość nakładów inwestycyjnych została oszacowana na podstawie założeń przedstawionych przez Spółkę i dotyczy:

- ✓ w roku 2020: oprogramowania do projektowania 3D, systemu do zarządzania zakupami i sprzedażą, wyposażenia biura, projektora z tablicą, serwera (z instalacją sieciową),
- ✓ w latach 2020, 2022, 2024 zestawów komputerowych,
- ✓ w latach 2021-2027 nakłady inwestycyjne na prace rozwojowe związane z rozbudową i ulepszeniem urządzenia do kolejnych wersji (ok. 500 tys. zł rocznie).

Zapotrzebowanie na kapitał obrotowy określono na podstawie:

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

Cykle rotacji w całym okresie prognozy zostały wyznaczone w oparciu o dane historyczne przedstawione przez Spółkę.

Tabela 21. Cykle rotacji kapitału obrotowego w dniach w latach 2020-2027

L.p.	Wyszczególnienie	31.03.2020	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2026	31.12.2027
1	Wskaźnik obrotowości zapasów w dniach*	4	1	1	1	1	1	1	1	1
2	Wskaźnik rotacji należności w dniach	5	30	30	30	30	30	30	30	30
3	Wskaźnik rotacji zobowiązań w dniach	15	30	30	30	30	30	30	30	30

Źródło: Opracowanie własne Wykonawcy na podstawie danych otrzymanych od Spółki

**Przewiduje się, że wskanik obrotowości zapasów będzie 1-dniowy, poniważ zarówno urządzenia, jak i materiały eksploatacyjne będą dostarczane przez producenów bezpośrednio do klientów ostatecznych, czyli moment sprzedaży będzie równoznaczny z momentem zakupu.*

Tabela 22. Projekcja zmiany kapitału obrotowego w dniach w latach 2020-2027

L.p.	Wyszczególnienie	31.03.2020	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2026	31.12.2027
1	Stan zapasów	7,7	3	14	33	62	94	110	122	127
2	Stan należności z tytułu dostaw i usług	11	35	520	1 382	2 671	3 989	4 548	5 058	5 271
3	Stan zobowiązań z tytułu dostaw i usług	12	85	420	984	1 855	2 828	3 295	3 651	3 802
I	**Razem kapitał obrotowy**	**6**	**-44**	**118**	**435**	**882**	**1 259**	**1 367**	**1 532**	**1 596**
II	**Zmiana stanu kapitału obrotowego**	**6**	**-50**	**162**	**317**	**447**	**377**	**108**	**166**	**64**

Źródło: Opracowanie własne Wykonawcy na podstawie danych otrzymanych od Spółki

4.5 PROJEKCJA RACHUNKU ZYSKÓW I STRAT STANOWIĄCEGO PODSTAWĘ WYCENY SPÓŁKI

Tabela 23. Projekcja rachunku zysków i strat Spółki w okresie 2020-2027

L.p.	Wyszczególnienie	01-03.2020	LATA OBROTOWE								
			04-12.2020	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
A.	**Przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów, w tym:**	**281**	**141**	**422**	**6 328**	**16 816**	**32 497**	**48 530**	**55 338**	**61 541**	**64 136**
I.	Przychód ze sprzedaży produktów	281	141	422	277	376	405	434	465	497	530
II.	Zmiana stanu produktów (zwiększenie +; zmniejszenie -)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
III.	Koszt wytworzenia świadczeń na własne potrzeby jednostki	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
IV.	Przychód ze sprzedaży towarów i materiałów	0	0	0	6 052	16 440	32 093	48 096	54 874	61 044	63 606
B.	**Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów, w tym:**	**121**	**927**	**1 048**	**5 190**	**12 156**	**22 841**	**34 776**	**40 556**	**44 930**	**46 758**
I.	Amortyzacja	0	9	9	81	182	273	365	461	507	501
II.	Zużycie materiałów i energii	6	2	8	5	8	8	13	14	14	14
III.	Usługi obce	70	149	219	340	562	812	1 191	1 339	1 379	1 420
IV.	Podatki i opłaty	1	0	1	0	0	0	0	0	0	0
V.	Wynagrodzenia, ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	42	308	350	862	1 074	1 101	1 528	1 566	1 605	1 646
VI	Pozostałe koszty rodzajowe	2	459	461	445	475	868	1 270	1 442	1 598	1 665
VII	Wartość sprzedanych towarów i materiałów	0	0	0	3 458	9 857	19 780	30 408	35 734	39 827	41 513
C.	**Zysk (strata) ze sprzedaży(A-B)**	**160**	**-786**	**-625**	**1 138**	**4 660**	**9 656**	**13 754**	**14 783**	**16 611**	**17 378**
D.	Pozostałe przychody operacyjne	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
E.	Pozostałe koszty operacyjne	4	0	4	0	0	0	0	0	0	0
F.	**Zysk (strata) z działalności operacyjnej (C+D-E)**	**156**	**-786**	**-629**	**1 138**	**4 660**	**9 656**	**13 754**	**14 783**	**16 611**	**17 378**
G.	Przychody finansowe	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
H.	Koszty finansowe	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
I.	**Zysk (strata) brutto (F+G+H)**	**156**	**-786**	**-629**	**1 138**	**4 660**	**9 656**	**13 754**	**14 783**	**16 611**	**17 378**
J.	**Podatek dochodowy**	10	0	10	97	885	1 835	2 613	2 809	3 156	3 302
K.	**Pozostałe obowiązkowe zmniejszenia zysku (zwiększenia straty)**	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
L.	**Zysk (strata) netto (K-L-M)***	**146**	**-786**	**-640**	**1 042**	**3 774**	**7 822**	**11 141**	**11 974**	**13 455**	**14 076**

Źródło: Opracowanie własne Wykonawcy na podstawie danych otrzymanych od Spółki

4.6 WYNIKI WYCENY GODZIWEJ SPÓŁKI METODĄ ZDYSKONTOWANYCH PRZYSZŁYCH STRUMIENI PIENIĘŻNYCH

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

Tabela 24. Oszacowanie wartości godziwej Spółki na bazie zdyskontowanych przyszłych strumieni pieniężnych za okres 01.04.2020-31.12.2022

L.p.	Wyszczególnienie	04-12. 2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
1	EBIT	-786	1 138	4 660	9 656	13 754	14 783	16 611	17 378
2	Podatek 19% od EBIT	0	-67	-885	-1 835	-2 613	-2 809	-3 156	-3 302
3	EBIT pomniejszony o podatek 19%	-786	1 071	3 774	7 822	11 141	11 974	13 455	14 076
4	Amortyzacja	9	81	182	273	365	461	507	501
5	Nakłady inwestycyjne	-98	-500	-510	-500	-520	-500	-500	-500
6	Zmiana kapitału obrotowego	50	-162	-317	-447	-377	-108	-166	-64
I	**Razem przepływy pieniężne z działalności operacyjnej**	**-824**	**490**	**3 130**	**7 147**	**10 609**	**11 827**	**13 296**	**14 013**
II	**Razem stopa dyskonta**	**32,54%**	**32,54%**	**32,54%**	**32,54%**	**32,54%**	**32,54%**	**32,54%**	**32,54%**
III	Współczynnik dyskonta dla poszczególnych lat (z uwzględnieniem współczynnika środka okresu)	0,900	0,782	0,754	0,754	0,754	0,754	0,754	0,754
IV	Składany współczynnik dyskonta dla poszczególnych lat	0,900	0,703	0,531	0,400	0,302	0,228	0,172	0,130
V	**Zdyskontowane strumienie pieniężne**	**-742**	**345**	**1 660**	**2 861**	**3 204**	**2 695**	**2 286**	**1 818**
VI	**Razem zdyskontowane strumienie z działalności operacyjnej**								**14 127**
VII	**Wartość rezydualna przyszłych strumieni z działalności operacyjnej**								**6 211**
VIII	**Razem zdyskontowane strumienie w okresie szczegółowej prognozy oraz wartość rezydualna przyszłych strumieni z działalności operacyjnej**								**20 338**
IX	Wolne strumienie pieniężne ze sprzedaży nadmiarowych aktywów operacyjnych oraz aktywów pozaoperacyjnych na początek okresu szczegółowej prognozy								225
X	Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na początek okresu prognozy								170
XI	Wartość bieżąca długu odsetkowego na początek okresu szczegółowej prognozy								0
XII	**Wartość godziwa Spółki**								**20 733**

Źródło: Opracowanie własne Wykonawcy na podstawie danych otrzymanych od Spółki

Na wartość godziwą Spółki w kwocie **20 733 tys. PLN** składają się:

- Zdyskontowane saldo przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej w okresie 01.04.2020-31.12.2027 w kwocie **14 127 tys. PLN**,
- Wartość rezydualna przyszłych strumieni z działalności operacyjnej w kwocie **6 211 tys. PLN** (parametr g przyjęto na poziomie 2,5%),
- Wartość środków pieniężnych na początek okresu prognozy w kwocie **170 tys. PLN**,
- Wartość strumienie pieniężne ze sprzedaży nadmiarowych aktywów operacyjnych oraz aktywów pozaoperacyjnych na początek okresu szczegółowej prognozy w kwocie **225 tys. PLN**.

  Wartość strumieni została ustalona w oparciu o wycenę posiadanego przez Spółkę pakietu udziałów Spółki Polymertech Sp. z o.o. (1160 udziałów). Cena wyceny udziałów została ustalona jakoś średnia dla ceny za udział uzyskanej w dwóch transakcjach sprzedaży udziałów przeprowadzonych przez Spółkę w czerwcu 2020r.

5 SPIS TABEL I WYKRESÓW

Tabela 1. Wyniki wyceny wartości godziwej wkładu niepienieznego w postaci pakietu 100% akcji Spółki Yoshi S.A. ... 3
Tabela 2. Aktywa trwałe 01.01.2016-31.12.2019 (wartości w tys. PLN) ... 10
Tabela 3. Aktywa obrotowe 01.01.2017-31.03.2020 (wartości w tys. PLN) ... 11
Tabela 4. Pasywa 01.01.2017-31.03.2020 (wartości w tys. PLN) ... 12
Tabela 5. Rachunek zysków i strat (wartości w tys. PLN) ... 13
Tabela 6. Analiza wskaźnikowa (wartości w%) ... 14
Tabela 7. Liczba i koszty amputacji u osób dorosłych z cukrzycą ... 18
Tabela 8. Prognoza zachorowalności (w tys.) na cukrzycę dla lat 2019-2025 ... 18
Tabela 9. Procedura wyceny metodą DCF ... 19
Tabela 10. Założenia makroekonomiczne stanowiące podstawę wyceny ... 21
Tabela 11. Oszacowanie oprocentowania papierów wartościowych wolnych od ryzyka ... 22
Tabela 12. Kalkulacja premii ryzyka branży, w której funkcjonuje Spółka ... 22
Tabela 13. Kalkulacja efektywnego kosztu długu ... 23
Tabela 14. Kalkulacja stopy dyskonta (WACC) przyjętej do wyliczenia wartości godziwej ... 23
Tabela 15. Struktura przychodów ze sprzedaży za lata 04.2020-12.2027 w ujęciu bieżącym ... 26
Tabela 16. Struktura przychodów ze sprzedaży za lata 2020-2027 w układzie porównawczym w cenach bieżących ... 27
Tabela 17. Struktura wartości sprzedanych towarów i materiałów za lata 04.2020-2027 w ujęciu bieżącym ... 27
Tabela 18. Struktura kosztów bezpośrednich podwykonawstwa sprzedaży produktów 04.2020-2027 w ujęciu bieżącym ... 28
Tabela 19. Struktura kosztów rodzajowych za lata 2020-2027 w układzie porównawczym w cenach bieżących ... 29
Tabela 20. Przedstawienie wielkości nakładów inwestycyjnych w poszczególnych latach prognozy ... 30
Tabela 21. Cykle rotacji kapitału obrotowego w dniach w latach 2020-2027 ... 31
Tabela 22. Projekcja zmiany kapitału obrotowego w dniach w latach 2020-2027 ... 31
Tabela 23. Projekcja rachunku zysków i strat Spółki w okresie 2020-2027 ... 32
Tabela 24. Oszacowanie wartości godziwej Spółki na bazie zdyskontowanych przyszłych strumieni pieniężnych za okres 01.04.2020-31.12.2022 ... 33

Wykres 1. Struktura aktywów trwałych 01.01.2017-30.03.2020 (wartości w%) ... 10
Wykres 2. Struktura aktywów obrotowych (wartości w %) ... 11
Wykres 3. Struktura pasywów (wartości w%) ... 12
Wykres 4. Struktura przychodów (wartości w%) ... 13
Wykres 5. Struktura kosztów (wartości w%) ... 14
Wykres 6. Liczba dużych amputacji kończyny dolnej u dorosłych chorych na cukrzycę ... 17

6 ZAŁĄCZNIKI

6.1 PROGNOZY FINANSOWE NA LATA 2020-2027 STANOWIACE PODSTAWĘ WYCENY

6.2 SPRAWOZDANIE FINANSOWE ZA OKRES 01.01.2019 – 31.12.2019

6.3 BILANS I RACHUNEK ZYSKÓW I STRAT ZA OKRES 01.01.-31.03.2020