

Raport z wyceny przedsiębiorstwa:

Adatex Sp. z o. o.



Przygotowany dla:

Adatex sp. z o.o.

przez:

Yarra Consulting Sp. z o.o.

data dokumentu: 30.11.2021 r.



Podsumowanie wyceny

Przedmiot wyceny	Wartość rynkowa przedsiębiorstwa ADATEX Sp. z o.o.
Data wyceny	30.06.2021 r.
Zastosowane metody wyceny	Metoda dochodowa zdyskontowanych przepływów pieniężnych
Wartość przedmiotu wyceny	181.295.700 zł /słownie: sto osiemdziesiąt jeden milionów dwieście dziewięćdziesiąt pięć tysięcy siedemset złotych/
Data sporządzenia wyceny	30.11.2021 r.
Legitymacja wyceny	Raport z wyceny Spółki został sporządzony przez Yarra Consulting Sp. z o.o. KRS: 0000613327 Podstawą sporządzenia wyceny przedsiębiorstwa ADATEX Sp. z o.o. jest umowa pomiędzy wykonawcą a ADATEX Sp. z o.o. z dnia 08.11.2021 r.
Autor opracowania	Robert Jaruga Yarra Consulting Sp. z o.o. KRS: 0000613327

Streszczenie

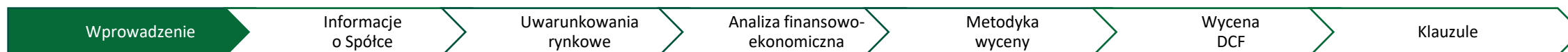
Przedmiotem wyceny jest przedsiębiorstwo ADATEX Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością.

Adatex Sp. z o. o. to firma deweloperska specjalizująca się w realizacji wielkomieszkaniowych zespołów apartamentowych oraz obiektów biurowo-usługowych na terenie Śląska. Na przestrzeni ostatnich kilku lat spółka zanotowała dynamiczny wzrost skali działalności poparty wysoką rentownością sprzedaży. Dotychczasowe doświadczenie oraz wypracowane zyski pozwalają spółce na systematyczne poszerzenie zakresu działalności poprzez wejście na nowe lokalne rynki zbytu.

Oszacowana metodą dochodową wartość przedsiębiorstwa wynosi **181.295.700 zł** /słownie: sto osiemdziesiąt jeden milionów dwieście dziewięćdziesiąt pięć tysięcy siedemset złotych/.

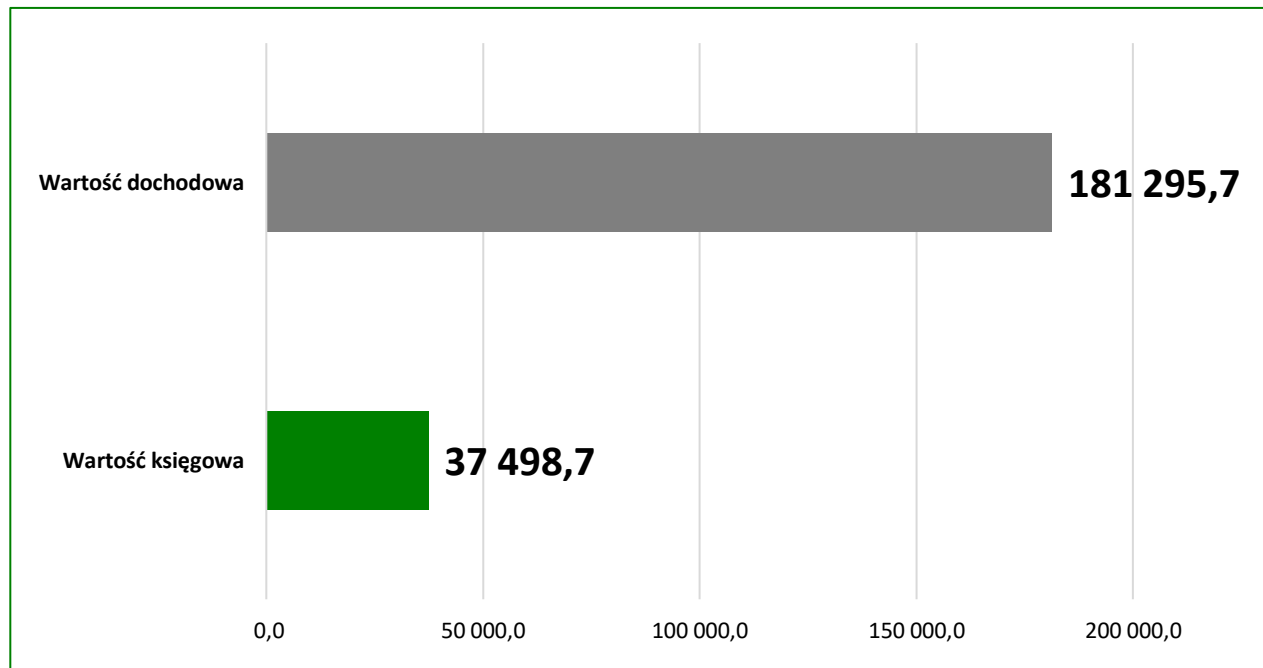
Należy dodać, że oszacowana wartość przedsiębiorstwa stanowi niemal pięciokrotność jej kapitałów własnych na koniec I półrocza 2021 r. i jednocześnie dziesięciokrotność wypracowanego zysku netto za rok 2020.

Główne czynniki ryzyka mające wpływ na wycenę spółki wiążą się z utrzymaniem aktualnego tempa wzrostu działalności oraz idącej za tym rentowności przedsiębiorstwa.



Podsumowanie wyceny

Rys 1. Podsumowanie wyników wyceny, [tys. zł].



źródło: opracowanie własne.

Wprowadzenie

Wykorzystane dokumenty i informacje

Informacje i dokumentacja

Raport został opracowany na podstawie dokumentów dostarczonych przez Klienta, obejmujących w szczególności:

- Sprawozdania finansowe spółki za lata obrotowe 2019-2020;
- Bilans, rachunek zysków i strat za okres obejmujący sześć miesięcy 2021 r.;
- Projekcje finansowe spółki na lata 2021-2025;
- Materiał informacyjny spółki dotyczący rynku oraz oferowanych produktów i usług;
- Dodatkowe informacje pozyskane od spółki.

Do przygotowania wyceny spółki wykorzystano również:

- Dane ogólnobranżowe dotyczące rynku mieszkaniowego w Polsce;
- Raporty spółek deweloperskich notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie;
- Raporty analityczne biur maklerskich dotyczące spółek branży deweloperskiej.

Informacje o spółce

Adatex Sp. z o. o. to firma deweloperska specjalizująca się w realizacji wielkomieszaniowych zespołów apartamentowych oraz obiektów biurowo-usługowych na terenie Śląska.

Firma działa na rynku od 2009 roku. Przedsiębiorstwo realizuje kompleksowe projekty inwestycyjne począwszy od koncepcji architektonicznej, poprzez profesjonalne zarządzanie i nadzór nad kolejnymi etapami swoich przedsięwzięć. Swoje projekty spółka realizowała na terenie Dąbrowy Górniczej, Siemianowic Śląskich, Katowic, Tychów, Gliwic oraz Sosnowca.

W ostatnich latach spółka notowała wysoką dynamikę wzrostu. Adatex Sp. z o.o. osiągnął w 2020 r. sprzedaż na poziomie 84,3 mln zł notując ponad 40% dynamikę wzrostu sprzedaży.

DANE REJESTROWE

Adatex Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością

ul. Graniczna 34/10

41-303 Dąbrowa Górnicza

NIP: 6372178453; REGON: 121404123; KRS: 0000370992

Kapitał Zakładowy: 75 000,00 zł dzielący się na 75 udziałów o wartości nominalnej 1000,00 zł każdy;

SĄD REJONOWY KATOWICE-WSCHÓD W KATOWICACH WYDZIAŁ VIII GOSPODARCZY KRAJOWEGO REJESTRU SĄDOWEGO

ZARZĄD

Robert Kijak

Prezes Zarządu

Udziałowcy

Liczba udziałów

Udział

Sylwia Kijak

37

49,3%

Robert Kijak

38

50,7%

Wprowadzenie

Informacje o Spółce

Uwarunkowania rynkowe

Analiza finansowo-ekonomiczna

Metodyka wyceny

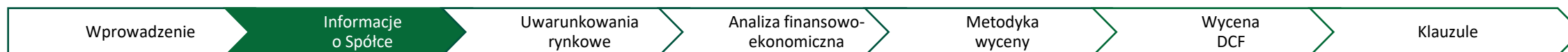
Wycena DCF

Klauzule

Informacje o spółce

Główne inwestycje realizowane przez spółkę w latach 2013-2020:

- W latach 2013-2014 roku spółka zrealizowała dwa etapy inwestycji „Osiedla pod Wierzbami” składające się dwóch budynków wielorodzinnych położonych w Dąbrowie Górniczej przy ul. Morcinka 3A (44 mieszkań oraz 12 garaży podziemnych) oraz ul. Morcinka 3B (34 mieszkań oraz 12 garaży podziemnych).
- W latach 2016-2017 roku spółka zrealizowała dwa etapy inwestycji „Osiedla Graniczna” składające dwóch budynków wielorodzinnych położonych w Dąbrowie Górniczej przy ul. Granicznej 34 (30 mieszkań oraz 20 garaży podziemnych) oraz ul. Granicznej 34A (34 mieszkań oraz 22 garaży podziemnych).
- W 2019 roku spółka zrealizowała inwestycję Osiedle „Nowe Zagórze” w Sosnowcu, składające się budynków wielorodzinnych oznaczonych symbolem 5, 7, 9 i 11 mieszczących odpowiednio 38, 38, 48 i 50 mieszkań.
- W 2020 r. spółka zrealizowała inwestycję Osiedle „Fabryczna” w Katowicach przy ul. Fabrycznej. Inwestycja składała się z łącznie z czterech budynków. Pierwszy etap obejmował budynki „A,B”, które w sumie liczą 54 mieszkań i 39 miejsc postojowych w garażu podziemnym; natomiast drugi etap to budynek C w liczbie 27 mieszkań i 19 miejsc postojowych w garażu podziemnym a także budynek D o charakterze usługowo-mieszkalnym o powierzchni użytkowej 1570 m².
- Kolejną inwestycją prowadzoną przez spółkę była budowa III etapu „Osiedla Graniczna” w Dąbrowie Górniczej przy ul. Granicznej, które w sumie liczy 54 mieszkań i 36 miejsc postojowych w garażu podziemnym, a także 1084,6 m² powierzchni handlowej oraz 2548,2 m² powierzchni biurowej przeznaczonych na sprzedaż. Budowa została zakończona w marcu 2020 roku. Natomiast sprzedaż został zakończona w styczniu 2021 roku.
- W 2020 roku spółka zakończyła również I etap inwestycji w Gliwicach pod nazwą „Apartamenty Sikornik”, zlokalizowanej przy ul. Kormoranów na którą składa się jeden budynek, w skład którego wchodzi 25 mieszkań oraz 22 garaże podziemne. Prace zostały zakończone w grudniu 2020 roku. Wszystkie mieszkania zostały zakontraktowane a samo przenoszenie własności rozpoczęło się w lutym 2021 roku.



Informacje o spółce

Rys 2. Wybrane wizualizacje projektów deweloperskich spółki.

mieszkania DĄBROWA GÓRNICZA



Osiedle Nowa Dąbrowa

źródło: www.adatax.pl

mieszkania TYCHY



Osiedle Apartamenty Bacha

mieszkania SIEMIANOWICE ŚLĄSKIE



Osiedle Dębowy Park

Wycena metodą dochodową ADATEX Sp. z o.o.

Uwarunkowania rynkowe



Rynek mieszkaniowy w Polsce

Podstawowym wskaźnikiem obrazującym stan rynku mieszkaniowego w Polsce jest wskaźnik liczby mieszkań na 1000 osób.

Wskaźnik ten najlepiej oddaje stopień zaspokojenia potrzeb mieszkaniowych w danym kraju.

Na przestrzeni lat 2010-2020 jego wartość wzrosła z poziomu 350 do 393.

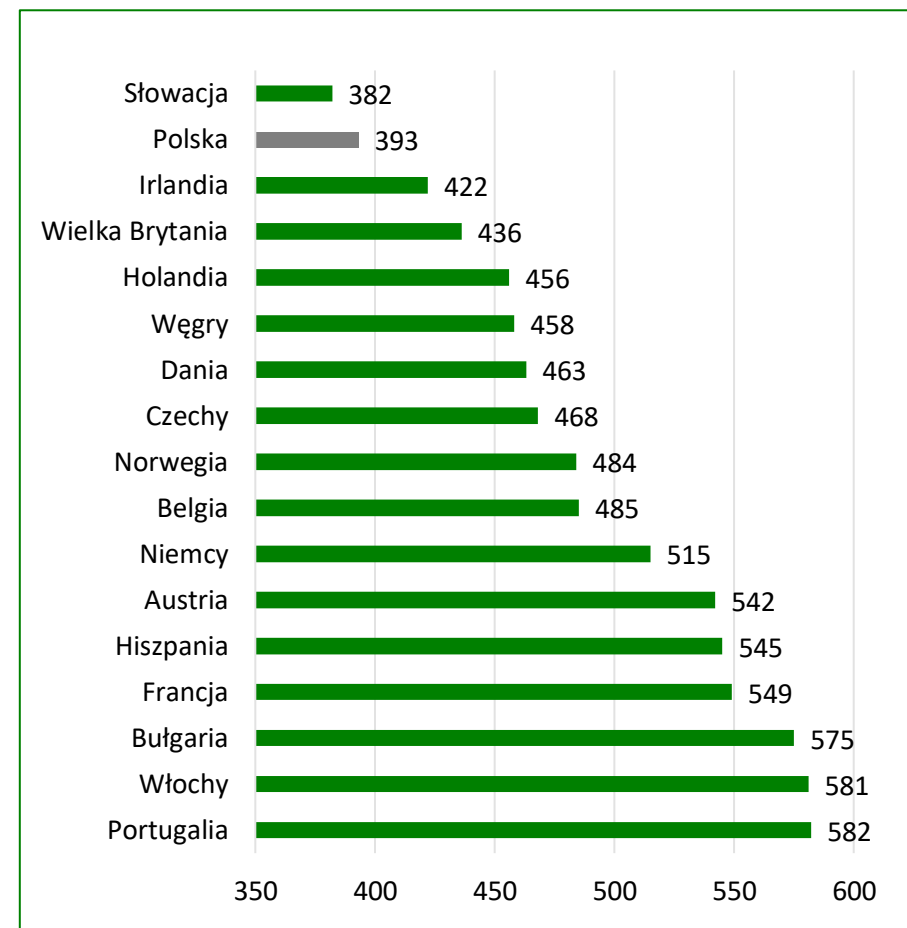
Zgodnie z długoterminowymi prognozami dla rynku nieruchomości zakłada się, że do 2030 r. wartość tego wskaźnika może osiągnąć w Polsce poziom 435.

Mimo znaczącego wzrostu wartości tego wskaźnika na przestrzeni ostatnich dziesięciu lat nadal, na tle krajów Unii Europejskiej, jesteśmy z jednym z najśłabszych rynków mieszkaniowych. Mniej mieszkań na 1000 mieszkańców jest tylko na Słowacji.

Ilość mieszkań na 1000 mieszkańców w Czechach oraz na Węgrzech jest zdecydowanie wyższa i wynosi kolejno 468 oraz 458.

Dla porównania w Niemczech na 1000 mieszkańców przypada 515 mieszkań.

Rys 3. Liczba mieszkań na 1000 ludności w krajach UE.



źródło: GetHome.pl na podstawie Deloitte, 2021 r.

Rynek mieszkaniowy w Polsce

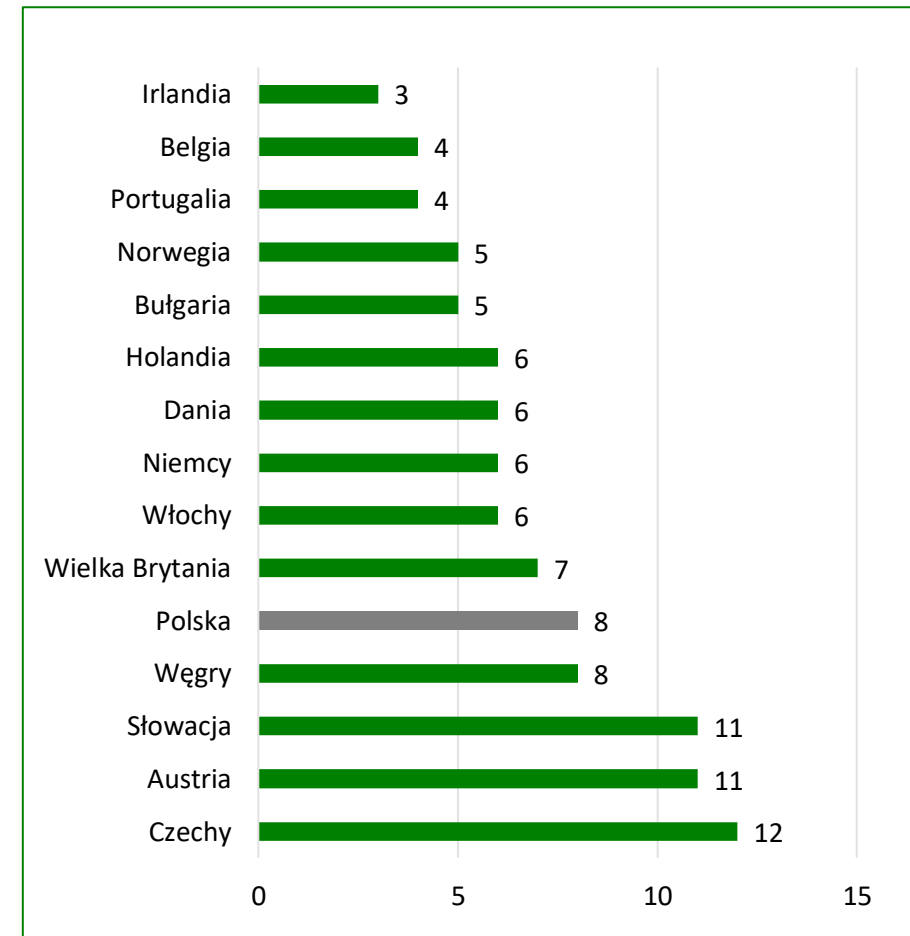
Drugim istotnym wskaźnikiem obrazującym stan rynku mieszkaniowego jest wskaźnik dostępności mieszkań, szacujący relację cen mieszkań do zarobków. Firma Deloitte podaje, że w Polsce na zakup 70-metrowego lokalu trzeba było przeznaczyć w 2020 r. aż 7,6 rocznych pensji brutto. Podobną dostępnością mieszkań cechują się Węgry.

W Niemczech wskaźnik dostępności wynosi 6.

Najlepszy wskaźnik dostępności posiadają Irlandczycy, Portugalczycy i Belgowie, dla których 70-metrowe mieszkanie to równowartość 3-4 rocznych pensji.

W najgorszej sytuacji z podanych krajów znajdują się Czesi, Austriacy oraz Słowacy, którzy muszą swoją pensję brutto odkładać przez co najmniej 11-12 lat.

Rys 4. Krotność rocznych pensji brutto niezbędnych na zakup 70 metrowego mieszkania.



źródło: GetHome.pl na podstawie Deloitte, 2021 r.

Rynek mieszkaniowy w Polsce

Niska wartość wskaźnika liczby mieszkań na 1000 mieszkańców przekłada się duży potencjał rynkowy w zakresie budowy nowych mieszkań - pod tym względem jesteśmy w czołówce Europy a w niektórych rankingach na jej czele.

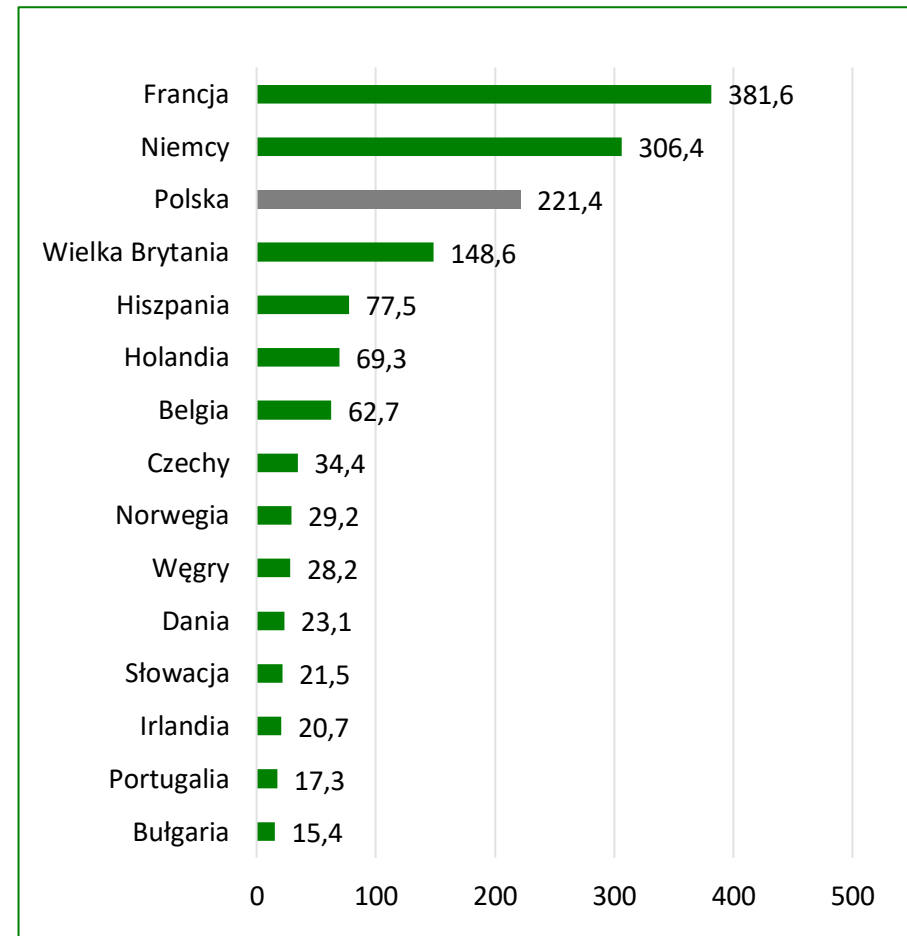
Pod względem liczby mieszkań oddawanych do użytkowania Polskę wyprzedziły w 2020 r. jedynie Francja i Niemcy, a są to kraje znacznie od nas liczniejsze.

Przeliczając liczbę nowo oddanych mieszkań na 1000 mieszkańców jesteśmy liderem rankingu w Europie.

Co ciekawe, w samej Warszawie powstało w 2020 r. blisko 21,6 tys. nowych mieszkań, czyli więcej niż w niejednym kraju UE.

Należy zauważyć, że w liczbie mieszkań oddawanych do użytkowania w podziale na typ inwestorów od lat widać wzrastający udział deweloperów.

Rys 5. Liczba mieszkań oddanych do użytkowania w 2020 r., [tys.].



źródło: GetHome.pl na podstawie Deloitte, 2021 r.

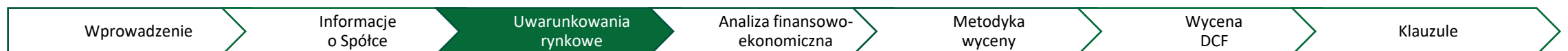
Charakterystyka rynku mieszkaniowego w Polsce

Polska należy do grupy państw o specyficznym charakterze rynku mieszkaniowego, o którym decydują, między innymi:

- niższy od Europy Zachodniej poziom urbanizacji i niższa gęstość zaludnienia miast,
- wysoki odsetek właścicieli mieszkań, szczególnie w pokoleniu 40+,
- niski standard zasobów mieszkaniowych wybudowanych przed 2000 r.,
- zasoby mieszkaniowe w miastach zdominowane przez budynki wielorodzinne,
- wysoki odsetek lokali przeludnionych,
- duży, ale niezbyt transparentny rynek prywatnego najmu, zdominowany przez umowy między osobami fizycznymi,
- rosnąca rola prywatnego instytucjonalnego rynku najmu oraz
- niezbyt rozwinięty sektor mieszkań komunalnych i non profit, obejmujący głównie mieszkania o niskim standardzie.

Z liczbą ludności sięgającą 38 milionów Polska jest największym krajem w Europie Środkowej. Rzeczywista liczba mieszkańców w największych polskich miastach jest niewątpliwie większa niż podawana w oficjalnych statystykach, gdyż nie ma wymogu obowiązkowej rejestracji zmiany miejsca zamieszkania. W kilku ostatnich latach do miast tych napłynęło wielu młodych migrantów z Ukrainy, którzy znaleźli zatrudnienie zwłaszcza w usługach, sektorze IT i budownictwie.

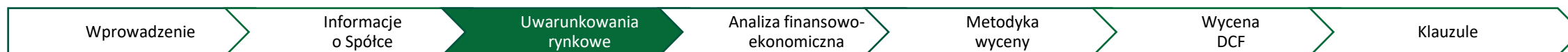
Populacja studentów w Warszawie, Krakowie, Wrocławiu czy Gdańsku i Poznaniu ma znaczącą wielkość, z dynamicznie rosnącą liczbą studentów zagranicznych. Starzejąca się część społeczeństwa tworzy potencjał rozwoju budownictwa senioralnego. W związku z tym, że przeciętna wielkość gospodarstwa domowego stale maleje, łączna liczba gospodarstw domowych wzrośnie.



Koniunktura na rynku mieszkaniowym

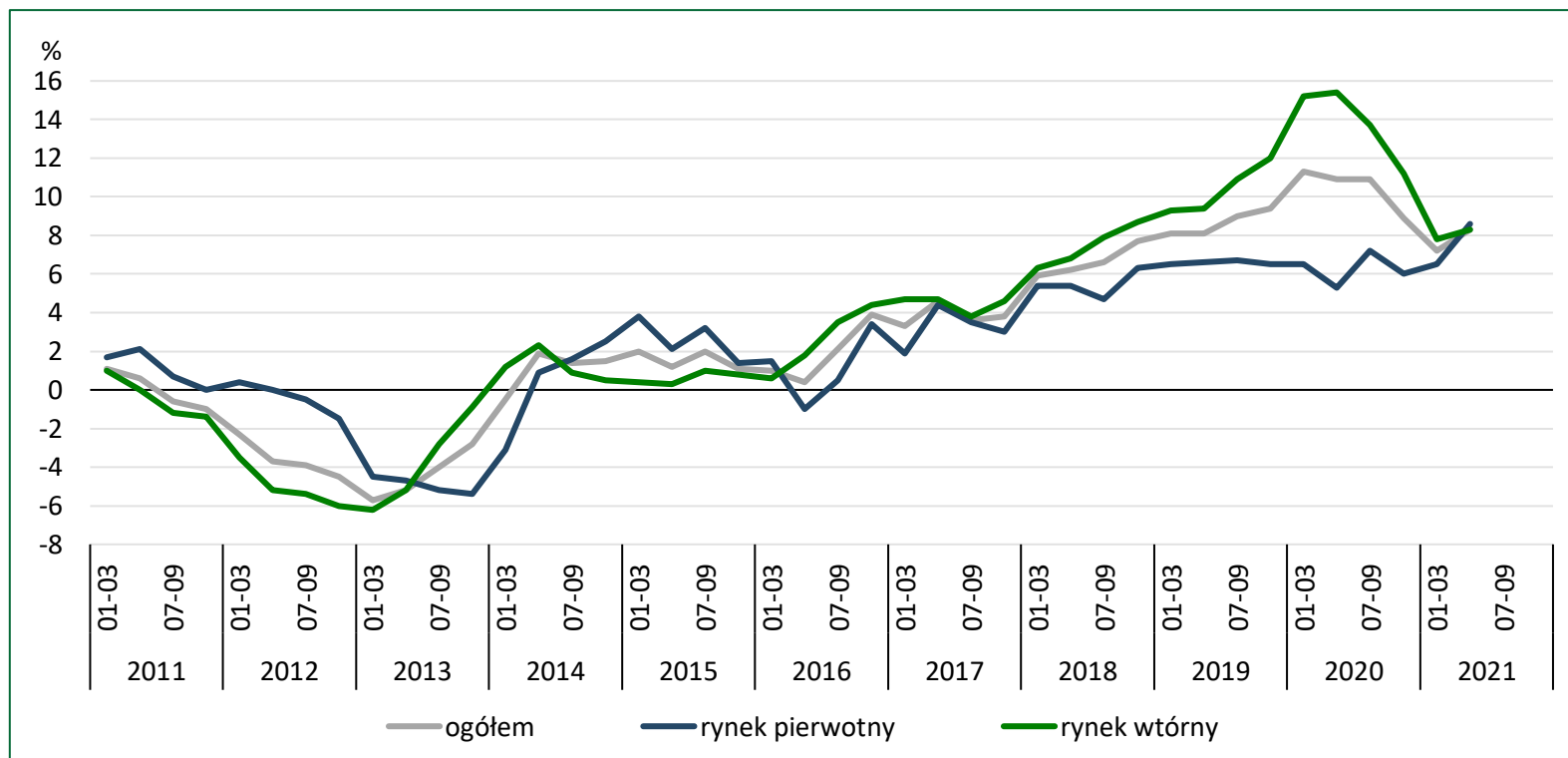
Aktualną ocenę koniunktury na rynku mieszkaniowym oparto na raporcie: **Rynek Mieszkaniowy 3Q21 Centrum Analiz PKO Bank Polski S.A.**

- Na rynku mieszkaniowym utrzymują się silne tendencje wzrostowe cen mieszkań z uwagi na wysoki popyt na mieszkania na własne potrzeby, jak i o charakterze inwestycyjnym, przy wolniej rosnącej podaży mieszkań. W krótkiej perspektywie oczekuje się kontynuacji tego trendu, jego korektę może spowodować osłabienie popytu na mieszkania.
- Według danych z bazy PKO Banku Polskiego w drugim kwartale 2021 r. ceny transakcyjne mieszkań na rynku pierwotnym silnie rosły r/r w największych miastach – stolicach województw, w Warszawie wzrost cen nieco zwolnił. Na rynku wtórnym ceny mieszkań rosły szybciej w Warszawie i mniejszych stolicach wojewódzkich, w 6 największych aglomeracjach (bez Warszawy) wzrost r/r był nieco słabszy niż w pierwszym kwartale 2021 r. Na obu rynkach wzrosty kształtowały się w granicach 8-17% r/r.
- Rynek wynajmu – głęboko dotknięty skutkami epidemii, powoli zaczyna się stabilizować. W drugim kwartale 2021 r. spadek stawek wobec drugiego kwartału 2020 r. był mniejszy niż wobec pierwszego kwartału 2020 r., a w porównaniu z pierwszym kwartałem 2021 r. w kilku miastach wystąpiły niewielkie wzrosty. Zmianę sytuacji na rynku sugerują też notowania stawek ofertowych wynajmu w portalach ogłoszeniowych – widać odbicie stawek w ostatnich miesiącach w większości największych analizowanych miast.
- Historycznie niskie, realnie ujemne, stopy procentowe przekierowują inwestycje na rynek nieruchomości postrzegany jako bezpieczna – w warunkach wysokiej i rosnącej inflacji - ochrona oszczędności, bardziej atrakcyjna w zestawieniu z lokatą czy obligacjami skarbowymi. Nabywcy mieszkań wydają się też akceptować niższe stopy zwrotu z wynajmu.

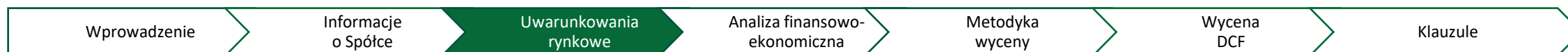


Koniunktura na rynku mieszkaniowym

Rys 6. Kwartalne zmiany cen lokali mieszkalnych w stosunku do analogicznego okresu roku poprzedniego, [%].

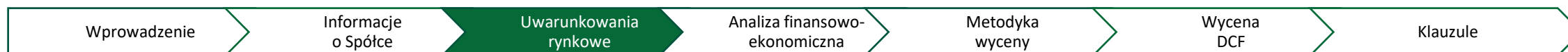


źródło: GUS



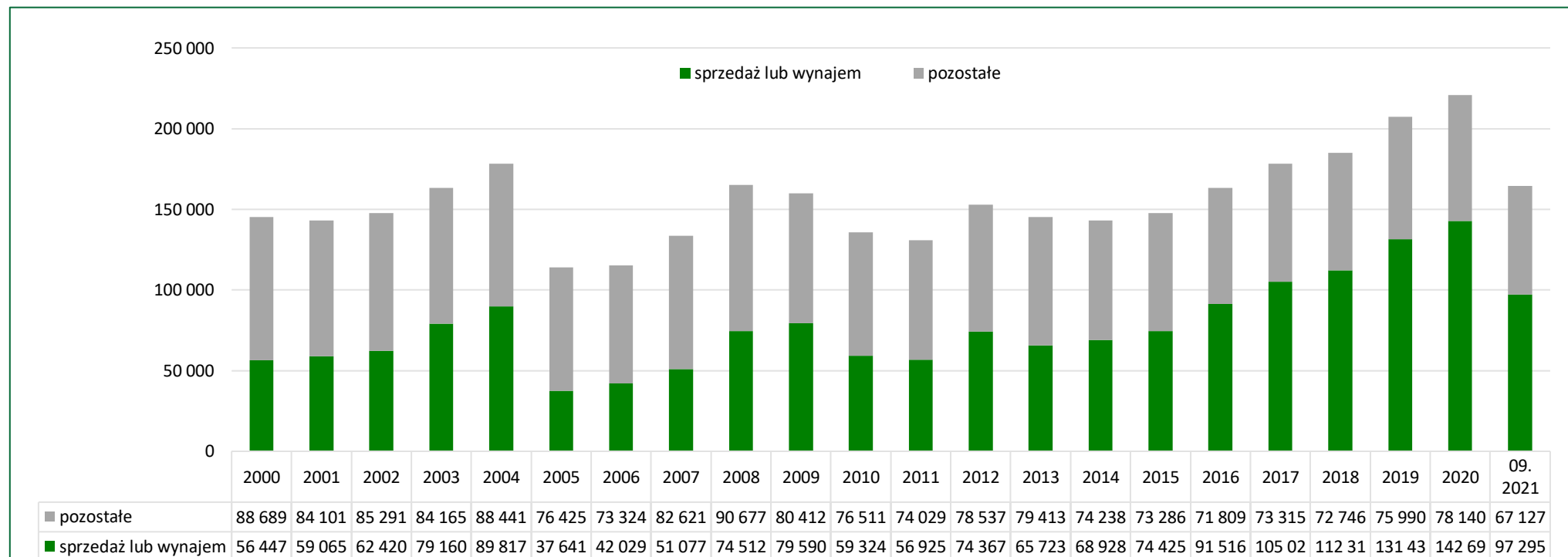
Koniunktura na rynku mieszkaniowym

- Akcja kredytowa utrzymuje się na wysokim poziomie. Według danych Związku Banków Polskich w drugim kwartale 2021 r. wartość nowo udzielonych kredytów mieszkaniowych wyniosła 22,1 mld zł (22,3% kw/kw; 64,3% r/r). Według Biura Informacji Kredytowej w lipcu'21 po raz pierwszy w historii miesięczna akcja kredytowa przekroczyła 8 mld zł, był to 5. miesiąc z rzędu ze sprzedażą kredytów powyżej 7,5 mld zł miesięcznie. W dalszym ciągu wzrasta liczba dużych kredytów – ponad połowa (55,1%) udzielonych kredytów do lipca'21 to kredyty powyżej 350 tys. zł, w tym 26% to kredyty powyżej 500 tys. zł.
- W drugim kwartale 2021 r., wg monitoringu rynków mieszkaniowych firmy Jones Lang LaSalle, w największych aglomeracjach deweloperzy powtórzyli znakomity wynik sprzedaży z pierwszego kwartału 2021 r. na poziomie 19,5 tys. mieszkań (prawie podwojenie wobec drugiego kwartału 2020 r.). W ofercie było 37,8 tys. mieszkań (-10,2% kw/kw; -22,6% r/r), najmniej od trzeciego kwartału 2010 r. Na koniec drugiego kwartału 2021 r. w strukturze oferty wg daty oddania projektu deklarowanej przez dewelopera zmalała liczba gotowych mieszkań i kończonych w 2021 (30% vs 38% w pierwszym kwartale 2021 r.), wzrósł wyraźnie udział mieszkań oddawanych do użytku w 2023 i później.
- Dostępność mieszkania, wyrażona liczbą metrów do nabycia za przeciętne wynagrodzenie w 9 miastach wojewódzkich w drugim kwartale 2021 r. zmalała wobec poprzedniego kwartału, w 7 miastach nie zmieniła się. Pogorszenie dostępności jest konsekwencją kontynuacji wzrostu cen mieszkań w większości miast przy wolniejszym wzroście wynagrodzeń.
- Nowelizacja Rekomendacji S (która weszła w życie 1 lipca 2021), wymaga, by zdolność kredytowa klienta była liczona maksymalnie na 25 lat (dotychczas 30 lat).

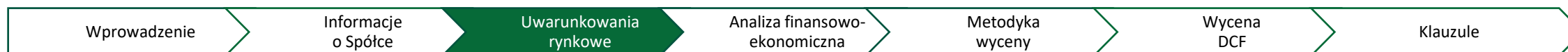


Koniunktura na rynku mieszkaniowym

Rys 7. Liczba mieszkań oddanych do użytkowania w okresie 2000-06.2021 z uwzględnieniem liczby lokali przeznaczonych na sprzedaż lub wynajem.



źródło: GUS



Koniunktura na rynku mieszkaniowym

W scenariuszu bazowym Centrum Analiz PKO Banku Polskiego zakłada się kontynuację wzrostu cen mieszkań w kolejnych kwartałach 2021, która może słabnąć w 2022 wraz z wystawianiem na rynek projektów rozpoczętych w pierwszej połowie 2021 roku.

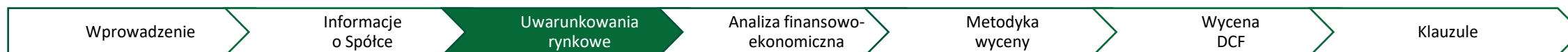
Przesłankami wzrostu cen - w perspektywie roku - są:

- wysoki popyt na mieszkania, który silnie wspierają rekordowo niskie stopy procentowe;
- stymulacja zakupu mieszkań z intencją ochrony oszczędności przy oczekiwanym dłuższym okresie podwyższonej inflacji;
- wolno rosnąca podaż i fundamentalne czynniki wzrostu kosztów budowy – wysokie ceny działek, wysokie koszty materiałów, presja kosztowa przy konkurencji o pracowników i wynajem sprzętu z innymi segmentami budownictwa;
- czynniki regulacyjne - zaostrzone od 2021 normy dotyczące efektywności energetycznej budynków oraz DFG, którego koszty deweloperzy uwzględnią w cenach mieszkań;
- możliwe zaburzenia podaży na lokalnych rynkach przy dużych pakietowych zakupach dla PRS (private rented sector).

Czynnikami, które mogą w stabilizować lub obniżyć tendencje wzrostowe cen mieszkań są:

- duży portfel mieszkań z terminem oddania do użytku w 2022 i później, o ile będzie szybciej wystawiany przez deweloperów;
- pogorszenie dostępności mieszkań przy szybszym wzroście cen mieszkań niż dochodów ludności;
- dalsze podwyżki stóp procentowych;
- nadal niepewna sytuacja na rynku najmu mieszkań.

Elementem pesymistycznego scenariusza jest też niepewność siły kolejnej fali epidemii, a także niekorzystne zmiany w makroekonomicznym otoczeniu zewnętrznym.



Regionalna koniunktura na rynku mieszkaniowym

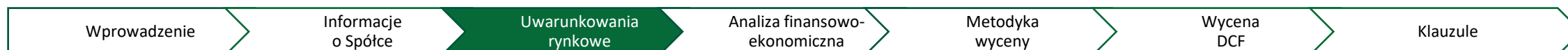
Porównując dynamikę wzrostu cen lokali mieszkalnych na terenie województwa śląskiego zarówno względem województw ościennych, jak również w relacji do głównych rynków regionalnych w Polsce, ceny lokali mieszkalnych na Śląsku wzrosły w 2021 r. w wyższym tempie niż na większości lokalnych rynków.

Ceny lokali mieszkalnych w województwie śląskim wzrosły w drugim kwartale 2021 r. względem drugiego kwartału 2020 r. o 10,2%, w porównaniu do 8,3% dynamiki średniego wzrostu cen w Polsce, 6,6% dynamiki wzrostu w województwie małopolskim czy 8,2% dynamiki wzrostu w województwie mazowieckim.

Tab 1. Wskaźniki cen lokali mieszkalnych w wybranych województwach w II kw. 2021 r.

Wyszczególnienie	2 kw. 2021 r.	
	1 kw. 2021=100	2 kw. 2020=100
Polska	103,1	108,3
Dolnośląskie	103,0	109,5
Łódzkie	103,7	109,3
Małopolskie	104,4	106,6
Mazowieckie	102,8	108,2
Opolskie	101,9	98,0
Pomorskie	103,1	109,7
Śląskie	104,0	110,2
Wielkopolskie	101,7	107,6

źródło: GUS

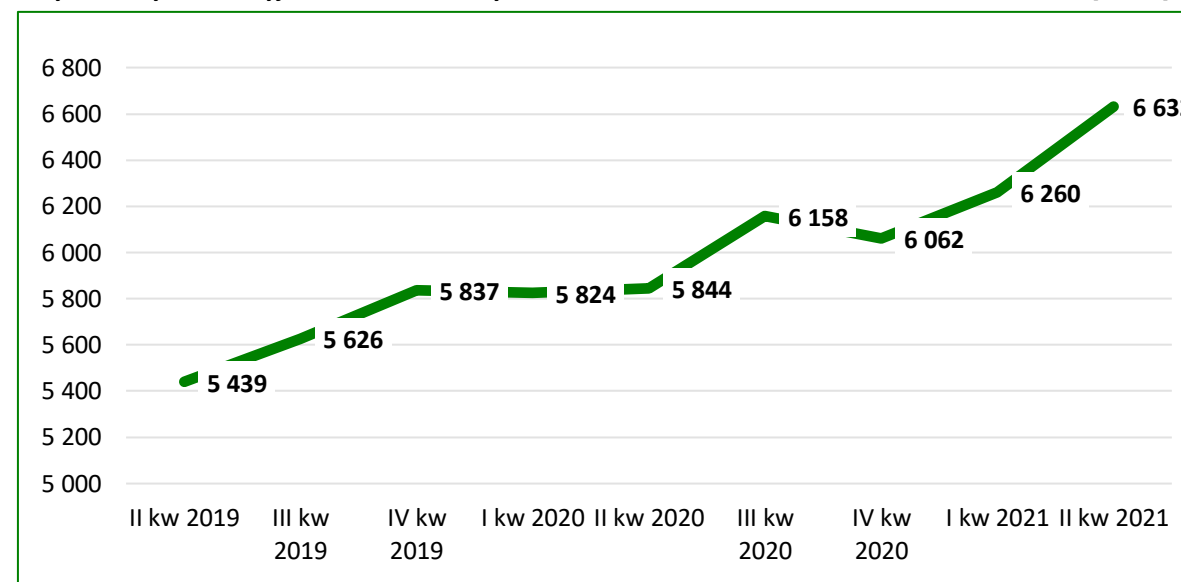


Regionalna koniunktura na rynku mieszkaniowym

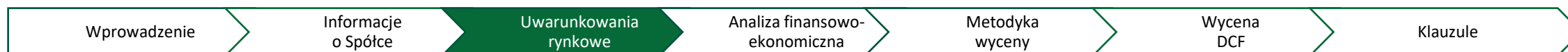
Na przestrzeni ostatnich dwóch lat ceny transakcyjne lokali mieszkalnych w Katowicach wzrosły z 5439 zł/m² do poziomu 6.632 zł/m² to jest o ponad 21,9%.

W nieco niższym tempie rosły ceny na rynku wtórnym, średnia cena transakcyjna w II kwartale 2021 r. wynosiła 5755 zł/m² i była wyższa od cen transakcyjnych osiągniętych w II kwartale 2019 r. o 19,2% (cena transakcyjna wynosiła 4827 zł/m²).

Rys 8. Ceny transakcyjne lokali mieszkalnych w Katowicach w okresie II kw. 2019-II kw. 2021 r.; [zł/m²].



źródło: PKO Bank Polski S.A.

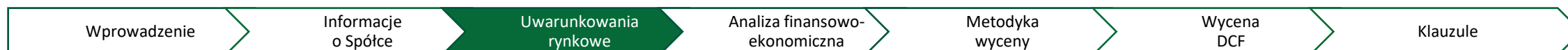


Sytuacja na regionalnym rynku mieszkaniowym

Tab 2. Sytuacja mieszkaniowa i budownictwo mieszkaniowe w województwie śląskim.

Miasto	Mieszkania 2019 r.	% mieszkań wybudowanych przed 1944 r. w zasobach ogółem	% mieszkań w domach jednorodzinnych	Przeciętna pow. użytkowa na osobę 2019 r.	Nasylenie mieszkaniami 2019 r.	Mieszkania oddane od użytku ogółem I połowa 2021 r.
Bielsko-Biała	72 094	17	31	29,5	417	326
Bytom	73 627	38	6	24,5	441	55
Chorzów	53 700	41	4	26,2	491	18
Częstochowa	100 200	15	22	28,5	448	352
Dąbrowa Górnicza	50 700	11	23	26,0	420	191
Gliwice	80 142	36	15	27,9	442	222
Jastrzębie-Zdrój	32 412	2	20	25,5	362	64
Jaworzno	35 405	12	37	26,8	384	102
Katowice	146 387	26	11	30,1	493	1 323
Mysłowice	29 324	22	27	26,9	388	93
Piekary Śląskie	22 384	22	23	25,4	403	24
Ruda Śląska	58 723	23	11	23,7	424	143
Rybnik	48 940	15	41	26,9	350	230
Siemianowice Śląskie	31 308	27	7	25,5	464	67
Sosnowiec	92 739	17	11	25,8	457	282
Świętochłowice	22 774	39	5	23,7	455	26
Tychy	51 165	2	14	26,2	397	287
Zabrze	70 832	44	11	23,3	407	104
Żory	21 018	3	28	25,1	330	146

źródło: GUS



Wycena metodą dochodową ADATEX Sp. z o.o.

Analiza ekonomiczno-finansowa



Analiza ekonomiczno-finansowa

Analiza finansowa została opracowana na podstawie sprawozdań finansowych spółki za lata 2019-2020 oraz wyników finansowych za sześć miesięcy 2021 roku.

Spółka w latach 2018-2020 notowała wysoką dynamikę wzrostu sprzedaży.

Na koniec 2020 r. sprzedaż wyniosła 84,3 mln zł przy 59,4 mln zł w 2019 r. oraz 17,8 mln zł sprzedaży w 2018 r. Na koniec czerwca 2021 r. spółka zanotowała 21,4 mln zł sprzedaży. Dynamika wyniku na sprzedaży była jeszcze wyższa. W 2018 r. spółka zanotowała 3,8 mln zł wyniku na sprzedaży, natomiast w 2019 r. już 12,1 mln zł.

W 2020 r. wynik na sprzedaży wyniósł 20,6 mln zł. Po sześciu miesiącach 2021 r. ze względu na poziom zaawansowania projektów wynik na sprzedaży jest nieznacznie ujemny i wynosi (minus) - 0,2 mln zł. Podobnie jak w przypadku wyniku na sprzedaży spółka zanotowała wysoki wzrost wartości EBITDA oraz zysku netto w analizowanym okresie. EBITDA wzrosła w okresie 2018-2020 z 8,2 mln zł do 20,7 mln zł a zysk netto z 5,4 mln zł do 17,5 mln zł. Na 30.06.2021 r. wynik netto wynosił 1,8 mln zł, a EBITDA 2,3 mln zł.

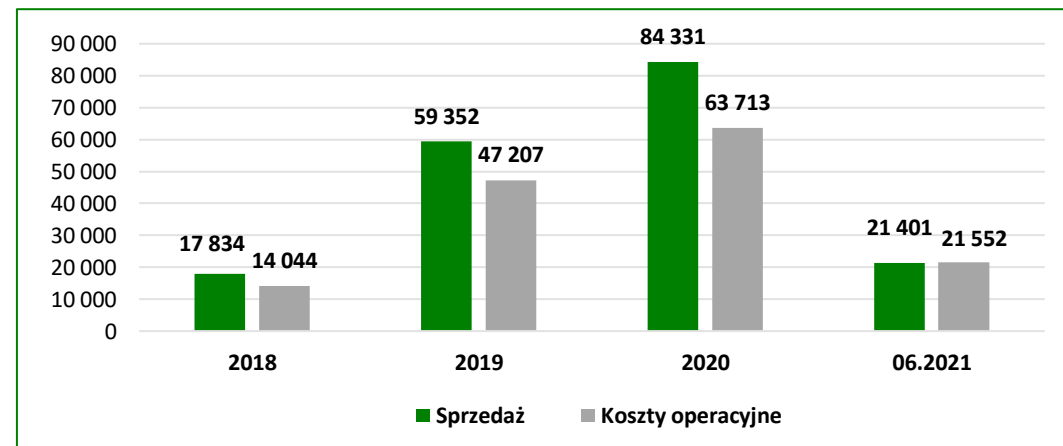
Kapitał własny spółki w latach 2018-2020 wzrósł niemal czterokrotnie z 9,1 mln zł do 35,7 mln zł natomiast suma bilansowa wzrosła ponad dwukrotnie z 51,4 mln zł do 105,5 mln zł. Na koniec czerwca 2021 r. kapitał własny wynosił 37,5 mln zł a suma bilansowa 124,9 mln zł.

Tab 3. Podstawowe dane finansowe spółki w okresie 2018-06.2021 r., [tys. zł].

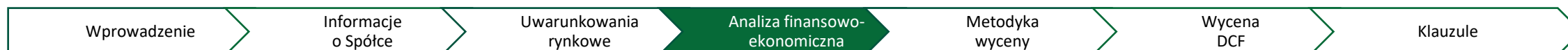
Wyszczególnienie	2018	2019	2020	06.2021
DANE OGÓLNE				
Przychody netto ze sprzedaży	17 834,3	59 352,1	84 331,4	21 400,7
Wynik na sprzedaży [tys. zł]	3 789,8	12 144,8	20 618,0	-151,1
Wynik operacyjny [tys. zł]	8 101,5	12 795,1	20 627,9	2 274,4
EBITDA [tys. zł]	8 216,2	12 880,2	20 696,1	2 309,5
Wynik netto [tys. zł]	5 401,3	9 136,7	17 481,1	1 816,9
Kapitał własny [tys. zł]	9 064,0	18 200,7	35 681,8	37 498,7
Suma bilansowa [tys. zł]	51 442,9	96 917,8	105 542,2	124 938,7

źródło: opracowanie własne na podstawie danych Spółki

Rys 9. Przychody oraz koszty operacyjne w okresie 2018-06.2021 r., [tys. zł].



źródło: opracowanie własne na podstawie danych Spółki



Analiza ekonomiczno-finansowa

Brak utrzymania corocznego wzrostu przychodów w latach 2021-2022 dla Spółki Adatex wynika z przeniesienia prowadzenia dwóch nowych inwestycji (tj. Zielona Podkowa w Otrębusach oraz Osiedle Gwiazdna w Sosnowcu) do Spółki Akcyjnej Adatex Deweloper. Planowane przychody z tytułu I i II etapu Inwestycji Zielona Podkowa to około 48 mln zł natomiast I etap Inwestycji Gwiazdna w Sosnowcu to około 20 mln zł – Przychody te pojawią się w wyniku finansowym tej spółki w 2022 r.

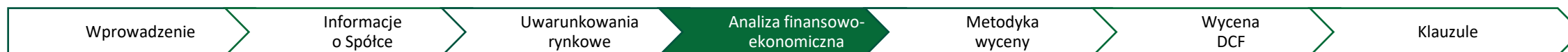
Tab 4. Koszty operacyjne spółki w okresie 2018-06.2021 r., [tys. zł].

Wyszczególnienie	2018	2019	2020	06.2021
Amortyzacja	114,7	85,1	68,2	35,1
Zużycie materiałów i energii	191,1	318,6	301,3	355,3
Usługi obce	494,9	41 716,3	49 724,5	18 834,2
Podatki i opłaty	0,0	172,1	207,7	189,9
Wynagrodzenia	394,6	1 123,8	726,0	548,1
Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	45,4	153,6	155,6	109,6
Pozostałe koszty rodzajowe	491,6	303,6	597,6	502,2
Wartość sprzedanych towarów i materiałów	12 312,1	3 334,1	11 932,4	977,3
Ogółem	14 044,5	47 207,3	63 713,4	21 551,8

źródło: opracowanie własne na podstawie danych Spółki

Cechą szczególną specyfiki działalności spółki jest wysoki udział kosztów usług obcych w strukturze kosztów operacyjnych. Od 2019 r. udział usług obcych w strukturze kosztów operacyjnych stanowił nie mniej niż 78% łącznych kosztów operacyjnych. Wartość usług obcych nominalnie wynosiła w 2019 r. 41,7 mln zł a w 2020 r. 49,7 mln zł. Po sześciu miesiącach 2021 r. wartość usług obcych wynosiła 18,8 mln zł. Na pozycję tą składają się w głównej mierze koszty usług budowlanych. Kolejną istotną pozycją kosztów operacyjnych jest wartość sprzedanych towarów i materiałów, w której ujmowane są w głównej mierze koszty sprzedanych gruntów. Nominalnie koszty sprzedanych towarów i materiałów wahały się od 12,3 mln zł w 2018 r.; 3,3 mln zł w 2019 r. do 11,9 mln zł w 2020 r. oraz ok. 1 mln zł w I połowie 2021 roku.

Kolejne pozycje kosztów operacyjnych mają zdecydowanie mniejszy udział w łącznych kosztach operacyjnych. Najważniejszą z nich są koszty wynagrodzeń wraz z pochodnymi a następnie pozostałe koszty rodzajowe. Wartość kosztów wynagrodzeń wraz z pochodnymi kształtowała się od 0,4 mln zł w 2018 r. poprzez 1,3 mln zł w 2019 r. do 0,9 mln zł w 2020 r. oraz 0,7 mln zł po I półroczu 2021 r. Koszty wynagrodzeń wraz z pochodnymi to od 1,4% (w 2020 r.) do maksymalnie 3,1% (w 2018 r. oraz I półroczu 2020 r.) łącznych kosztów operacyjnych. Pozostałe koszty rodzajowe mieściły się w latach 2018-2020 w przedziale 303,6 tys. zł – 597,6 tys. zł stanowiąc od 0,6% (w 2020 r.) do 3,5% łącznych kosztów operacyjnych. Zużycie materiałów i energii stanowi od 0,5% do 1,6% a amortyzacja od 0,1% do 0,8% łącznych kosztów operacyjnych.



Analiza ekonomiczno-finansowa

W okresie 2018-06.2021 suma bilansowa spółki wzrosła z 51,4 mln zł do 124,9 mln zł.

Aktywa trwałe spółki na koniec czerwca 2021 r. wynosiły 12,1 mln zł przy 0,6 mln zł na koniec 2018 r. i 8,9 mln zł na koniec 2019 r.

Główną pozycją aktywów trwałych są inwestycje długoterminowe, którą wynoszą 11,9 mln zł na koniec czerwca 2021 r.. Na inwestycje te składają się akcje spółki Adatex Deweloper SA w ilości 12.973.400 sztuk. Rzeczowe aktywa trwałe na koniec czerwca 2021 r. wyniosły zaledwie 138,3 tys. zł.

Aktywa trwałe na koniec czerwca 2021 r. stanowiły 9,6% sumy bilansowej. W latach 2019-2020 stanowiły od 9,2% do 11,4% sumy bilansowej. W 2018 r. udział aktywów trwałych był zdecydowanie niższy i wynosił 1,1% sumy bilansowej głównie z powodu braku inwestycji długoterminowych.

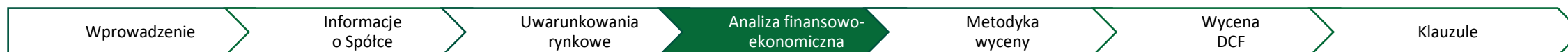
Wartość aktywów obrotowych systematycznie rosła w analizowanym okresie. Na koniec 2018 r. aktywa obrotowe wynosiły 50,9 mln zł stanowiąc 98,9% sumy bilansowej. W kolejnych latach wartość aktywów rosła o kolejno 37,2 mln zł w 2019 r.; 5,4 mln zł w 2020 r. oraz o 19,4 mln zł na koniec I półrocza 2021 r. Jednocześnie udział aktywów obrotowych w sumie bilansowej zmniejszył się w tym okresie do poziomu ok. 90%. Główne pozycje aktywów obrotowych to zapasy i należności.

Wartość zapasów wzrosła z 46,8 mln zł na koniec 2018 r. do 76,4 mln zł na koniec I półrocza 2021 r. Wartość należności wzrosła z 2,2 mln zł do 30,7 mln zł. Duży wzrost należności uwzględnia wartość należności wobec podmiotów powiązanych na kwotę 29,2 mln zł z tytułu operacji o jednorazowym charakterze. Wartość inwestycji krótkoterminowych wynosi na koniec czerwca 2021 r. 3 mln zł a krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe 2,7 mln zł.

Tab 5. Aktywa i suma bilansowa spółki w okresie 2018-06.2021 r., [tys. zł].

Bilans Aktywa	2018	2019	2020	06.2021
Aktywa trwałe	581,4	8 876,4	12 079,7	12 051,5
I. Wartości niematerialne i prawne	6,2	2,9	0,0	0,0
II. Rzeczowe aktywa trwałe	575,3	524,4	166,5	138,3
III. Należności długoterminowe	0,0	0,0	0,0	0,0
IV. Inwestycje długoterminowe	0,0	8 349,2	11 913,2	11 913,2
V. Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktywa obrotowe	50 861,5	88 041,4	93 462,5	112 887,3
I. Zapasy	46 773,5	83 351,5	62 654,8	76 435,4
II. Należności krótkoterminowe	2 150,3	2 950,6	25 199,3	30 691,9
III. Inwestycje krótkoterminowe	1 842,2	927,8	3 469,5	3 047,1
IV. Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	95,5	811,5	2 138,9	2 712,9
AKTYWA RAZEM	51 442,9	96 917,8	105 542,2	124 938,7

źródło: opracowanie własne na podstawie danych Spółki



Analiza ekonomiczno-finansowa

W okresie między 2018 r. a 30 czerwca 2021 r. w wyniku wypracowanych zysków wartość kapitałów własnych spółki wzrosła z 9,1 mln zł do 37,5 mln zł.

Udział kapitałów własnych w finansowaniu aktywów wzrósł z 17,6% w 2018 r. do 30% na koniec I półrocza 2021 r.

Głównym źródłem finansowania aktywów były zobowiązania, których wartość wzrosła w okresie między 2018 r. a 30 czerwca 2021 r. z poziomu 42,4 mln zł do 87,4 mln zł to jest o 45 mln zł. Największą pozycją zobowiązań na koniec czerwca 2021 r. były rozliczenia międzyokresowe których wartość wyniosła 43,6 mln zł. Rozliczenia międzyokresowe stanowiły 34,9% sumy bilansowej.

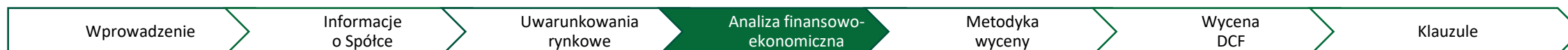
Spółka wykazała również 38,5 mln zł zobowiązań krótkoterminowych oraz 5,3 mln zł długoterminowych zobowiązań.

W relacji do końca 2020 r. spółka zmniejszyła wartość zobowiązań długoterminowych o 13,1 mln zł i jednocześnie zwiększyła wartość zobowiązań krótkoterminowych o 9,8 mln zł. Wartość rozliczeń międzyokresowych wzrosła o 21 mln zł.

Tab 6. Pasywa i suma bilansowa spółki w okresie 2018-06.2021 r., [tys. zł].

Bilans Pasywa	2018	2019	2020	06.2021
Kapitał (fundusz) własny	9 064,0	18 200,7	35 681,8	37 498,7
I. Kapitał (fundusz) podstawowy	75,0	75,0	75,0	75,0
II. Kapitał (fundusz) zapasowy	3 587,7	8 989,0	18 125,7	18 125,7
III. Kapitał (fundusz) z aktualizacji wyceny	0,0	0,0	0,0	0,0
IV. Pozostałe kapitały (fundusze) rezerwowe	0,0	0,0	0,0	0,0
V. Zysk (strata) z lat ubiegłych	0,0	0,0	0,0	17 481,1
VI. Zysk (strata) netto	5 401,3	9 136,7	17 481,1	1 816,9
VII. Odpisy z zysku netto w ciągu roku obrotowego	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	42 378,9	78 717,1	69 860,4	87 440,0
I. Rezerwy na zobowiązania	0,0	0,0	0,0	0,0
II. Zobowiązania długoterminowe	17 928,3	25 314,6	18 458,8	5 327,9
III. Zobowiązania krótkoterminowe	24 450,5	26 622,2	28 745,1	38 465,2
IV. Rozliczenia międzyokresowe	0,0	26 780,2	22 656,5	43 647,0
PASYWA RAZEM	51 442,9	96 917,8	105 542,2	124 938,7

źródło: opracowanie własne na podstawie danych Spółki



Analiza ekonomiczno-finansowa

W latach 2018-2020 spółka notowała wysokie wartości wskaźników rentowności.

Wskaźnik rentowności sprzedaży wynosił w latach 2018-2020 rocznie ponad 20%, osiągając w 2020 r. poziom 24,4%.

Rentowność operacyjna wyniosła w 2020 r. 24,5% w latach poprzednich notując wartości w przedziale 21,6%-45,4%. Rentowność netto w 2020 r. wyniosła 20% przy 15,2% rentowności w 2019 r. i 24,3% rentowności w 2018 r.

Zwrot z kapitału własnego (ROE) sięgał rocznie niemal 50%. W 2018 r. wyniósł dokładnie 59,6%, w kolejnym 50,2% by w 2020 r. osiągnąć poziom 49%.

Rentowność aktywów był również bardzo wysoka i wyniosła w 2020 r. 16,6%.

W poprzednich latach sięgała ok. 10% rocznie.

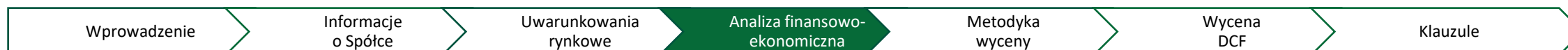
Wskaźniki rentowności uległy zmniejszeniu w I połowie 2020 r. ze względu na niższą sprzedaż co przełożyło się na ujemną rentowność sprzedaży (-0,7%) oraz o ponad połowę niższą rentowność operacyjną (10,6%) oraz netto (7,6%).

Niższe wyniki operacyjne przełożyły się również na niższy zwrot z kapitałów własnych (4,8%) oraz aktywów (1,5%) /dane nie annualizowane/.

Tab 7. Wskaźniki rentowności spółki w okresie 2018-06.2021 r., [%].

Wyszczególnienie	2018	2019	2020	06.2021
RENTOWNOŚĆ				
Rentowność sprzedaży (ROS) (wynik ze sprzedaży/przychody netto ze sprzedaży)	21,3%	20,5%	24,4%	-0,7%
Rentowność operacyjna (EBIT) (wynik operacyjny/przychody netto ze sprzedaży)	45,4%	21,6%	24,5%	10,6%
Rentowność netto (wynik finansowy netto/przychody ogółem)	24,3%	15,2%	20,0%	7,6%
Rentowność majątku (ROA) (wynik finansowy netto/aktywa ogółem)	10,5%	9,4%	16,6%	1,5%
Rentowność kapitałów własnych (ROE) (wynik finansowy netto/kapitał własny)	59,6%	50,2%	49,0%	4,8%

źródło: opracowanie własne na podstawie danych Spółki



Analiza ekonomiczno-finansowa

Spółka w całym okresie analizy notuje wysokie wskaźniki płynności bieżącej oraz akceptowalne wartości wskaźnika płynności szybkiej.

Wskaźnik płynności szybkiej uwzględniający wartość zapasów mieścił się w przedziale 2,08-3,31 osiągając na koniec I półrocza 2021 r. wartość 2,93.

Wskaźnik płynności szybkiej a więc wskaźnik skorygowany o poziom zapasów mieścił się w przedziale 0,15-1,0 osiągając na koniec I półrocza 2021 r. wartość 0,88 co należy uznać za akceptowalną wartość

Wskaźnik płynności natychmiastowej zakładający pokrycie zobowiązań krótkoterminowych środkami pieniężnymi zwiększył się na przestrzeni analizowanego okresu z poziomu 0,01 do 0,04 co należy uznać za niską wartość.

Spółka wykazuje bardzo długi cykl rotacji zapasów sięgający na koniec czerwca 2021 r. 582 dni. Cykl ten wyniósł na koniec 2020 r. 419 dni i był najniższy w latach 2018-2020.

Cykl rotacji należności na koniec I półrocza 2021 r. wynosi 16 dni. W latach 2018-2020 mieścił się w przedziale od 20 dni w 2018 r. do 9 dni w 2019 r. i 7 dni w 2020 r.

Cykl rotacji zobowiązań wynosi na koniec I półrocza 2021 r. 108 dni przy wartościach wynoszących kolejno 81 dni w 2018 r.; 37 dni w 2019 r. i 48 dni w 2020 r.

Tab 8. Wskaźniki płynności spółki w okresie 2018-06.2021 r., [%].

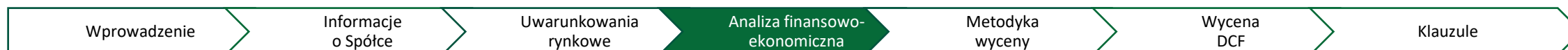
Wyszczególnienie	2018	2019	2020	06.2021
PŁYNNOŚĆ				
Wskaźnik płynności bieżącej (aktywa obrotowe/zobowiązania krótkoterminowe)	2,08	3,31	3,25	2,93
Wskaźnik płynności szybkiej (aktywa obrotowe - zapasy - krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe)/zobowiązania krótkoterminowe	0,16	0,15	1,00	0,88
Wskaźnik płynności natychmiastowej (środki pieniężne/ zobowiązania krótkoterminowe)	0,01	0,03	0,01	0,04

źródło: opracowanie własne na podstawie danych Spółki

Tab 9. Wskaźniki rotacji w okresie 2018-06.2021 r., [%].

Wyszczególnienie	2018	2019	2020	06.2021
ROTACJA				
Cykl obrotu zapasami [dni] (średni stan zapasów * 365 dni) / (Koszty Operacyjne - Amortyzacja)	945	504	419	582
Cykl obrotu należnościami [dni] (średni stan należności z tyt. dostaw i usług * 365 dni) / (przychody netto ze sprzedaży)	20	9	7	16
Cykl obrotu zobowiązaniami [dni] (średni stan zobowiązań z tyt. dostaw i usług * 365 dni) / (Koszty Operacyjne - Amortyzacja)	81	37	48	108
Cykl obrotu gotówką [dni]	883	475	378	489

źródło: opracowanie własne na podstawie danych Spółki



Analiza ekonomiczno-finansowa

Na przestrzeni lat 2018-2020 wskaźniki zadłużenia uległy zmniejszeniu. Tendencja ta była również utrzymana na części wskaźników zadłużenia wg stanu na koniec I połowy 2021 r.

Wskaźnik ogólnego zadłużenia spadł w latach 2018-2020 z poziomu 82,4% do 66,2% by zwiększyć się po pierwszym półroczu 2021 r. do poziomu 70%.

Wskaźnik zadłużenia krótkoterminowego spadł w analogicznym okresie z 47,5% do 27,2% by wzrosnąć w pierwszym półroczu 2021 r. do poziomu 30,8%

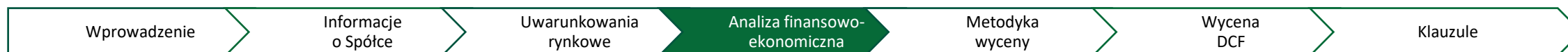
W pierwszym półroczu 2021 r. nastąpił znaczący spadek wskaźnika zadłużenia długoterminowego do poziomu 4,3%. W poprzednich latach jego wartość mieściła się w przedziale od 34,9% w 2018 r. do 17,5% na koniec 2020 r.

Dług netto spółki spadł na koniec I półrocza 2021 r. do poziomu 25,2 mln zł przy wartości 31,3 mln zł na koniec 2020 r. i 44 mln zł w 2019 r.

Tab 10. Wskaźniki zadłużenia spółki w okresie 2018-06.2021 r., [%].

Wyszczególnienie	2018	2019	2020	06.2021
ZADŁUŻENIE				
Wskaźnik ogólnego zadłużenia (zobowiązania ogółem/aktywa ogółem)	82,4%	81,2%	66,2%	70,0%
Wskaźnik zadłużenia kapitału własnego (zobowiązania ogółem/kapitał własny)	467,5%	432,5%	195,8%	233,2%
Wskaźnik zadłużenia krótkoterminowego (zobowiązania krótkoterminowe/aktywa ogółem)	47,5%	27,5%	27,2%	30,8%
Wskaźnik zadłużenia długoterminowego (zobowiązania długoterminowe/aktywa ogółem)	34,9%	26,1%	17,5%	4,3%
Wskaźnik wypłacalności (Solvency) (kapitał własny / aktywa ogółem)	17,6%	18,8%	33,8%	30,0%
Zobowiązania odsetkowe	18 506,1	44 825,6	31 642,4	26 749,5
Dług netto (zobowiązania kredytowe + obligacje - środki pieniężne)	18 265,2	44 037,8	31 252,7	25 191,4
Wskaźnik zadłużenia zysku operacyjnego (dług netto / EBITDA)	222,3%	341,9%	151,0%	1090,8%

źródło: opracowanie własne na podstawie danych Spółki



Wycena metodą dochodową ADATEX Sp. z o.o.

Metodyka wyceny



Metodyka wyceny

Podejście majątkowe obejmuje grupę metod, które wyznaczają wartość przedsiębiorstwa poprzez wartość jego aktywów pomniejszonych o pasywa obce (w tym aktywa i zobowiązania pozabilansowe).

Wyróżnia się metody:

- metodę wartości skorygowanych aktywów netto (SAN),
- metodę wartości odtworzeniowej,
- metodę wartości likwidacyjnej (stosowana w przypadku przyjęcia założenia o likwidacji działalności).

Podejście dochodowe obejmuje grupę metod, które wyznaczają wartość przedsiębiorstwa bazując na przyszłych strumieniach ekonomicznych zdyskontowanych na dzień wyceny oczekiwaną stopą zwrotu (kosztem zaangażowanego kapitału). Uzyskany wynik należy skorygować o aktywa i pasywa nieuwzględnione w prognozowanej działalności operacyjnej.

Do dochodowych metod wyceny zalicza się m.in.:

- metodę zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF),
- metodę zdyskontowanych zysków,
- metodę zdyskontowanych dywidend.

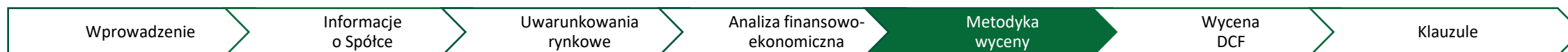
Podejście rynkowe wyróżnia dwie podstawowe metody: mnożników rynkowych i mnożników transakcyjnych (transakcji porównywalnych).

Pierwsza z nich bazuje na mnożnikach charakteryzujących wyselekcjonowane spółki notowane na rynkach publicznych. Wycena polega na porównaniu określonych miar charakteryzujących wycenianą spółkę z odpowiednimi miarami przedsiębiorstw z tej samej branży notowanych na giełdach papierów wartościowych i ich wyceną rynkową.

W metodzie mnożników transakcyjnych wykorzystuje się natomiast informacje o przeprowadzonych w ostatnim czasie transakcjach fuzji i przejęć podmiotów porównywalnych do wycenianego przedsiębiorstwa.

Najważniejsze źródła metodyki wyceny:

- Powszechne Krajowe Zasady Wyceny (PKZW) Krajowy Standard Wyceny Specjalistyczny (KSWs) Ogólne Zasady Wyceny Przedsiębiorstw – Polska Federacja Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych – kwiecień 2014,
- M. Panfil, A. Szablewski, „Wycena przedsiębiorstwa – od teorii do praktyki”, Poltext, Warszawa 2016 r.,
- A. Herman, A. Szablewski, Zarządzanie wartością firmy, Poltext Warszawa 1999,
- D. Zarzecki, Metody wyceny przedsiębiorstw, Fundacja Rozwoju Rachunkowości Warszawa 1999,
- W. Patena, W poszukiwaniu wartości przedsiębiorstwa. Metody wyceny w praktyce, Warszawa 2011.



Metodyka wyceny

Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych DCF stosowana jest do wyceny przedsiębiorstw generujących dochód i dodatnie przepływy pieniężne, o dobrej sytuacji finansowej oraz ugruntowanej pozycji rynkowej. Metoda ta koncentruje się na przyszłych przepływach, a zatem pozwala na uwzględnienie przyszłych korzyści, które zostaną wygenerowane przez podmiot. Wycena kapitałów własnych metodą DCF może zostać sporządzona na podstawie przepływów środków pieniężnych dla właścicieli („FCFE”) lub przepływów wolnych środków pieniężnych dostępnych dla wszystkich dawców kapitału („FCFF”). W praktyce najszerzej stosowanym podejściem jest wyznaczenie wartości przedsiębiorstwa na podstawie przyszłych przepływów przynależnych wszystkim stronom finansującym, zgodnie z poniższymi wzorami:

$$EV = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{RV}{(1+WACC)^n} - Dn$$

$$FCFF = EBIT(1-T) + A - \Delta KO - NI$$

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

$$k = R_f + \beta \times MP$$

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

Legenda

EV	- wartość przedsiębiorstwa
FCFF	- strumień wolnych środków pieniężnych dla stron finansujących przedsiębiorstwo w kolejnym roku projekcji,
t	- kolejny rok projekcji
n	- długość okresu projekcji
WACC	- średnioważony koszt kapitału stanowiący stopę dyskonta, odzwierciedlający ryzyko strumieni pieniężnych
RV	- wartość rezydualna
Dn	- dług netto
EBIT	- wynik operacyjny
T	- stopa podatku dochodowego
A	- amortyzacja
ΔKO	- zmiana kapitału obrotowego
NI	- nakłady inwestycyjne
k	- koszt kapitału własnego
E	- wartość zadłużenia kapitału własnego
D	- wartość kapitału oprocentowanego
Kd	- koszt długu
Rf	- stopa wolna od ryzyka (oparta na oprocentowaniu obligacji skarbowych)
B	- indeks ryzyka systematycznego
MP	- stała premia rynkowa za ryzyko związane z inwestowaniem w aktywa obarczone ryzykiem
g	- stopa wzrostu w okresie rezydualnym

Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF)

Metoda DCF

ZAŁOŻENIA OGÓLNE I MAKROEKONOMICZNE

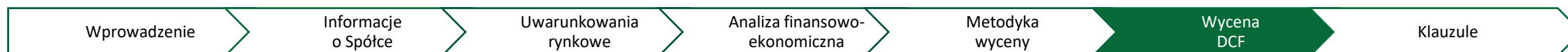
Wycena **ADATEX Sp. z o.o.** została oparta została na następujących założeniach:

1. Opracowanie sporządzone zostało przy założeniu ciągłości istnienia Przedsiębiorstwa;
2. Spółka będzie kontynuowała swoją dotychczasową działalność w niezmienionej formie;
3. Prognozy sprawozdań finansowych zostały opracowane na podstawie: historycznych wyników finansowych spółki, przekazanych wewnętrznych projekcji finansowych spółki, informacji dotyczących planowanych do realizacji projektów oraz danych rynkowych w oparciu o model finansowy i doświadczenie Wykonawcy;
4. Objęty projekcją przedział czasowy obejmuje okres od 1 lipca 2021 do 31 grudnia 2026 r.;
5. Za podstawę ustalenia wartości spółki przyjęto strumień pieniężny netto, stanowiące różnicę wpływów i wydatków zgodnie z modelem FCFF;
6. Założono, że wartość **ADATEX Sp. z o.o.** jest równa sumie zdyskontowanych rocznych sald przepływów pieniężnych oraz zdyskontowanej wartości rezydualnej;
7. Projekcje zostały sporządzone w cenach bieżących. W tabeli poniżej przedstawiono przyjęte w wycenie założenia makroekonomiczne.

Tab 11. Założenia makroekonomiczne na lata 2021-2026.

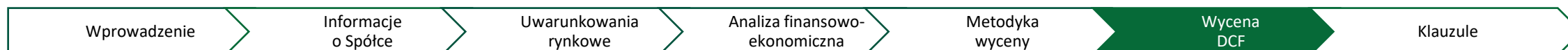
Wyszczególnienie	2021 P	2022 P	2023 P	2024 P	2025 P	2026 P
Inflacja	4,9%*	5,8%*	3,6%*	3,2%	2,5%	2,5%

*źródło: opracowanie własne na podstawie danych opublikowanych przez NBP, listopad 2021 r.



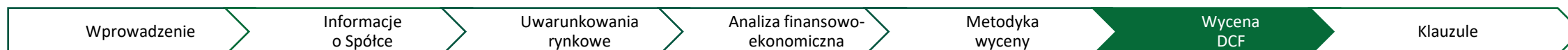
Metoda DCF – Prognoza sprzedaży

Zagadnienie	Kluczowe założenia
<p>Przychody</p>	<p>ZAŁOŻENIA OGÓLNE</p> <p>Spółka przedstawiła własną prognozę realizacji nowych projektów deweloperskich na lata 2021-2025, która zakłada bardzo dynamiczny wzrost sprzedaży w latach 2023-2025. W celu ograniczenia ryzyka prognoz sporządzający wycenę dokonał korekty prezentowanych założeń poprzez:</p> <ul style="list-style-type: none"> • wydłużenie okresu projekcji finansowej spółki do końca 2026 r. • wydłużenie okresu realizacji części prezentowanych projektów deweloperskich, • pominięcie lub przesunięcie czasowe projektów o niższym prawdopodobieństwie realizacji, • nałożenie dodatkowych kosztów realizacji projektów deweloperskich w latach 2023-2026 ze względu na dłuższy horyzont wykonania projektów /ryzyko wyższych kosztów realizacji oraz sprzedaży projektów/. <p>W latach 2020-2021 spółka przeniosła prowadzenia dwóch nowych inwestycji (tj. Zielona Podkowa w Otrębusach oraz Osiedle Gwiedzna w Sosnowcu) do Spółki Akcyjnej Adatex Deweloper. W wyniku przeniesienia powyższych projektów spółka nie uzyska dodatkowych przychodów szacowanych na poziomie ok. 48 mln zł dla projektu Zielona Podkowa (etap I i II) oraz 20 mln zł dla projektu Osiedle Gwiedzna w Sosnowcu.</p>



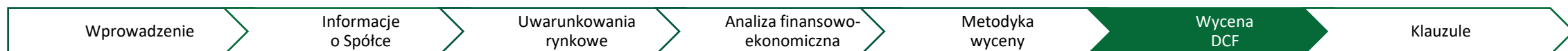
Metoda DCF – Prognoza sprzedaży

Zagadnienie	Kluczowe założenia
<p>Przychody</p>	<p>SZCZEGÓŁOWY OPIS PROJEKTÓW</p> <p>Realizacja projektów II połowie 2021 r. – szacowane łączne przychody 58.780,8 tys. zł</p> <ul style="list-style-type: none"> • Osiedle "Nowa Dąbrowa" Budynek A. Łączna sprzedaż netto 19.138,4 tys. zł. Zakończono prace budowlane, wszystkie lokale zakontraktowane. • "Apartamenty Bacha" (64 mieszkania oraz 5 lokali użytkowych). Łączna sprzedaż netto 27.431,6 tys. zł. Zakończone prace budowlane, wszystkie lokale zakontraktowane. • "Dębowy Park" w Siemianowicach Śląskich Etap 1 (Budynki A i B). Łączna sprzedaż netto 12.210,8 tys. zł. Zakończone prace budowlane, wszystkie lokale zakontraktowane. <p>Realizacja projektów w 2022 r. – szacowane łączne przychody 59.780,6 tys. zł</p> <ul style="list-style-type: none"> • "Dębowy Park" w Siemianowicach Śląskich Etap 2 (Budynki C i D) łączna sprzedaż netto 13.560,2 tys. zł. Przewidywane zakończenie prac budowlanych koniec 2021 r.; Poziom kontraktacji lokali 80%. • Osiedle "Nowa Dąbrowa" Budynek B. Łączna sprzedaż netto 20.833,6 tys. zł. Prace budowlane na etapie robót wykończeniowych, wszystkie lokale zakontraktowane. • Osiedle "Nowa Dąbrowa" Budynek C (59 mieszkań) PUM 3526,61 m². Prace budowlane rozpoczęto w czerwcu 2021 r. Obecnie zakontraktowano 16 lokali.



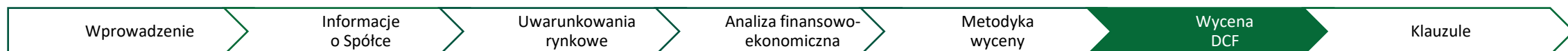
Metoda DCF – Prognoza sprzedaży

Zagadnienie	Kluczowe założenia
Przychody	<p>Realizacja projektów w 2023 r. – szacowane łączne przychody 94.937,2 tys. zł.</p> <ul style="list-style-type: none"> • "Apartamenty Sikornik" w Gliwicach ul. Kormoranów Budynek B (16 mieszkań oraz 2 lokale usługowe) PUM 1610 m2. Planowana sprzedaż netto 11.592 tys. zł. Projekt w trakcie oczekiwania na pozwolenie na budowę. Zakontraktowano wszystkie lokale mieszkalne. • "Dębowy Park" w Siemianowicach Śląskich Etap 3 (Budynki E i F) 102 mieszkania PUM 6063,6 m2. Planowana sprzedaż netto 42.445,2 tys. zł. Planowane rozpoczęcie prac IV kwartał 2021 r. Zawarto 10 umów rezerwacyjnych. • Projekt Dąbrowa Górnicza ul. Letnia /budynki mieszkalne w zabudowie szeregowej 32 lokale mieszkalne/ PUM 2200 m2 Planowana sprzedaż netto 12.100 tys. zł. Spółka jest obecnie na etapie uzyskiwania pozwolenia na budowę. • Projekt Aparthotel w Dąbrowie Górniczej -mieszkania użytkowe - PUM 3200 m2. Planowana sprzedaż netto 28.800 tys. zł. Spółka jest obecnie na etapie uzyskiwania pozwolenia na budowę. <p>Realizacja projektów w 2024 r. – szacowane łączne przychody 108.517,8 tys. zł.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Osiedle "Nowa Dąbrowa" Budynek D (59 mieszkań) PUM 3526,61 m3. Planowana sprzedaż netto 25.386,8 tys. zł. Rozpoczęto prac budowlane we wrześniu 2021 r. • "Dębowy Park" w Siemianowicach Śląskich Etap 4 (Budynki G, H, I, J i K) 151 mieszkań PUM 9190,8 m2. Projekt realizowany w latach 2024-2025. Planowana sprzedaż netto w 2024 r. 34.250 tys. zł netto. Planowane rozpoczęcie prac budowlanych IV kwartał 2022 r.



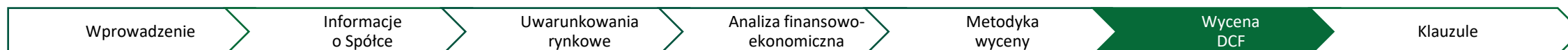
Metoda DCF – Prognoza sprzedaży

Zagadnienie	Kluczowe założenia
<p>Przychody</p>	<ul style="list-style-type: none"> Osiedle "Kaskada" w Zabrze (91 mieszkań) PUM 5203,2 m2. Planowana sprzedaż netto 38.681 tys. zł. Spółka posiada pozwolenie na budowę. Zawarto 4 umowy rezerwacyjne. Rozpoczęcie prac grudzień 2021 r. Projekt Katowice ul. Puławskiego (95 mieszkań) PUM 7200 m2 Etap 1 (47 mieszkań). Realizacja projektu w latach 2024-2025. Planowana sprzedaż w 2024 r. 10.200 tys. zł. Spółka zaliczkowała działkę, trwają obecnie prace o związane z pozwoleniem na budowę. <p>Realizacja projektów w 2025 r. – szacowane łączne przychody 128.600 tys. zł</p> <ul style="list-style-type: none"> Druga część projektu "Dębowy Park" w Siemianowicach Śląskich Etap 4 (Budynki G, H, I, J i K) 151 mieszkań PUM 9190,8 m2. Planowana sprzedaż netto w 2025 r. 38.681 tys. zł netto. Druga część projektu Katowice ul. Puławskiego (95 mieszkań) PUM 7200 m2 Etap 1 (47 mieszkań). Planowana sprzedaż netto w 2025 r. 30.600 tys. zł netto. Projekt w Krakowie PUM 14000 m2 oraz 2000 m2 powierzchni usługowej. Prace związane z budową budynków rozpoczną się w II połowie 2022 roku. Projekt planowany do realizacji w latach 2025-2027. Planowana sprzedaż netto w 2025 r. 59.319 tys. zł.



Metoda DCF – Prognoza sprzedaży

Zagadnienie	Kluczowe założenia
Przychody	<p>Realizacja projektów w 2026 r. – szacowane łączne przychody 132.458 tys. zł.</p> <p>Dla 2026 r. założono utrzymanie 3% dynamiki wzrostu sprzedaży względem roku poprzedniego.</p> <p>Założenie uzyskania w 2026 r. sprzedaży w wysokości 132,5 mln zł opiera się wyłącznie na realizacji dwóch dużych projektów deweloperskich:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Kontynuacji rozpoczętego w 2022 r. projektu deweloperskiego w Krakowie PUM 14000 m2 oraz 2000 m2 powierzchni usługowej /pierwsza sprzedaż uwzględniona w 2025 r./. • Nowego projektu w Katowicach przy ul. Grundmana – Obecnie spółka prowadzi rozmowy (ustalanie warunków umowy) zakup gruntu w Katowicach. Zakup działki umożliwi wybudowanie 1000 m2 lokali handlowych oraz 21000,00 m2 PUM mieszkań. Prace związane z budową budynków rozpoczną się w I kwartale 2023 roku. Planowane zakończenie budowy to przełom lat 2025/2026.

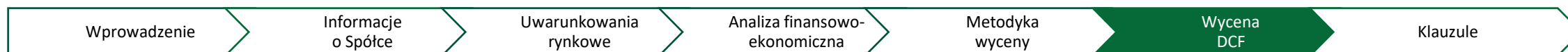


Metoda DCF – Prognoza sprzedaży

Tab 12. Harmonogram realizacji projektów deweloperskich oraz prognozowane przychody w okresie 07.2021-2026 r., [tys. zł].

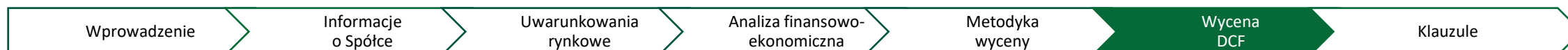
	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Osiedle "Nowa Dąbrowa" Budynek A	19 138,4	-	-	-	-	-
"Apartamenty Bacha" (64 mieszkania oraz 5 lokali użytkowych)	27 431,6	-	-	-	-	-
"Dębowy Park" w Siemianowicach Śląskich Etap 1 (Budynki A i B)	12 210,8	-	-	-	-	-
"Dębowy Park" w Siemianowicach Śląskich Etap 2 (Budynki C i D)	-	13 560,2	-	-	-	-
Osiedle "Nowa Dąbrowa" Budynek B	-	20 833,6	-	-	-	-
Osiedle "Nowa Dąbrowa" Budynek C (59 mieszkań) PUM 3526,61 m2	-	25 386,8	-	-	-	-
"Apartamenty Sikornik" w Gliwicach ul. Kormoranów Budynek B (16 mieszkań oraz 2 lokale usługowe) PUM 1610 m2	-	-	11 592,0	-	-	-
"Dębowy Park" w Siemianowicach Śląskich Etap 3 (Budynki E i F) 102 mieszkania PUM 6063,6 m2	-	-	42 445,2	-	-	-
Projekt Dąbrowa Górnicza ul. Letnia /budynki mieszkalne w zabudowie szeregowej/ PUM 2200 m2	-	-	12 100,0	-	-	-
Projekt Aparthotel w Dąbrowie Górniczej -mieszkania użytkowe - PUM 3200 m2	-	-	28 800,0	-	-	-
Osiedle "Nowa Dąbrowa" Budynek D (59 mieszkań) PUM 3526,61 m3	-	-	-	25 386,8	-	-
"Dębowy Park" w Siemianowicach Śląskich Etap 4 (Budynki G, H, I, J i K) 151 mieszkań PUM 9190,8 m2	-	-	-	34 250,0	38 681,0	-
Osiedle "Kaskada" w Zabrze (91 mieszkań) PUM 5203,2 m2	-	-	-	38 681,0	-	-
Projekt Katowice ul. Puławskiego (95 mieszkań) PUM 7200 m2	-	-	-	10 200,0	30 600,0	-
Projekt w Krakowie PUM 14000 m2 oraz 2000 m2 powierzchni usługowej	-	-	-	-	59 319,0	-
Projekt w Krakowie Etap 2 PUM 14000 m2	-	-	-	-	-	132 458,0
Projekt w Katowicach ul. Grundmana PUM 21000 m2 oraz 1000 m3 powierzchni usługowej	-	-	-	-	-	-
Ogółem przychód	58 780,8	59 780,6	94 937,2	108 517,8	128 600,0	132 458,0
Dynamika	-	1,7%	58,8%	14,3%	18,5%	3,0%

źródło: opracowanie własne na podstawie danych Spółki



Metoda DCF – Koszty operacyjne

Zagadnienie	Kluczowe założenia
Koszty operacyjne	<p>Amortyzacja</p> <ul style="list-style-type: none"> Spółka posiada niewielkie rzeczowe aktywa trwałe. Zakładamy niewielkie inwestycje odtworzeniowe rzędu 50 tys. zł rocznie oraz stopniowy spadek amortyzacji. <p>Zużycie materiałów i energii</p> <ul style="list-style-type: none"> Spółka wykazuje niewielkie koszty zużycia materiałów i energii. Na koniec 2021 r. zakładamy wielkość kosztów zużycia materiałów i energii na poziomie ok. 710,7 tys. zł. W kolejnych latach zakłada się stopniowy wzrost kosztów zużycia materiałów i energii do poziomu 1.509,6 tys. zł na koniec 2026 r. <p>Usługi obce</p> <ul style="list-style-type: none"> Pozycja uwzględnia całość kosztów prac budowlanych, usług sprzedażowych oraz pozostałe koszty usług obcych. Koszty usług budowlanych zostały oszacowane przez spółkę osobno dla każdego z projektów. Dla projektów planowanych do realizacji w latach 2023-2026 dokonano przeszacowania /podwyższenia/ kosztów usług budowlanych w przedziale 12-14%. Szczegółowe zestawienie kosztów budowlanych, kosztów zakupu sprzedanych gruntów jak również wartości narzutów na łączne koszty realizacji projektów deweloperskich prezentują kolejne tabele. Pozostałe nie przypisane usługi obce stanowią niewielką część kosztów usług obcych, sięgając w latach 2022-2026 kwot rzędu 900 tys. – 1.317,7 tys. zł rocznie.

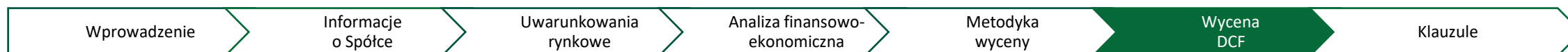


Metoda DCF – Koszty operacyjne

Tab 13. Szacowane koszty budowlane planowanych projektów deweloperskich w okresie 07.2021-2026 r., [tys. zł].

	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Osiedle "Nowa Dąbrowa" Budynek A	12 795,0	-	-	-	-	-
"Apartamenty Bacha" (64 mieszkania oraz 5 lokali użytkowych)	18 550,0	-	-	-	-	-
"Dębowy Park" w Siemianowicach Śląskich Etap 1 (Budynki A i B)	9 000,0	-	-	-	-	-
"Dębowy Park" w Siemianowicach Śląskich Etap 2 (Budynki C i D)	-	7 200,0	-	-	-	-
Osiedle "Nowa Dąbrowa" Budynek B	-	12 120,0	-	-	-	-
Osiedle "Nowa Dąbrowa" Budynek C (59 mieszkań) PUM 3526,61 m2	-	15 882,0	-	-	-	-
"Apartamenty Sikornik" w Gliwicach ul. Kormoranów Budynek B (16 mieszkań oraz 2 lokale usługowe) PUM 1610 m2	-	-	6 680,0	-	-	-
"Dębowy Park" w Siemianowicach Śląskich Etap 3 (Budynki E i F) 102 mieszkania PUM 6063,6 m2	-	-	27 660,0	-	-	-
Projekt Dąbrowa Górnicza ul. Letnia /budynki mieszkalne w zabudowie szeregowej/ PUM 2200 m2	-	-	6 970,0	-	-	-
Projekt Aparthotel w Dąbrowie Górniczej -mieszkania użytkowe - PUM 3200 m2	-	-	19 220,0	-	-	-
Osiedle "Nowa Dąbrowa" Budynek D (59 mieszkań) PUM 3526,61 m3	-	-	-	17 520,0	-	-
"Dębowy Park" w Siemianowicach Śląskich Etap 4 (Budynki G, H, I, J i K) 151 mieszkań PUM 9190,8 m2	-	-	-	21 441,4	24 178,6	-
Osiedle "Kaskada" w Zabrze (91 mieszkań) PUM 5203,2 m2	-	-	-	24 953,4	-	-
Projekt Katowice ul. Puławskiego (95 mieszkań) PUM 7200 m2	-	-	-	5 900,0	18 500,0	-
Projekt w Krakowie PUM 14000 m2 oraz 2000 m2 powierzchni usługowej	-	-	-	-	32 400,0	-
Projekt w Krakowie Etap 2 PUM 14000 m2	-	-	-	-	-	77 734,4
Projekt w Katowicach ul. Grundmana PUM 21000 m2 oraz 1000 m3 powierzchni usługowej	-	-	-	-	-	-
Ogółem koszt	40 345,0	35 202,0	60 530,0	69 814,8	75 078,6	77 734,4

źródło: opracowanie własne na podstawie danych Spółki

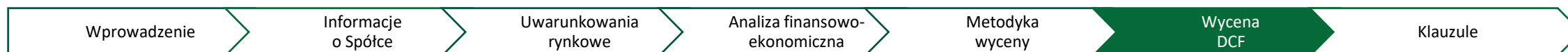


Metoda DCF – Koszty operacyjne

Tab 14. Szacowane koszty zakupu sprzedanych w ramach poszczególnych projektów deweloperskich gruntów w okresie 07.2021-2026 r., [tys. zł].

	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Osiedle "Nowa Dąbrowa" Budynek A	600,0	-	-	-	-	-
"Apartamenty Bacha" (64 mieszkania oraz 5 lokali użytkowych)	2 975,0	-	-	-	-	-
"Dębowy Park" w Siemianowicach Śląskich Etap 1 (Budynki A i B)	950,0	-	-	-	-	-
"Dębowy Park" w Siemianowicach Śląskich Etap 2 (Budynki C i D)	-	950,0	-	-	-	-
Osiedle "Nowa Dąbrowa" Budynek B	-	600,0	-	-	-	-
Osiedle "Nowa Dąbrowa" Budynek C (59 mieszkań) PUM 3526,61 m2	-	600,0	-	-	-	-
"Apartamenty Sikornik" w Gliwicach ul. Kormoranów Budynek B (16 mieszkań oraz 2 lokale usługowe) PUM 1610 m2	-	-	890,0	-	-	-
"Dębowy Park" w Siemianowicach Śląskich Etap 3 (Budynki E i F) 102 mieszkania PUM 6063,6 m2	-	-	2 200,0	-	-	-
Projekt Dąbrowa Górnicza ul. Letnia /budynki mieszkalne w zabudowie szeregowej/ PUM 2200 m2	-	-	990,0	-	-	-
Projekt Aparthotel w Dąbrowie Górnicznej -mieszkania użytkowe - PUM 3200 m2	-	-	2 874,5	-	-	-
Osiedle "Nowa Dąbrowa" Budynek D (59 mieszkań) PUM 3526,61 m3	-	-	-	600,0	-	-
"Dębowy Park" w Siemianowicach Śląskich Etap 4 (Budynki G, H, I, J i K) 151 mieszkań PUM 9190,8 m2	-	-	-	1 504,0	1 696,0	-
Osiedle "Kaskada" w Zabrze (91 mieszkań) PUM 5203,2 m2	-	-	-	1 200,0	-	-
Projekt Katowice ul. Puławskiego (95 mieszkań) PUM 7200 m2	-	-	-	1 400,0	4 200,0	-
Projekt w Krakowie PUM 14000 m2 oraz 2000 m2 powierzchni usługowej	-	-	-	-	12 100,0	-
Projekt w Krakowie Etap 2 PUM 14000 m2	-	-	-	-	-	18 556,0
Projekt w Katowicach ul. Grundmana PUM 21000 m2 oraz 1000 m3 powierzchni usługowej	-	-	-	-	-	-
Ogółem koszt	4 525,0	2 150,0	6 954,5	4 704,0	17 996,0	18 556,0

źródło: opracowanie własne na podstawie danych Spółki

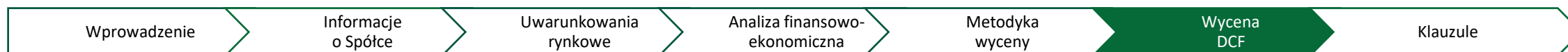


Metoda DCF – Koszty operacyjne

Tab 15. Szacowany narzut na łączne koszty projektu deweloperskiego dla poszczególnych projektów w okresie 07.2021-2026 r., [tys. zł].

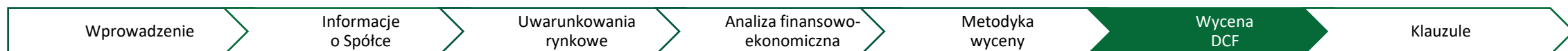
	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Osiedle "Nowa Dąbrowa" Budynek A	42,9%	-	-	-	-	-
"Apartamenty Bacha" (64 mieszkania oraz 5 lokali użytkowych)	27,4%	-	-	-	-	-
"Dębowy Park" w Siemianowicach Śląskich Etap 1 (Budynki A i B)	22,7%	-	-	-	-	-
"Dębowy Park" w Siemianowicach Śląskich Etap 2 (Budynki C i D)	-	66,4%	-	-	-	-
Osiedle "Nowa Dąbrowa" Budynek B	-	63,8%	-	-	-	-
Osiedle "Nowa Dąbrowa" Budynek C (59 mieszkań) PUM 3526,61 m2	-	54,0%	-	-	-	-
"Apartamenty Sikornik" w Gliwicach ul. Kormoranów Budynek B (16 mieszkań oraz 2 lokale usługowe) PUM 1610 m2	-	-	53,1%	-	-	-
"Dębowy Park" w Siemianowicach Śląskich Etap 3 (Budynki E i F) 102 mieszkania PUM 6063,6 m2	-	-	42,1%	-	-	-
Projekt Dąbrowa Górnicza ul. Letnia /budynki mieszkalne w zabudowie szeregowej/ PUM 2200 m2	-	-	52,0%	-	-	-
Projekt Aparthotel w Dąbrowie Górniczej -mieszkania użytkowe - PUM 3200 m2	-	-	30,3%	-	-	-
Osiedle "Nowa Dąbrowa" Budynek D (59 mieszkań) PUM 3526,61 m3	-	-	-	40,1%	-	-
"Dębowy Park" w Siemianowicach Śląskich Etap 4 (Budynki G, H, I, J i K) 151 mieszkań PUM 9190,8 m2	-	-	-	49,3%	49,5%	-
Osiedle "Kaskada" w Zabrze (91 mieszkań) PUM 5203,2 m2	-	-	-	47,9%	-	-
Projekt Katowice ul. Puławskiego (95 mieszkań) PUM 7200 m2	-	-	-	39,7%	34,8%	-
Projekt w Krakowie PUM 14000 m2 oraz 2000 m2 powierzchni usługowej	-	-	-	-	33,3%	-
Projekt w Krakowie Etap 2 PUM 14000 m2	-	-	-	-	-	37,6%
Projekt w Katowicach ul. Grundmana PUM 21000 m2 oraz 1000 m3 powierzchni usługowej	-	-	-	-	-	-
Średni narzut na koszty	31,0%	60,0%	40,7%	45,6%	38,2%	37,6%

źródło: opracowanie własne na podstawie danych Spółki



Metoda DCF – Koszty operacyjne

Zagadnienie	Kluczowe założenia
Koszty operacyjne	<p>Wynagrodzenia wraz z pochodnymi</p> <ul style="list-style-type: none"> Wartość wynagrodzeń wraz z pochodnymi wyniesie w 2021 r. 1.315,4 tys. zł. Zakładamy, że wzrost kosztów wynagrodzeń będzie rósł w tempie 10% rocznie, za wyjątkiem 2023 i 2025 r. gdzie założono wyższą dynamikę wzrostu ze względu na znaczący wzrost skali działalności. Na koniec 2026 r. zakłada się ponoszenie kosztów wynagrodzeń wraz z pochodnymi na poziomie 2.533,4 tys. zł. <p>Podatki i opłaty</p> <ul style="list-style-type: none"> Prognozowana wartość kosztów podatków i opłat na koniec 2021 wyniesie 261,5 tys. zł. Założono wzrost kosztów podatków i opłat w latach 2022-2026 w tempie 10% rocznie. Na koniec 2026 r. koszty te wyniosą 421,1 tys. zł. <p>Pozostałe koszty rodzajowe</p> <ul style="list-style-type: none"> Prognozowana wartość pozostałych kosztów rodzajowych na koniec 2021 wyniesie 1.004,4 tys. zł. Założono wzrost pozostałych kosztów rodzajowych w latach 2022-2026 w przedziale 10-20% rocznie. Na koniec 2026 r. koszty te wyniosą 1.844,9 tys. zł. <p>Wartość sprzedanych towarów i materiałów</p> <ul style="list-style-type: none"> Pozycja uwzględnia koszty zakupu gruntów sprzedanych w ramach poszczególnych projektów deweloperskich. Szczegółową specyfikację kosztów przedstawia tabela 14. Koszty te będą wynosić rocznie od 4.525 tys. zł w 2021 r. do 18.556 tys. zł w 2026 r.

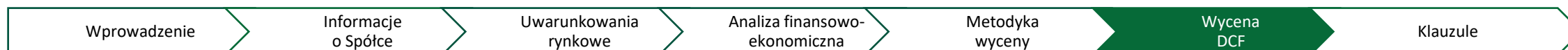


Metoda DCF – Koszty operacyjne

Tab 16. Prognoza kosztów operacyjnych spółki w okresie 07.2021-2026 r., [tys. zł].

	07-12.2021 P	2022 P	2023 P	2024 P	2025 P	2026 P
Koszty działalności operacyjnej	47 162,8	41 967,9	72 937,6	80 547,7	100 013,7	103 957,2
Amortyzacja	50,9	80,5	10,0	20,0	30,0	40,0
Zużycie materiałów i energii	355,3	795,9	1 074,5	1 203,5	1 347,9	1 509,6
Usługi obce	41 000,1	36 102,0	61 520,0	70 903,8	76 276,5	79 052,1
Osiedle "Nowa Dąbrowa" Budynek A	12 795,0	-	-	-	-	-
"Apartamenty Bacha" (64 mieszkania oraz 5 lokali użytkowych)	18 550,0	-	-	-	-	-
"Dębowy Park" w Siemianowicach Śląskich Etap 1 (Budynki A i B)	9 000,0	-	-	-	-	-
"Dębowy Park" w Siemianowicach Śląskich Etap 2 (Budynki C i D)	-	7 200,0	-	-	-	-
Osiedle "Nowa Dąbrowa" Budynek B	-	12 120,0	-	-	-	-
Osiedle "Nowa Dąbrowa" Budynek C (59 mieszkań) PUM 3526,61 m2	-	15 882,0	-	-	-	-
"Apartamenty Sikornik" w Gliwicach ul. Kormoranów Budynek B (16 mieszkań oraz 2 lokale usługowe) PUM 1610 m2	-	-	6 680,0	-	-	-
"Dębowy Park" w Siemianowicach Śląskich Etap 3 (Budynki E i F) 102 mieszkania PUM 6063,6 m2	-	-	27 660,0	-	-	-
Projekt Dąbrowa Górnicza ul. Letnia /budynki mieszkalne w zabudowie szeregowej/ PUM 2200 m2	-	-	6 970,0	-	-	-
Projekt Aparthotel w Dąbrowie Górniczej -mieszkania użytkowe - PUM 3200 m2	-	-	19 220,0	-	-	-
Osiedle "Nowa Dąbrowa" Budynek D (59 mieszkań) PUM 3526,61 m3	-	-	-	17 520,0	-	-
"Dębowy Park" w Siemianowicach Śląskich Etap 4 (Budynki G, H, I, J i K) 151 mieszkań PUM 9190,8 m2	-	-	-	21 441,4	24 178,6	-
Osiedle "Kaskada" w Zabrze (91 mieszkań) PUM 5203,2 m2	-	-	-	24 953,4	-	-
Projekt Katowice ul. Puławskiego (95 mieszkań) PUM 7200 m2	-	-	-	5 900,0	18 500,0	-
Projekt w Krakowie PUM 14000 m2 oraz 2000 m2 powierzchni usługowej	-	-	-	-	32 400,0	-
Projekt w Krakowie Etap 2 PUM 14000 m2	-	-	-	-	-	77 734,4
Projekt w Katowicach ul. Grundmana PUM 21000 m2 oraz 1000 m3 powierzchni usługowej	-	-	-	-	-	-
Pozostałe usługi obce	655,1	900,0	990,0	1 089,0	1 197,9	1 317,7
Podatki i opłaty	71,6	287,7	316,4	348,1	382,9	421,1
Wynagrodzenia	548,1	1 205,8	1 447,0	1 591,7	1 910,0	2 101,0
Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	109,6	241,2	289,4	318,3	393,3	432,4
Pozostałe koszty rodzajowe	502,2	1 104,9	1 325,8	1 458,4	1 677,2	1 844,9
Wartość sprzedanych towarów i materiałów	4 525,0	2 150,0	6 954,5	4 704,0	17 996,0	18 556,0

źródło: opracowanie własne na podstawie danych Spółki



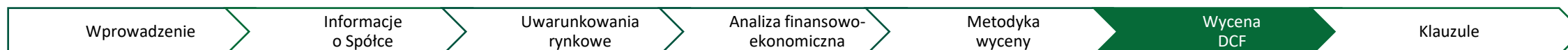
Metoda DCF – Pozostała działalność oraz nakłady inwestycyjne

Zagadnienie	Kluczowe założenia
Pozostałe przychody operacyjne	W projekcji zakładamy brak uzyskania pozostałych przychodów operacyjnych w całym okresie projekcji finansowej.
Pozostałe koszty operacyjne	Spółka w latach poprzednich nie generowała istotnych kosztów operacyjnych. Zakładamy brak generowania pozostałych kosztów operacyjnych w całym okresie projekcji finansowej.
Przychody finansowe	W projekcji nie uwzględniono uzyskiwania przychodów finansowych.
Koszty finansowe	Spółka na koniec I półrocza 2021 roku posiadała zobowiązania kredytowe w wysokości 26,7 mln zł. Zakłada się stopniowy spadek zobowiązań kredytowych do poziomu 20 mln zł. Zakładamy efektywne koszty finansowe na poziomie ok. 5% wartości zobowiązań kredytowych, co przekłada się na koszty odsetkowe w wysokości 0,8-1,1 mln zł rocznie.
Nakłady inwestycyjne	Spółka posiada na koniec I półrocza 2021 r. rzeczowe aktywa trwałe o wartości 138,3 tys. zł. Spółka nie przewiduje istotnych inwestycji w środki trwałe, zakłada się że inwestycje odtworzeniowe będą sięgać kwoty 50 tys. zł rocznie.

Tab 17. Prognozowane nakłady inwestycyjne oraz amortyzacja w okresie 07.2021-2026 r., [tys. zł].

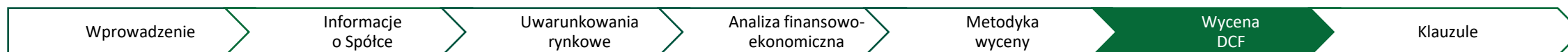
Wyszczególnienie	07-12.2021 P	2022 P	2023 P	2024 P	2025 P	2026 P
Amortyzacja	50,9	80,5	10,0	20,0	30,0	40,0
Nakłady inwestycyjne	22,6	30,0	50,0	50,0	50,0	50,0

źródło: opracowanie własne na podstawie danych Spółki



Metoda DCF – Kapitał obrotowy netto

Zagadnienie	Kluczowe założenia
Kapitał obrotowy netto:	Kapitał obrotowy jest konsekwencją długości cykli obrotowości składników aktywów i pasywów. Poszczególne składowe kapitału obrotowego oszacowano na podstawie informacji przekazanych poniżej:
Zapasy	Pozycja zapasy uwzględnia wartość nabytych gruntów oraz realizowanych robót budowlanych. Cykl rotacji zapasów w kolejnych latach jest wypadkową poziomu zaawansowania poszczególnych projektów deweloperskich oraz wielkości „banku gruntów”. Na koniec 2021 r. cykl rotacji zapasów wyniesie 506 dni. Zakłada się, że w latach 2022-2026 skróci się do poziomu 230 dni.
Należności	Cykl rotacji należności handlowych przyjęto w okresie prognozy na poziomie 7-10 dni. Wartość należności na koniec 2026 r. wyniesie 2.649,2 tys. zł. Spółka wykazuje na koniec I półrocza 2021 r. 29,2 mln zł innych należności wobec podmiotów powiązanych z tyt. operacji jednorazowych. Zakłada się, że wartość tych należności zmniejszy się do końca 2021 r. do poziomu 21 mln zł oraz do poziomu 1 mln zł na koniec 2022 r. W kolejnych latach zakłada się brak wykazywania innych należności.
Zobowiązania	Zobowiązania z tytułu dostaw i usług – zakłada się spadek cyklu rotacji zobowiązań z tytułu dostaw i usług z 96 dni w 2021 r. do 72 dni w 2026 r. Wartość zobowiązań handlowych na koniec 2026 r. wyniesie 20.531 tys. zł. Zobowiązania z tytułu podatków, ceł, ubezpieczeń i innych świadczeń – zakłada się spadek cyklu rotacji zobowiązań podatkowych z 37 dni w 2021 r. do 26 dni w 2026 r. Wartość zobowiązań podatkowych na koniec 2026 r. wyniesie 7.128,1 tys. zł. Bierne rozliczenia międzyokresowe – zakłada się spadek cyklu rotacji biernych rozliczeń międzyokresowych z 180 dni w 2021 r. do 112 dni w 2026 r. Wartość biernych rozliczeń międzyokresowych na koniec 2026 r. wyniesie 31.789,9 tys. zł.



Metoda DCF – Kapitał obrotowy netto

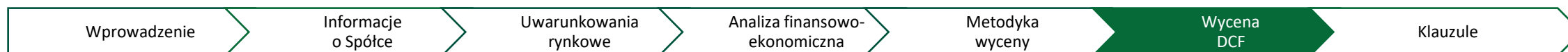
Tab 18. Prognozowane wartości składników obrotowych oraz zmiana kapitału obrotowego za okres 07.2021-2026 r., [tys. zł].

Wyszczególnienie	07-12.2021 P	2022 P	2023 P	2024 P	2025 P	2026 P
Zapasy	42 408,7	60 285,7	62 209,8	61 280,0	62 437,4	65 899,5
<i>Zapasy</i>	42 408,7	60 285,7	62 209,8	61 280,0	62 437,4	65 899,5
Należności krótkoterminowe	22 450,0	2 195,6	1 898,7	2 170,4	2 572,0	2 649,2
<i>z tytułu dostaw i usług</i>	1 450,0	1 195,6	1 898,7	2 170,4	2 572,0	2 649,2
<i>z tytułu zobowiązań publ.-prawnych</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>inne</i>	21 000,0	1 000,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	27 835,6	27 469,5	42 907,2	49 499,7	57 929,7	59 531,6
<i>z tytułu dostaw i usług</i>	8 500,0	9 266,0	14 715,3	16 820,3	19 933,0	20 531,0
<i>zaliczki na dostawy</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>z tytułu podatków, ceł, ubezpieczeń i innych świadczeń</i>	3 264,4	3 782,8	5 331,4	6 557,4	7 052,5	7 128,1
<i>z tytułu wynagrodzeń</i>	71,2	73,3	75,5	77,8	80,1	82,5
<i>bierne rozliczenia międzyokresowe</i>	16 000,0	14 347,3	22 784,9	26 044,3	30 864,0	31 789,9

Zmiana kapitału obrotowego

Wyszczególnienie	07-12.2021 P	2022 P	2023 P	2024 P	2025 P	2026 P
Zmiana stanu zapasów	34 026,7	-17 877,0	-1 924,2	929,8	-1 157,4	-3 462,1
Zmiana stanu należności	8 241,9	20 254,4	296,9	-271,6	-401,6	-77,2
Zmiana stanu zobowiązań	-32 855,0	-366,1	15 437,7	6 592,5	8 430,0	1 601,9
Zmiana kapitału obrotowego	9 413,6	2 011,4	13 810,3	7 250,8	6 871,0	-1 937,4

źródło: opracowanie własne na podstawie danych Spółki



Metoda DCF – stopa dyskontowa

Stopę dyskonta przyjęto na poziomie średnioważonego kosztu kapitału (WACC) finansującego aktywa spółki. Do wyznaczenia kosztu kapitału własnego posłużono się modelem CAPM (Capital Assets Pricing Model). Model ten wyraża się następującym równaniem:

$$k_e = R_f + \beta \times ERP + SP + SRP$$

gdzie:

k_e – koszt kapitału własnego, oczekiwana stopa zwrotu z kapitału własnego,

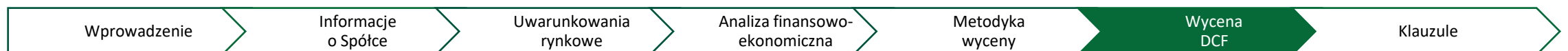
R_f – stopa wolna od ryzyka (oparta na oprocentowaniu obligacji skarbowych),

β – współczynnik określający udział ryzyka danego papieru wartościowego w ryzyku rynkowym,

ERP – premia za ryzyko rynkowe (Equity Risk Premium), rekompensująca inwestorom podjęcie ryzyka kapitałowego w Polsce

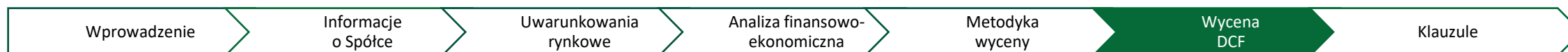
SP – to premia za wielkość spółki, która ma rekompensować inwestorom dodatkowe ryzyko nieodłącznie związane z akcjami mniejszych spółek

SRP – to premia za ryzyko specyficzne



Metoda DCF – Stopa dyskontowa

Zagadnienie	Kluczowe założenia
Stopa wolna od ryzyka	Stopa wolna od ryzyka została zaczerpnięta jako rentowność 10-letnich obligacji Skarbu Państwa na dzień 19.11.2021 r. i wynosi 3,25% . <i>źródło: investing.com</i>
Współczynnik beta	Wskaźnik beta przyjęto na poziomie 1,0 .
Premia rynkowa	Stała premia za ryzyko związane z inwestowaniem w aktywa obciążone ryzykiem, w niniejszej wycenie przyjęto na poziomie 5,54% . Stopa ta została wyznaczona na podstawie publikacji A. Damodarana (Stern School of Business w Nowym Jorku), dotyczących szacowania ryzyka rynkowego, które zgodnie z modelem, w przypadku Polski jest sumą ryzyka dla gospodarki oraz spreadu wyliczanego w oparciu o rating ryzyka dla poszczególnych gospodarek publikowanego przez Moody's.
Struktura finansowania	Spółka obecnie wykazuje udział finansowania dłużnego na poziomie ok. 21,4% sumy bilansowej. W projekcji na lata 2022-2026 udział finansowania dłużnego spadnie z 17,4% do poziomu 8,8%. W projekcji przyjęto, że poziom finansowania dłużnego na poziomie 17% .
Premia za ryzyko prognoz	Premię za wielkość spółki przyjęto na poziomie 2,88% zgodnie z publikacją FinancialCraft dla Spótek Średnich o kapitalizacji w przedziale 120-250 mln zł. Dodano również dodatkowe 3,5 punkty procentowe związane z ryzykiem prognoz.
Koszt kapitału obcego	Aktualny koszt kapitału obcego przyjęto na poziomie oprocentowania WIBOR 3M z dnia 19.11.2021 r. (1,69%) + marża w wysokości 3% . Od 2020 r. założono poziom WIBOR 3M na poziomie 2% . Koszt długu został pomniejszony o efekt tarczy podatkowej.

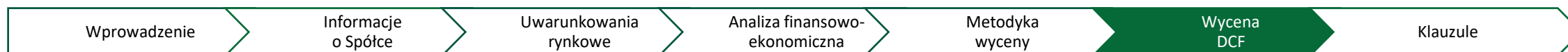


Metoda DCF – Stopa dyskontowa

Tab 19. Stopa dyskonta za okres 07.2021-2026 r.

Wyszczególnienie	07-12.2021 P	2022 P	2023 P	2024 P	2025 P	2026 P
Stopa wolna od ryzyka	3,25%	3,25%	3,25%	3,25%	3,25%	3,25%
Premia rynkowa	5,54%	5,54%	5,54%	5,54%	5,54%	5,54%
Współczynnik beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Premia za wielkość	2,80%	2,80%	2,80%	2,80%	2,80%	2,80%
Premia za ryzyko prognoz	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%
Koszt kapitału własnego	15,09%	15,09%	15,09%	15,09%	15,09%	15,09%
Udział E	83%	83%	83%	83%	83%	83%
Udział D	17%	17%	17%	17%	17%	17%
Koszt kapitału własnego	15,09%	15,09%	15,09%	15,09%	15,09%	15,09%
Koszt kapitału obcego z tarczą	3,80%	4,05%	4,05%	4,05%	4,05%	4,05%
WACC	13,14%	13,18%	13,18%	13,18%	13,18%	13,18%
Współczynnik dyskonta	0,9384	0,8291	0,7325	0,6472	0,5718	0,5052
WIBOR 3M	1,69%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Marża	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%

źródło: opracowanie własne



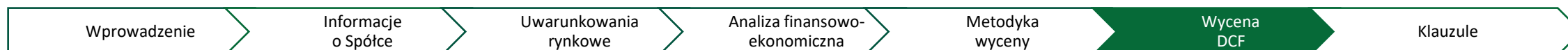
Metoda DCF – Wartość rezydualna

Zagadnienie	Kluczowe założenia
Wartość rezydualna	Podstawą do wyznaczenia wartości rezydualnej jest wartość NOPAT (<i>Net Operating Profit After Tax</i>) z 2026 r. pomniejszona o zmianę kapitału obrotowego.
	Założono utrzymanie średniej wartości inwestycji odtworzeniowych na poziomie amortyzacji /neutralnie dla ustalenia wartości rezydualnej/.
	Przyjęto tempo wzrostu działalności w okresie rezydualnym na poziomie 1,5% .

Tab 20. Wyliczenie wartości rezydualnej, [tys. zł]

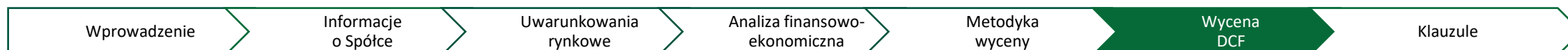
Wyszczególnienie	Wartość
Znormalizowany poziom NOPAT	21 138,27
Stopa wzrostu wartości rezydualnej	1,50%
Stopa dyskonta	13,18%
Wartość rezydualna	180 938,62
Zdyskontowana wartość rezydualna	91 411,38

Źródło: Opracowanie własne



Metoda DCF – Pozostałe założenia

Zagadnienie	Kluczowe założenia
Podatek dochodowy	Podatek CIT przyjęto na poziomie 19% w całym prognozowanym okresie. Równocześnie założono, że wszystkie koszty ponoszone przez spółkę w okresie prognoz będą kosztami podatkowymi.
Aktywa nieoperacyjne	Aktywa operacyjne spółki: Inwestycje długoterminowe o wartości bilansowej 11.932,1 tys. zł. /akcje spółki ADATEX DEVELOPER S.A. w ilości 12.973.400 sztuk/.
Dług netto	Celem wyznaczenia wartości Equity Value, należy określić poziom długu netto, na którego wielkość składają się następujące dane aktualne na dzień wyceny: <ul style="list-style-type: none"> • Gotówka i ekwiwalenty: 3.047,1 tys. zł. • Zadłużenie oprocentowane: 26.749,5 tys. zł. <p>Wartość długu netto wynosi: 23.702,4 tys. zł.</p>
Dyskonto z tyt. braku kontroli	Nie zastosowano dyskonta z tyt. braku kontroli. Dyskonto jest stosowane przy wycenie pakietu mniejszościowego, nie dającego prawa sprawowania kontroli nad działalnością przedsiębiorstwa.

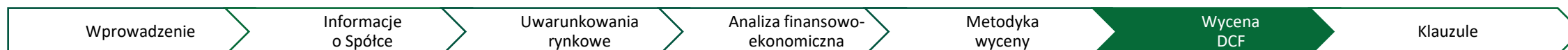


Metoda DCF – Free Cash Flow To Firm

Tab 21. Oszacowanie wartości przedsiębiorstwa ADATEX Sp. z o.o. metodą DCF, [tys. zł].

Wyszczególnienie	07-12.2021 P	2022 P	2023 P	2024 P	2025 P	2026 P
EBIT	11 617,9	17 812,6	21 999,6	27 970,1	28 586,3	28 500,8
Efektywna stopa podatkowa	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
Podatek dochodowy	2 207,4	3 384,4	4 179,9	5 314,3	5 431,4	5 415,2
NOPAT	9 410,5	14 428,2	17 819,7	22 655,8	23 154,9	23 085,7
Amortyzacja	50,9	80,5	10,0	20,0	30,0	40,0
Zmiana kapitału obrotowego	9 413,6	2 011,4	13 810,3	7 250,8	6 871,0	-1 937,4
Nakłady inwestycyjne	22,6	30,0	50,0	50,0	50,0	50,0
Free Cash Flow To Firm	18 852,4	16 490,1	31 590,0	29 876,5	30 005,8	21 138,3
Stopa dyskontowa (WACC)	13,14%	13,18%	13,18%	13,18%	13,18%	13,18%
Współczynnik dyskontujący	0,9384	0,8291	0,7325	0,6472	0,5718	0,5052
Zdyskontowane FCFF	17 690,2	13 671,3	23 139,7	19 335,6	17 157,5	10 679,2
Suma zdyskontowanych FCFF	101 673,5					
Stopa wzrostu wartości rezydualnej	1,50%					
Wartość rezydualna	180 938,6					
Zdyskontowana wartość rezydualna	91 411,4					
Wartość przedsiębiorstwa (ENTERPRISE VALUE)	216 787,3					
Dług netto	23 702,4					
Gotówka i ekwiwalenty	3 047,1					
Zadłużenie oprocentowane	26 749,5					
Aktywa nieoperacyjne	11 913,2					
Wartość kapitału dla właścicieli (EQUITY VALUE)	181 295,7					

źródło: opracowanie własne



Oszacowanie wartości spółki metodą DCF

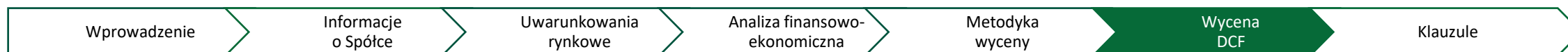
Podsumowując, wartość przedsiębiorstwa

ADATEX Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością

oszacowana metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych na dzień 30.06.2021 r. wynosi:

$$\text{EquityValue}_{\text{DCF}} = 181.295.700 \text{ zł}$$

/słownie: sto osiemdziesiąt jeden milionów dwieście dziewięćdziesiąt pięć tysięcy siedemset złotych/



Klauzule i oświadczenia

Raport oparty jest na najlepszej wiedzy specjalistów z zakresu wyceny przedsiębiorstw uczestniczących w opracowaniu niniejszego dokumentu. Informacje i dokumenty wykorzystane do przygotowania niniejszego Opracowania zostały pozyskane od pracowników spółki, a także zostały zaczerpnięte z publicznie dostępnych źródeł i innych źródeł, do których Wykonawca miał dostęp. Założono, że otrzymane informacje są kompletne, prawidłowe, rzetelne i że zostały przekazane zgodnie z najlepszą wiedzą Spółki. Sporządzający nie ponosi odpowiedzialności za ich prawidłowość i rzetelność, a także za informacje, które nie zostały przekazane Wykonawcy.

Analizy, opinie i konkluzje zawarte w Raporcie są profesjonalnymi, bezstronnymi i obiektywnymi analizami, opiniami i konkluzjami osób wykonujących wycenę. Zastosowane przez Sporządzającego procedury wyceny nie oznaczają, że w ramach niniejszego projektu przeprowadzone zostało badanie sprawozdania finansowego lub jego przegląd, ani w rozumieniu obowiązujących w Polsce przepisów, ani w rozumieniu Międzynarodowych Standardów Rewizji Finansowej.

Sporządzający nie ponosi odpowiedzialności za efekty wykorzystania Raportu (w części lub całości) przez osoby niebędące jego adresatem. Sporządzający nie ponosi odpowiedzialności za skutki jakichkolwiek decyzji podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszym dokumencie.

Niniejszy Raport stanowi całość i żadna jego część lub strona nie powinna być czytana i interpretowana bez zapoznania się z całością dokumentu.

Autor opracowania:

Robert Jaruga

Yarra Consulting Sp. z o.o. KRS: 0000613327

ul. Krasińskiego 29/9, 40-019 Katowice.

