



WYCENA SPÓŁKI

Zakłady Urządzeń Komputerowych „Elzab” S.A.

Wycena wartości akcji na dzień 14 grudnia 2017 w związku z emisją obligacji Serii I/2017, które Comp S.A. wyemitował w dniu 28 lipca 2017 r.

Raport z dnia 14 grudnia 2017

LIST PRZEWODNI PODSUMOWANIE

Polska Grupa Audytorska
Sp. z o.o. sp.k.
Ul. Jana III Sobieskiego
104 lok. 49, piętro VI,
00-764 Warszawa

Bartłomiej Kurylak
Tel: +48 605 626 926
Email:
bkurylak@pga-audyt.pl
Partner

Kamil Walczuk
Tel: +48 606 394 593
Email:
kwalczuk@pga-audyt.pl
Partner

Zbigniew Jaworowski
Tel: +48 507 746 553
Email:
zjaworowski@pga-audyt.pl
Dyrektor

Comp S.A.
ul. Jutrzenki 116,
02-230 Warszawa

14 grudnia 2017

Szanowni Państwo,

Przekazujemy niniejszą wycenę przedstawiającą wynik wyceny wartości 1 akcji w Spółce Zakłady Urządzeń Komputerowych „Elzab” Spółka Akcyjna z siedzibą w Zabrzu przy ulicy Kruczkowskiego 39 (dalej jako „Spółka”) przygotowanej przez Polską Grupę Audytorską Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością spółka komandytowa z siedzibą w Warszawie przy ul. Jana III Sobieskiego 104, lok. 49 jako przedmiotu zabezpieczenia (zastawu rejestrowego lub zastawu) roszczeń obligatariuszy wynikających z Obligacji serii I/2017. Przez Obligacje I/2017 należy rozumieć 36.000 (trzydzieści sześć tysięcy) sztuk obligacji zwykłych, na okaziciela, serii oznaczonej jako I/2017, zdematerializowanych (nie mających formy dokumentu), o wartości nominalnej 1.000 (jeden tysiąc) złotych każda, o łącznej wartości nominalnej 36.000.000,00 (trzydzieści sześć milionów złotych), które Comp S.A. wyemitował w dniu 28 lipca 2017 r. Kluczowy biegły rewident stwierdza, iż spełnia kryteria niezależności, o których mowa w art. 73 ustawy z dnia 11 maja 2017 r. o biegłych rewidentach, firmach audytorskich oraz nadzorze publicznym. Podstawą prawną jest art. 10 ust 2 ustawy z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach.

LIST PRZEWODNI PODSUMOWANIE

Polska Grupa Audytorska
Sp. z o.o. sp.k.
Ul. Jana III Sobieskiego
104 lok. 49, piętro VI,
00-764 Warszawa

Bartłomiej Kurylak
Tel: +48 605 626 926
Email:
bkurylak@pga-audyt.pl
Partner

Kamil Walczuk
Tel: +48 606 394 593
Email:
kwalczuk@pga-audyt.pl
Partner

Zbigniew Jaworowski
Tel: +48 507 746 553
Email:
zjaworowski@pga-audyt.pl
Dyrektor

Poniższa wycena wartości akcji Spółki (dalej jako „wycena Spółki”) została wykonana metodą kapitalizacji rynkowej określonej na podstawie danych z rynku kapitałowego Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie za okres ostatnich 60 sesji giełdowych przed 14 grudnia 2017 r. i porównana do wyceny metodą księgowej wartości aktywów netto na dzień 30 września 2017 r. (na moment wyceny ostatnie dostępne dane spółki). Kapitalizacja rynkowa obliczona jest według średniej ceny ważonej rozumianej jako średnia arytmetyczna z ostatnich 60 sesji giełdowych dziennych iloczynów ceny zamknięcia i wolumenu obrotu akcji Zakłady Urządzeń Komputerowych „Elzab” Spółka Akcyjna.

Niniejsza wycena została sporządzona na podstawie umowy o sporządzenie wyceny zawartej z Comp Spółka Akcyjna („zleceniodawca”) z dnia 14 grudnia 2017 r. Niniejsza Wycena stanowi całość i żadna z jej części lub stron nie może być interpretowana bez przeczytania całości, a zwłaszcza jej zastrzeżeń i ograniczeń.

Zgodnie z wyceną przeprowadzoną na dzień 30 września 2017 r., wartość 100% akcji w Spółce (equity value) określona przy zastosowaniu metody księgowej wartości aktywów netto na podstawie danych z raportu kwartalnego Spółki na dzień 30 czerwca 2017 r. oraz uzyskaniu informacji, od Zarządu Spółki, że do dnia wyceny zakres działalności oraz ilość akcji nie uległy zmianie, wyniosła 84.856 tys. złotych tj. 5,26 zł / akcję.

LIST PRZEWODNI PODSUMOWANIE

Polska Grupa Audytorska
Sp. z o.o. sp.k.
Ul. Jana III Sobieskiego
104 lok. 49, piętro VI,
00-764 Warszawa

Bartłomiej Kurylak
Tel: +48 605 626 926
Email:
bkurylak@pga-audyt.pl
Partner

Kamil Walczuk
Tel: +48 606 394 593
Email:
kwalczuk@pga-audyt.pl
Partner

Zbigniew Jaworowski
Tel: +48 507 746 553
Email:
zjaworowski@pga-audyt.pl
Dyrektor

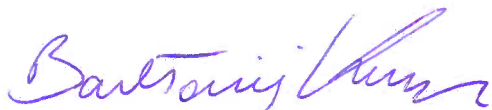
Kapitalizacja rynkowa, ustalona na podstawie danych za okres ostatnich 60 sesji giełdowych przed 14 grudnia 2017 tj. okres od 20 września do 13 grudnia 2017 r. wszystkich akcji wyniosła 170.891,4 tysięcy (słownie: sto siedemdziesiąt milionów osiemset dziewięćdziesiąt jeden tysięcy czterysta) złotych, natomiast wartość jednej akcji wyniosła 10,59 (słownie: dziesięć złotych, 59/100). Biorąc pod uwagę fakt, że kapitalizacja rynkowa odzwierciedla więcej zmiennych, uwarunkowań i ryzyk niż wycena oparta na księgowej wartości aktywów netto Spółki, przyjmujemy, że kapitalizacja rynkowa jest bardziej wiarygodnym obrazem bieżącej wartości przedsiębiorstwa niż wycena przeprowadzona przy zastosowaniu metody księgowej wartości aktywów netto w oparciu o informacje z raportu kwartalnego na dzień 30 września 2017.

Biorąc pod uwagę powyższe, **na podstawie przedstawionej analizy wartość 1 (słownie: jednej) akcji wyniosła 10,59 zł.**

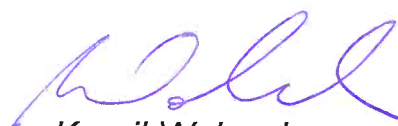
Przyjmując, że cena 10,59 zł / akcję to cena średnia dla wszystkich akcji, to wartość pakietu, który ma być przedmiotem zastawu pod emisję obligacji tj. 5.118.777 akcji, co stanowi 31,72 % wszystkich akcji, wynosi:

54.207,8 tys. (słownie: pięćdziesiąt cztery miliony dwieście siedem tysięcy osiemset) złotych

Z poważaniem,



Bartłomiej Kurylak
Partner, Biegły Rewident
Warszawa, 14 grudnia 2017



Kamil Walczuk
Partner, Biegły Rewident

SPIS TREŚCI

Polska Grupa Audytorska
Sp. z o.o. sp.k.
Ul. Jana III Sobieskiego
104 lok. 49, piętro VI,
00-764 Warszawa

Bartłomiej Kurylak
Tel: +48 605 626 926
Email:
bkurylak@pga-audyt.pl
Partner

Kamil Walczuk
Tel: +48 606 394 593
Email:
kwalczuk@pga-audyt.pl
Partner

Zbigniew Jaworowski
Tel: +48 507 746 553
Email:
zjaworowski@pga-audyt.pl
Dyrektor

PODSUMOWANIE

List przewodni 2

Słownik terminów 6

Podsumowanie wyceny 7

WPROWADZENIE

Najważniejsze informacje 10

Charakterystyka Spółki 12

METODOLOGIA WYCENY

Wycena metodą księgową wartości
aktywów netto 15

Wycena metodą kapitalizacji rynkowej 16

WYCENA

Określenie wartości akcji Spółki 18

NOTA PRAWNA

Zastrzeżenia i ograniczenia 22

SŁOWNIK TERMINÓW PODSUMOWANIE

Terminy i skróty wykorzystywane w raporcie wraz z wyjaśnieniami znajdują swoje podsumowanie po prawej

SKRÓT	WYJAŚNIENIE
EUR	Euro
k	Tysiąc
Kwartalne Sprawozdanie	Kwartalne Sprawozdanie Spółki obejmujące okres od 1.01.2017 roku do 30.09.2017 roku
m	Milion
PGA	Polska Grupa Audytorska Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością spółka komandytowa z siedzibą w Warszawie przy ul. Jana III Sobieskiego 104, lok. 49
PLN	Polski złoty
Spółka	Zakłady Urządzeń Komputerowych „Elzab” S.A.
UE	Unia Europejska
VAT	Podatek od towarów i usług

PODSUMOWANIE WYCENY

PODSUMOWANIE

Podsumowanie wyników
wyceny Spółki na dzień
14 grudnia 2017 roku

● Podsumowanie wyników wyceny Spółki

Na podstawie Umowy z 14 grudnia 2017 r. przeprowadziliśmy procedury związane z wyceną Spółki na dzień 14 grudnia 2017 r.

Poniższa wycena wartości akcji Spółki (dalej jako „wycena Spółki”) została wykonana metodą kapitalizacji rynkowej określonej na podstawie danych z rynku kapitałowego Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie za okres ostatnich 60 sesji giełdowych przed 14 grudnia 2017 r. i porównana do wyceny metodą księgowej wartości aktywów netto na dzień 30 września 2017 r. (na moment wyceny ostatnie dostępne dane Spółki).

Zgodnie z wyceną przeprowadzoną na dzień 30 września 2017 r., wartość Spółki (equity value) określona przy zastosowaniu metody księgowej wartości aktywów netto na podstawie danych z Kwartalnego Sprawozdania Spółki na dzień 30 września 2017 r., oraz uzyskaniu informacji, od Zarządu Spółki, że do dnia wyceny zakres działalności oraz ilość akcji nie uległy zmianie, wyniosła, wyniosła:

84.856 tysięcy złotych (słownie: osiemdziesiąt cztery miliony osiemset pięćdziesiąt sześć tysięcy) złotych

natomiast wartość jednej akcji wyniosła:

5,26 (słownie: pięć złotych, 26/100).

PODSUMOWANIE WYCENY

PODSUMOWANIE

Podsumowanie wyników
wyceny Spółki na dzień
14 grudnia 2017 roku

● Podsumowanie wyników wyceny Spółki (c.d.)

Zgodnie z wyceną przeprowadzoną na dzień 14 grudnia 2017 r., wartość Spółki (equity value) określona przy zastosowaniu metody kapitalizacji rynkowej, wyniosła:

170.891,4 tysięcy (słownie: sto siedemdziesiąt milionów osiemset dziewięćdziesiąt jeden tysięcy czterysta) złotych,

natomiast wartość jednej akcji wyniosła:

10,59 (słownie: dziesięć złotych, 59/100).

Biorąc pod uwagę fakt, że kapitalizacja rynkowa odzwierciedla więcej zmiennych, uwarunkowań i ryzyk niż wycena oparta na księgowej wartości aktywów netto Spółki, przyjmujemy, że kapitalizacja rynkowa jest bardziej wiarygodnym obrazem bieżącej wartości przedsiębiorstwa niż wycena przeprowadzona przy zastosowaniu metody księgowej wartości aktywów netto w oparciu o informacje z raportu kwartalnego na dzień 30 września 2017. Biorąc pod uwagę powyższe, wartość akcji spółki na dzień 14 grudnia 2017 r., określona na podstawie przedstawionej analizy wyniosła: 170.891,4 tys. złotych tj. 10,59 zł / akcję.

Przyjmując, że cena 10,59 zł / akcję to cena średnia dla wszystkich akcji, to wartość pakietu, który może być przedmiotem zastawu pod emisję obligacji tj. 5.118.777 akcji, co stanowi 31,72 % wszystkich akcji, wynosi:

54.207,8 tys. (słownie: pięćdziesiąt cztery miliony dwieście siedem tysięcy osiemset) złotych.

SPIS TREŚCI

Polska Grupa Audytorska
Sp. z o.o. sp.k.
Ul. Jana III Sobieskiego
104 lok. 49, piętro VI,
00-764 Warszawa

Bartłomiej Kurylak
Tel: +48 605 626 926
Email:
bkurylak@pga-audyt.pl
Partner

Kamil Walczuk
Tel: +48 606 394 593
Email:
kwalczuk@pga-audyt.pl
Partner

Zbigniew Jaworowski
Tel: +48 507 746 553
Email:
zjaworowski@pga-audyt.pl
Dyrektor

PODSUMOWANIE

List przewodni	2
Słownik terminów	6
Podsumowanie wyceny	7

WPROWADZENIE

Najważniejsze informacje	10
Charakterystyka Spółki	12

METODOLOGIA WYCENY

Wycena metodą księgową wartości aktywów netto	15
Wycena metodą kapitalizacji rynkowej	16

WYCENA

Określenie wartości akcji Spółki	18
----------------------------------	----

NOTA PRAWNA

Zastrzeżenia i ograniczenia	22
-----------------------------	----

NAJWAŻNIEJSZE INFORMACJE (1 z 2)

WPROWADZENIE

Przedmiotem niniejszej wyceny jest wycena wartości Spółki metodą księgową wartości aktywów netto na dzień 30 września 2017 r. i porównana do kapitalizacji rynkowej określonej na podstawie danych z rynku kapitałowego Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie za okres ostatnich 60 sesji giełdowych przed 14 grudnia 2017 tj. okres od 20 września do 13 grudnia 2017 r.

● Podstawa prac i przedmiot wyceny

Podstawą sporządzenia wyceny jest umowa z dnia 14 września 2017 r. zawarta pomiędzy Comp S.A. (dalej „Zleceniodawca”) oraz PGA.

Przedmiotem niniejszej wyceny jest wycena wartości spółki Zakłady Urządzeń Komputerowych „Elzab” S.A. („Spółka”). Wycena Spółki została dokonana na zlecenie Zleceniodawcy.

● Określenie celu wyceny

Celem sporządzenia wyceny jest określenie wartości 5.118.777 (słownie: pięć milionów sto osiemnaście tysięcy siedemset siedemdziesiąt siedem) akcji, o wartości nominalnej 1,36 PLN (słownie: jeden złoty 36/100) każda i łącznej wartości nominalnej 6.961.536,72 PLN (słownie: sześć milionów dziewięćset sześćdziesiąt jeden tysięcy pięćset trzydzieści sześć złotych, 72/100), stanowiące 31,72 % kapitału zakładowego spółki Zakłady Urządzeń Komputerowych „Elzab” S.A., które mają być przedmiotem zastawu pod emisję obligacji .

● Oznaczenie podmiotu dokonującego wyceny

Wyceny Spółki dokonała firma Polska Grupa Audytorska Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością spółka komandytowa z siedzibą w Warszawie, ul. Jana III Sobieskiego 104 lok. 49 (zwana dalej „PGA”). Kluczowy biegły rewident stwierdza, iż spełnia kryteria niezależności, o których mowa w art. 73 ustawy z dnia 11 maja 2017 r. o biegłych rewidentach, firmach audytorskich oraz nadzorze publicznym.

● Sposób przeprowadzenia wyceny

Niniejsza wycena została sporządzona na podstawie analiz danych i dokumentów opublikowanych przez Spółkę.

Podczas dokonywania wyceny wartości akcji Spółki wykorzystano informacje i wnioski z następujących źródeł:

- Kwartalne Sprawozdanie Spółki obejmujące okres od 1.01.2017 roku do 30.09.2017 roku (zawierające m.in. jednostkowy bilans Spółki sporządzony zgodnie z Międzynarodowymi Standardami Sprawozdawczości Finansowej w kształcie zatwierdzonym przez Unię Europejską, opublikowany na stronie internetowej Spółki w dniu 15 listopada 2017 r. (“Kwartalne Sprawozdanie”).
- informacji opublikowanych na internetowej stronie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie (www.gwp.pl), dotyczących historycznych notowań Spółki oraz liczby wyemitowanych akcji.

NAJWAŻNIEJSZE INFORMACJE (2 z 2)

WPROWADZENIE

Przedmiotem niniejszej wyceny jest wycena wartości Spółki metodą księgową wartości aktywów netto na dzień 30 września 2017 r. i porównana do kapitalizacji rynkowej określonej na podstawie danych z rynku kapitałowego Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie za okres ostatnich 60 sesji giełdowych przed 14 grudnia 2017 tj. okres od 20 września do 13 grudnia 2017 r.

- **Metoda wyceny**

Wycena wartości akcji Spółki została wykonana metodą majątkową, wartości księgowej aktywów netto na dzień 30 września 2017 r. i porównana do kapitalizacji rynkowej na podstawie danych za okres ostatnich 60 sesji giełdowych przed 14 grudnia 2017 tj. okres od 20 września do 13 grudnia 2017 r.

CHARAKTERYSTYKA SPÓŁKI (1 z 2)

WPROWADZENIE

Głównym przedmiotem działalności Spółki jest projektowanie, produkcja i dystrybucja kas i drukarek fiskalnych, urządzeń i systemów kasowych, peryferii i akcesoriów służących do rejestracji i zarządzania sprzedażą.

● Podstawowe informacje o Spółce

Zakłady Urządzeń Komputerowych „Elzab” S.A. (Spółka, Jednostka) powstała w drodze podpisania umowy spółki na podstawie postanowień zawartych w akcie notarialnym podpisanym przed notariuszem Panem Pawłem Błaszczkiem w kancelarii notarialnej w Warszawie dnia 16 listopada 1992 r. (Repertorium A nr 12245). Spółka została zawiązana na czas nieokreślony.

Zakłady Urządzeń Komputerowych „Elzab” S.A. została zarejestrowana w Krajowym Rejestrze Sądowym pod numerem 0000095317 w dniu 27 lutego 2002 r. Spółce nadano numer identyfikacji podatkowej (NIP) 6480000255 oraz numer statystyczny REGON 270036336. Siedziba Spółki mieści się pod adresem: 41-813 Zabrze, ul. Kruczkowskiego 39.

Zgodnie z informacją odpowiadającą odpisowi aktualnemu z rejestru przedsiębiorców, kapitał zakładowy Spółki na dzień 14 grudnia 2017 roku wynosił 22.142.962,40 złotych (słownie: dwadzieścia dwa miliony sto czterdzieści dwa tysiące dziewięćset sześćdziesiąt dwa złote 40/100).

W skład Zarządu Spółki na dzień 14 grudnia 2017 roku wchodził:

- Krzysztof Witold Urbanowicz – Prezes Zarządu,
- Jerzy Adam Popławski – Wiceprezes Zarządu,

Głównym przedmiotem działalności Spółki jest projektowanie, produkcja i dystrybucja kas i drukarek fiskalnych, urządzeń i systemów kasowych, peryferii i akcesoriów służących do rejestracji i zarządzania sprzedażą.

Podstawowym aktywem Spółki są długoterminowe aktywa finansowe.

CHARAKTERYSTYKA SPÓŁKI (2 z 2)

WPROWADZENIE

Podstawowe informacje
o Spółce

● Podstawowe dane historyczne dotyczące Spółki

Poniżej zaprezentowano dane finansowe na 31 grudnia 2016 r. oraz na 30 września 2017 r.

Tabela 1. Aktywa Spółki

Pozycje (w tys. złotych)	Stan na 2017-09-30	Stan na 2016-12-31	Struktura na 2017-09-30	Struktura na 2016-12-31
A. Aktywa trwałe	99 045	100 888	58,0%	59,9%
Rzeczowe aktywa trwałe	23 546	23 413	13,8%	13,9%
Nieruchomości inwestycyjne	0	3 176	0,0%	1,9%
Wartości niematerialne i prawne	13 135	11 297	7,7%	6,7%
Długoterminowe aktywa finansowe	61 891	61 942	36,2%	36,8%
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	473	1 020	0,3%	0,6%
Długoterminowe należności i rozliczenia międzyokresowe	0	40	0,0%	0,0%
B. Aktywa obrotowe	71 761	67 542	42,0%	40,1%
Zapasy	17 780	15 406	10,4%	9,1%
Krótkoterminowe należności i rozliczenia międzyokresowe	35 221	34 515	20,6%	20,5%
Należności z tytułu podatku dochodowego	572	0	0,3%	0,0%
Krótkoterminowe aktywa finansowe	17 852	16 761	10,5%	10,0%
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	336	860	0,2%	0,5%
SUMA AKTYWÓW	170 806	168 430	100,0%	100,0%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych od Zleceniodawcy

Tabela 2. Pasywa Spółki

Pozycje (w tys. złotych)	Stan na 2017-09-30	Stan na 2016-12-31	Struktura na 2017-09-30	Struktura na 2016-12-31
A. Kapitał własny	84 856	82 867	49,7%	49,2%
Kapitał podstawowy	22 143	22 143	13,0%	13,1%
Nadwyżka ze sprzedaży akcji powyżej ich wartości nominalnej	11 211	11 211	6,6%	6,7%
Akcje własne	-4 936	-4 936	-2,9%	-2,9%
Pozostałe kapitały rezerwowe - akcje własne	6 254	6 254	3,7%	3,7%
Kapitały rezerwowe i zapasowe	44 039	33 963	25,8%	20,2%
Skumulowane zyski/straty z lat ubiegłych	4 156	4 156	2,4%	2,5%
Zysk/strata roku bieżącego	1 989	10 076	1,2%	6,0%
B. Zobowiązania i rezerwy	85 950	85 563	50,3%	50,8%
Zobowiązania długoterminowe	3 021	28 910	1,8%	17,2%
Zobowiązania krótkoterminowe	82 929	56 653	48,6%	33,6%
SUMA PASYWÓW	170 806	168 430	100,0%	100,0%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych od Zleceniodawcy

SPIS TREŚCI

Polska Grupa Audytorska
Sp. z o.o. sp.k.
Ul. Jana III Sobieskiego
104 lok. 49, piętro VI,
00-764 Warszawa

Bartłomiej Kurylak
Tel: +48 605 626 926
Email:
bkurylak@pga-audyt.pl
Partner

Kamil Walczuk
Tel: +48 606 394 593
Email:
kwalczuk@pga-audyt.pl
Partner

Zbigniew Jaworowski
Tel: +48 507 746 553
Email:
zjaworowski@pga-audyt.pl
Dyrektor

PODSUMOWANIE

List przewodni	2
Słownik terminów	6
Podsumowanie wyceny	7

WPROWADZENIE

Najważniejsze informacje	10
Charakterystyka Spółki	12

METODOLOGIA WYCENY

Wycena metodą księgową wartości aktywów netto	15
Wycena metodą kapitalizacji rynkowej	16

WYCENA

Określenie wartości akcji Spółki	18
----------------------------------	----

NOTA PRAWNA

Zastrzeżenia i ograniczenia	22
-----------------------------	----

WYCENA METODĄ KSIĘGOWEJ WARTOŚCI AKTYWÓW NETTO

METODOLOGIA WYCENY

Metoda księgowej wartości aktywów netto jest to historycznie najstarsza metoda wyceny przedsiębiorstw, która skupia się na posiadanym przez przedsiębiorstwo majątku i przyjmuje go za podstawę określania wartości. Dlatego też wartość przedsiębiorstw, będąca wynikiem tej wyceny jest nazywana wartością majątkową. Wartość przedsiębiorstwa jest wyznaczona przez wartość jego majątku, czyli aktywów pomniejszonych o sumę zobowiązań pieniężnych ciężących na przedsiębiorstwie.

• Charakterystyka metody księgowej wartości aktywów netto

Wycena wartości udziałów Spółki oparta na metodzie księgowej wartości aktywów netto jest jedną z najbardziej popularnych majątkowych metod wyceny wartości udziałów przedsiębiorstwa. Metoda opiera szacowaną wartość udziałów przedsiębiorstwa na wartości aktywów netto, przy wykorzystaniu danych o pozycjach aktywów i pasywów pochodzących z bilansu wycenianego przedsiębiorstwa na określony dzień.

Sporządzony zgodnie z zasadami rachunkowości, określonymi w Ustawie z dnia 29 września 1994 roku o rachunkowości, bilans przedsiębiorstwa na dzień wyceny lub dzień zbliżony do dnia wyceny, jest podstawą dla oszacowania wartości aktywów netto, tzn. wartości księgowej aktywów netto.

• Algorytm stosowania metody

Wartość udziałów spółki przy wykorzystaniu metody księgowej wartości aktywów netto określa się w sposób następujący:

$$WS = WA - WZ$$

gdzie:

- WS** wartość udziałów spółki według metody księgowej wartości aktywów netto,
- WA** wartość aktywów spółki z ostatniego bilansu,
- WZ** wartość zobowiązań, rezerw, rozliczeń międzyokresowych (pasywnych), przychodów przyszłych okresów z ostatniego bilansu,

WYCENA METODĄ KAPITALIZACJI RYNKOWEJ METODOLOGIA WYCENY

W terminologii używanej na giełdach papierów wartościowych kapitalizacja rynkowa to wartość giełdowa spółki równa iloczynowi aktualnego kursu akcji i liczby akcji spółki w obrocie giełdowym (a także tych poza obrotem giełdowym). Akcje odzwierciedlają własność, tym samym kapitalizacja giełdowa przedsiębiorstwa stanowi dokonaną przez rynek kapitałowy wycenę jego aktywów netto, czyli kapitału. Kapitalizacja giełdowa różni się od wartości księgowej kapitału, która jest księgową miarą, opierającą się na łącznej kwocie kosztów historycznych. W związku z tym, że w tradycyjnym sprawozdaniu finansowym nie próbuje się mierzyć wielu aspektów rzeczywistości finansowej (np. wartości nazw marek), kapitalizacja giełdowa może znacznie się różnić od wyliczeń księgowych.

- **Charakterystyka metody kapitalizacji rynkowej**

W terminologii używanej na giełdach papierów wartościowych kapitalizacja rynkowa to wartość giełdowa spółki równa iloczynowi aktualnego kursu akcji i liczby akcji spółki w obrocie giełdowym (a także tych poza obrotem giełdowym). Akcje odzwierciedlają własność, tym samym kapitalizacja giełdowa przedsiębiorstwa stanowi dokonaną przez rynek kapitałowy wycenę jego aktywów netto, czyli kapitału. Kapitalizacja giełdowa różni się od wartości księgowej kapitału, która jest księgową miarą, opierającą się na łącznej kwocie kosztów historycznych. W związku z tym, że w tradycyjnym sprawozdaniu finansowym nie próbuje się mierzyć wielu aspektów rzeczywistości finansowej (np. wartości nazw marek), kapitalizacja giełdowa może znacznie się różnić od wyliczeń księgowych.

- **Algorytm stosowania metody**

Kapitalizację rynkową na podstawie danych archiwalnych z notowanych na rynku akcji Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie dla ostatnich 60 notowań tj. z okresu 20 września – 13 grudnia 2017 r. określa się w następujący sposób:

$$KR = \acute{S}CW \times LA$$

gdzie:

- KR** kapitalizacja rynkowa Spółki na podstawie danych z określonego okresu;
- ŚCW** średnia arytmetyczna z ostatnich 60 sesji giełdowych - dziennych iloczynów ceny zamknięcia i wolumenu obrotu akcji Spółki;
- LA** liczba wszystkich akcji Spółki w określonym okresie.

Okres 60 notowań został przyjęty, aby wyeliminować krótkoterminowe rynkowe wahania notowań Spółki nie związane bezpośrednio z jej wartością.

SPIS TREŚCI

Polska Grupa Audytorska
Sp. z o.o. sp.k.
Ul. Jana III Sobieskiego
104 lok. 49, piętro VI,
00-764 Warszawa

Bartłomiej Kurylak
Tel: +48 605 626 926
Email:
bkurylak@pga-audyt.pl
Partner

Kamil Walczuk
Tel: +48 606 394 593
Email:
kwalczuk@pga-audyt.pl
Partner

Zbigniew Jaworowski
Tel: +48 507 746 553
Email:
zjaworowski@pga-audyt.pl
Dyrektor

PODSUMOWANIE

List przewodni	2
Słownik terminów	6
Podsumowanie wyceny	7

WPROWADZENIE

Najważniejsze informacje	10
Charakterystyka Spółki	12

METODOLOGIA WYCENY

Wycena metodą księgowej wartości aktywów netto	15
Wycena metodą kapitalizacji rynkowej	16

WYCENA

Określenie wartości akcji Spółki	18
----------------------------------	----

NOTA PRAWNA

Zastrzeżenia i ograniczenia	22
-----------------------------	----

OKREŚLENIE WARTOŚCI AKCJI SPÓŁKI (1 z 3)

WYCENA

W wyniku dokonania wyceny Spółki metodą księgową wartości aktywów netto, wartość 16.137.050 akcji w spółce wyniosła 84.856 tysiące złotych (słownie: osiemdziesiąt cztery miliony osiemset pięćdziesiąt sześć tysięcy złotych).

● Wycena

Posługując się bilansem Spółki sporządzonym na dzień 30 września 2017 r. dokonano wyceny wartości akcji Spółki metodą księgową wartości aktywów netto.

Tabela 3. Wycena Spółki na 30 września 2017 wg metody księgowej wartości aktywów netto

Pozycje (w tys. złotych)	Wartość
Wartość aktywów Spółki	170 806
Wartość zobowiązań i rezerw	85 950
Wartość akcji Spółki wg metody księgowej wartości aktywów netto	84 856

Źródło: opracowanie własne

Tabela 4. Wycena akcji Spółki na 30 września 2017

Pozycje	Wartość
Wartość akcji Spółki wg metody księgowych aktywów netto (tys. zł)	84 856
Liczba akcji (w sztukach)	16 137 050
Wycena wartości jednej akcji (zł)	5,26
Liczba akcji będących przedmiotem zastawu (w sztukach)	5 118 777
Wycena wartości akcji będących przedmiotem zastawu (kPLN)	26 917

Źródło: opracowanie własne

● Wynik wyceny

W wyniku dokonania wyceny Spółki metodą księgową wartości aktywów netto, wartość 16.137.050 akcji w spółce wyniosła **84.856 tysiące złotych (słownie: osiemdziesiąt cztery miliony osiemset pięćdziesiąt sześć tysięcy złotych)**.

OKREŚLENIE WARTOŚCI AKCJI SPÓŁKI (2 z 3)

WYCENA

W tabeli po prawej przedstawiono kursy zamknięcia akcji Spółki za okres ostatnich 60 sesji giełdowych przed 14 grudnia 2017 tj. okres od 20 września do 13 grudnia 2017 r.

Tabela 5: Kursy akcji

Data	Numer sesji	Kurs zamknięcia (A)	Wolumen (B)	Dzienny iloczyn C = A * B	Data	Numer sesji	Kurs zamknięcia (A)	Wolumen (B)	Dzienny iloczyn C = A * B
2017-12-13	1	8,17	11 281,0	92 165,77	2017-10-31	31	10,60	7 192,0	76 235,20
2017-12-12	2	8,52	0,0	0,00	2017-10-30	32	10,40	3,0	31,20
2017-12-11	3	8,52	0,0	0,00	2017-10-27	33	10,09	0,0	0,00
2017-12-08	4	8,52	258,0	2 198,16	2017-10-26	34	10,09	189,0	1 907,01
2017-12-07	5	8,55	0,0	0,00	2017-10-25	35	10,09	156,0	1 574,04
2017-12-06	6	8,55	3,0	25,65	2017-10-24	36	10,00	340,0	3 400,00
2017-12-05	7	8,58	689,0	5 911,62	2017-10-23	37	10,06	200,0	2 012,00
2017-12-04	8	8,80	0,0	0,00	2017-10-20	38	10,34	120,0	1 240,80
2017-12-01	9	8,80	0,0	0,00	2017-10-19	39	10,08	217,0	2 187,36
2017-11-30	10	8,80	665,0	5 852,00	2017-10-18	40	10,44	976,0	10 189,44
2017-11-29	11	9,20	600,0	5 520,00	2017-10-17	41	10,83	14,0	151,62
2017-11-28	12	9,11	160,0	1 457,60	2017-10-16	42	10,65	315,0	3 354,75
2017-11-27	13	8,90	0,0	0,00	2017-10-13	43	10,68	293,0	3 129,24
2017-11-24	14	8,90	2 427,0	21 600,30	2017-10-12	44	10,66	0,0	0,00
2017-11-23	15	8,32	446,0	3 710,72	2017-10-11	45	10,66	1 736,0	18 505,76
2017-11-22	16	8,64	5 280,0	45 619,20	2017-10-10	46	11,12	1 015,0	11 286,80
2017-11-21	17	9,60	400,0	3 840,00	2017-10-09	47	10,64	1 505,0	16 013,20
2017-11-20	18	10,00	742,0	7 420,00	2017-10-06	48	10,19	1 603,0	16 334,57
2017-11-17	19	9,99	566,0	5 654,34	2017-10-05	49	11,00	3 830,0	42 130,00
2017-11-16	20	9,60	1 710,0	16 416,00	2017-10-04	50	12,24	2 673,0	32 717,52
2017-11-15	21	10,14	1 242,0	12 593,88	2017-10-03	51	12,24	1 895,0	23 194,80
2017-11-14	22	10,19	0,0	0,00	2017-10-02	52	12,49	660,0	8 243,40
2017-11-13	23	10,19	101,0	1 029,19	2017-09-29	53	12,30	3 055,0	37 576,50
2017-11-10	24	10,10	200,0	2 020,00	2017-09-28	54	12,30	3 976,0	48 904,80
2017-11-09	25	10,69	0,0	0,00	2017-09-27	55	12,29	2 888,0	35 493,52
2017-11-08	26	10,69	0,0	0,00	2017-09-26	56	12,30	1 400,0	17 220,00
2017-11-07	27	10,69	0,0	0,00	2017-09-25	57	11,90	358,0	4 260,20
2017-11-06	28	10,69	3 000,0	32 070,00	2017-09-22	58	12,39	250,0	3 097,50
2017-11-03	29	10,70	0,0	0,00	2017-09-21	59	11,85	336,0	3 981,60
2017-11-02	30	10,70	254,0	2 717,80	2017-09-20	60	12,69	9 222,0	117 027,18
SUMA			30 024,0	267 822,23				46 417,0	541 400,01
SUMA WOLUMEN (B)									76 441,0
SUMA DZIENNY ILOCZYN (C)									809 222,24
Średnia ważona cena D = Suma C / Suma B									10,59

Źródło: www.gpw.pl

OKREŚLENIE WARTOŚCI AKCJI SPÓŁKI (3 z 3)

WYCENA

W wyniku dokonania wyceny Spółki metodą kapitalizacji rynkowej, wartość 5.118.777 akcji Spółki wyniosła 54.207,8 tys. (słownie: pięćdziesiąt cztery miliony dwieście siedem tysięcy osiemset) złotych.

• Liczba wszystkich akcji Spółki

W okresie od 1 stycznia 2017 r. do 14 grudnia 2017 r. liczba wszystkich akcji Spółki była niezmienna i wynosiła 16.137.050 sztuk.

Biorąc pod uwagę fakt, że kapitalizacja rynkowa odzwierciedla więcej zmiennych, uwarunkowań i ryzyk niż wycena oparta na księgowej wartości aktywów netto Spółki, przyjmujemy, że kapitalizacja rynkowa jest bardziej wiarygodnym obrazem bieżącej wartości przedsiębiorstwa niż wycena przeprowadzona przy zastosowaniu metody księgowej wartości aktywów netto w oparciu o informacje z Kwartalnego Sprawozdania na dzień 30 września 2017. **Biorąc pod uwagę powyższe, wartość akcji spółki na dzień 14 grudnia 2017 r., określona na podstawie przedstawionej analizy wyniosła: 170.891,4 tys. złotych tj. 10,59 zł / akcję.**

• Wynik wyceny

W wyniku dokonania wyceny Spółki metodą kapitalizacji rynkowej, wartość 16.137.050 akcji Spółki wyniosła 170.891,4 tysięcy (słownie: sto siedemdziesiąt milionów osiemset dziewięćdziesiąt jeden tysięcy czterysta) złotych zatem wartość 1 (słownie: jednej) akcji wyniosła 10,59 zł.

Przyjmując, że cena 10,59 zł / akcję to cena średnia dla wszystkich akcji, to wartość pakietu, który może być przedmiotem zastawu pod emisję obligacji tj. 5.118.777 akcji, co stanowi 31,72 % wszystkich akcji, wynosi: 54.207,8 tys. (słownie: pięćdziesiąt cztery miliony dwieście siedem tysięcy osiemset) złotych.

Tabela 6. Wycena akcji Spółki na 14 grudnia 2017

Pozycje	Wartość
Kurs średni akcji w okresie 20.09 - 13.12.2017 (zł)	10,59
Liczba akcji (w sztukach)	16 137 050
Wycena wartości jednej akcji (zł)	10,59
Wycena wartości Spółki (kPLN)	170 891,4
Liczba akcji, które mogą być przedmiotem zastawu (w sztukach)	5 118 777
Wycena wartości akcji, które mogą być przedmiotem zastawu (kPLN)	54 207,8

Źródło: opracowanie własne

SPIS TREŚCI

Polska Grupa Audytorska
Sp. z o.o. sp.k.
Ul. Jana III Sobieskiego
104 lok. 49, piętro VI,
00-764 Warszawa

Bartłomiej Kurylak
Tel: +48 605 626 926
Email:
bkurylak@pga-audyt.pl
Partner

Kamil Walczuk
Tel: +48 606 394 593
Email:
kwalczuk@pga-audyt.pl
Partner

Zbigniew Jaworowski
Tel: +48 507 746 553
Email:
zjaworowski@pga-audyt.pl
Dyrektor

PODSUMOWANIE

List przewodni	2
Słownik terminów	6
Podsumowanie wyceny	7

WPROWADZENIE

Najważniejsze informacje	10
Charakterystyka Spółki	12

METODOLOGIA WYCENY

Wycena metodą księgową wartości aktywów netto	15
Wycena metodą kapitalizacji rynkowej	16

WYCENA

Określenie wartości akcji Spółki	18
----------------------------------	----

NOTA PRAWNA

Zastrzeżenia i ograniczenia	22
-----------------------------	----

ZASTRZEŻENIA I OGRANICZENIA

NOTA PRAWNA

Zastrzeżenia i ograniczenia

Niniejsze opracowanie stanowi całość i żadna z jego części lub stron nie może być interpretowana bez przeczytania całości, a zwłaszcza jego zastrzeżeń i ograniczeń.

Niniejszy dokument, a także wszystkie sformułowane w nim opinie i zaprezentowane wnioski podlegają i są zależne od wymienionych poniżej ogólnych zastrzeżeń i ograniczeń, a także wszelkich innych warunków, zastrzeżeń i ograniczeń, które mogą zostać wymienione w niniejszym dokumencie.

Należy zaznaczyć, że zastosowanie innych metod wyceny przyniosłoby inne rezultaty wyceny wartości Spółki.

Założenia kontynuacji działalności i braku nieujawnionych zobowiązań warunkowych:

Niniejszy dokument jest oparty m.in. na bieżącej kondycji finansowej Spółki i stanie jej aktywów. Niniejsze opracowanie powstało m.in. na podstawie danych ujawnionych w bilansie Spółki przedstawionym przez Spółkę na dzień 30 września 2017 (nie podlegał badaniu przez biegłego rewidenta), m.in. przy założeniu, że nie istnieją inne niż wykazane w bilansie aktywa i zobowiązania (w tym warunkowe) Spółki, a także że aktywa Spółki nie są objęte zastawem, hipoteką lub innym zabezpieczeniem zobowiązań innych podmiotów.

Wpływ raportu na samodzielność podejmowania decyzji inwestycyjnych

Ani niniejszy dokument, ani opinie w nim wyrażone nie stanowią opinii o stanie majątkowym lub finansowym Spółki, ani rekomendacji podejmowania jakichkolwiek decyzji inwestycyjnych. Wartość Spółki określona w konkretnych transakcjach rynkowych - z wielu względów niezależnych od podmiotu sporządzającego dokument - może różnić się od wartości ujętej w niniejszym dokumencie.

Niniejsze opracowanie stanowi całość i żadna z jego części lub stron nie może być interpretowana bez przeczytania całości, a zwłaszcza jego zastrzeżeń i ograniczeń.

Źródła informacji

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z wykorzystaniem dostępnych informacji i założeń przedstawionych w bilansie Spółki i zawiera informacje w takiej formie, w jakiej zostały one ujawnione przez Spółkę. Założono, że wszystkie te informacje są prawdziwe i rzetelne oraz odzwierciedlające stan faktyczny oraz najlepszą wiedzę Zarządu Spółki. Podczas prac opieraliśmy się na nieaudytowanych informacjach finansowych oraz innych danych otrzymanych od Spółki.

ZASTRZEŻENIA I OGRANICZENIA

NOTA PRAWNA

Zastrzeżenia i ograniczenia

Nasz osąd jest zależny od tego, czy podane informacje były kompletne i dokładne we wszystkich istotnych aspektach. Zgodnie z przyjętymi zasadami przy dokonywaniu wycen, zakres naszych prac nie pozwala nam ponosić odpowiedzialności za dokładność i kompletność dostarczonych informacji.

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

PGA nie była zaangażowana do, i tym samym nie przeprowadziła, weryfikacji otrzymanych informacji i nie wydaje opinii na ich temat. W szczególności, zakres naszych prac nie obejmował procedur, które są przewidziane przez prawo oraz normy wykonywania zawodu biegłego rewidenta w relacji do przeprowadzania badania sprawozdań finansowych Spółki w rozumieniu Ustawy o rachunkowości z dnia 29 września 1994 roku w celu wydania opinii o jego prawidłowości i rzetelności. W związku z tym nie wydajemy takiej opinii.

Aktualizacja

Niniejszy dokument nie podlega aktualizacji w oparciu o zdarzenia mające miejsce pomiędzy dniem wyceny, a dniem sporządzenia niniejszego opracowania oraz po dniu jego publikacji.

Dystrybucja dokumentu

Niniejszy dokument został sporządzony wyłącznie na potrzeby w nim wymienione.

Niniejszy dokument nie jest przeznaczony do użytku ogólnego lub publikacji bez uprzedniej pisemnej zgody Polskiej Grupy Audytorskiej Spółki z ograniczoną odpowiedzialnością sp. k.

Powyższe zastrzeżenie nie dotyczy:

- a) możliwości załączania kopii wyceny do Warunków Emisji Obligacji,
- b) możliwości przekazywania kopii wyceny potencjalnym inwestorom obligacji oraz obligatariuszom,
- c) możliwości załączenia wyceny do Noty Informacyjnej w rozumieniu Regulaminu ASO GPW / ASO BondSpot, która będzie publicznie dostępna dla inwestorów na stronie internetowej Emitenta, stronie internetowej www.gpwcatalyst.pl lub innych stronach na których będzie opublikowana Nota Informacyjna.

ZASTRZEŻENIA I OGRANICZENIA

NOTA PRAWNA

Zastrzeżenia i ograniczenia

Zastrzeżenia dotyczące odpowiedzialności

Nie przyjmujemy odpowiedzialności wobec osób trzecich z tytułu treści niniejszego dokumentu.

Deklaracja niezależności

Zarówno podmiot uprawniony jak i osoby sporządzające dokument stwierdzają, że pozostają niezależni od Spółki oraz Zleceniodawcy i nie pozostają ze Spółką oraz Zleceniodawcą w jakichkolwiek stałych lub czasowych relacjach prawnych, poza zleceniem przygotowania niniejszej opinii.

Wykorzystanie dokumentu

Dokument stanowi zarówno tajemnicę przedsiębiorstwa Polska Grupa Audytorska Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością sp.k., jak i podlega ochronie prawno-autorskiej i nie może być wykorzystywany bez wyraźnej uprzedniej zgody uprawnionego podmiotu.

Wycena została przygotowana dla potrzeb Zleceniodawcy i w celu określonym w Raporcie. Raport nie może być wykorzystany w jakimkolwiek innym celu bądź udostępniony jakiegokolwiek innej stronie (z wyjątkiem audytorów i doradców Zleceniodawcy lub Firmy oraz uprawnionych organów administracji publicznej) bez uprzedniej pisemnej zgody od strony PGA.

Ewentualne strony trzecie, które na mocy odpowiednich umów otrzymają dostęp do niniejszej Wyceny powinny być poinformowane, iż nasi doradcy są gotowi udzielić wyjaśnień dotyczących Wyceny.



Bartłomiej Kurylak
Partner

M: +48 605 626 926
E: bkurylak@pga-audyt.pl

Kamil Walczuk
Partner

M: +48 606 394 593
E: kwalczuk@pga-audyt.pl

Polska Grupa Audytorska spółka z ograniczoną odpowiedzialnością Sp. k.,
Ul. Jana III Sobieskiego 104 lok. 49, piętro VI, 00-764 Warszawa