

# Raport z wyceny przedsiębiorstwa:

## Adatex Deweloper S.A.



**Przygotowany dla:**

**Adatex sp. z o.o.**

przez:

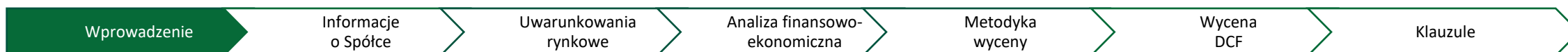
**Yarra Consulting Sp. z o.o.**

data dokumentu: 30.11.2021 r.



# Podsumowanie wyceny

<b>Przedmiot wyceny</b>	<b>Wartość rynkowa przedsiębiorstwa ADATEX DEWELOPER S.A.</b>
<b>Data wyceny</b>	30.06.2021 r.
<b>Zastosowane metody wyceny</b>	Metoda dochodowa zdyskontowanych przepływów pieniężnych
<b>Wartość przedmiotu wyceny</b>	<b>36.934.100 zł</b> <b>/słownie: trzydzieści sześć milionów dziewięćset trzydzieści cztery tysiące sto złotych/</b>
<b>Data sporządzenia wyceny</b>	30.11.2021 r.
<b>Legitymacja wyceny</b>	Raport z wyceny Spółki został sporządzony przez Yarra Consulting Sp. z o.o. KRS: 0000613327 Podstawą sporządzenia wyceny przedsiębiorstwa ADATEX DEWELOPER S.A. jest umowa pomiędzy wykonawcą a ADATEX Sp. z o.o. z dnia 08.11.2021 r.
<b>Autor opracowania</b>	Robert Jaruga Yarra Consulting Sp. z o.o. KRS: 0000613327



# Streszczenie

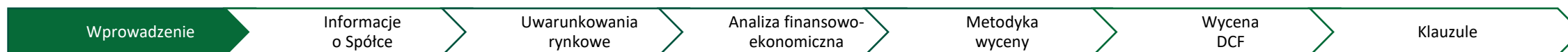
Przedmiotem wyceny jest przedsiębiorstwo ADATEX DEWELOPER S.A..

Adatex Deweloper S.A. (wcześniej PIK S.A) jest spółką giełdową notowaną na rynku Newconnect od 2013 r. W 2019 r. wraz z nabyciem znaczących pakietów akcji przez nowego inwestora Pana Roberta Kijaka nastąpiła zmiana profilu działalności przedsiębiorstwa. Obecnie spółka działająca pod nazwą Adatex Deweloper S.A. koncentruje się na projektach deweloperskich, takich jak budynki wielorodzinne oraz obiekty usługowo-handlowe.

Oszacowana metodą dochodową wartość przedsiębiorstwa wynosi **36.934.100 zł** /słownie: trzydzieści sześć milionów dziewięćset trzydzieści cztery tysiące sto złotych/.

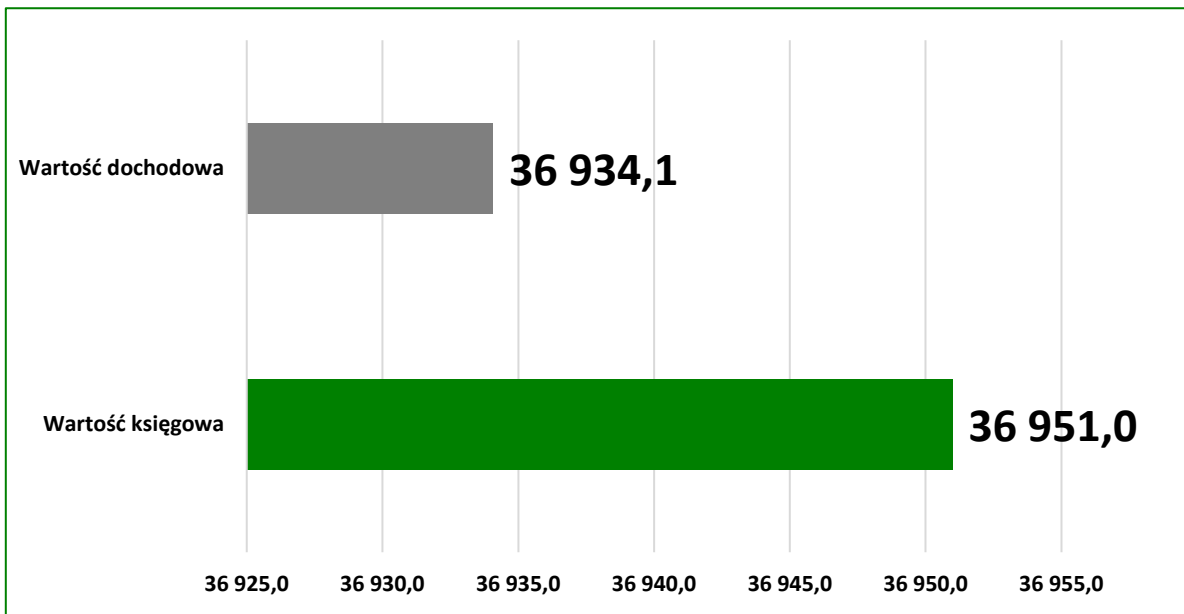
Wartość przedsiębiorstwa oszacowana metodą dochodową jest zbliżona do aktualnej wartości księgowej kapitałów własnych spółki, wynoszącej na koniec II kwartału 2021 r. 36.951 tys. zł /słownie trzydzieści sześć milionów dziewięćset pięćdziesiąt jeden tysięcy złotych/.

Kluczowe obszary wzrostu wartości przedsiębiorstwa a zarazem główne czynniki ryzyka to przede wszystkim: dalszy wzrost skali działania, zapewnienie odpowiedniego finansowania, zdolność do dalszego pozyskiwania atrakcyjnych gruntów oraz finalna rentowność projektów deweloperskich.



# 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.;
- Wewnętrzne projekcje finansowe spółki na lata 2021-2024;
- 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 Developer S.A. (wcześniej PIK S.A)** jest spółką giełdową notowaną na rynku Newconnect od 2013 r. W 2019 r. wraz z nabyciem znaczących pakietów akcji przez nowego inwestora Pana Roberta Kijaka nastąpiła zmiana profilu działalności.

Obecnie spółka działająca pod nazwą Adatex Developer S.A. koncentruje się na projektach deweloperskich, takich jak budynki wielorodzinne oraz obiekty usługowo-handlowe. Obecnie spółka realizuje dwa projektu deweloperskie zlokalizowane w Sosnowcu oraz w miejscowości Otrębusy pod Warszawą.

## DANE REJESTROWE

**Adatex Developer Spółka Akcyjna**

**ul. Graniczna 34B/U24**

**41-303 Dąbrowa Górnicza**

NIP: 6922492411 REGON: 021441191; KRS: 0000451245

**Kapitał Zakładowy:** 5.400.000 zł dzielący się na 54.000.000 akcji o wartości nominalnej 0,10 zł każda;

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

## ZARZĄD

Sylwia Kijak	Prezes Zarządu
Przemysław Leśniak	Wiceprezes Zarządu

## Akcjonariusze

Akcjonariusze	Liczba akcji	Udział
Robert Kijak	40.523.400	75,04%
Krzysztof Moska	2.837.102	5,25%
Adam Łonoszka	2.785.049	5,16%
Pozostali	7.854.449	14,55%

źródło: [www.stooq.pl](http://www.stooq.pl)

Wprowadzenie

Informacje  
o Spółce

Uwarunkowania  
rynkowe

Analiza finansowo-  
ekonomiczna

Metodyka  
wyceny

Wycena  
DCF

Klauzule

# Informacje o spółce

Podstawowe informacje o spółce:

- Rejestracja spółki PIK S.A. w KRS miała miejsce 14 lutego 2013 r.
- W 2019 r. wraz z nabyciem istotnych pakietów akcji przez nowych inwestorów nastąpiła zmiana profilu działalności na obecnie funkcjonującą.
- Zgodnie informacją zawartą w raporcie giełdowym EBI 20/2019 z dnia 28.06.2019 r. Zwyczajne Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy spółki PIK S.A. uchwaliło:
  - zmianę przedmiotu działalności oraz zmianę nazwy przedsiębiorstwa na ADATEX DEWELOPER S.A.,
  - podwyższenie kapitału zakładowego spółki poprzez emisję akcji serii D w drodze subskrypcji prywatnej z wyłączeniem prawa poboru dotychczasowych akcjonariuszy – emisja kierowana do strategicznego inwestora.
  - zgodę na nabycie nieruchomości w Sosnowcu /celem prowadzenia działalności deweloperskiej/.
- Zgodnie informacją zawartą w raporcie giełdowym EBI 2/2020 z dnia 08.01.2020 r. Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy spółki Adatex Deweloper S.A. uchwaliło:
  - podwyższenie kapitału zakładowego spółki poprzez emisję akcji serii E w drodze subskrypcji prywatnej z wyłączeniem prawa poboru dotychczasowych akcjonariuszy – emisja kierowana do strategicznego inwestora związana z nabyciem nieruchomości położonej w Otrębusach pod Warszawą celem prowadzenia działalności deweloperskiej.
- 10.02.2020 r. spółka rozpoczęła realizację inwestycji w Sosnowcu pod nazwą „Osiedle Gwiezdna” gdzie docelowo ma powstać kompleks 4 obiektów 9-cio kondygnacyjnych o łącznej powierzchni użytkowej mieszkań 11.676 dla 226 lokali mieszkalnych.
- We wrześniu 2020 r. rozpoczęto inwestycję w Otrębusach pod Warszawą, gdzie spółka planuje wybudować docelowo osiedle mieszkaniowe składające się z 80 budynków dwurodzinnych.
- Według raportu giełdowego spółki EBI16/2021 z dnia 15.11.2021 r. w okresie do końca III kwartału 2021 r. spółka zawarła 46 Umów Deweloperskich dla lokali mieszkalnych inwestycji „Zielona Podkowa” w Otrębusach oraz 27 Umów Deweloperskich dla lokali mieszkalnych inwestycji „Osiedle Gwiezdna” w Sosnowcu.



# Informacje o spółce

Rys 2. Wizualizacja projektu Zielona Podkowa w Otrębusach pod Warszawą oraz Osiedle Gwiazdna w Sosnowcu.



źródło: [www.adatexsa.pl](http://www.adatexsa.pl)

Wprowadzenie

Informacje  
o Spółce

Uwarunkowania  
rynkowe

Analiza finansowo-  
ekonomiczna

Metodyka  
wyceny

Wycena  
DCF

Klauzule



Wycena metodą dochodową ADATEX DEVELOPER S.A.

## 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.

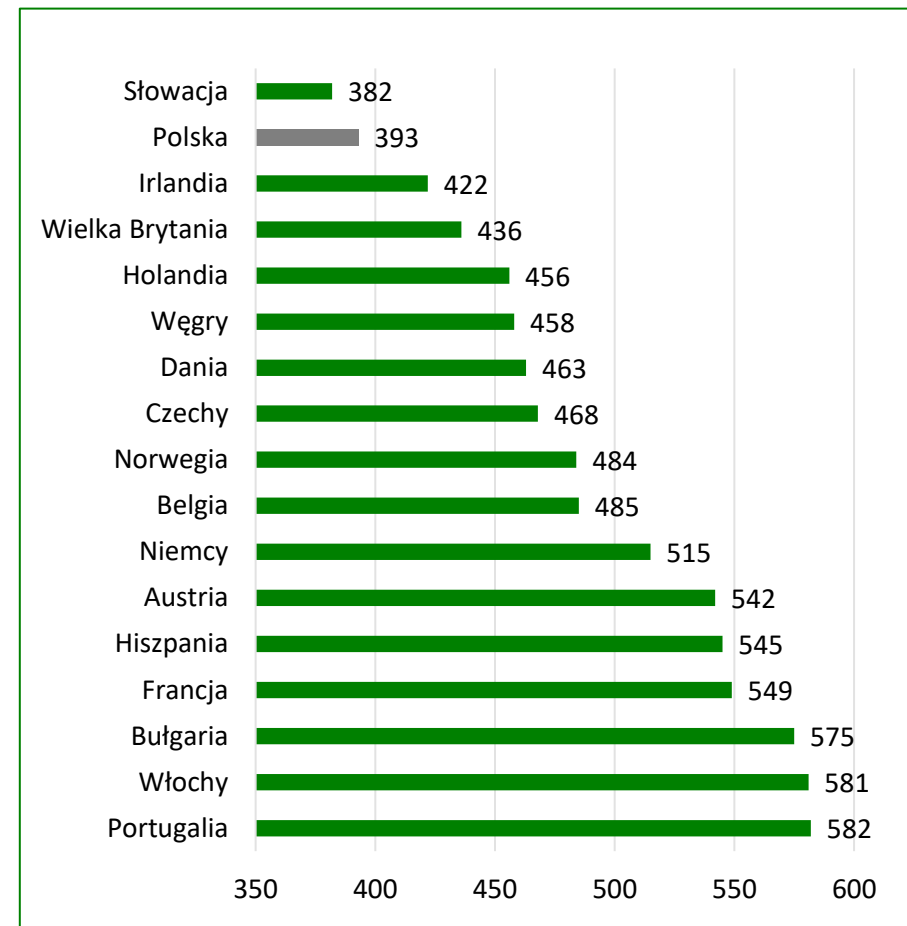
Zgodnie z długoterminowymi prognozami dla rynku nieruchomości zakłada się, że do 2030 r. wartość tego wskaźnika może osiągnąć w Polsce poziom 435.

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

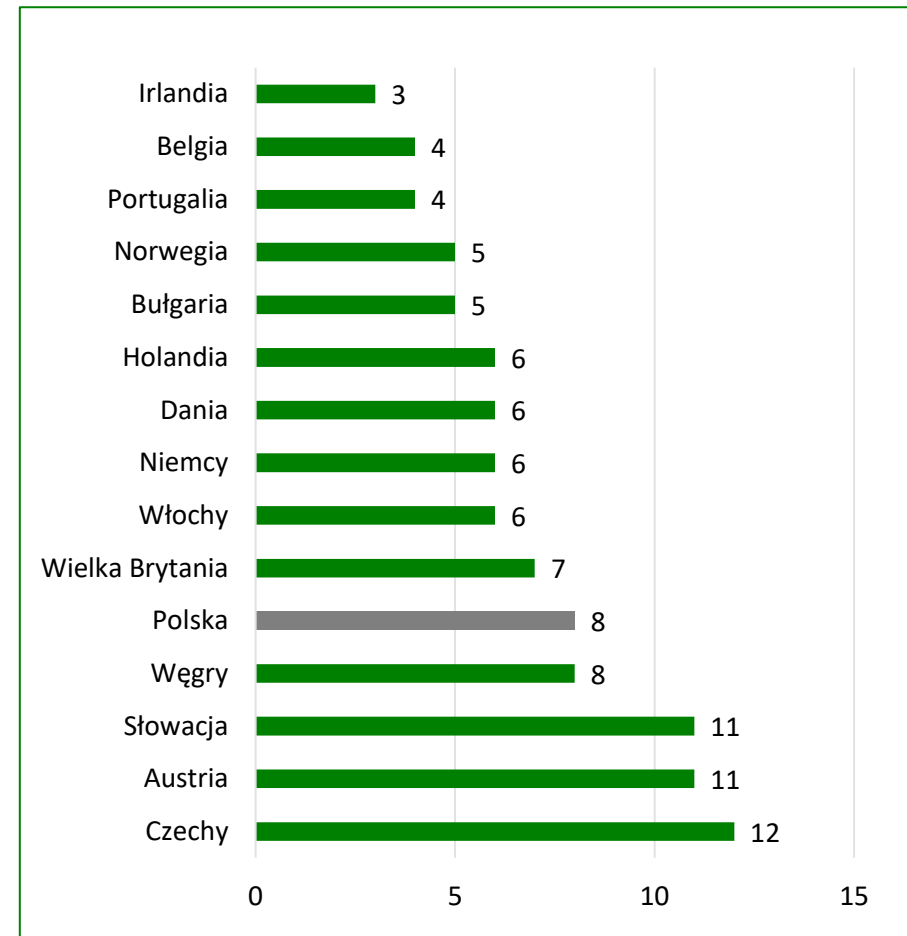
Drugim istotnym wskaźnikiem obrazującym stan rynku mieszkaniowego jest wskaźnik dostępności mieszkań, szacujący relację cen mieszkań do zarobków. Firma Deloitte podaje, że w Polsce na zakup 70-metrowego lokalu trzeba było przeznaczyć w 2020 r. aż 7,6 rocznych pensji brutto. Podobną dostępnością mieszkań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

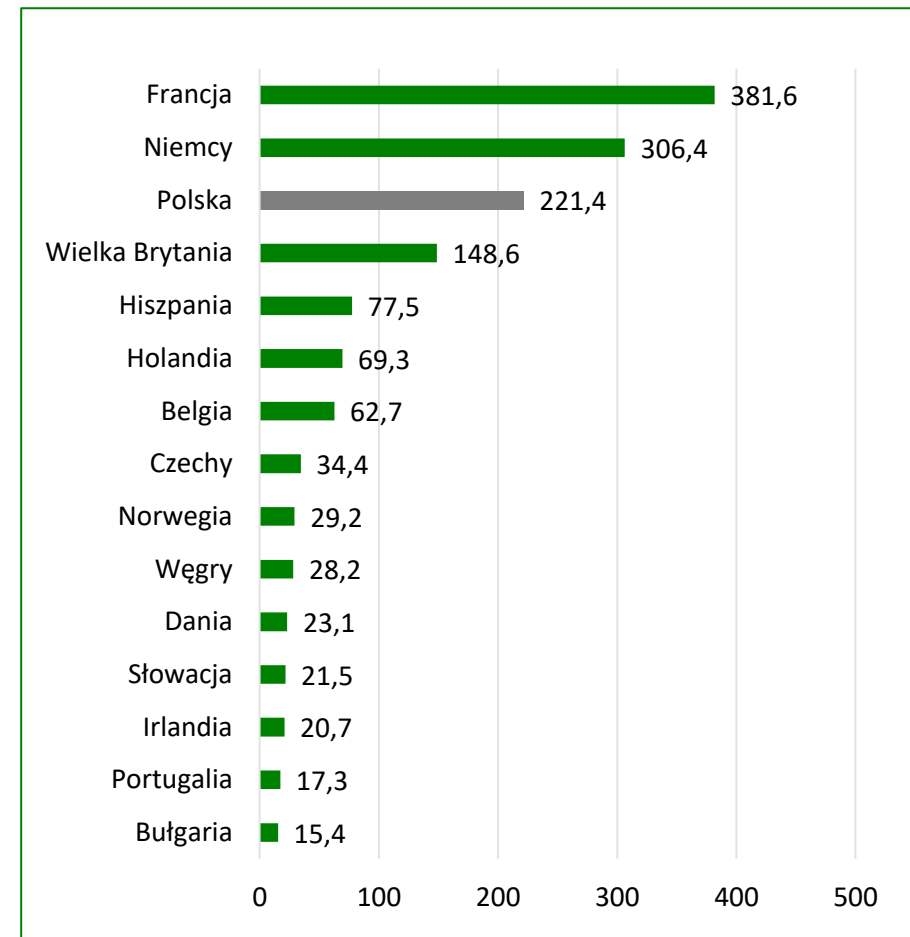
Pod względem liczby mieszkań oddawanych do użytkowania Polskę wyprzedziły w 2020 r. jedynie Francja i Niemcy, a są to kraje znacznie od nas liczniejsze.

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.

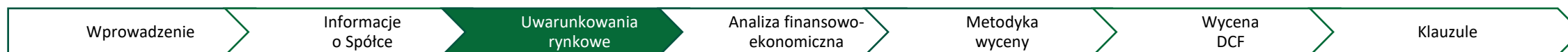
# Charakterystyka rynku mieszkaniowego w Polsce

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.

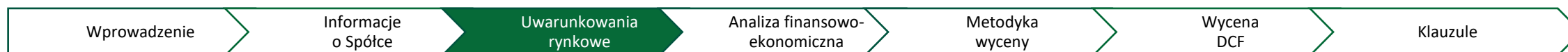
Populacja studentów w Warszawie, Krakowie, Wrocławiu czy Gdańsku i Poznaniu ma znaczącą wielkość, z dynamicznie rosnącą liczbą studentów zagranicznych. Starzejąca się część społeczeństwa tworzy potencjał rozwoju budownictwa senioralnego. W związku z tym, że przeciętna wielkość gospodarstwa domowego stale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



# Koniunktura na rynku mieszkaniowym

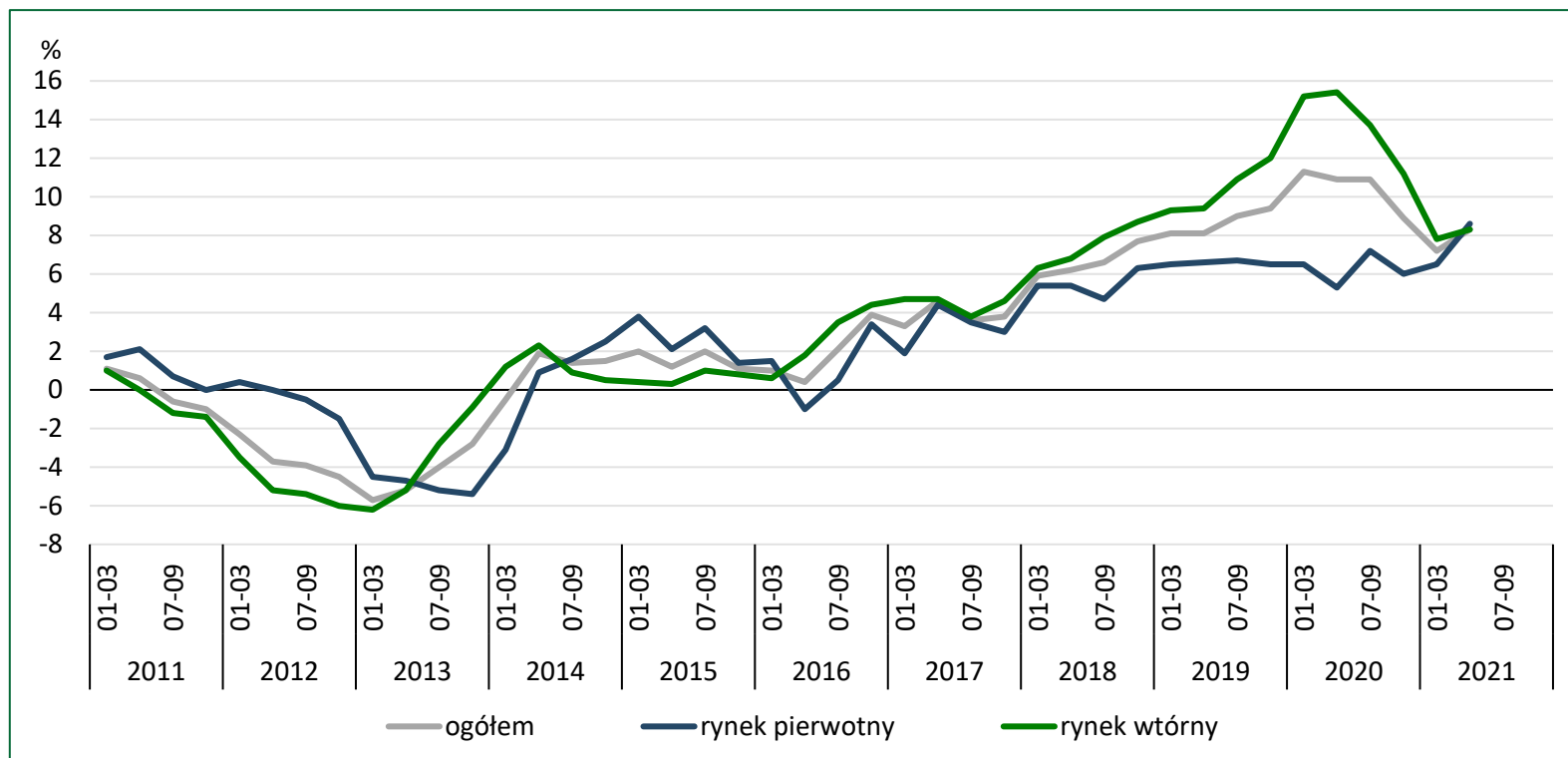
Aktualną ocenę koniunktury na rynku mieszkaniowym oparto na raporcie: **Rynek Mieszkaniowy 3Q21 Centrum Analiz PKO Bank Polski S.A.**

- 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

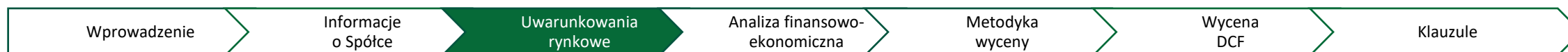
Rys 6. Kwartalne zmiany cen lokali mieszkalnych w stosunku do analogicznego okresu roku poprzedniego, [%].



źródło: GUS

# Koniunktura na rynku mieszkaniowym

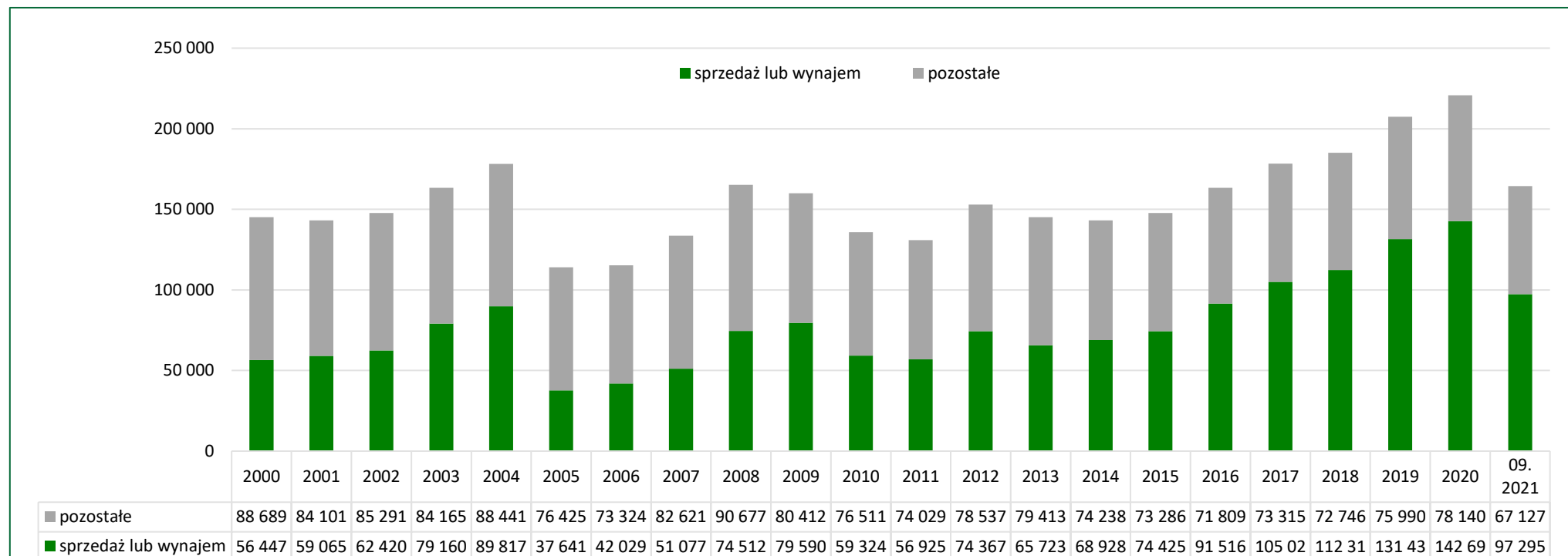
- Akcja kredytowa utrzymuje się na wysokim poziomie. Według danych Związku Banków Polskich w drugim kwartale 2021 r. wartość nowo udzielonych kredytów mieszkaniowych wyniosła 22,1 mld zł (22,3% kw/kw; 64,3% r/r). Według Biura Informacji Kredytowej w lipcu'21 po raz pierwszy w historii miesięczna akcja 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).



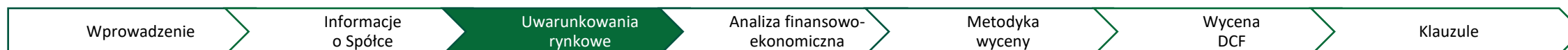


# Koniunktura na rynku mieszkaniowym

Rys 7. Liczba mieszkań oddanych do użytkowania w okresie 2000-09.2021 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.

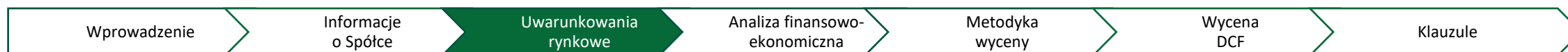
Przesłankami wzrostu cen - w perspektywie roku - są:

- 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

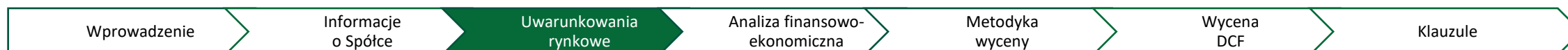
Porównując dynamikę wzrostu cen lokali mieszkalnych na terenie województwa śląskiego zarówno względem województw ościennych, jak również w relacji do głównych rynków regionalnych w Polsce, ceny lokali mieszkalnych na Śląsku wzrosły w 2021 r. w wyższym tempie niż na większości lokalnych rynków.

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
<b>Polska</b>	<b>103,1</b>	<b>108,3</b>
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

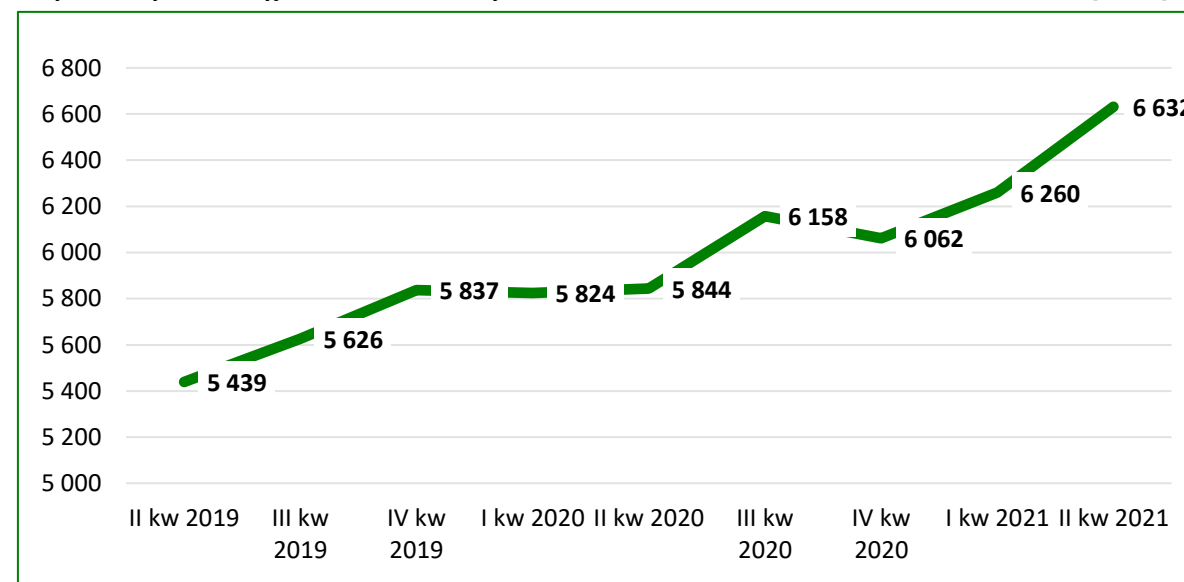


# Regionalna koniunktura na rynku mieszkaniowym

Na przestrzeni ostatnich dwóch lat ceny transakcyjne lokali mieszkalnych w Katowicach wzrosły z 5439 zł/m<sup>2</sup> do poziomu 6.632 zł/m<sup>2</sup> 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/m<sup>2</sup> i była wyższa od cen transakcyjnych osiągniętych w II kwartale 2019 r. o 19,2% (cena transakcyjna wynosiła 4827 zł/m<sup>2</sup>).

Rys 8. Ceny transakcyjne lokali mieszkalnych w Katowicach w okresie II kw. 2019-II kw. 2021 r.; [zł/m<sup>2</sup>].



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 DEVELOPER S.A.

## 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 2018-2019 notowała niewielki przychody ze sprzedaży rzędu 100-300 tys. zł rocznie. Rok 2020 oraz sześć miesięcy 2021 r. to uwzględnienie po stronie sprzedaży rozpoczętych projektów deweloperskich /zwiększenie wartości stanu produktów/, ich wartość wynosiła kolejno 4,5 mln zł w przychodach za 2020 r. oraz 12,7 mln zł na koniec I półrocza 2021 r.

W latach 2018-2019 działalność spółki była nierentowna. W okresie od 2020 r. do końca I półrocza 2021 r. koszty operacyjne nadal przewyższały wartość przychodów ze sprzedaży odzwierciedlając aktualny poziom zaawansowania projektów deweloperskich.

Na koniec I półrocza 2021 r. ujemny wynik na poziomie netto wynosił 1,4 mln zł przy stracie na koniec 2020 r. w wysokości 1,1 mln zł.

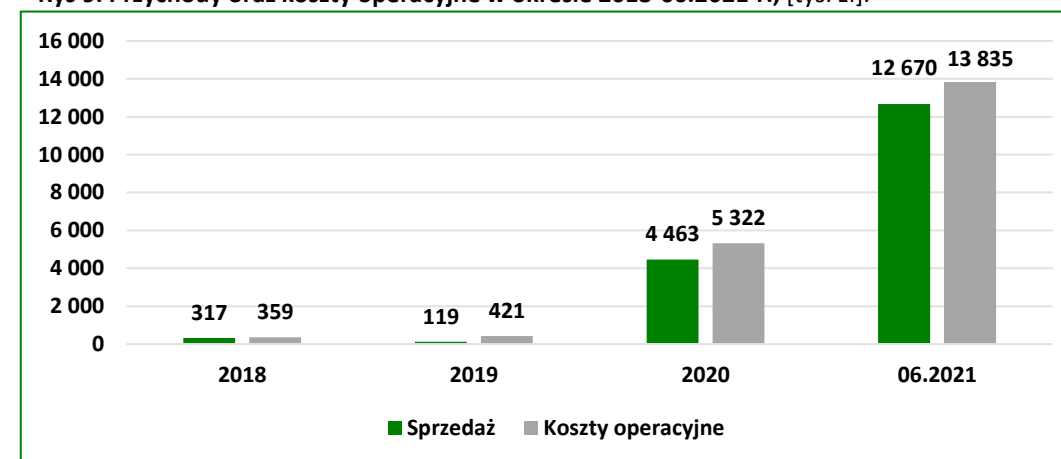
W wyniku przeprowadzonych emisji akcji nastąpił znaczący wzrost kapitałów własnych spółki. Ich wartość wzrosła z 1,1 mln zł na koniec 2018 r. do poziomu ok. 37 mln zł na koniec I półrocza 2021 r. Suma bilansowa w analogicznym okresie wzrosła z 1,1 mln zł do 61,2 mln zł.

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

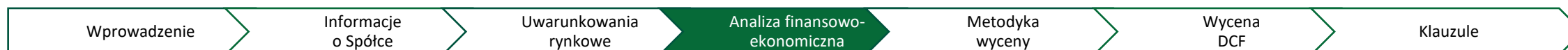
Wyszczególnienie	2018	2019	2020	06.2021
<b>DANE OGÓLNE</b>				
Przychody netto ze sprzedaży	316,7	119,1	4 463,5	12 670,4
Wynik na sprzedaży [tys. zł]	-42,5	-302,0	-858,9	-1 164,2
Wynik operacyjny [tys. zł]	-39,8	-297,0	-826,4	-1 155,0
EBITDA [tys. zł]	48,0	-261,0	-805,3	-1 119,7
Wynik netto [tys. zł]	-37,3	-371,3	-1 079,0	-1 380,5
Kapitał własny [tys. zł]	1 069,9	8 512,2	38 331,5	36 951,0
Suma bilansowa [tys. zł]	1 075,9	8 826,8	44 068,4	61 248,6

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

Cechą szczególną specyfiki działalności spółki po zmianie profilu działalności jest wysoki udział kosztów usług obcych w strukturze kosztów operacyjnych. W 2020 r. udział usług obcych w strukturze kosztów operacyjnych stanowił 87,3% łącznych kosztów operacyjnych.

Wartość usług obcych nominalnie wynosiła w 2020 r. 4,6 mln zł przy 5,3 mln zł łącznych kosztów operacyjnych. Po sześciu miesiącach 2021 r. wartość usług obcych wynosiła 13,1 mln zł przy 13,8 mln zł łącznych kosztów operacyjnych, stanowiąc 94,5% łącznych kosztów operacyjnych.

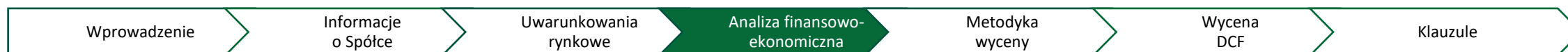
Na pozycję kosztów usług obcych składają się w głównej mierze koszty usług budowlanych. Pozostałe pozycje stanowią niewielki procent kosztów operacyjnych. Największą z nich są koszty wynagrodzeń wraz z pochodnymi stanowiące łącznie 9,1% kosztów operacyjnych w 2020 r. oraz 3% w I półroczu 2021 r. Nominalnie ich wartość wynosiła kolejno: 463,6 tys. zł w 2020 r. oraz 403,2 tys. zł na koniec I półrocza 2021 r. Spółka ponadto poniosła w 2020 r. 54,9 tys. zł kosztów zużycia materiałów i energii, 96,3 tys. zł kosztów podatków i opłat oraz 41,5 tys. zł pozostałych kosztów rodzajowych. Amortyzacja wyniosła 21,2 tys. zł.

Na koniec I półrocza 2021 r. koszty te wyniosły łącznie 352,1 tys. zł, w tym 186 tys. zł pozostałych kosztów rodzajowych, 82,8 tys. zł kosztów podatków i opłat, 48 tys. zł kosztów zużycia materiałów i energii oraz 35,3 tys. zł kosztów amortyzacji.

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

Wyszczególnienie	2018	2019	2020	06.2021
Amortyzacja	87,8	35,9	21,2	35,3
Zużycie materiałów i energii	0,0	0,3	54,9	48,0
Usługi obce	77,2	87,4	4 644,9	13 079,3
Podatki i opłaty	5,1	18,9	96,3	82,8
Wynagrodzenia	177,0	244,2	388,2	335,8
Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	11,9	33,3	75,4	67,4
Pozostałe koszty rodzajowe	0,3	1,1	41,5	186,0
Wartość sprzedanych towarów i materiałów	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Ogółem</b>	<b>359,2</b>	<b>421,1</b>	<b>5 322,4</b>	<b>13 834,5</b>

źródło: opracowanie własne na podstawie danych Spółki





# Analiza ekonomiczno-finansowa

W okresie 2018-06.2021 suma bilansowa spółki wzrosła z 1,1 mln zł do 61,2 mln zł. Spółka wykazuje niewielkie aktywa trwałe, które na koniec czerwca 2021 r. wynosiły 0,3 mln zł przy wartości na poziomie 0,7 mln zł na koniec 2018 r. i 1,3 mln zł na koniec 2019 r. Główną pozycją aktywów trwałych w poprzednich latach były inwestycje długoterminowe. Natomiast od 2022 r. po upłynięciu inwestycji długoterminowych spółka wykazuje niemal wyłącznie rzeczowe aktywa trwałe. Należy dodać, że aktywa trwałe na koniec czerwca 2021 r. stanowiły zaledwie 0,6% sumy bilansowej, podobnie na koniec 2020 r.

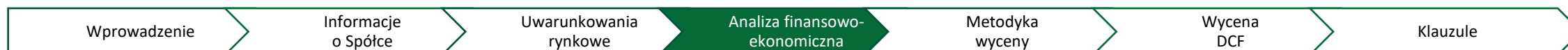
Wartość aktywów obrotowych systematycznie rosła w analizowanym okresie. Istotny wzrost aktywów obrotowych miał miejsce już w 2019 r. co jest wynikiem znaczącego wzrostu zapasów /grunty przeznaczone na cele projektów deweloperskich/. Aktywa obrotowe wzrosły w analizowanym okresie z 0,4 mln zł do 60,9 mln zł, w zdecydowanym stopniu w wyniku wzrostu wartości zapasów, które stanowiły kolejno: na koniec 2020 r. 98,3% sumy bilansowej oraz na koniec I półrocza 2021 r. 97,4% sumy bilansowej. Nominalnie ich wartość wynosiła 43,3 mln zł na koniec 2020 r. oraz 59,7 mln zł na koniec I półrocza 2021 r.

Ponadto spółka wykazywała na koniec I półrocza 2021 r. 1 mln zł inwestycji krótkoterminowych /środków pieniężnych/ a także 0,2 mln zł krótkoterminowych rozliczeń międzyokresowych i zaledwie 17,3 tys. zł należności. W porównaniu do końca 2020 r. nastąpił wzrost inwestycji krótkoterminowych o ok. 0,7 mln zł oraz krótkoterminowych rozliczeń międzyokresowych o ok. 0,2 mln zł oraz spadek należności o ok. 0,2 mln zł.

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

Bilans Aktywa	2018	2019	2020	06.2021
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>695,6</b>	<b>1 250,0</b>	<b>246,7</b>	<b>348,5</b>
I. Wartości niematerialne i prawne	0,0	0,0	0,0	0,0
II. Rzeczowe aktywa trwałe	138,4	0,0	241,2	343,1
III. Należności długoterminowe	0,0	0,0	0,0	0,0
IV. Inwestycje długoterminowe	557,2	1 250,0	0,0	0,0
V. Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0,0	0,0	5,4	5,4
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>380,3</b>	<b>7 576,8</b>	<b>43 821,7</b>	<b>60 900,0</b>
I. Zapasy	0,0	7 477,4	43 305,1	59 672,9
II. Należności krótkoterminowe	27,6	12,0	224,8	17,3
III. Inwestycje krótkoterminowe	270,5	85,2	284,4	1 007,2
IV. Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	82,1	2,2	7,4	202,6
<b>AKTYWA RAZEM</b>	<b>1 075,9</b>	<b>8 826,8</b>	<b>44 068,4</b>	<b>61 248,6</b>

źródło: opracowanie własne na podstawie danych Spółki



# Analiza ekonomiczno-finansowa

W okresie między 2018 r. a 30 czerwca 2021 r. w wyniku przeprowadzonych emisji akcji wartość kapitałów własnych spółki wzrosła z 1,1 mln zł do 37 mln zł. Jednocześnie należy dodać, że spółka nie wypracowała w prezentowanym okresie zysku netto.

W całym analizowanym okresie głównym źródłem finansowania aktywów były kapitały własne. Udział kapitałów własnych w finansowaniu aktywów spadł z 99,4% w 2018 r. do 60,3% na koniec I półrocza 2021 r.

Ponadto spółka od 2020 r. w istotnym stopniu finansuje aktywa z zobowiązań krótkoterminowych oraz w I kwartale 2021 r. także z rozliczeń międzyokresowych.

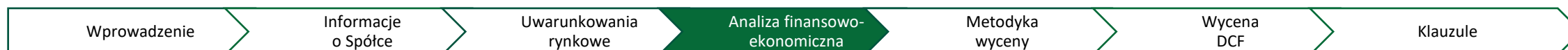
Na koniec I półrocza 2021 r. wartość zobowiązań krótkoterminowych wynosiła 18,1 mln zł stanowiąc 29,5% sumy bilansowej a wartość biernych rozliczeń międzyokresowych wynosiła 6,1 mln zł co stanowiło 10% sumy bilansowej. Na koniec 2020 r. zobowiązania krótkoterminowe wynosiły 5,7 mln zł co stanowiło 12,9% sumy bilansowej.

Pozostałe pozycje zobowiązań w analizowanym okresie mają charakter marginalny. Maksymalna wartość zobowiązań długoterminowych na koniec I półrocza 2021 r. wynosiła 95,1 tys. zł /0,16% sumy bilansowej/.

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

Bilans Pasywa	2018	2019	2020	06.2021
<b>Kapitał (fundusz) własny</b>	<b>1 069,9</b>	<b>8 512,2</b>	<b>38 331,5</b>	<b>36 951,0</b>
I. Kapitał (fundusz) podstawowy	950,2	1 660,2	4 910,2	5 400,0
II. Kapitał (fundusz) zapasowy	1 196,3	8 306,3	35 954,5	35 464,7
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	-1 039,3	-1 083,0	-1 454,3	-2 533,2
VI. Zysk (strata) netto	-37,3	-371,3	-1 079,0	-1 380,5
VII. Odpisy z zysku netto w ciągu roku obrotowego	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania</b>	<b>6,0</b>	<b>314,6</b>	<b>5 736,9</b>	<b>24 297,6</b>
I. Rezerwy na zobowiązania	0,0	0,0	6,2	6,2
II. Zobowiązania długoterminowe	0,0	0,0	35,2	95,1
III. Zobowiązania krótkoterminowe	6,0	314,6	5 695,5	18 062,6
IV. Rozliczenia międzyokresowe	0,0	0,0	0,0	6 133,7
<b>PASYWA RAZEM</b>	<b>1 075,9</b>	<b>8 826,8</b>	<b>44 068,4</b>	<b>61 248,6</b>

źródło: opracowanie własne na podstawie danych Spółki



# Analiza ekonomiczno-finansowa

Spółka w całym analizowanym okresie notowała ujemne rentowności na wszystkich poziomach rachunku zysków i strat jak również w relacji do sumy aktywów oraz kapitałów własnych.

W latach 2018-2019 ujemna rentowność była głównie podyktowana bardzo małą skalą działalności, nie pozwalającą na pełne pokrycie kosztów operacyjnych, natomiast od 2020 r. wynika z obecnego poziomu zaawansowania prac nad projektami deweloperskimi. Ujemny wskaźnik rentowności sprzedaży na koniec I półrocza 2021 r. wynosi (-) 9,2%, podobnie wskaźnik rentowności operacyjnej EBIT (-) 9,1% oraz rentowności netto (-) 10,9%.

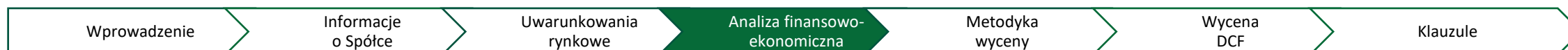
Oczekuje się, że wraz z zakończeniem realizacji projektów deweloperskich w latach 2022-2025 spółka powinna zanotować dodatnie rentowności sprzedaży.

Podobnie w przypadku rentowności kapitałów własnych oraz aktywów (majątku). Ze względu na znaczący wzrost wartości kapitałów własnych oraz sumy bilansowej ujemne wskaźniki rentowności kapitałów własnych oraz aktywów są relatywnie niskie i powinny ulec zmianie na dodatnie wraz z zakończeniem realizacji pierwszych projektów deweloperskich. Ujemny wskaźnik rentowności aktywów wyniósł na koniec I półrocza 2021 r. (-) 2,3% a rentowności kapitałów własnych (-) 3,7%.

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

Wyszczególnienie	2018	2019	2020	06.2021
<b>RENTOWNOŚĆ</b>				
<b>Rentowność sprzedaży (ROS)</b> (wynik ze sprzedaży/przychody netto ze sprzedaży)	-13,4%	-253,6%	-19,2%	-9,2%
<b>Rentowność operacyjna (EBIT)</b> (wynik operacyjny/przychody netto ze sprzedaży)	-12,6%	-249,3%	-18,5%	-9,1%
<b>Rentowność netto</b> (wynik finansowy netto/przychody ogółem)	-11,6%	-275,4%	-23,9%	-10,9%
<b>Rentowność majątku (ROA)</b> (wynik finansowy netto/aktywa ogółem)	-3,5%	-4,2%	-2,4%	-2,3%
<b>Rentowność kapitałów własnych (ROE)</b> (wynik finansowy netto/kapitał własny)	-3,5%	-4,4%	-2,8%	-3,7%

źródło: opracowanie własne na podstawie danych Spółki



# Analiza ekonomiczno-finansowa

Spółka notuje wysokie wskaźniki płynności bieżącej oraz niskie wartości pozostałych wskaźników płynności.

Wskaźnik płynności szybkiej uwzględniający wartość zapasów wynosił na koniec 2020 r. 7,69x, natomiast na koniec I półrocza 2021 r. 3,37x.

Wskaźnik płynności szybkiej a więc wskaźnik skorygowany o poziom zapasów wynosił zaledwie 0,09x na koniec 2020 r. i na 0,06x na koniec I półrocza 2021 r. Wartość tą należy uznać za bardzo niską.

Wskaźnik płynności natychmiastowej zakładający pokrycie zobowiązań krótkoterminowych środkami pieniężnymi wynosił na koniec 2020 r. 0,05x i nieznacznie wzrósł na koniec I półrocza do poziomu 0,06x

Spółka wykazuje bardzo długi cykl rotacji zapasów sięgający na koniec czerwca 2021 r. 672 dni oraz 1748 dni na koniec 2020 r.

Cykl rotacji należności wynosi 2 dni na koniec I półrocza 2021 r. przy 10 dniach na koniec 2020 r.

Cykl rotacji zobowiązań wynosi na koniec I półrocza 2021 r. zaledwie 9 dni, podobną wartość spółka wykazała na koniec 2020 r.

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

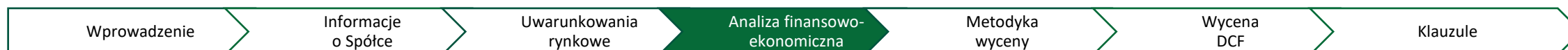
Wyszczególnienie	2018	2019	2020	06.2021
<b>PŁYNNOŚĆ</b>				
<b>Wskaźnik płynności bieżącej</b> (aktywa obrotowe/zobowiązania krótkoterminowe)	63,06	24,08	7,69	3,37
<b>Wskaźnik płynności szybkiej</b> (aktywa obrotowe -zapasy - krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe)/zobowiązania krótkoterminowe	49,44	0,31	0,09	0,06
<b>Wskaźnik płynności natychmiastowej</b> (środki pieniężne/ zobowiązania krótkoterminowe)	44,86	0,27	0,05	0,06

źródło: opracowanie własne na podstawie danych Spółki

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

Wyszczególnienie	2018	2019	2020	06.2021
<b>ROTACJA</b>				
<b>Cykl obrotu zapasami [dni]</b> (średni stan zapasów * 365 dni) / (Koszty Operacyjne - Amortyzacja)	0	3543	1748	672
<b>Cykl obrotu należnościami [dni]</b> (średni stan należności z tyt. dostaw i usług * 365 dni) / (przychody netto ze sprzedaży)	16	61	10	2
<b>Cykl obrotu zobowiązaniami [dni]</b> (średni stan zobowiązań z tyt. dostaw i usług * 365 dni) / (Koszty Operacyjne - Amortyzacja)	1	1	9	9
<b>Cykl obrotu gotówką [dni]</b>	14	3602	1749	665

źródło: opracowanie własne na podstawie danych Spółki



# Analiza ekonomiczno-finansowa

Na przestrzeni lat 2018-2020 wskaźniki zadłużenia uległy zwiększeniu. Tendencja ta była również utrzymana na koniec I połowy 2021 r.

Wskaźnik ogólnego zadłużenia wzrósł do poziomu 39,7% wg stanu na koniec I półrocza 2021 r. Wskaźnik zadłużenia krótkoterminowego wzrósł w analogicznym okresie do poziomu 29,5%

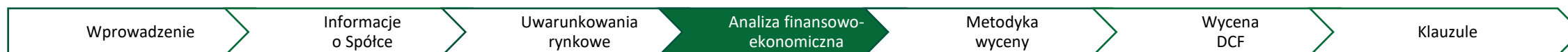
Wartość zobowiązań odsetkowych na koniec I półrocza 2021 r. wynosiła 11,4 mln zł a dług netto 10,4 mln zł.

Mimo wzrostowej tendencji wskaźników zadłużenia są one nadal na bezpiecznych poziomach.

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

Wyszczególnienie	2018	2019	2020	06.2021
<b>ZADŁUŻENIE</b>				
<b>Wskaźnik ogólnego zadłużenia</b> (zobowiązania ogółem/aktywa ogółem)	0,6%	3,6%	13,0%	39,7%
<b>Wskaźnik zadłużenia kapitału własnego</b> (zobowiązania ogółem/kapitał własny)	0,6%	3,7%	15,0%	65,8%
<b>Wskaźnik zadłużenia krótkoterminowego</b> (zobowiązania krótkoterminowe/aktywa ogółem)	0,6%	3,6%	12,9%	29,5%
<b>Wskaźnik zadłużenia długoterminowego</b> (zobowiązania długoterminowe/aktywa ogółem)	0,0%	0,0%	0,1%	0,2%
<b>Wskaźnik wypłacalności (Solvency)</b> (kapitał własny / aktywa ogółem)	99,4%	96,4%	87,0%	60,3%
<b>Zobowiązania odsetkowe</b>	0,0	0,0	5 329,1	11 361,7
<b>Dług netto</b> (zobowiązania kredytowe + obligacje - środki pieniężne)	-270,5	-85,2	5 044,7	10 354,5
<b>Wskaźnik zadłużenia zysku operacyjnego</b> (dług netto / EBITDA)	-563,8%	32,6%	-626,5%	-924,8%

źródło: opracowanie własne na podstawie danych Spółki



Wycena metodą dochodową ADATEX DEVELOPER S.A.

## 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.

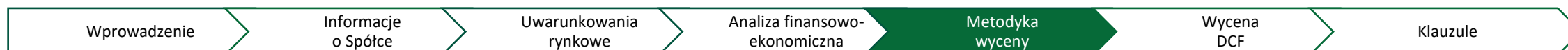
**Podejście rynkowe** wyróżnia dwie podstawowe metody: mnożników rynkowych i mnożników transakcyjnych (transakcji porównywalnych).

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 DEWELOPER S.A.** 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 2025 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 DEWELOPER S.A.** 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 2021-2025.

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

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



# Metoda DCF – Prognoza sprzedaży

Zagadnienie	Kluczowe założenia
Przychody	<p><b>ZAŁOŻENIA OGÓLNE</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Spółka przedstawiła własną prognozę realizacji projektów deweloperskich na lata 2021-2024, która została uzupełniona o założenia dotyczące kolejnego roku (2025).</li> </ul>
	<p><b>PROJEKCJA 2021-2025</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>II połowa 2021 r. projekty Zielona Podkowa oraz Osiedle Gwiazdna w trakcie realizacji – wzrost wartości stanu produktów do poziomu 25.275,9 tys. zł.</li> <li>2022 r. Zakończenie realizacji projektu Zielona Podkowa w Otrębusach Etap 1 i 2; szacowane łączne przychody 35.791,5 tys. zł.</li> <li>2023 r. Zakończenie realizacji projektu Osiedle Gwiazdna w Sosnowcu Etap A; szacowane łączne przychody 18.584,8 tys. zł.</li> <li>2024 r. Zakończenie realizacji projektu Osiedle Gwiazdna w Sosnowcu Etap B; szacowane łączne przychody 15.541,2 tys. zł.</li> <li>2025 r. Zakończenie realizacji projektu Zielona Podkowa w Otrębusach Etap 3 i 4; szacowane łączne przychody 35.800 tys. zł.</li> </ul>

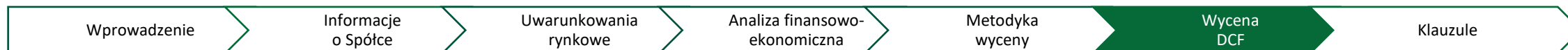


# Metoda DCF – Prognoza sprzedaży

Tab 12. Harmonogram realizacji projektów deweloperskich oraz prognozowane przychody w okresie 07.2021-2025 r., [tys. zł].

	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Otrębusy Etap 1 i 2		35 791,5			
Sosnowiec Gwiazdna A			18 584,8		
Sosnowiec Gwiazdna B				15 541,2	
Otrębusy Etap 3 i 4					35 800,0
<b>Ogółem przychód</b>	<b>0,0</b>	<b>35 791,5</b>	<b>18 584,8</b>	<b>15 541,2</b>	<b>35 800,0</b>

źródło: opracowanie własne na podstawie danych Spółki



# Metoda DCF – Koszty operacyjne

Zagadnienie	Kluczowe założenia
Koszty operacyjne	<p><b>Amortyzacja</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Spółka posiada niewielkie rzeczowe aktywa trwałe. Zakładamy niewielkie inwestycje odtworzeniowe w wysokości 70 tys. zł na koniec okresu prognozy oraz utrzymanie stałego poziomu amortyzacji w latach 2022-2025 w wysokości 70,6 tys. zł.</li> </ul> <p><b>Zużycie materiałów i energii</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Spółka wykazuje niewielkie koszty zużycia materiałów i energii. Na koniec 2021 r. zakładamy wielkość kosztów zużycia materiałów i energii na poziomie ok. 198,6 tys. zł. W kolejnych latach zakłada się utrzymanie stałej dynamiki wzrostu na poziomie 3% rocznie.</li> </ul> <p><b>Usługi obce</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Pozycja uwzględnia całość kosztów prac budowlanych, usług sprzedażowych oraz pozostałe koszty usług obcych. Koszty usług obcych zostały oszacowane przez spółkę osobno dla każdego z projektów. Dla etapu 3 i 4 projektu Zielona Podkowa w Otrębusach założono podwyższenie łącznych kosztów realizacji względem wartości przyjętej dla etapu 1 i 2 o ok. 13%. Szczegółowe zestawienie kosztów usług obcych, kosztów zakupu sprzedanych gruntów jak również wartości narzutów na łączne koszty realizacji projektów deweloperskich prezentują kolejne tabele.</li> </ul>

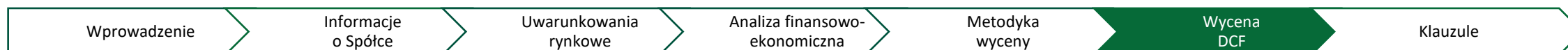


# Metoda DCF – Koszty operacyjne

Tab 13. Szacowane koszty realizacji planowanych projektów deweloperskich w okresie 07.2021-2025 r., [tys. zł].

	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Otrębusy Etap 1 i 2		15 186,4			
Sosnowiec Gwiazdna A			13 808,7		
Sosnowiec Gwiazdna B				12 431,6	
Otrębusy Etap 3 i 4					17 080,0
<b>Ogółem koszt</b>	<b>0,0</b>	<b>15 186,4</b>	<b>13 808,7</b>	<b>12 431,6</b>	<b>17 080,0</b>

źródło: opracowanie własne na podstawie danych Spółki

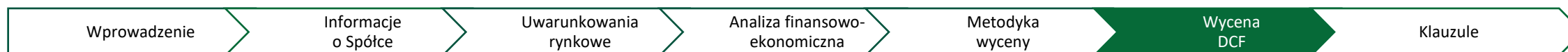


# Metoda DCF – Koszty operacyjne

Tab 14. Szacowane koszty zakupu sprzedanych w ramach poszczególnych projektów deweloperskich gruntów w okresie 07.2021-2025 r., [tys. zł].

	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Otrębusy Etap 1 i 2		12 000,0			
Sosnowiec Gwiazdna A			600,0		
Sosnowiec Gwiazdna B				600,0	
Otrębusy Etap 3 i 4					12 000,0
<b>Ogółem koszt</b>	<b>0,0</b>	<b>12 000,0</b>	<b>600,0</b>	<b>600,0</b>	<b>12 000,0</b>

źródło: opracowanie własne na podstawie danych Spółki

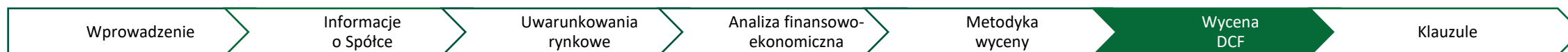


# Metoda DCF – Koszty operacyjne

Tab 15. Szacowany narzut na łączne koszty projektu deweloperskiego dla poszczególnych projektów w okresie 07.2021-2025 r., [tys. zł].

	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Otrębusy Etap 1 i 2		31,7%			
Sosnowiec Gwiazdna A			29,0%		
Sosnowiec Gwiazdna B				19,3%	
Otrębusy Etap 3 i 4					23,1%
<b>Średni narzut na koszty</b>		<b>31,7%</b>	<b>29,0%</b>	<b>19,3%</b>	<b>23,1%</b>

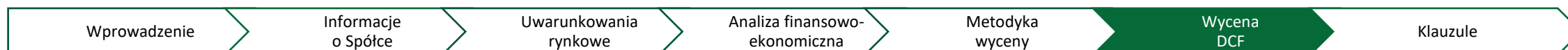
źródło: opracowanie własne na podstawie danych Spółki





# Metoda DCF – Koszty operacyjne

Zagadnienie	Kluczowe założenia
<b>Koszty operacyjne</b>	<p><b>Wynagrodzenia wraz z pochodnymi</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Wartość wynagrodzeń wraz z pochodnymi wyniesie w 2021 r. 868 tys. zł. Zakładamy, że wzrost kosztów wynagrodzeń będzie rósł w tempie 3% rocznie. Na koniec 2025 r. zakłada się ponoszenie kosztów wynagrodzeń wraz z pochodnymi na poziomie 976,9 tys. zł.</li> </ul> <p><b>Podatki i opłaty</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Prognozowana wartość kosztów podatków i opłat na koniec 2021 wyniesie 130 tys. zł. Założono wzrost kosztów podatków i opłat w latach 2022-2025 w tempie 3% rocznie. Na koniec 2026 r. koszty te wyniosą 146,3 tys. zł.</li> </ul> <p><b>Pozostałe koszty rodzajowe</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Prognozowana wartość pozostałych kosztów rodzajowych na koniec 2021 wyniesie 450 tys. zł. Założono wzrost pozostałych kosztów rodzajowych w latach 2022-2025 w tempie 3% rocznie. Na koniec 2025 r. koszty te wyniosą 506,5 tys. zł.</li> </ul> <p><b>Wartość sprzedanych towarów i materiałów</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Pozycja uwzględnia koszty zakupu gruntów sprzedanych w ramach poszczególnych projektów deweloperskich. Szczegółową specyfikację kosztów przedstawia tabela 14. Prognozuje się, że koszty te będą wynosić w 2022 oraz 2025 r. 12 mln zł rocznie oraz 0,6 mln zł rocznie w latach 2023-2024.</li> </ul>

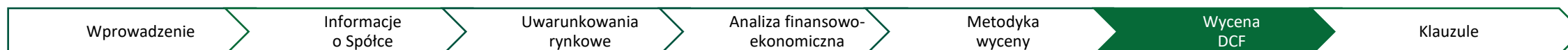


# Metoda DCF – Koszty operacyjne

Tab 16. Prognoza kosztów operacyjnych spółki w okresie 07.2021-2025 r., [tys. zł].

	07-12.2021 P	2022 P	2023 P	2024 P	2025 P
<b>Koszty działalności operacyjnej</b>	<b>1 337,9</b>	<b>28 587,5</b>	<b>16 226,1</b>	<b>14 901,5</b>	<b>31 003,9</b>
Amortyzacja	45,7	70,6	70,6	70,6	70,6
Zużycie materiałów i energii	150,6	204,6	210,7	217,0	223,5
Usługi obce	365,5	14 820,9	13 808,7	12 431,6	17 080,0
<i>Otrębusy Etap 1 i 2</i>	<i>365,5</i>	<i>14 820,9</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
<i>Sosnowiec Gwiezdna A</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>13 808,7</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
<i>Sosnowiec Gwiezdna B</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>12 431,6</i>	<i>0,0</i>
<i>Otrębusy Etap 3 i 4</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>17 080,0</i>
Podatki i opłaty	47,2	133,9	137,9	142,1	146,3
Wynagrodzenia	394,9	752,6	775,2	798,4	822,4
Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	70,0	141,5	145,7	150,1	154,6
Pozostałe koszty rodzajowe	264,0	463,5	477,4	491,7	506,5
Wartość sprzedanych towarów i materiałów	0,0	12 000,0	600,0	600,0	12 000,0
<b>Zysk (strata) ze sprzedaży (A-B)</b>	<b>-1 337,9</b>	<b>7 204,0</b>	<b>2 358,7</b>	<b>639,7</b>	<b>4 796,1</b>

źródło: opracowanie własne na podstawie danych Spółki



# Metoda DCF – Pozostała działalność oraz nakłady inwestycyjne

Zagadnienie	Kluczowe założenia
<b>Pozostałe przychody operacyjne</b>	W II połowie 2021 r. spółka zanotowała 1.191,1 tys. zł pozostałych przychodów operacyjnych. W projekcji zakładamy brak uzyskania pozostałych przychodów operacyjnych w kolejnych latach.
<b>Pozostałe koszty operacyjne</b>	Spółka w latach poprzednich nie generowała istotnych kosztów operacyjnych. W II połowie 2021 r. spółka zanotowała 876,6 tys. zł pozostałych kosztów operacyjnych. Zakładamy brak generowania pozostałych kosztów operacyjnych w kolejnych latach projekcji.
<b>Przychody finansowe</b>	W projekcji nie uwzględniono uzyskiwania przychodów finansowych.
<b>Koszty finansowe</b>	Spółka na koniec I półrocza 2021 roku posiadała zobowiązania kredytowe w wysokości 11,3 mln zł. Zakłada się stopniowy spadek zobowiązań kredytowych do poziomu 1,2 mln zł. Koszty odsetkowe w 2021 r. zakładamy na poziomie 451 tys. zł, natomiast w latach 2022-2025 koszty finansowe wyniosą rocznie w przedziale 100-200 tys. zł.
<b>Nakłady inwestycyjne</b>	Spółka posiada na koniec I półrocza 2021 r. rzeczowe aktywa trwałe o wartości 343,1 tys. zł. Spółka nie przewiduje istotnych inwestycji w środki trwałe, zakłada się inwestycje odtworzeniowe na koniec 2025 r. w wysokości 70 tys. zł.

Tab 17. Prognozowane nakłady inwestycyjne oraz amortyzacja w okresie 07.2021-2025 r., [tys. zł].

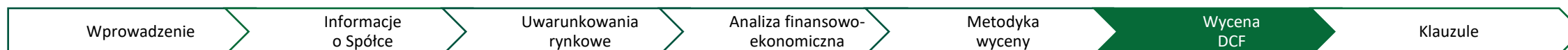
Wyszczególnienie	07-12.2021 P	2022 P	2023 P	2024 P	2025 P
Amortyzacja	45,7	70,6	70,6	70,6	70,6
Nakłady inwestycyjne	88,6	0,0	0,0	0,0	70,6

źródło: opracowanie własne na podstawie danych Spółki



# Metoda DCF – Kapitał obrotowy netto

Zagadnienie	Kluczowe założenia
<b>Kapitał obrotowy netto:</b>	Kapitał obrotowy jest konsekwencją długości cykli obrotowości składników aktywów i pasywów. Poszczególne składowe kapitału obrotowego oszacowano na podstawie informacji przekazanych poniżej:
<b>Zapasy</b>	Pozycja <b>zapasy</b> 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 814 dni. Zakłada się, że po okresowym wzroście w latach 2023-2024 cykl rotacji skróci się w 2025 r. do poziomu 411 dni.
<b>Należności</b>	Cykl rotacji <b>należności</b> będzie się wahał w przedziale 4-10 dni osiągając okresowo wartość 80 dni w latach 2023-2024, na co wpływ ma spadek wartości sprzedaży w latach 2023-2024 /ujemna zmiana stanu produktów/. Wartość należności na koniec 2025 r. wyniesie 1.432 tys. zł.
<b>Zobowiązania</b>	<b>Zobowiązania z tytułu dostaw i usług</b> – zakłada się wzrost cyklu rotacji zobowiązań z tytułu dostaw i usług z 21 dni w 2021 r. do 61 dni w 2025 r. Wartość zobowiązań handlowych na koniec 2025 r. wyniesie 7.160 tys. zł.  <b>Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe</b> – Wartość pozostałych zobowiązań krótkoterminowych wyniesie na koniec 2021 r. 180,1 tys. zł. Zakłada się, że do końca 2025 r. ich wartość wzrośnie do poziomu 1.498,3 tys. zł, w szczególności w związku ze wzrostem zobowiązań podatkowych, wynikających z bieżącej realizacji projektów deweloperskich.  <b>Bierne rozliczenia międzyokresowe</b> – zakłada się wzrost cyklu rotacji biernych rozliczeń międzyokresowych z 193 dni w 2021 r. do 339 dni w 2025 r. Wartość biernych rozliczeń międzyokresowych na koniec 2025 r. wyniesie 5.140,9 tys. zł.

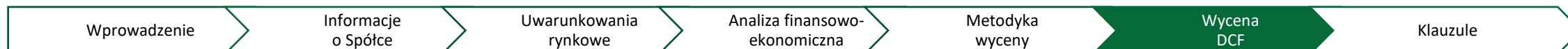


# Metoda DCF – Kapitał obrotowy netto

Tab 18. Prognozowane wartości składników obrotowych oraz zmiana kapitału obrotowego za okres 07.2021-2025 r., [tys. zł].

Wyszczególnienie	07-12.2021 P	2022 P	2023 P	2024 P	2025 P
<b>Zapasy</b>	<b>64 067,8</b>	<b>50 892,7</b>	<b>36 484,0</b>	<b>32 031,2</b>	<b>37 702,8</b>
<i>Zapasy</i>	<i>64 067,8</i>	<i>50 892,7</i>	<i>36 484,0</i>	<i>32 031,2</i>	<i>37 702,8</i>
<b>Należności krótkoterminowe</b>	<b>500,0</b>	<b>1 431,7</b>	<b>743,4</b>	<b>621,6</b>	<b>1 432,0</b>
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>28 527,6</b>	<b>15 874,4</b>	<b>8 670,2</b>	<b>7 024,1</b>	<b>13 799,2</b>
<i>z tytułu dostaw i usług</i>	<i>2 147,5</i>	<i>4 295,0</i>	<i>3 717,0</i>	<i>3 108,2</i>	<i>7 160,0</i>
<i>z tytułu podatków, ceł, ubezpieczeń i innych świadczeń</i>	<i>139,1</i>	<i>1 817,2</i>	<i>449,4</i>	<i>141,2</i>	<i>1 452,2</i>
<i>z tytułu wynagrodzeń</i>	<i>41,0</i>	<i>42,2</i>	<i>43,5</i>	<i>44,8</i>	<i>46,1</i>
<i>bierne rozliczenia międzyokresowe</i>	<i>26 200,0</i>	<i>9 720,0</i>	<i>4 460,4</i>	<i>3 729,9</i>	<i>5 140,9</i>
Wyszczególnienie	07-12.2021 P	2022 P	2023 P	2024 P	2025 P
Zmiana stanu zapasów	-4 395,0	13 175,2	14 408,7	4 452,8	-5 671,6
Zmiana stanu należności	-482,7	-931,7	688,3	121,7	-810,4
Zmiana stanu zobowiązań	21 144,2	-12 653,2	-7 204,2	-1 646,1	6 775,1
<b>Zmiana kapitału obrotowego</b>	<b>16 266,6</b>	<b>-409,7</b>	<b>7 892,8</b>	<b>2 928,4</b>	<b>293,1</b>

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<sub>e</sub>* – koszt kapitału własnego, oczekiwana stopa zwrotu z kapitału własnego,

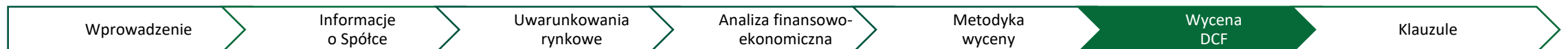
*R<sub>f</sub>* – stopa wolna od ryzyka (oparta na oprocentowaniu obligacji skarbowych),

*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

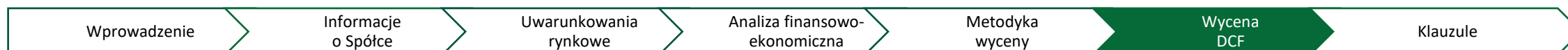
*SP* – to premia za wielkość spółki, która ma rekompensować inwestorom dodatkowe ryzyko nieodłącznie związane z akcjami mniejszych spółek

*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 <b>3,25%</b> . <i>źródło: investing.com</i>
Współczynnik beta	Wskaźnik beta przyjęto na poziomie <b>1,0</b> .
Premia rynkowa	Stała premia za ryzyko związane z inwestowaniem w aktywa obarczone ryzykiem, w niniejszej wycenie przyjęto na poziomie <b>5,54%</b> . 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. 18,4% sumy bilansowej. Zakłada się, że w projekcji na lata 2022-2025 udział finansowania dłużnego ulegnie dalszemu spadkowi. W projekcji przyjęto wielkość finansowania dłużnego na poziomie <b>20%</b> .
Premia za ryzyko prognoz	Premię za wielkość spółki przyjęto na poziomie <b>5,1%</b> zgodnie z publikacją FinancialCraft dla <b>Spółek Małych</b> o kapitalizacji w przedziale 42-67 mln zł. Dodano również dodatkowe <b>3,5</b> 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 <b>3%</b> . Od 2020 r. założono poziom WIBOR 3M na poziomie <b>2%</b> . Koszt długu został pomniejszony o efekt tarczy podatkowej.

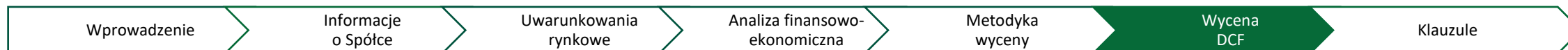


# Metoda DCF – Stopa dyskontowa

Tab 19. Stopa dyskonta za okres 07.2021-2025 r.

Wyszczególnienie	07-12.2021 P	2022 P	2023 P	2024 P	2025 P
Stopa wolna od ryzyka	3,25%	3,25%	3,25%	3,25%	3,25%
Premia rynkowa	5,54%	5,54%	5,54%	5,54%	5,54%
Współczynnik beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Premia za wielkość	5,10%	5,10%	5,10%	5,10%	5,10%
Premia za ryzyko prognoz	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%
<b>Koszt kapitału własnego</b>	<b>17,39%</b>	<b>17,39%</b>	<b>17,39%</b>	<b>17,39%</b>	<b>17,39%</b>
Udział E	80%	80%	80%	80%	80%
Udział D	20%	20%	20%	20%	20%
Koszt kapitału własnego	17,39%	17,39%	17,39%	17,39%	17,39%
Koszt kapitału obcego z tarczą	3,80%	4,05%	4,05%	4,05%	4,05%
<b>WACC</b>	<b>14,67%</b>	<b>14,72%</b>	<b>14,72%</b>	<b>14,72%</b>	<b>14,72%</b>
Współczynnik dyskonta	<b>0,9317</b>	<b>0,8121</b>	<b>0,7079</b>	<b>0,6170</b>	<b>0,5379</b>
WIBOR 3M	1,69%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Marża	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%

źródło: opracowanie własne





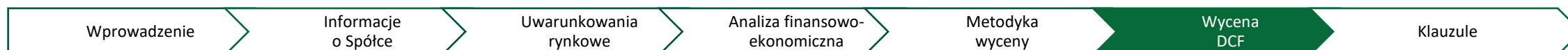
# Metoda DCF – Wartość rezydualna

Zagadnienie	Kluczowe założenia
Wartość rezydualna	Podstawą do wyznaczenia wartości rezydualnej jest wartość NOPAT ( <i>Net Operating Profit After Tax</i> ) z 2025 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 <b>1,5%</b> .

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

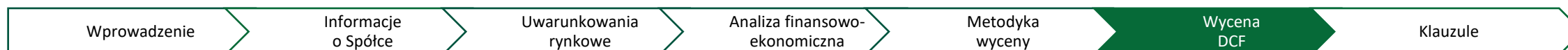
Wyszczególnienie	Wartość
Znormalizowany poziom NOPAT	4 178,0
Stopa wzrostu wartości rezydualnej	1,50%
Stopa dyskonta	14,72%
Wartość rezydualna	31 599,1
<b>Zdyskontowana wartość rezydualna</b>	<b>16 995,8</b>

Źródło: Opracowanie własne



# Metoda DCF – Pozostałe założenia

Zagadnienie	Kluczowe założenia
<b>Podatek dochodowy</b>	Podatek CIT przyjęto na poziomie 19% w całym prognozowanym okresie. Równocześnie założono, że wszystkie koszty ponoszone przez spółkę w okresie prognoz będą kosztami podatkowymi.
<b>Aktywa nieoperacyjne</b>	Brak aktywów nieoperacyjnych
<b>Transakcje jednorazowe</b>	Uwzględniono opodatkowane dodatnie saldo pozostałej działalności operacyjnej z tyt. operacji zanotowanych w III kw. 2021 r. w wysokości 254,7 tys. zł./na podstawie sprawozdania kwartalnego za III kwartał 2021 r./
<b>Dług netto</b>	<p>Celem wyznaczenia wartości Equity Value, należy określić poziom długu netto, na którego wielkość składają się następujące dane aktualne na dzień wyceny:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Gotówka i ekwiwalenty:</b> 1.007,2 tys. zł.</li> <li>• <b>Zadłużenie oprocentowane:</b> 11.281,9 tys. zł.</li> </ul> <p><b>Wartość długu netto wynosi:</b> 10.274,7 tys. zł.</p>
<b>Dyskonto z tyt. braku kontroli</b>	<p>Nie zastosowano dyskonta z tyt. braku kontroli.</p> <p>Dyskonto jest stosowane przy wycenie pakietu mniejszościowego, nie dającego prawa sprawowania kontroli nad działalnością przedsiębiorstwa.</p>

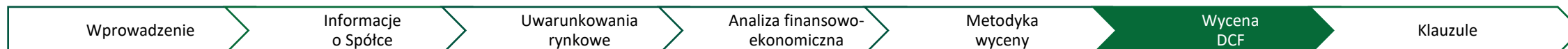


# Metoda DCF – Free Cash Flow To Firm

Tab 21. Oszacowanie wartości przedsiębiorstwa ADATEX DEWELOPER S.A. metodą DCF, [tys. zł].

Wyszczególnienie	07-12.2021 P	2022 P	2023 P	2024 P	2025 P
EBIT	-1 337,9	7 204,0	2 358,7	639,7	4 796,1
Efektywna stopa podatkowa	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
Podatek dochodowy	-254,2	1 368,8	448,1	121,5	911,3
<b>NOPAT</b>	<b>-1 083,7</b>	<b>5 835,2</b>	<b>1 910,5</b>	<b>518,1</b>	<b>3 884,9</b>
Amortyzacja	45,7	70,6	70,6	70,6	70,6
Zmiana kapitału obrotowego	16 266,6	-409,7	7 892,8	2 928,4	293,1
Nakłady inwestycyjne	88,6	0,0	0,0	0,0	70,6
Opodatkowane transakcje jednorazowe	254,7	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Free Cash Flow To Firm</b>	<b>15 394,7</b>	<b>5 496,1</b>	<b>9 873,9</b>	<b>3 517,2</b>	<b>4 178,0</b>
Stopa dyskontowa (WACC)	14,67%	14,72%	14,72%	14,72%	14,72%
Współczynnik dyskontujący	0,9317	0,8121	0,7079	0,6170	0,5379
<b>Zdyskontowane FCF</b>	<b>14 342,5</b>	<b>4 463,4</b>	<b>6 989,6</b>	<b>2 170,2</b>	<b>2 247,2</b>
Suma zdyskontowanych FCF	30 212,9				
Stopa wzrostu wartości rezydualnej	1,50%				
Wartość rezydualna	31 599,1				
Zdyskontowana wartość rezydualna	16 995,8				
<b>Wartość przedsiębiorstwa (ENTERPRISE VALUE)</b>	<b>57 483,4</b>				
<b>Dług netto</b>	<b>10 274,7</b>				
Gotówka i ekwiwalenty	1 007,2				
Zadłużenie oprocentowane	11 281,9				
<b>Aktywa nieoperacyjne</b>	<b>0,0</b>				
<b>Wartość kapitału dla właścicieli (EQUITY VALUE)</b>	<b>36 934,1</b>				

źródło: opracowanie własne



# Oszacowanie wartości spółki metodą DCF

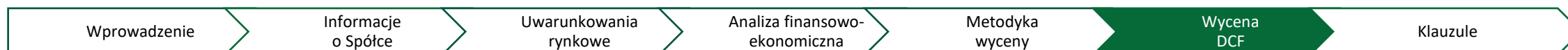
Podsumowując, wartość przedsiębiorstwa

## **ADATEX DEWELOPER Spółka Akcyjna**

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

**EquityValue<sub>DCF</sub> = 36.934.100 zł**

*/słownie: trzydzieści sześć milionów dziewięćset trzydzieści cztery tysiące sto 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.

