

OPINIA O WARTOŚCI

zorganizowanej części przedsiębiorstwa

COTEX Office Center

wydanie 1., raport końcowy

Opracowano na zlecenie:

ELKOP SE.
Płock, ulica Zygmunta Padlewskiego 18C

Autorzy opracowania – za zespół:

Krzysztof Puk
Iwona Kubarek

Data opracowania:

24 maja 2024 roku



Wykonano dla: **ELKOP SE.**

Projekt: Opinia o wartości zorganizowanej części przedsiębiorstwa – COTEX Office Center.

Wersja z dnia: 24 maja 2024 roku.

Raport końcowy, wydanie 1.

Numer
zlecenia:
DW-1758-2024

Wyciąg z opinii o wartości przedsiębiorstwa

Przedmiot opracowania

Przedmiot niniejszego opracowania stanowi zorganizowana część przedsiębiorstwa, zwana dalej ZCP, w ujęciu właściwym dla wskazanej nieruchomości zlokalizowanej w Płocku, przy Alei Marszałka Józefa Piłsudskiego 35 stanowiącej jednorodny kompleks gospodarczy funkcjonujący pod marką COTEX Office Center, zwana dalej ZCP lub COTEX Office Center.

Zakres opracowania

Zakres niniejszego opracowania obejmuje określenie wartości zorganizowanej części przedsiębiorstwa pod nazwą COTEX Office Center, jako zorganizowanego zespołu składników niematerialnych i materialnych, wraz ze wszystkimi obciążeniami i przychodami z nimi związanymi, przeznaczonego do prowadzenia działalności gospodarczej, w ujęciu właściwym dla standardu wartości godziwej.

W szczególności zakres opracowania obejmuje zespół składników niematerialnych i materialnych wskazanych jako zorganizowaną część przedsiębiorstwa i stanowiących kompleks nieruchomości gruntowych zabudowanych budynkiem biurowo-usługowo-handlowym Cotex Office Center wraz z infrastrukturą towarzyszącą zlokalizowany w Płocku przy Alei Marszałka Józefa Piłsudskiego 35.

Cel sporządzenia opracowania

Określenie wartości wg standardu wartości godziwej zorganizowanej części przedsiębiorstwa pod nazwą COTEX Office Center dla potrzeb przekształceń własnościowych.

Data sporządzenia opracowania

Przedmiotową opinię zakończono dnia 24 maja 2024 roku.

Wynik opracowania

Rekomendowana wartość godziwa zorganizowanej części przedsiębiorstwa – COTEX Office Center, z uwzględnieniem zakresu i celu niniejszej opinii, została określona metodą dochodową – zdyskontowanych przepływów pieniężnych w wysokości **36 610 000,00 PLN** (słownie: trzydzieści sześć milionów sześćset dziesięć tysięcy złotych).

Autorzy opracowania

- Krzysztof Puk - rzeczoznawca ds. wyceny maszyn, urządzeń, wyposażenia technicznego i pojazdów oraz biegły sądowy 3. kadencji Sądu Okręgowego w Katowicach z zakresu wyceny maszyn i urządzeń, wyposażenia technicznego, wartości niematerialnych i prawnych, zorganizowanych części przedsiębiorstwa i przedsiębiorstw.
- Iwona Kubarek - rzeczoznawca majątkowy oraz biegły sądowy 3. kadencji Sądu Okręgowego w Katowicach z zakresu wyceny praw rzeczowych, wyceny środków trwałych oraz wyceny przedsiębiorstw.



Spis treści

1.	Informacje podstawowe	5
1.1	Wprowadzenie do opracowania	5
1.2	Przedmiot opracowania.....	5
1.3	Zakres opracowania	5
1.4	Moment określenia wartości	6
1.5	Moment przeprowadzenia wyceny	6
1.6	Standard wartości	6
1.7	Cel sporządzenia wyceny	6
1.8	Podstawa formalna.....	6
1.9	Podstawa prawna.....	6
1.10	Dane, dokumenty źródłowe i komentarz.....	6
2.	Metody wyceny podmiotów gospodarczych.....	7
2.1	Wybór metody określenia wartości.....	8
2.2	Metoda majątkowa – skorygowanych aktywów netto.....	9
2.3	Metoda dochodowa – zdyskontowanych przepływów pieniężnych	10
2.3.1	Wprowadzenie	10
2.3.2	Prognozy przepływów pieniężnych	10
2.3.3	Wartość rezydualna.....	10
2.3.4	Stopa dyskontowa.....	11
2.3.5	Wartość przedsiębiorstwa i dodatkowe korekty	12
2.3.6	Dyskonta i premie z tytułu płynności i kontroli	12
3.	Charakterystyka bilansowa i ekonomiczno-finansowa Spółki	14
3.1	Dane bilansowe	14
3.2	Rachunki zysków i strat	14
3.3	Analiza wskaźnikowa	18
3.3.1	Wskaźniki płynności	18
3.3.2	Wskaźniki obrotowości.....	19
3.3.3	Wskaźniki rentowności.....	20
3.3.4	Wskaźniki zadłużenia.....	23
3.3.5	Wskaźniki produktywności	24
3.4	Analiza i prognozy - nieruchomości inwestycyjne.....	26
3.4.1	Nieruchomość gruntowa zabudowana w Płocku Aleja Marszałka Józefa Piłsudskiego 35.....	26
4.	Wycena metodą dochodową – zdyskontowanych przepływów pieniężnych	30
4.1	Założenia do prognoz finansowych	30
4.2	Wprowadzenie do założeń, prognoz oraz perspektyw dla przychodów i kosztów.....	31
4.3	COTEX Office Centre (Płock, ulica Piłsudskiego 35)	31
4.3.1	Wpływ poziomu komercjalizacji nieruchomości na wysokość przychodów	31
4.3.2	Założenia istotne dla prognoz komercjalizacji nieruchomości	31
4.4	Prognozy przychodów.....	31
4.5	Prognozy kosztów	33
4.6	Prognoza zmian kapitału obrotowego netto	35
4.7	Obliczenie stopy dyskontowej.....	36
4.8	Nieoperacyjne aktywa trwałe	37



Wykonano dla: ELKOP SE.

Projekt: Opinia o wartości zorganizowanej części przedsiębiorstwa – COTEX Office Center.

Wersja z dnia: 24 maja 2024 roku.

Raport końcowy, wydanie 1.

Numer
zlecenia:
DW-1758-2024

4.9	Gotówka nieoperacyjna	37
4.10	Oszacowanie wartości – metoda dochodowa	38
5.	Wycena metodą majątkową	40
5.1	Metoda wartości księgowej aktywów netto	40
5.2	Metoda wartości skorygowanej aktywów netto	43
5.2.1	Aktywa trwałe.....	43
5.2.2	Aktywa obrotowe	46
5.2.3	Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	49
5.2.4	Oszacowanie wartości – metoda majątkowa	52
6.	Podsumowanie wyników wyceny	54
7.	Uwagi klauzule i zastrzeżenia wykonawcy.....	55



1. Informacje podstawowe

1.1 Wprowadzenie do opracowania

W dniu 25 kwietnia 2024 roku zawarto umowę pomiędzy:

spółką pod firmą ELKOP SE z siedzibą w Płocku (09-402) przy ulicy Zygmunta Padlewskiego 18C, wpisaną do Rejestru Przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS: 0000782225, NIP: 6270011620, REGON: 272549956, zwaną dalej Zamawiającym, a spółką Business Management CONSULTING Sp. z o.o. z siedzibą w Siemianowicach Śląskich, ul. Londyńska 3 lok. 2, 41-103 Siemianowice Śląskie, wpisaną do Rejestru Przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego prowadzonego przez Sąd Rejonowy Katowice Wschód w Katowicach, VIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS: 0000215128, NIP: 634-25-27-334, REGON: 278238973, zwaną dalej Wykonawcą.

Na mocy wyżej wymienionej umowy Zamawiający powierzył, a Wykonawca przyjął do wykonania wycenę wartości rynkowej, wg standardu wartości godziwej, przedsiębiorstwa i zorganizowanej części przedsiębiorstwa na potrzeby procesu przekształceń własnościowych, zgodnie ze złożoną ofertą, w tym w szczególności:

- wyceny wartości godziwej zorganizowanej przedsiębiorstwa – COTEX Office Center, zwanego dalej ZCP, w ujęciu właściwym dla wskazanej nieruchomości zlokalizowanej w Płocku, przy Alei Marszałka Józefa Piłsudskiego 35,

Następnie w dniu 22 maja 2024 roku zawarto umowę pomiędzy:

spółką pod firmą ELKOP SE z siedzibą w Płocku (09-402) przy ulicy Zygmunta Padlewskiego 18C, wpisaną do Rejestru Przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS: 0000782225, NIP: 6270011620, REGON: 272549956, zwaną dalej Zamawiającym, a spółką Business Management CONSULTING Sp. z o.o. z siedzibą w Siemianowicach Śląskich, ul. Londyńska 3 lok. 2, 41-103 Siemianowice Śląskie, wpisaną do Rejestru Przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego prowadzonego przez Sąd Rejonowy Katowice Wschód w Katowicach, VIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS: 0000215128, NIP: 634-25-27-334, REGON: 278238973, zwaną dalej Wykonawcą.

Na mocy wyżej wymienionej umowy Zamawiający powierzył, a Wykonawca przyjął do wykonania wycenę wartości rynkowej, wg standardu wartości godziwej, przedsiębiorstwa i zorganizowanej części przedsiębiorstwa na potrzeby procesu przekształceń własnościowych, zgodnie ze złożoną ofertą, w tym w szczególności:

- wyceny wartości godziwej metodą majątkową zorganizowanej przedsiębiorstwa – COTEX Office Center, zwanego dalej ZCP, w ujęciu właściwym dla wskazanej nieruchomości zlokalizowanej w Płocku, przy Alei Marszałka Józefa Piłsudskiego 35,

1.2 Przedmiot opracowania

Przedmiot niniejszego opracowania stanowi zorganizowana część przedsiębiorstwa, zwana dalej ZCP, w ujęciu właściwym dla wskazanej nieruchomości zlokalizowanej w Płocku, przy Alei Marszałka Józefa Piłsudskiego 35 stanowiącej jednorodny kompleks gospodarczy funkcjonujący pod marką COTEX Office Center, zwana dalej ZCP lub COTEX Office Center.

1.3 Zakres opracowania

Zakres niniejszego opracowania obejmuje określenie wartości zorganizowanej części przedsiębiorstwa pod nazwą COTEX Office Center, jako zorganizowanego zespołu składników niematerialnych i materialnych, wraz ze wszystkimi obciążeniami i przychodami z nimi związanymi, przeznaczonego do prowadzenia działalności gospodarczej, w ujęciu właściwym dla standardu wartości godziwej.

W szczególności zakres opracowania obejmuje zespół składników niematerialnych i materialnych wskazanych jako zorganizowaną część przedsiębiorstwa i stanowiących kompleks nieruchomości gruntowych zabudowanych budynkiem biurowo-usługowo-handlowym Cotex Office Center wraz z infrastrukturą towarzyszącą zlokalizowany w Płocku przy Alei Marszałka Józefa Piłsudskiego 35.



1.4 Moment określenia wartości

Wartość przedmiotu niniejszej opinii oszacowana została zgodnie z zapisami umowy oraz z ustaleniami z Zamawiającym według stanu na dzień 29 lutego 2024 roku z uwzględnieniem informacji ogólnodostępnych oraz udostępnionych przez Zamawiającego.

1.5 Moment przeprowadzenia wyceny

Wycenę przygotowano w okresie od 25 kwietnia do 24 maja 2024 roku. Przedmiotową opinię zakończono dnia 24 maja 2024 roku.

1.6 Standard wartości

W niniejszej opinii określona została wartość godziwa zorganizowanej części przedsiębiorstwa – COTEX Office Center. Godziwa wartość rynkowa (ang. Fair Market Value) - to wyrażona w pieniądzu lub odpowiednim ekwiwalencie wartość przedmiotu wyceny, przy szacowaniu której zakłada się, że w transakcji biorą udział typowy hipotetyczny kupujący i typowy hipotetyczny sprzedający, zainteresowani przeprowadzeniem transakcji i niedziałający pod przymusem (nakazem). Przyjmuje się, że wyceniający ma odpowiedni zasób informacji nt. stron transakcji oraz kupujący i sprzedający posiadają odpowiedni zasób wiedzy nt. przedmiotu wyceny. Wartość wyznaczona w oparciu o kategorię godziwej wartości rynkowej jest akceptowana przez kupującego i sprzedającego. Opisane warunki transakcji są bardzo zbliżone do wymogów definicyjnych Wartości Rynkowej stosowanej w Międzynarodowych Standardach Wyceny.

1.7 Cel sporządzenia wyceny

Określenie wartości wg standardu wartości godziwej zorganizowanej części przedsiębiorstwa pod nazwą COTEX Office Center dla potrzeb przekształceń własnościowych.

1.8 Podstawa formalna

Podstawę formalną wykonania niniejszego opracowania stanowi umowa z dnia 25 kwietnia 2024 roku, zawarta pomiędzy spółką pod firmą ELKOP SE jako Zamawiającym, a spółką pod firmą Business Management CONSULTING Sp. z o.o. jako Wykonawcą.

1.9 Podstawa prawna

- Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości (tekst jednolity Dz. U. z 2023 roku, poz. 120 z późniejszymi zmianami).
- Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych (tekst jednolity Dz. U. z 2022 roku, poz. 1467 z późniejszymi zmianami).
- Powszechne Krajowe Zasady Wyceny - Krajowy Standard Wyceny Specjalistyczny – KSWs – Ogólne zasady wyceny przedsiębiorstw.

1.10 Dane, dokumenty źródłowe i komentarz

- Dane i dokumenty źródłowe zostały udostępnione przez Zamawiającego, w szczególności:
- Dokumenty, raporty i informacje bieżące ogólnodostępne.
 - Zestawienie czynnych na dzień 29 lutego 2024 roku umów najmu w zakresie rozpatrywanych nieruchomości Zamawiającego.
 - Historyczne dane analityczne w zakresie przychodów, kosztów oraz wymiaru komercjalizacji nieruchomości Zamawiającego za lata 2020 – 2023 oraz wg stanu na dzień 29 lutego 2024 roku.
 - Reprezentatywną grupę czynnych umów najmu, w ujęciu właściwym dla każdej z rozpatrywanych nieruchomości Zamawiającego.
 - Pozostałe informacje pozyskane od Zamawiającego w toku realizacji niniejszego opracowania.



2. Metody wyceny podmiotów gospodarczych

Procesy zmian systemowych zachodzących w polskiej gospodarce wyzwołyły całkowicie nowe mechanizmy sfery ekonomiki, zarządzania i finansów przedsiębiorstw. W istotnym stopniu wpłynęły również na postrzeganie przedsiębiorstw jako jednostek gospodarczych. Jednym z niezmiernie istotnych problemów gospodarczych stało się określanie wartości przedsiębiorstw, mających przecież charakter dobra gospodarczego będącego przedmiotem obrotu rynkowego. Brak rynku kapitałowego wytworzył specyficzny, jednostronny sposób postrzegania wartości przedsiębiorstw, wartości postrzeganej pod postacią jego majątku. W ten sposób całkowicie pomijano dynamiczny charakter majątku przedsiębiorstwa, wiążący się z pomnażaniem jego wartości.

Logika gospodarki rynkowej powoduje, iż przedsiębiorstwo oceniać należy z punktu widzenia inwestora-właściciela, to jest przez pryzmat zdolności do generowania dochodów. Jednakże do generowania dochodów potrzeba szeregu innych, oprócz majątku rzeczowego, czynników między innymi takich jak: przygotowanej kadry, opanowanych rynków, właściwej organizacji produkcji i szeregu innych, często niematerialnych czynników. Wszystkie powyższe elementy składają się na tzw. wartość reputacji firmy. W dużym uproszczeniu można stwierdzić, iż jeżeli oczekuje się, że firma osiągnie dochody wyższe, niż wynikałoby to z posiadanego przez nią majątku, to taka nadwyżka stanowi „dodatnią reputację firmy”. W gospodarce polskiej ciągle jeszcze zdarza się jednak sytuacja, iż firma dysponuje majątkiem w znacznej części niezagospodarowanym, często trudno zbywalnym lub w swej działalności nie jest w stanie wypracować zysków. W wyniku takich relacji można uznać, iż wartość majątku firmy znacznie przekracza wartość dochodów, które przy pomocy tego majątku firma wygeneruje. W takiej sytuacji można uznać, iż istnieje pewna umowna, ale wyrażona pieniężnie „ujemna reputacja firmy”.

Generalnie przyjąć należy, iż w większości wypadków wartość majątku firmy znacząco odbiega od wartości firmy ogółem.

W rozwiniętych gospodarkach rynkowych powszechny proces obrotu kapitałem (w tym także przedsiębiorstwami) odbywa się bezpośrednio na rynku kapitałowym w toku masowo zawieranych transakcji kupna-sprzedaży. W wyniku tego w krajach tych wypracowano szereg procedur lub wręcz metodologii umożliwiających w sposób pośredni lub bezpośredni oszacowanie wartości przedsiębiorstwa.

W obrocie publicznym cena kupna-sprzedaży jest parametrem rynkowym, który ustalany jest zwykle w procesie negocjacyjnym w wyniku nałożenia się na siebie ceny, jaką skłonny jest zapłacić kupujący a minimalnej ceny, którą chce uzyskać sprzedający.

W Polsce regulacje do najczęściej stosowanych metod wyceny należą metody wchodzące w skład dwóch głównych grup:

- metody dające możliwość wyceny majątku przedsiębiorstwa (metoda wartości odtworzeniowej, metoda wartości skorygowanej aktywów netto, metody rynkowej wartości likwidacyjnej),
- metody oceny wartości przez pryzmat uzyskiwanych i planowanych wyników finansowych (metoda zdyskontowanych przyszłych przepływów pieniężnych oraz metoda przy zastosowaniu mnożnika zysku).

Częstą praktyką stosowaną przy oszacowaniu wartości przedsiębiorstw jest stosowanie tzw. metod mieszanych, stanowiących połączenie metody dające możliwość wyceny majątku przedsiębiorstwa oraz metody oceniającej jego wartości przez pryzmat uzyskiwanych i planowanych wyników finansowych.



2.1 Wybór metody określenia wartości

Metoda określenia wartości przedmiotu niniejszej opinii, została wskazana przez Zamawiającego wprost w umowach stanowiących podstawę formalną sporządzenia niniejszej opinii. Zamawiający ww. umowach wskazał na metodę dochodową – zdyskontowanych przepływów pieniężnych oraz metodę majątkową – skorygowanych aktywów netto.

Powyższe jest w pełni uzasadnione i zgodne z zasadami wyceny, tym bardziej, iż Zamawiający jest w posiadaniu operatów szacunkowych określających aktualną wartość nieruchomości rozpatrywanej w niniejszej opinii w kategorii rzeczowego majątku trwałego:

- W ujęciu właściwym dla zorganizowanej części przedsiębiorstwa – COTEX Office Center, tj.:
 - Kompleks nieruchomości gruntowych zabudowanych budynkiem biurowo-usługowo-handlowym Cotex Office Center wraz z infrastrukturą towarzyszącą zlokalizowany w Płocku przy Alei Marszałka Józefa Piłsudskiego 35, opisany w ewidencji gruntów działkami numer: 91/15 o powierzchni 0,2122 ha, dla której Wydział Ksiąg Wieczystych Sądu Rejonowego w Płocku prowadzi księgę wieczystą nr PL1P/00092836/5, 90/7 o powierzchni 0,3225 ha, dla której Wydział Ksiąg Wieczystych Sądu Rejonowego w Płocku prowadzi księgę wieczystą nr PL1P/00094762/9, działkami numer 91/42 o powierzchni 0,0028 ha, 91/52 o powierzchni 0,0300 ha i 91/64 o powierzchni 0,0502 ha, dla której Wydział Ksiąg Wieczystych Sądu Rejonowego w Płocku prowadzi księgę wieczystą nr PL1P/00097672/2 oraz działki numer 91/21 o powierzchni 0,1345 ha i 91/22 o powierzchni 0,3260 ha, dla której Wydział Ksiąg Wieczystych Sądu Rejonowego w Płocku prowadzi księgę wieczystą nr PL1P/00092839/6, nieruchomość gruntowa zlokalizowana w Płocku przy Alei Marszałka Józefa Piłsudskiego, opisana w ewidencji gruntów działką numer 91/6 o powierzchni 0,0343 ha, dla której Wydział Ksiąg Wieczystych Sądu Rejonowego w Płocku prowadzi księgę wieczystą nr PUP/00092839/6, nieruchomość gruntowa niezabudowana zlokalizowana w Płocku przy ulicy Tadeusza Gintera, opisana w ewidencji gruntów działkami numer: 91/78 o powierzchni 0,0791 ha, 91/79 o powierzchni 0,0865 ha i 91/80 o powierzchni 0,1881 ha, dla której Wydział Ksiąg Wieczystych Sądu Rejonowego w Płocku prowadzi księgę wieczystą nr PL1P/00093495/9. Łączna wartość ww. nieruchomości wynosi 39 455 000,00 PLN.
- W ujęciu bilansowym (podatkowym) dla zorganizowanej części przedsiębiorstwa – COTEX Office Center, ww. aktywa wraz z ich wartością księgową netto prezentują się jak niżej:

Lp.	Numer inwentarzowy	Nazwa środka (wg ewidencji Zamawiającego)	KŚT	Typ i numer dowodu przyjęcia	Data przyjęcia	Wartość księgowa netto [PLN]
1	228	2/4 PRAWO WIECZ. UZYT. GRUN. 91/78,91/79,91/80	031	OT 90/2019	17.04.2019	118 620,33
2	226	AGREGAT PRĄDOTWÓRCZY	343	OT 88/2019	17.04.2019	104 770,53
3	219	Budynek Płock Nowy Cotex	105	OT 81/2018	31.12.2018	25 473 456,53
4	220	GRUNTPŁOCK 91/15	031	OT 82/2018	31.12.2018	456 529,49
5	221	GRUNTPŁOCK 91/42, 91/52, 91/64, 91/7	031	OT 83/2018	31.12.2018	868 166,91
6	224	GRUNTPŁOCK 91/6, 91/21, 91/22	031	OT 86/2019	17.04.2019	515 903,78
7	244	Odśnieżarka	592	OT 108/2021	28.02.2021	0,00
8	222	Parking Płock na gruncie 90/7	220	OT 84/2018	31.12.2018	229 942,71
9	225	Parking Płock na gruncie 91/21 91/22	220	OT 87/2019	17.04.2019	201688,86
10	195	Samochód ciężarowy CITROEN NEMO SH 68032	742	OT 57/2013	20.12.2013	0,00
11	227	STACJA TRANSFORMATOROWA	613	OT 89/2019	17.04.2019	76 564,87
Razem:						28 045 644,01



2.2 Metoda majątkowa – skorygowanych aktywów netto

Metoda wartości skorygowanej aktywów netto jest metodą majątkową, oceniającą wartość firmy w oderwaniu od wyników ekonomicznych. Omawiana metoda jest odpowiednikiem tzw. book value (BV – wartości księgowej). Ideą metody jest urealnienie (do poziomu cen rynkowych bądź realnych do osiągnięcia) wszystkich składników majątku i zobowiązań, którymi dysponuje firma.

W omawianej metodzie różnica pomiędzy realną wartością składników majątku (aktywów) a realną wartością zobowiązań stanowi wartość podmiotu. Przy wycenie bierze się pod uwagę wszystkie składniki majątku i zobowiązań, w tym także tych, które nie zostały ujęte w księgach rachunkowych firmy. Metoda taka jest dostosowaniem zapisów księgowych do ich rzeczywistej pieniężnej wartości, przez co „koryguje” wszystkie rozbieżności pomiędzy księgową i rynkową wartością aktywów i zobowiązań jak również uwzględnia ewentualne informacje nie ujęte w zapisach księgowych.

W sytuacji, w której księgi wycenianego podmiotu prowadzone są w sposób wiarygodny, korekty wartości w przypadku wyceny metodą skorygowanych aktywów netto dotyczą w głównej mierze dwóch składowych:

- Wartości składników majątku trwałego. Wartość takich składników w bilansie firmy jest wynikiem ceny nabycia środka oraz dotychczasowego poziomu dokonanych odpisów amortyzacyjnych. Ponieważ częstą jest sytuacja, iż okres amortyzowania środka jest zdecydowanie krótszy od okresu jego użytkowania, szereg składników majątku w księgach wycenianego podmiotu ma wartość bilansową „0” (zero) podczas, gdy wartość rynkowa takiego składnika jest znacząca. Ponadto różnice pomiędzy wartością bilansową i księgową, przede wszystkim w zakresie wartości nieruchomości, wynikają z faktu, iż nabywane były one wiele lat temu, stąd też ich wartość wyrażona w cenach nabycia nie odzwierciedla dzisiejszego poziomu cen. Teoretycznie sytuacji takiej zapobiega ogłaszane okresowo przez Ministra Finansów tzw. „przeszacowanie środków trwałych”, jednakże ostatnie takie zdarzenie miało miejsce w dniu 01.01.1995 r., podczas gdy sama tylko inflacja w okresie od stycznia 1995 do lutego 2024 wyniosła ponad 339%.
- Stąd też w obliczaniu realnej wartości aktywów szczególnie istotnym jest realne oszacowanie wartości rynkowej składników majątku trwałego. Standardy i metodologia wyceny rzeczoznawców zostały ściśle skodyfikowane stosownymi zapisami ustawowymi.
- W pasywach wycenianych podmiotów często znajdują się pozycje, które mają charakter księgowy (rozliczeniowy), nie są natomiast jak inne pozycje pasywów faktycznymi elementami ani kapitałów własnych ani bieżących i przyszłych zobowiązań. Do pozycji takich należą między innymi niektóre składowe utworzonych rezerw czy też biernych rozliczeń międzyokresowych. Charakter omawianych kwot, a przede wszystkim identyfikację, czy mają one charakter wymagalnego (również w przyszłości) zobowiązania dokonuje się po szczegółowej identyfikacji składowych omawianych pozycji oraz analizie podstawy ich utworzenia.

Metoda wartości skorygowanej aktywów netto jest zdecydowanie najczęściej stosowanym sposobem oszacowania wartości majątkowej podmiotu, którego funkcjonowanie na rynku w dającej się przewidzieć przyszłości nie jest zagrożone.

Idea wyceny metodą wartości skorygowanej aktywów netto opiera się na określeniu rynkowej wartości wszystkich składników majątku (aktywów) i pomniejszeniu ich o rynkową wartość zobowiązań. W celu wykonania wyceny dokonuje się „urealnienia” wszystkich pozycji ujętych w księgach firmy, w tym uwzględnia składniki nieujęte w księgach, koryguje zapisy w księgach ujęte, które jednak nie są zobowiązaniami (aktywami) mającymi faktyczną wartość gotówkową, jak również uwzględnia ewentualną wartość pieniądza w czasie związaną z zapłatą bądź otrzymaniem ze (znaczącym) opóźnieniem części kwot wykazywanych w księgach firmy.

W omawianej metodzie różnica pomiędzy realną wartością składników majątku a realną wartością zobowiązań stanowi wartość przedsiębiorstwa. Przy wycenie bierze się pod uwagę wszystkie składniki majątku i zobowiązań, w tym także te, które nie zostały ujęte w księgach rachunkowych firmy (nienaliczone, a spodziewane odsetki, prawo wieczystego użytkowania gruntów



itp.). Metoda ta jest dostosowaniem zapisów księgowych do ich rzeczywistej pieniężnej wartości, przez co „koryguje” wszystkie nieścisłości wynikające z obowiązujących w Polsce zasad rachunkowości.

Oceniając powyższe kwestie trzeba mieć również na uwadze tzw. zasadę ostrożnej wyceny, która sugeruje realną ocenę kwot pieniężnych z uwzględnieniem wszelkich związanych z jej otrzymaniem zagrożeń i niepewności. Różnica pomiędzy urealnionymi aktywami a urealnionymi zobowiązaniami stanowi wartość firmy (wartość aktywów netto).

2.3 Metoda dochodowa – zdyskontowanych przepływów pieniężnych

2.3.1 Wprowadzenie

Metoda DCF należy do tzw. metod dochodowych wyceny, których rezultat oparty jest na prognozach przyszłych przepływów pieniężnych. W swojej najbardziej rozbudowanej wersji służy ona do wyceny podmiotów gospodarczych.

Podczas dokonywania wyceny metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych należy wykonać prognozy przyszłych przepływów gotówki wraz z wartością rezydualną oraz określić właściwą stopę dyskontową. Następnie, w zależności od konkretnego przypadku, stosuje się korekty o oprocentowany kapitał obcy, o aktywa nieoperacyjne, a także ewentualne dyskonta z tytułu braku płynności i/lub kontroli.

2.3.2 Prognozy przepływów pieniężnych

Prognoza przyszłych przepływów pieniężnych w przypadku podmiotu gospodarczego polega na sporządzeniu projekcji finansowych, obejmujących przyszłe rachunki zysków i strat, bilanse i sprawozdania z przepływu środków pieniężnych. Zawartość rachunków zysków i strat zależy od założeń dotyczących działalności operacyjnej przedsiębiorstwa, czyli dynamiki sprzedaży oraz kosztów. Zawartość bilansów zależy od założeń dotyczących aktywów trwałych, majątku obrotowego oraz źródeł finansowania. Rachunek przepływu środków pieniężnych jest efektem korekt wyniku finansowego o pozycje niebędące faktycznymi wpływami lub wydatkami oraz zmian w czasie poszczególnych pozycji aktywów i pasywów.

Tak obliczone przepływy pieniężne, zwane „wolnymi” (FCF, czyli Free Cash Flows), generowane w kolejnych latach przez przedsiębiorstwo, są podstawą do wyceny jego wartości. Istnieją dwie odmiany FCF: FCFF (Free Cash Flows to Firm) i FCFE (Free Cash Flows to Equity). Obydwe zawierają przepływy z działalności operacyjnej oraz przepływy z działalności inwestycyjnej. FCFE dodatkowo uwzględnia przepływy oprocentowanego kapitału obcego. Do każdego rodzaju wolnych przepływów stosuje się inną stopę dyskontową.

Ze względu na zmianę wartości pieniądza w czasie, wyliczone przyszłe przepływy pieniężne należy zaktualizować na datę wyceny. Stosuje się w tym celu dyskonto, zgodnie z którym wartość bieżąca (PV₀) wolnych przepływów pieniężnych (FCFi) obliczana jest według wzoru:

$$PV_0 = \sum_{i=1}^n \frac{FCF_i}{(1+r)^i}$$

gdzie n to łączna liczba prognozowanych okresów, i to numer kolejnego okresu, r to stopa dyskontowa (omówiona dalej). Wyrażenie, przez które pomnożone są przepływy pieniężne (czyli $1/(1+r)^i$) nazywane jest współczynnikiem dyskonta. Z wzoru jasno wynika, że im bardziej oddalone w czasie przepływy, tym mniejsza ich aktualna wartość. Odzwierciedla to m.in. ryzyko prognozowania przyszłości.

2.3.3 Wartość rezydualna

Ważną kwestią do ustalenia jest tzw. wartość końcowa przedsiębiorstwa, zwana wartością rezydualną. Jest to jego wartość wynikająca z funkcjonowania po ostatnim prognozowanym okresie. Dotyczy to większości rozwijających się podmiotów.

Często stosowaną metodą określania wartości rezydualnej jest przyjęcie generowania przepływu pieniężnego, o wartości takiej samej jak w ostatnim roku prognozy, przez nieskończoną



liczbę lat. Ze względu na rosnące z czasem dyskonto, zaktualizowane przepływy w kolejnych okresach są coraz mniejsze, a zatem suma takiego ciągu jest liczbą skończoną.

W uzasadnionych przypadkach przyjmuje się założenie dodatkowego rocznego przyrostu niezaktualizowanych przepływów w kolejnych latach (np. o inflację, jeśli prognozy sporządzane są w tzw. wartościach nominalnych, czyli cenach bieżących).

Suma nieskończonego ciągu malejących z czasem przepływów pieniężnych poza okresem prognoz jest właśnie wartością rezydualną. Jest ona obliczona dla ostatniego okresu prognoz, tak więc aby ją zaktualizować na datę wyceny, należy ją zdyskontować takim samym współczynnikiem jak strumień pieniężny w ostatnim okresie. Wtedy wartość rezydualna (RV) jest obliczana według wzoru:

$$RV = \frac{FCF_n (1 + g)}{r - g} * \frac{1}{(1 + r)^n}$$

gdzie FCF_n to strumień środków pieniężnych w ostatnim okresie prognoz, r to stopa dyskontowa a g to stopa dodatkowego rocznego przyrostu przepływu po okresie prognoz.

Wyjątkami o innej, ograniczonej lub wręcz nieistniejącej wartości rezydualnej mogą być np. podmioty w likwidacji, albo dla których przewidywane jest zamknięcie działalności w określonym czasie (np. po wyeksploatowaniu złoża przez spółkę wydobywczą). Wówczas wartość rezydualna może wynikać ze skończonej liczby lat funkcjonowania po okresie prognoz lub z majątku możliwego do spieniężenia przy likwidacji. W tym ostatnim przypadku należy pamiętać, aby nie uwzględniać gotówki w bilansie likwidacyjnym, ponieważ wynika ona z już wziętych pod uwagę przepływów pieniężnych.

2.3.4 Stopa dyskontowa

Kluczową rolę w powyższych obliczeniach pełni stopa dyskonta r . Dla przepływów FCFF jest ona definiowana jako średnioważony koszt kapitału (WACC: Weighted Average Cost of Capital). Zależy ona od dwóch elementów: kosztu kapitału własnego oraz kosztu kapitału obcego. Pokazuje to poniższy wzór:

$$r_{WACC} = \frac{K_w}{K_w + K_o} * r_w + \frac{K_o}{K_w + K_o} * r_o * (1 - t)$$

gdzie K_w to wartość kapitałów własnych w pasywach, K_o to wartość oprocentowanych kapitałów obcych w pasywach, r_w to koszt kapitału własnego, r_o to koszt kapitału obcego, a t to stopa podatku dochodowego (której uwzględnienie wynika ze zmniejszenia podstawy opodatkowania dzięki kosztom finansowym).

Koszt kapitału obcego to marginalny koszt długu, czyli oczekiwane rynkowe oprocentowanie kredytów.

Koszt kapitału własnego oblicza się w oparciu o Model Wyceny Aktywów Kapitałowych (CAPM: Capital Asset Pricing Model). Zgodnie z nim stopa ta (r_w) zależy od funkcjonującej na rynku stopy wolnej od ryzyka (r_f), wskaźnika zmienności wartości rynkowej beta oraz różnicy między stopą wolną od ryzyka, a oczekiwaną przez inwestorów stopą zwrotu z inwestycji (r_m). Różnica ta nazywana jest premią za ryzyko. Zależność tę pokazuje poniższy wzór:

$$r_w = r_f + \beta * (r_m - r_f)$$

Współczynnik beta określa ryzyko kapitału zaangażowanego w podmiot. Jest miarą ryzyka systematycznego związanego z tym kapitałem i określa relację ryzyka danego podmiotu w stosunku do ryzyka systematycznego całego rynku papierów wartościowych. Jest równy ilorazowi oczekiwanej kowariancji – pomiędzy stopą zwrotu z zaangażowanego w podmiot kapitału a stopą zwrotu z portfela rynkowego – przez oczekiwaną wariancję ze stóp zwrotu z całego rynku. Na wartość współczynnika beta wpływa proporcja kapitałów obcych do własnych w każdym podmiocie. Dlatego do obliczeń należy najpierw przyjąć nielewarowaną betę dla danego sektora, a następnie zmodyfikować ją dla wycenianego podmiotu, korzystając z tzw. równania Hamady:



$$\beta = \beta_u * \left[1 + (1 - T) * \frac{K_o}{K_w} \right]$$

Gdzie β_u to beta nielewarowana, T to stawka podatku dochodowego, K_o to oprocentowane kapitały obce a K_w to kapitał własny. Dla przepływów FCFE stopa dyskonta r to po prostu koszt kapitału własnego.

2.3.5 Wartość przedsiębiorstwa i dodatkowe korekty

Podsumowując, wartość przedsiębiorstwa (Enterprise Value) będzie sumą wartości bieżącej wolnych przepływów pieniężnych (PV) i wartości rezydualnej (RV).

Od obliczonej w powyższy sposób wartości należy odjąć oprocentowany kapitał obcy w dniu wyceny (zaciągnięte kredyty, pożyczki, leasing środków trwałych, wyemitowane obligacje itp.) i dodać wartość aktywów nieoperacyjnych.

Aktywa nieoperacyjne to takie składniki majątku, które nie wpływają na generowanie obliczonych wcześniej przepływów pieniężnych, ale dzięki swojej wartości stanowią o dodatkowym podniesieniu wartości przedsiębiorstwa. Należą do nich zazwyczaj aktywa finansowe (np. udziały i akcje w innych spółkach), nieruchomości przeznaczone do zbycia i ewentualnie nadwyżka środków pieniężnych.

Wartość przedsiębiorstwa (Enterprise Value) po dodatkowych korektach daje wartość kapitałów własnych (Equity Value), czyli ostateczną wartość wyceny.

2.3.6 Dyskonta i premie z tytułu płynności i kontroli

- Spółka notowana na rynku regulowanym, udział mniejszościowy: brak dyskonta.
- Spółka nie notowana na rynku regulowanym, udział większościowy: dyskonto z tytułu braku płynności, brak premii za kontrole.
- Spółka nie notowana na rynku regulowanym, udział mniejszościowy: dyskonto z tytułu braku płynności i braku kontroli.

Dyskonta i premie z tytułu płynności

- Wycena przedsiębiorstwa wymaga zastosowania korekty w postaci dyskonta za niepłynność wycenianego podmiotu (lack of marketability discount) jeżeli jest realizowana w oparciu o wskaźniki określone na podstawie spółek, których akcje są notowane na rynku publicznym i mogą być relatywnie szybko upłynniane bez istotnej utraty wartości.
- Podejście do wysokości dyskonta za niepłynność polega na oszacowaniu sumy dwóch składników, które naszym zdaniem dają przewagę wartości spółki notowanej nad spółką nienotowaną. Są to:
 - Koszt wprowadzenia akcji spółki do obrotu. Koszty oferty publicznej oszacowano jako średnią relację poniesionych kosztów związanych z oferta publiczną, a wartością sprzedanych akcji w ofercie dla spółek wprowadzonych na rynek podstawowy GPW w okresie ostatnich 5 lat.
 - Stopa dyskontowa określająca wartość pieniądza w czasie jako koszt czasu wymaganego w celu przygotowania oferty publicznej. Jako składniki stopy dyskonta przyjmuje się stopę wolną od ryzyka na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych o stałym oprocentowaniu, premię za ogólne ryzyko rynku oraz premię za wielkość szacowane zgodnie z metodą określoną w zakładce: stopa dyskontowa.
- Obydwa wyżej wymienione składniki są określone dla każdej z 4 grup pod względem wielkości kapitalizacji: Spółki dużej kapitalizacji, średniej kapitalizacji, niskiej kapitalizacji i mikro kapitalizacji.
- Na podstawie sumy kosztów emisji i stopy dyskontowej oszacowana zostaje premia za płynność wycenianej spółki, której interpretacja może być rozumiana jako premia, którą jest skłonny zapłacić inwestor nabywający spółkę publiczną (notowaną na giełdzie) ponad cenę takiej samej spółki nie publicznej nabywanej z zamiarem wprowadzenia na rynek publiczny,



gdzie wprowadzenie na rynek notowań publicznych wymaga poniesienia określonych kosztów i poświęcenia okresu 1 roku jako czasu przygotowań.

- Dyskonto za niepłynność wycenianej spółki zostało określone na podstawie oszacowanej premii z tytułu płynności, wg wzoru:

$$D = 1 - \frac{1}{1 + P}$$

Gdzie: D – dyskonto z tytułu braku płynności, P – Premia za płynność.

- Zarówno premia z tytułu płynności jak i dyskonto z tytułu braku płynności zostały określone jako poziom korekty procentowej liczonej od ostatecznego wyniku wyceny wartości kapitałów własnych wycenianej Spółki.

Klasyfikacja wielkości	Kapitalizacja [mln PLN]	Koszty IPO	Stopa dyskontowa	Premia za płynność	Dyskonto za brak płynności
Duże	≥ 800	0,70%	9,40%	10%	10%
Średnie	290 – 800	3,00%	11,40%	14%	11%
Małe	39 – 290	3,80%	15,10%	19%	13%
Mikro	< 39	8,60%	24,10%	33%	19%

Dyskonta i premie z tytułu kontroli

- W odniesieniu do premii lub dyskonta z tytułu stopnia kontroli, kluczowym założeniem jego ewentualnego jest stwierdzenie, iż kontrolny pakiet akcji jest warty proporcjonalnie więcej niż pakiet mniejszościowy. Związane jest to z możliwością sprawowania efektywnej i rzeczywistej kontroli nad danym przedsiębiorstwem, między innymi poprzez wybór jej władz i organów nadzorczych, czy też możliwość podejmowania istotnych decyzji strategicznych.
- Badania rynku na podstawie ponad 60 publicznych wezwań do sprzedaży akcji ogłoszonych w okresie pomiędzy styczniem 2006 r. a grudniem 2023 r. wskazują, że średni poziom proponowanej akcjonariuszom premii względem kursu na 4 tygodnie przed ogłoszeniem wezwania wyniósł 14% (dla porównania 24% względem kursu na pół roku przed wezwaniem), przy wartości odchylenia standardowego na poziomie 17 p.p.

Dyskonta i premie z tytułu płynności i kontroli – podsumowanie i wnioski.

W ujęciu właściwym dla przedmiotu niniejszej opinii zgodnie z powyższym wprowadzeniem uzasadnionym byłoby potencjalne zastosowanie dyskonta z tytułu braku płynności, jednakże zważywszy na fakt, iż na sumę bilansową na dzień 31 grudnia 2023 roku rozpatrywanego przedmiotu niniejszej opinii w wysokości 99% składają się aktywa trwałe w postaci nieruchomości, wobec których stwierdzono istnienie i funkcjonowanie wystarczająco aktywnego i płynnego rynku, potencjalne dyskonto nie znajduje zastosowania. Zastosowanie dyskonta z tytułu braku płynności z większym prawdopodobieństwem prowadziłyby do niczym nieuzasadnionej deprecjacji wyniku oszacowania.

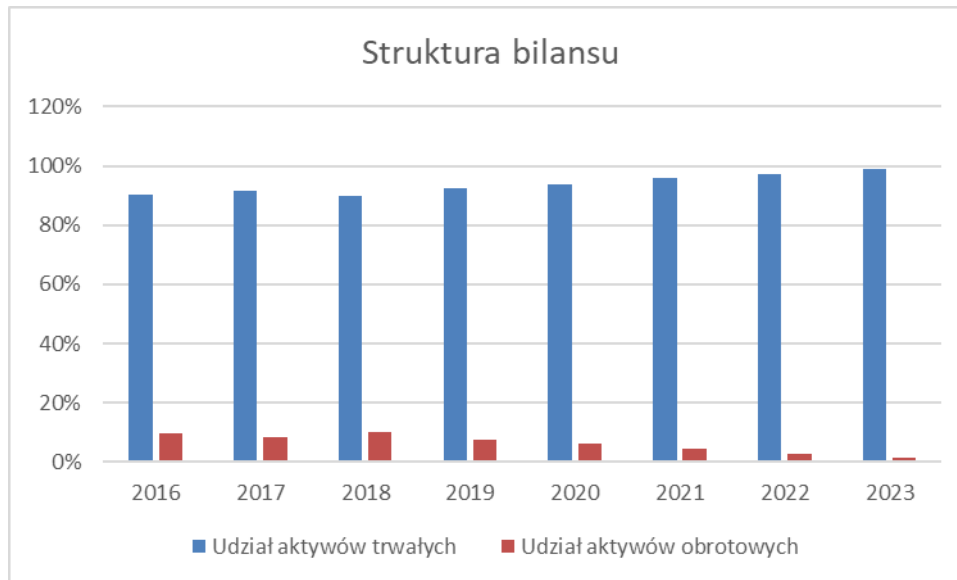


3. Charakterystyka bilansowa i ekonomiczno-finansowa Spółki

3.1 Dane bilansowe

■ Struktura bilansu

Rok	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Udział aktywów trwałych	90%	92%	90%	92%	94%	96%	97%	99%
Udział aktywów obrotowych	10%	8%	10%	8%	6%	4%	3%	1%



Dominujący udział w strukturze majątku Spółki mają aktywa trwałe /w badanym okresie czasu ponad 90 %/. Struktura w tym zakresie jest stabilna i świadczy o tym, że Spółka posiada majątek produkcyjny, który jest wykorzystywany do osiągnięcia dochodu w podstawowej działalności operacyjnej.

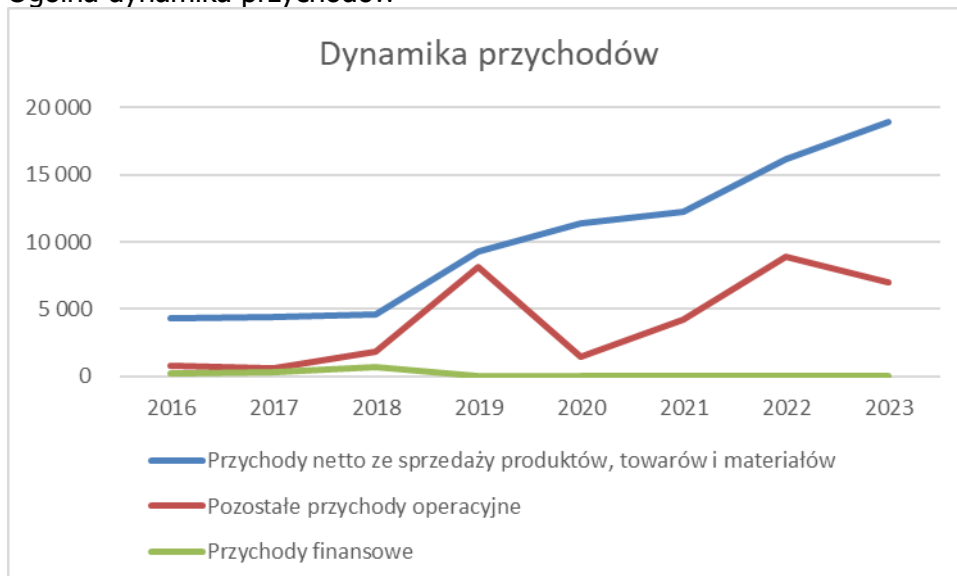
3.2 Rachunki zysków i strat

■ Tabela z wynikami analizy poziomej rachunku zysków i strat (dynamika)

Składowa	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów	4 341	4 421	4 593	9 334	11 381	12 286	16 170	18 962
Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów	2 477	2 991	4 105	4 332	4 986	6 095	9 590	12 195
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży (E-F)	1 864	1 430	488	5 002	6 395	6 191	6 580	6 767
Koszty sprzedaży	0	0	0	0	0	0	0	0
Koszty ogólnego zarządu	669	766	1 378	2 167	2 192	2 523	2 928	3 364
Pozostałe przychody operacyjne	783	578	1 841	8 103	1 490	4 206	8 941	7 028
Pozostałe koszty operacyjne	530	386	1 117	112	3 060	639	531	261
Zysk (strata) z działalności operacyjnej	1 448	856	-166	10 826	2 633	7 235	12 062	10 170
Przychody finansowe	233	364	687	18	2	2	50	33
Koszty finansowe	305	19	105	1 295	1 575	795	1 824	1 956
Zysk przed opodatkowaniem	1 376	1 201	416	9 549	1 060	6 442	10 288	8 247
Amortyzacja	81	73	159	194	180	169	178	104
Inwestycje w nieruchomości oraz wartości niematerialne i prawne	0	202	1 025	548	-1 493	0	12 358	7 780
Zysk (strata) z działalności operacyjnej	1 448	856	-166	10 826	2 633	7 235	12 062	10 170



Ogólna dynamika przychodów



W strukturze przychodów, zarówno przychody ze sprzedaży jak i pozostałe przychody operacyjne wskazują na zmienność w czasie. Zauważalna jest wyraźna tendencja wzrostowa przychodów ze sprzedaży, co jest zjawiskiem pozytywnym i świadczy o racjonalnej gospodarce majątkiem. Pozostałe przychody operacyjne w badanym okresie czasu wykazują niewielkie wahania, które są konsekwencją działalności Spółki w sektorze udzielania pożyczek finansowych. Przychody finansowe w badanym okresie czasu są stabilne, a ich udział w strukturze przychodów jest marginalny.

Dynamika przychodów ze sprzedaży



Analiza przychodów ze sprzedaży w 2023 r. w stosunku do poprzednich okresów 2022 i 2021 r. to kolejny okres wzrostu wolumenu przychodów. Można zauważyć, że od 2018 roku przychody Spółki charakteryzują się stałą, silną tendencją wzrostową. Jest to efekt zwiększenia wolumenu powierzchni oferowanej do wynajmu.



Ogólna dynamika kosztów



W strukturze kosztów największą dynamikę zmian w kierunku wzrostowym, prezentują koszty działalności operacyjnej. Dynamika kosztów finansowych jest stabilna i oscyluje na podobnym poziomie wartości. Dynamika pozostałych kosztów operacyjnych jest zbieżna z dynamiką przychodów operacyjnych i jest również pochodną działań Spółki w zakresie udzielania pożyczek finansowych. Dynamika kosztów jest zbieżna z dynamiką przychodów.

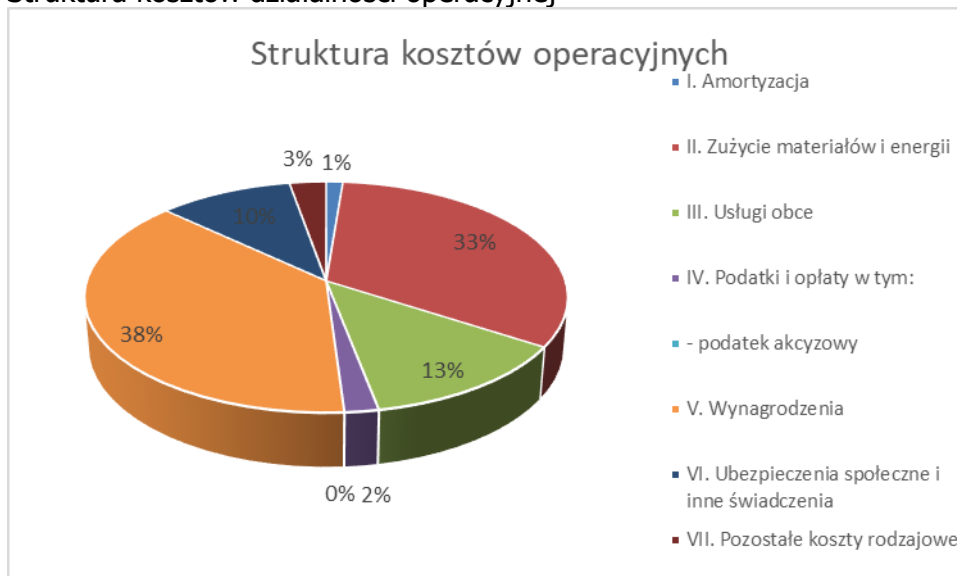
Dynamika kosztów działalności operacyjnej



Analiza kosztów działalności operacyjnej wykazała się tendencją wzrostową. Dynamika wzrostu kosztów jest porównywalna do dynamiki wzrostu przychodów ze sprzedaży.



Struktura kosztów działalności operacyjnej



Największy udział w strukturze kosztów działalności operacyjnej stanowią wydatki związane z wynagrodzeniami. Jest to dominująca pozycja kosztów /około 38%/, z wyraźną tendencją wzrostową w kolejnych latach. Kolejną istotną wartościowo pozycją w kosztach operacyjnych są koszty związane ze zużyciem materiałów i energii /33%/, oraz koszty usług obcych /13%/. Pozostałe koszty, pozostają na podobnym udziale w ogólnej strukturze kosztów działalności do 10 % udziału z lekką dynamiką wzrostu.

W oparciu o przedstawione wyniki finansowe Spółki można stwierdzić, że sytuacja finansowa Spółki na przestrzeni badanego okresu jest stabilna. Za wyjątkiem 2018 roku, Spółka odnotowała zysk na prowadzonej działalności. Spadek wyników finansowych w 2020 roku to efekt nie tyle co prowadzonej polityki firmy, co zdarzeń losowych, ograniczeń związane z wprowadzeniem zaostreżeń w trakcie pandemii wirusa Covid-19. Kolejne lata to okresy z widoczną tendencją wzrostową w osiągniętych zyskach.





3.3 Analiza wskaźnikowa

Analiza wskaźnikowa to podstawowy element oceny finansów przedsiębiorstwa. W ocenie pod uwagę bierze się głównie cztery kluczowe wskaźniki, odpowiadające za: rentowność, płynność, obrotowość oraz zadłużenie jednostki. Odzwierciedlają one sytuację finansową przedsiębiorstwa i umożliwiają jednoznaczną ocenę kondycji finansowo – ekonomicznej firmy.

3.3.1 Wskaźniki płynności

Wyliczenia stosowane w obliczaniu płynności finansowej opierają się na aktywach obrotowych. Są to nie tylko pieniądze znajdujące się na firmowym koncie bankowym, ale także należności i inwestycje krótkoterminowe, czyli takie, które można zamienić na gotówkę stosunkowo szybko. W razie konieczności pieniądze te można wykorzystać w celu spłaty bieżących zobowiązań.

Wyróżniamy trzy podstawowe kryteria, pozwalające określić płynność przedsiębiorstwa:

- płynność bieżąca;
- płynność szybka;
- płynność natychmiastowa.

1. Bieżąca płynność finansowa zdolność firmy do pokrycia bieżących zobowiązań. Optymalną, zalecaną dla większości przedsiębiorstw wartością bieżącej płynności finansowej jest przedział 1.5-2.0. Wskaźnik bieżącej płynności finansowej niższy niż 1.0 to wyraźny sygnał, że należy zadbać o regulowanie zobowiązań. Wzór na wyliczenie wskaźnika bieżącej płynności finansowej podmiotu prezentuje się następująco:

$$BPF = \frac{\text{aktywa obrotowe}}{\text{zobowiązania krótkoterminowe}}$$

2. Szybka płynność finansowa zdolność firmy do pokrycia bieżących zobowiązań za pomocą jedynie aktywów o wyższym stopniu płynności, czyli inwestycji oraz należności krótkoterminowych. Optymalną, zalecaną dla większości przedsiębiorstw wartością szybkiej płynności finansowej jest wartość większa lub równa 1,0. Wskaźnik niższy niż 1.0 świadczy o utracie wartości płynności finansowej. Wzór na wyliczenie wskaźnika szybkiej płynności finansowej podmiotu prezentuje się następująco:

$$SPF = \frac{\text{aktywa obrotowe} - \text{zapasy}}{\text{zobowiązania krótkoterminowe}}$$

Relacja wysoka bieżąca płynność finansowa – niska przyspieszona płynność finansowa to sytuacja niepożądana, świadczy bowiem o zalegających w firmie zapasach. Zwykle generuje to dodatkowe, niepożądane koszty (np. magazynowania towaru).

3. Natychmiastowa płynność finansowa zdolność firmy do pokrycia bieżących zobowiązań jedynie za pomocą gotówki. Optymalną, wartością bieżącej płynności finansowej jest przedział 0,1-0,2. Wzór na wyliczenie wskaźnika bieżącej płynności finansowej podmiotu prezentuje się następująco:

$$NPF = \frac{\text{inwestycje krótkoterminowe}}{\text{zobowiązania krótkoterminowe}}$$

Przy wysokim poziomie wskaźnika, aby uniknąć utraty płynności, ważna jest wysoka skuteczność ściągania należności.

Wskaźniki płynności spółki prezentuje poniższa tabela.

Rok	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Wskaźnik płynności bieżącej	9,48	7,31	9,59	10,05	7,77	2,37	1,19	0,49
Wskaźnik płynności szybkiej	9,48	7,31	9,59	10,05	7,77	2,37	1,19	0,49



Rok	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Wskaźnik płynności gotówką	9,14	6,98	2,13	3,34	2,72	0,90	0,48	0,29



W oparciu przeprowadzoną analizę wskaźnikową, stwierdzono, że Spółka od 2019 r. wykazuje ujemne tendencję w zakresie zdolności do pokrycia zobowiązań zarówno bieżących, szybkich jak i płatności gotówkowych. Niski w 2023 r. poziom wskaźników płynności może świadczyć o konieczności zmiany polityki firmy w zakresie regulowania swoich należności.

3.3.2 Wskaźniki obrotowości

Wskaźnik obrotowości (inaczej sprawność działania lub aktywności) przedsiębiorstwa sprawdza, jak efektywnie generuje ono przychody, oraz jak umiejętnie zarządza aktywami. Kryteria oceny kondycji finansowej przedsiębiorstwa, które pozwalają na rzetelną analizę sprawności firmy, to między innymi:

- wskaźnik rotacji zobowiązań;
- wskaźnik rotacji zobowiązań w dniach;
- wskaźnik rotacji zapasów;
- wskaźnik rotacji zapasów w dniach;
- wskaźnik rotacji należności;
- wskaźnik rotacji należności w dniach;
- wskaźnik cyklu konwersji gotówki.

Wzory na wyliczenie wskaźników prezentują się następująco:

Rotacja należności w razach	=	$\frac{\text{Przychody ze sprzedaży}}{\text{Należności krótkoterminowe}}$
Rotacja zobowiązań w razach	=	$\frac{\text{Przychody ze sprzedaży}}{\text{Zobowiązania krótkoterminowe}}$
Rotacja zapasów w razach	=	$\frac{\text{Przychody ze sprzedaży}}{\text{Zapasy}}$
Rotacja należności w dniach	=	$\frac{\text{Należności krótkoterminowe}}{\text{Przychody ze sprzedaży}} \times 365$
Rotacja zobowiązań w dniach	=	$\frac{\text{Zobowiązania krótkoterminowe}}{\text{Przychody ze sprzedaży}} \times 365$
Rotacja zapasów w dniach	=	$\frac{\text{Zapasy}}{\text{Przychody ze sprzedaży}} \times 365$
Cykl konwersji gotówkowej w dniach	=	Rotacja należności + rotacja zapasów - rotacja zobowiązań

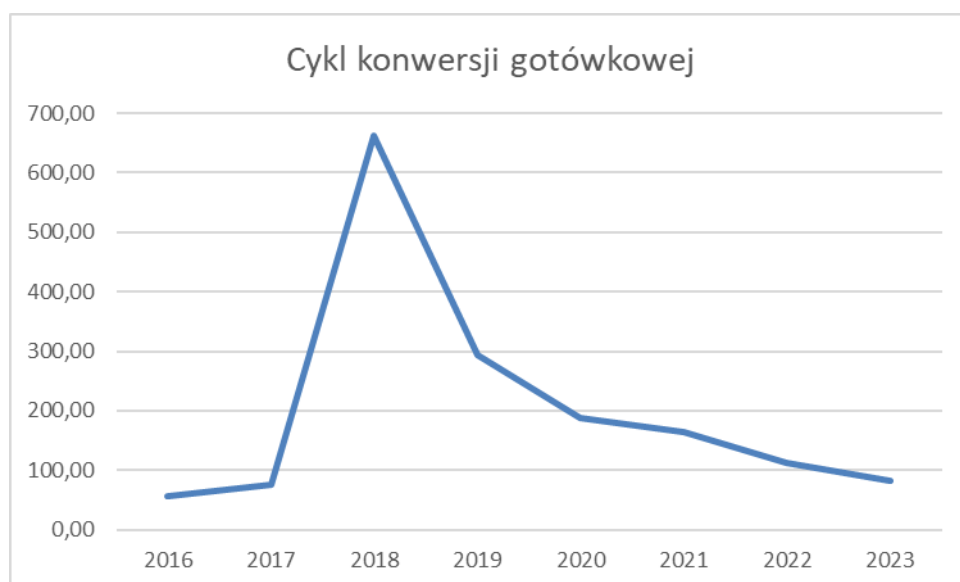
Cykl konwersji gotówki informuje o tym po ilu dniach (średnio) po spłacie swoich zobowiązań, przedsiębiorstwo jest w stanie sprzedać swoje wyroby i otrzymać pieniądze z tytułu tej sprzedaży. Cykl ten oblicza się odejmując długość cyklu zobowiązań od długości cyklu operacyjnego. Skrócenie długości cyklu konwersji gotówki odczytuje się jako zjawisko pozytywne. Może zdarzyć się, że cykl



konwersji gotówki będzie przyjmował wartość ujemną. W takim przypadku oznacza to, że okres od poniesienia wydatków na zakup czynników produkcji, do uzyskania wpływów związanych ze sprzedażą jest krótszy niż okres, w którym spółka spłaca swoje zobowiązania, licząc od momentu ich powstania.

▪ Ocena sprawności zarządzania

Rok	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Rotacja należności w razach	41,74	27,63	0,63	1,43	2,33	3,77	7,89	28,18
Rotacja należności w dniach	8,74	13,21	582,43	255,16	156,73	96,85	46,27	12,95
Rotacja zobowiązań w razach	7,68	5,90	4,62	9,47	11,54	5,45	5,51	5,34
Rotacja zobowiązań w dniach	47,51	61,84	79,07	38,56	31,62	66,96	66,21	68,31
Rotacja zapasów w razach	0	0	0	0	0	0	0	0
Rotacja zapasów w dniach	0	0	0	0	0	0	0	0
Cykl konwersji gotówkowej	56,25	75,05	661,50	293,71	188,35	163,81	112,48	81,27



Wskaźnik cyklu konwersji gotówki w 2023 roku na poziomie 81,27 wskazuje na czas potrzebny na przekształcenie inwestycji w zapasy i należności na przepływy pieniężne ze sprzedaży. Pozwala to zrozumieć, jak szybko firma jest w stanie generować gotówkę z aktywów obrotowych. Jego poziom wskazuje na stosunkowo dobrą kondycję finansową Spółki. Zauważalny jest wyraźny spadkowy trend cyklu konwersji gotówkowej co prowadzi do skrócenia okresu cyklu, co jest zjawiskiem pozytywnym.

3.3.3 Wskaźniki rentowności

Wskaźniki rentowności nazywa się również wskaźnikami zyskowności lub stopami zwrotu. Ich zadaniem jest określenie relacji zysku do kapitału oraz sprecyzowanie pozycji firmy na różnych płaszczyznach. Dzięki nim zarządzający oraz wszyscy zainteresowani mogą sprawdzić, na jakim poziomie znajduje się umiejętność generowania zysków i zdolność do efektywnego lokowania nowego kapitału w badanej firmie.

Do podstawowych wskaźników rentowności zalicza się:

- wskaźnik rentowności aktywów (ROA);
- wskaźnik rentowności kapitału (ROE);
- wskaźnik rentowności sprzedaży (ROS).

1. Wskaźnik rentowności aktywów określa się również jako ROA, co stanowi skrót od anglojęzycznej nazwy Return On Assets. ROA to miara wielkości zysku netto przypadającego na jednostkę źródeł finansowania zaangażowanych w aktywach firmy. W praktyce oznacza to, że



wskaźnik rentowności aktywów pokazuje zdolność aktywów znajdujących się w posiadaniu przedsiębiorstwa do generowania zysków, a więc poziom efektywności zarządzania majątkiem własnym. Wskaźnik ROA w dużym stopniu uzależniony jest od osiągniętego zysku. Zwykle się go wyrażać w procentach. Co do zasady, im wyższy poziom wskaźnika rentowności aktywów, tym kondycja przedsiębiorstwa jest lepsza. Wynik dodatni wskazuje na zysk, Wynik ujemny świadczy o generowaniu przez firmę straty. Wzór przedstawia się następująco:

$$ROA = \frac{\text{zysk netto}}{\text{aktywa ogółem}} \times 100$$

2. Wskaźnik rentowności kapitałów własnych (ang, ROE – Return On Equity) ma za zadanie określić stopę zwrotu możliwą do osiągnięcia przez przedsiębiorstwo z konkretnej inwestycji. To miara ceniona przez inwestorów, którzy dzięki niej mogą prognozować zyski z planowanych inwestycji.

Wskaźnik rentowności kapitałów oblicza się w następujący sposób:

$$ROE = \frac{\text{zysk netto}}{\text{kapitały własne}} \times 100$$

Nie istnieje zakres liczbowy wskazujący na optymalny poziom wskaźnika rentowności kapitałów. Natomiast, im wyższa wartość wskaźnika ROE, tym sytuacja firmy korzystniejsza. Poziom bezpieczeństwa i możliwości rozwoju w firmie tym większe, im wyższy wynik ROE. Wzrosty wskaźnika w czasie wskazują na przewagę konkurencyjną.

3. Wskaźnik rentowności sprzedaży (ang. ROS – Return On Sales) ukazuje zależność między zyskiem netto wypracowanym w całej działalności firmy a przychodami netto ze sprzedaży. Znając wynik ROS otrzymasz informację, czy sprzedaż określonych towarów lub usług jest opłacalna.

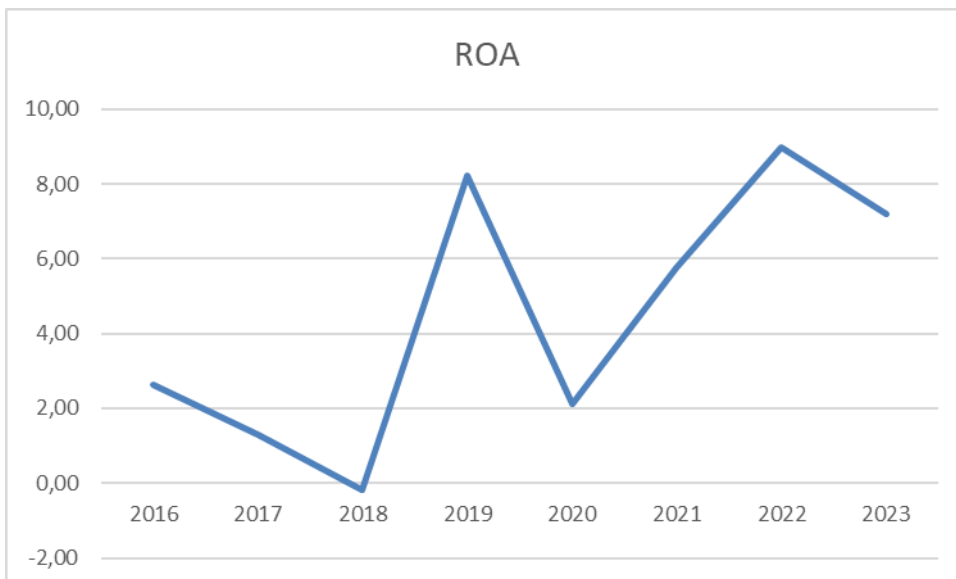
Wskaźnik rentowności sprzedaży – wzór

$$ROS = \frac{\text{zysk netto}}{\text{przychody ze sprzedaży}} \times 100$$

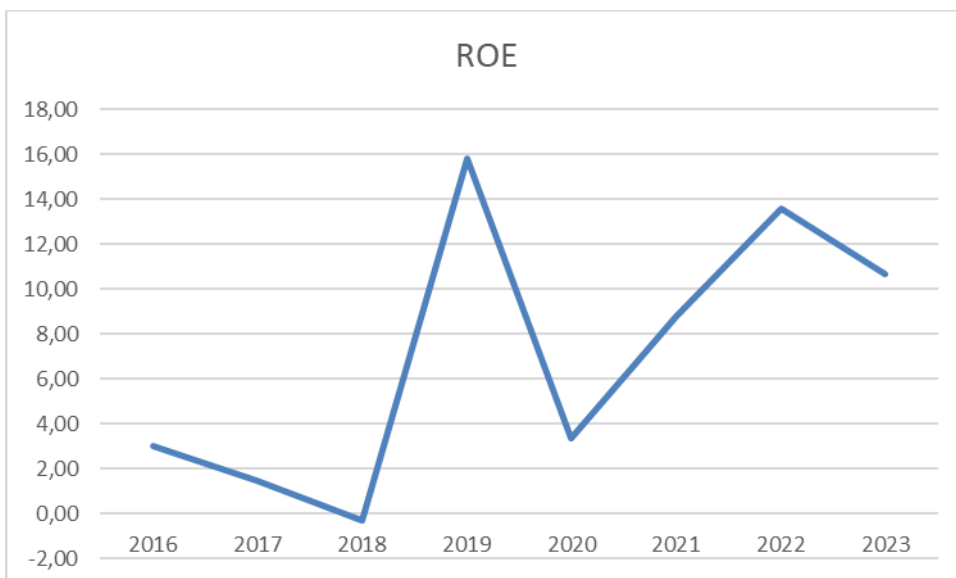
Im wyższy wskaźnik rentowności ROS, tym kondycja finansowa przedsiębiorstwa korzystniejsza. Przyrosty ROS w czasie świadczą o wzroście sprzedaży, obniżeniu jednostkowych kosztów własnych i osiągnięciu coraz atrakcyjniejszych cen. Spadki natomiast mówią o tym, że koszty i zobowiązania podatkowe pochłaniają coraz to większą część przychodów.

▪ Analiza rentowności Spółki

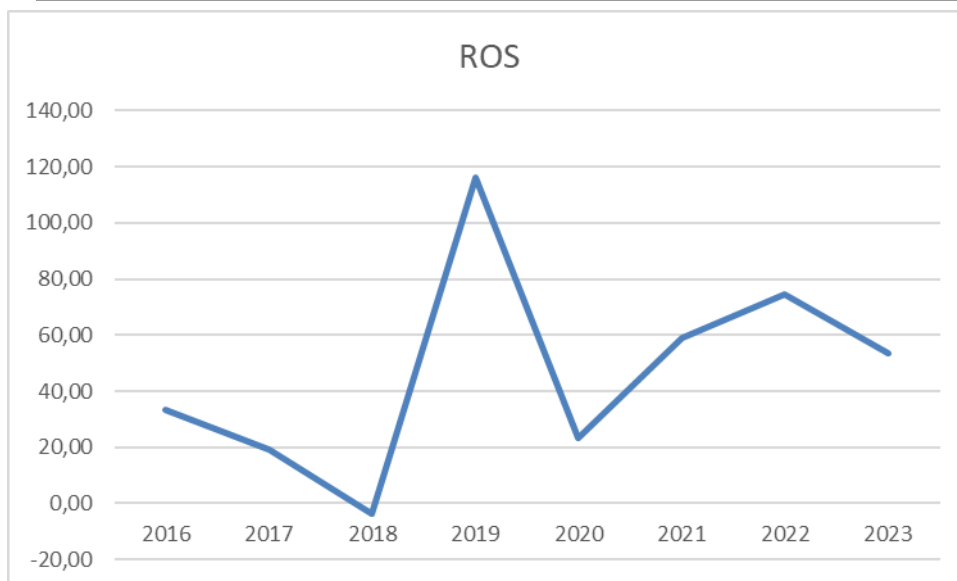
Rok	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
ROA	2,64	1,29	-0,18	8,24	2,12	5,76	8,98	7,21
ROE	3,03	1,45	-0,28	15,82	3,34	8,78	13,58	10,68
ROS	33,36	19,36	-3,61	115,98	23,14	58,89	74,59	53,63



Wskaźniki rentowności aktywów w okresie 2019-2023 wskazują na efektywność zarządzaniem majątkiem.



Wskaźniki ROE w okresie 2018-2023 prezentują korzystny wymiar, co jest oznaką rentowności kapitałów Spółki.



Wskaźniki ROS podobnie jak wskaźniki ROE i ROA w analizowanym okresie, za wyjątkiem 2018 r. prezentują korzystny wymiar co świadczy o rentowności sprzedaży. Rok 2020 jest okresem w którym Spółka prowadziła działalność w ograniczonym zakresie, w warunkach zdarzeń nadzwyczajnych.

3.3.4 Wskaźniki zadłużenia

Do kluczowych wskaźników zadłużenia, określający bieżący poziom długu to:

- wskaźnik ogólnego zadłużenia
- wskaźnik zadłużenia kapitału własnego

1. Wskaźnik ogólnego zadłużenia, pokazuje relację kapitału obcego do aktywów przedsiębiorstwa. Z punktu widzenia wierzycieli stanowi bardzo cenną informację, mówiącą o tym, w jakim stopniu ich wierzytelności są zabezpieczone majątkiem firmy. Im wyższy wskaźnik ogólnego zadłużenia, tym więcej w majątku firmy zewnętrznych źródeł finansowania (oznacza to, że przedsiębiorstwo korzysta z kredytów, pożyczek czy dotacji o dużej wartości). Niski współczynnik z kolei informuje o tym, że przedsiębiorstwo stara się działać bez angażowania środków zewnętrznych – innymi słowy finansuje się samodzielnie lub prawie samodzielnie. Analitycy europejscy uznają, że "bezpieczny" wynik to liczba w przedziale 0,3 – 0,6 – taki wskaźnik zadłużenia nie odstraszy inwestorów, a jednocześnie poinformuje o dynamicznej (prawdopodobnie także rozwojowej) sytuacji finansowej firmy. Nieco węższy zakres podają niektóre polskie źródła, wskazując na wynik w zakresie 0,57 – 0,67.

$$\text{Wskaźnik zadłużenia ogólnego} = \frac{\text{zobowiązania ogółem}}{\text{aktywa ogółem}}$$

2. Wskaźnik zadłużenia kapitału własnego, liczony jako iloraz ogółu zobowiązań i kapitału własnego. Pokazuje, ile razy zobowiązania przedsiębiorstwa przewyższają wartość jego kapitałów własnych. Stanowi zabezpieczenie spłaty zobowiązań podmiotu i z tego względu jest szczególnie istotny przy ocenie jego zdolności kredytowej. Jego wartość nie powinna przekraczać 1.

$$\text{Wskaźnik zadłużenia kapitału własnego} = \frac{\text{zobowiązania ogółem}}{\text{kapitał własny}}$$

- Analiza poziomu zadłużenia

Rok	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Wskaźnik zadłużenia ogólnego	0,13	0,11	0,37	0,48	0,37	0,34	0,34	0,32
Wskaźnik zadłużenia kapitału własnego	0,15	0,12	0,58	0,92	0,58	0,53	0,51	0,48



Wskaźnik zadłużenia w 2023 r. wskazuje poziom 0,32, który świadczy o tym, że spółka działa na kapitałach własnych z niewielkim udziałem kapitałów obcych. W pozostałych okresach badania, wskaźnik pozostaje na stabilnym poziomie, za wyjątkiem 2016-2017 roku kiedy Spółka działała głównie na kapitałach własnych.



W oparciu o dane wskaźnikowe, należy stwierdzić, że kondycja Spółki jest stabilna, kapitały własne pokrywają wysokość zobowiązań.

3.3.5 Wskaźniki produktywności

Wskaźniki produktywności pokazują jak jednostka wykorzystuje możliwości swoich zasobów majątkowych. Stanowią one narzędzie do oceny efektywności gospodarowania zasobów. Jednym z najważniejszych wskaźników produktywności jest wskaźnik rotacji majątku. Wskaźnik ten informuje o zdolności przedsiębiorstwa do generowania przychodów z posiadanego przez nie majątku. Wzrost wartości wskaźnika rotacji majątku interpretuje się jako zjawisko pozytywne, spadek jako zjawisko negatywne.

$$\text{Rotacja majątku /produkcyjność} = \frac{\text{przychody ze sprzedaży}}{\text{aktywa ogółem}}$$



Kolejnym wskaźnikiem jest wskaźnik rotacji. Wskaźnik ten informuje o efektywności wykorzystania aktywów trwałych do generowania przychodów ze sprzedaży. Tu również, wzrost wartości wskaźnika rotacji majątku interpretuje się jako zjawisko pozytywne, spadek jako zjawisko negatywne.

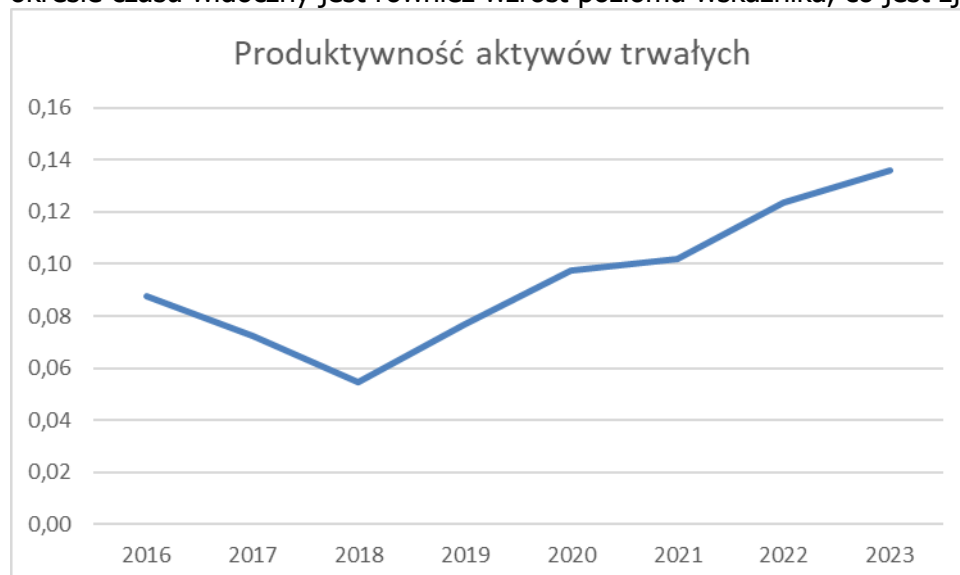
$$\text{Rotacja majątku trwałego} = \frac{\text{przychody ze sprzedaży}}{\text{aktywa trwałe}} \\ \text{/produkcyjność aktywów trwałych/}$$

Analiza produktywności

Rok	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Produktywność aktywów	0,08	0,07	0,05	0,07	0,09	0,10	0,12	0,13
Produktywność aktywów trwałych	0,09	0,07	0,05	0,08	0,10	0,10	0,12	0,14



Spółka posiada zdolność do generowania przychodów z posiadanego majątku. W badanym okresie czasu widoczny jest również wzrost poziomu wskaźnika, co jest zjawiskiem korzystnym.



Spółka efektywnie wykorzystuje majątek trwały do generowania przychodów. W badanym okresie czasu widoczny jest wzrost poziomu wskaźnika co świadczy o coraz efektywniejszym zarządzaniu majątkiem trwałym.



3.4 Analiza i prognozy - nieruchomości inwestycyjne

Podstawowym przedmiotem działalności Spółki ELKOP SE jest wynajem własnych nieruchomości o charakterze inwestycyjnym, zlokalizowanych w; Chorzowie, Płocku, Poznaniu i Elblągu.

W ujęciu szczególnym w ramach niniejszej opinii zidentyfikowano i wskazano do analizy i oszacowania zorganizowaną część przedsiębiorstwa, tj. kompleks nieruchomości funkcjonujący pod nazwą COTEX Office Center, która stanowi przedmiot i zakres niniejszej opinii.

3.4.1 Nieruchomość gruntowa zabudowana w Płocku Aleja Marszałka Józefa Piłsudskiego 35.

Kompleks nieruchomości gruntowych zabudowanych budynkiem biurowo-usługowo-handlowym Cotex Office Center wraz z infrastrukturą towarzyszącą zlokalizowany w Płocku przy Alei Marszałka Józefa Piłsudskiego 35, opisany w ewidencji gruntów działkami numer: 91/15 o powierzchni 0,2122 ha, dla której Wydział Ksiąg Wieczystych Sądu Rejonowego w Płocku prowadzi księgę wieczystą nr PL1P/00092836/5, 90/7 o powierzchni 0,3225 ha, dla której Wydział Ksiąg Wieczystych Sądu Rejonowego w Płocku prowadzi księgę wieczystą nr PL1P/00094762/9, działkami numer 91/42 o powierzchni 0,0028 ha, 91/52 o powierzchni 0,0300 ha i 91/64 o powierzchni 0,0502 ha, dla której Wydział Ksiąg Wieczystych Sądu Rejonowego w Płocku prowadzi księgę wieczystą nr PL1P/00097672/2 oraz działki numer 91/21 o powierzchni 0,1345 ha i 91/22 o powierzchni 0,3260 ha, dla której Wydział Ksiąg Wieczystych Sądu Rejonowego w Płocku prowadzi księgę wieczystą nr PL1P/00092839/6, nieruchomość gruntowa zlokalizowana w Płocku przy Alei Marszałka Józefa Piłsudskiego, opisana w ewidencji gruntów działką numer 91/6 o powierzchni 0,0343 ha, dla której Wydział Ksiąg Wieczystych Sądu Rejonowego w Płocku prowadzi księgę wieczystą nr PL1P/00092839/6, nieruchomość gruntowa niezabudowana zlokalizowana w Płocku przy ulicy Tadeusza Gintera, opisana w ewidencji gruntów działkami numer: 91/78 o powierzchni 0,0791 ha, 91/79 o powierzchni 0,0865 ha i 91/80 o powierzchni 0,1881 ha, dla której Wydział Ksiąg Wieczystych Sądu Rejonowego w Płocku prowadzi księgę wieczystą nr PL1P/00093495/9.

Nieruchomość zabudowana budynkiem biurowo – usługowym klasy A, w bardzo dobrym stanie technicznym, zlokalizowanym w centralnej części miasta Płock o powierzchni użytkowej 10 319,00.

Analiza obecnej struktury najmu nieruchomości

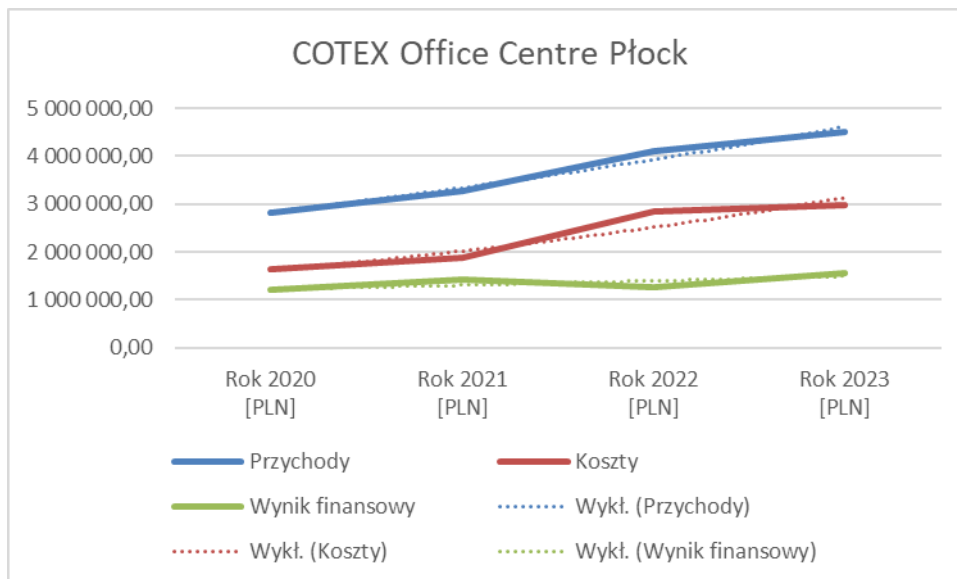
Spółka na dzień wyceny wynajmowała łącznie 6 404,99 m², w tym:

- 5 930,32 m² powierzchni biurowej,
- 456,42 m² powierzchni magazynowej,
- 18,25 m² powierzchni innej.

Umowy zostały zawarte na czas określony i nieokreślony, co roku waloryzowane o wskaźnik GUS.

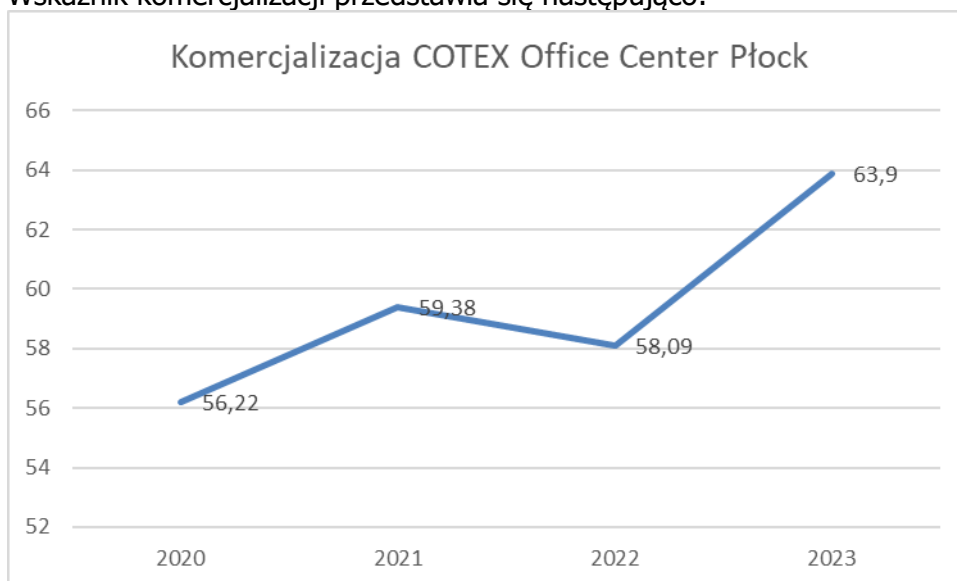
Średnia stawka najmu nieruchomości, bez wyodrębniania charakteru wynajmowanej powierzchni to 38,49 zł/m² netto plus opłaty eksploatacyjne.

Dynamika przychodów i kosztów, oraz wyniku finansowego osiąganego w wyniku najmu nieruchomości zaprezentowana jest na poniższym wykresie.



Jak wynika z przedstawionego wykresu, przychody i koszty wykazują tendencję wzrostową. Dynamika w każdym wskaźniku jest zbieżna. Zarówno przychody jak i koszty rosną proporcjonalnie co odzwierciedla wynik finansowy.

Wskaźnik komercjalizacji przedstawia się następująco:



Średni poziom wskaźnika komercjalizacji w badanym okresie wynosi 59,40 %.

Rynek nieruchomości biurowo - usługowych

Rynek nieruchomości biurowych w Polsce jest dynamiczny, a Płock również ma swoje miejsce w tym kontekście. Oto kilka kluczowych informacji na temat rynku biurowego w Polsce:

1. Zasoby powierzchni biurowej: Na koniec pierwszego kwartału 2023 roku zasoby powierzchni biurowej w Polsce przekroczyły 12,73 miliona metrów kwadratowych. Nowa podaż w pierwszym kwartale wyniosła 68 tysięcy metrów kwadratowych, a w drugim kwartale 67 tysięcy metrów kwadratowych. To początek okresu niskiej nowej podaży, która prawdopodobnie będzie utrzymywać się przez kilka następnych lat.
2. Absorpcja i pustostany: W pierwszym kwartale 2023 roku absorpcja wyniosła ujemne 23 tysiące metrów kwadratowych, co było rekordowo słabym wynikiem. Wstępne dane wskazują, że w drugim kwartale absorpcja spadła jeszcze dalej do bezprecedensowych 59 tysięcy metrów kwadratowych. Niemniej oczekuje się, że na rynkach regionalnych, w tym w Płocku, pustostany wzrosną odczuwalnie do końca 2024 roku.



3. Trendy: Pomimo słabnącej absorpcji, deficyt absorpcji w stosunku do przyrostu zasobów jest umiarkowany. W efekcie na koniec pierwszego kwartału 2023 roku pustostany wzrosły rok do roku o 22 tysiące metrów kwadratowych. Oczekuje się, że w drugim kwartale 2023 roku przyrost pustostanów wyniesie już 75 tysięcy metrów kwadratowych. Podsumowując, rynek nieruchomości biurowych w Płocku jest częścią ogólnego trendu w Polsce

Rynek nieruchomości biurowych w Płocku jest ważnym aspektem dla lokalnej gospodarki. Oto kilka informacji na temat stawek czynszu najmu w biurach klasy A w tym regionie:

1. Pustostany i presja na wzrost czynszów:
 - Malejąca podaż: W pierwszym kwartale 2023 roku, rynek biurowy w Warszawie nie powiększył swoich zasobów. Istnieje luka podażowa, a malejąca dostępność powierzchni biurowych wywiera presję na wzrost stawek czynszu.
 - Wzrosty czynszów: W związku z tym, można oczekiwać wzrostu stawek czynszu w Płocku, zwłaszcza w przypadku obiektów klasy A. Warto monitorować tę tendencję w nadchodzących latach.
2. Trendy: Pomimo presji na wzrost czynszów, warto zauważyć, że popularność hybrydowego modelu pracy oraz rozwój nowych technologii wpływają na różnorodność funkcji biurowych i efektywną aranżację przestrzeni. Pracodawcy coraz bardziej dbają o "well-being" pracowników, co może wpłynąć na optymalizację przestrzeni biurowej.
3. Stawki czynszu: Dokładne stawki czynszu w biurach klasy A w Płocku mogą się różnić w zależności od lokalizacji, standardu budynku i innych czynników. Oto niektóre z nich:
 - Lokalizacja: lokalizacja jest kluczowym czynnikiem wpływającym na stawki czynszu. W miastach o rozwiniętym rynku biurowym, takich jak Łódź, Poznań czy Wrocław, stawki mogą być wyższe niż w mniejszych miejscowościach.
 - Standard i jakość powierzchni: Nowoczesne biura o wysokim standardzie, z dogodnymi udogodnieniami i atrakcyjnymi układami przestrzennymi, zazwyczaj mają wyższe stawki czynszu. Inwestorzy często oczekują dostępu do klimatyzacji, parkingów, recepcji i innych udogodnień.
 - Popyt i podaż: W miarę jak popyt na biura rośnie, stawki czynszu również mogą wzrosnąć. Jeśli jednak rynek jest przesycony, stawki mogą być bardziej konkurencyjne.
 - Trendy rynkowe: Obserwowanie trendów rynkowych jest kluczowe. Na przykład, w wyniku pandemii COVID-19, wiele firm przeszło na pracę zdalną, co wpłynęło na popyt na biura.
 - Inwestycje infrastrukturalne: Rozwój infrastruktury, takiej jak nowe drogi, lotniska czy centra handlowe, może wpłynąć na atrakcyjność danego regionu dla firm i inwestorów. To może wpłynąć na stawki czynszu.
- Stawki czynszu za powierzchnię biurową w Płocku wynoszą zazwyczaj od 8 do 20 EUR/m² miesięcznie w biurach klasy A.


Rynek nieruchomości handlowych i usługowych w Płocku jest obecnie w dobrej kondycji. Miasto to rozwija się dynamicznie, co sprawia, że popyt na lokale handlowe i usługowe jest stały. W ostatnich latach można zauważyć tendencję wzrostową cen wynajmu i sprzedaży nieruchomości tego typu, co świadczy o zainteresowaniu inwestorów oraz przedsiębiorców.

Wpływ na rynek mają również rozbudowa infrastruktury drogowej, rozwój komunikacji miejskiej oraz powstawanie nowych centrów handlowych i usługowych. Dzięki temu możliwości biznesowe w Płocku stają się coraz bardziej atrakcyjne.

Należy także zauważyć, że w miarę zwiększania się konkurencji, właściciele nieruchomości handlowych i usługowych starają się dostosować swoje lokale do zmieniających się potrzeb klientów, co wpływa pozytywnie na rozwój rynku.

Ogólnie rzecz biorąc, rynek nieruchomości handlowych i usługowych w Płocku jest stabilny i atrakcyjny dla potencjalnych inwestorów i przedsiębiorców.

Ceny wynajmu nieruchomości usługowych i handlowych w Płocku mogą się różnić w zależności od lokalizacji, wielkości powierzchni oraz stanu technicznego nieruchomości. W zależności od tych

	Wykonano dla: ELKOP SE. Projekt: Opinia o wartości zorganizowanej części przedsiębiorstwa – COTEX Office Center. Wersja z dnia: 24 maja 2024 roku. Raport końcowy, wydanie 1.	Numer zlecenia: DW-1758-2024
--	---	---------------------------------

czynników, ceny wynajmu mogą oscylować od około 20 do nawet 50 złotych za metr kwadratowy miesięcznie. Dodatkowo, do ceny wynajmu mogą być doliczane dodatkowe opłaty, takie jak opłata eksploatacyjna czy podatek od nieruchomości.

Wnioski i rekomendacje.

Stawki najmu stosowane przez Spółkę można uznać jako stawki rynkowe. Biorąc pod uwagę fakt rosnącej tendencji wzrostu stawek czynszów biurowych, wskazanym jest założenie wzrostu stawek czynszów w kolejnych latach prognozy na poziomie 5%. Jest to rynkowy poziom wzrostu cen w ostatnich latach. Poziom komercjalizacji należy zachować na średnim rzeczywistym poziomie w pierwszym okresie prognozy, zgodnie z dynamiką wzrostu + około 5%, w kolejnych latach docelowo dążyć do około 90%, zgodnie z rynkowymi danymi sektora tego typu nieruchomości.



4. Wycena metodą dochodową – zdyskontowanych przepływów pieniężnych

4.1 Założenia do prognoz finansowych

W toku realizacji niniejszej opinii poddano analizie możliwe do pozyskania na zasadach ogólnych oraz na zasadach szczególnych, tj. bezpośrednio od Spółki, szereg dokumentów, danych i informacji, w tym w szczególności:

- sprawozdania finansowe, ze szczególnym uwzględnieniem okresu od roku 2016 do roku 2023, ze szczególnym uwzględnieniem okresu przypadającego na lata 2020 - 2023;
- zestawienie sald obrotów na kontach w ujęciu właściwym dla przychodów i kosztów wg rodzaju oraz z wyodrębnieniem każdej z rozpatrywanych nieruchomości.

Projekcje finansowe sporządzono dla okresu od marca 2024 roku do roku 2030. Dane za rok 2024, za pierwsze dwa miesiące 2024 roku, wynikają z wstępnych danych Spółki w postaci salda obrotów na kontach, w ujęciu właściwym dla przychodów i kosztów, wg rodzaju. Dla tego okresu przedstawiono rzeczywiście zrealizowane założenia, dzięki czemu można porównywać ich zmiany w latach prognozowanych. Dane za okres od marca 2024 roku do roku 2030 wynikają z prognoz sporządzonych w ramach niniejszej wyceny przez Wykonawcę. Prognozy przeprowadzono w oparciu o zasadę „going concern”, tzn. kontynuacji działalności w jej dotychczasowym zakresie.

W kontekście prognoz przychodów i kosztów koniecznym jest podkreślenie kilku istotnych okoliczności i czynników im towarzyszących, w tym w szczególności:

- okresem szczególnego badania objęto lata od 2016 do 2023 włącznie;
- oczywistym jest, iż na Spółkę, podobnie jak na całą szeroko pojętą polską, a w zasadzie światową gospodarkę, miały szczególny wpływ wydarzenia ostatnich trzech lat, w tym zwłaszcza:
 - wprowadzenie stanu zagrożenia epidemiologicznego, a następnie stanu epidemii w roku 2020, który faktycznie i formalnie utrzymywał się do roku 2022 włącznie;
 - agresja Federacji Rosyjskiej na Ukrainę w lutym 2022 roku, trwająca do nadal, bez możliwości do przewidzenia konsekwencji, w tym wyznaczenia czasu jej zakończenia;
 - skutki obu ww. okoliczności są powszechnie znane i wpłynęły na każdy aspekt życia, zarówno w ujęciu światowym, krajowym, ale i regionalnym;
- w ujęciu właściwym dla rozpatrywanej Spółki, podobnie jak dla całej krajowej gospodarki, ww. czynniki wpłynęły na zdecydowane i dynamiczne zmiany w strukturze przychodów i kosztów;
- ww. zmiany mają charakter trwały, natomiast ich dynamika, zwłaszcza w okresie 2021-2022 była znacząca;
- tym samym o ile okres ostatnich trzech lat można rozpatrywać w ujęciu właściwym dla nowych poziomów, w ujęciu wartościowym, przychodów i kosztów działalności Spółki, o tyle w ujęciu właściwym dla wpływu odnotowanej w nim dynamiki na jej przyszły kształt już nie wydaje się uzasadnionym, tym bardziej w kontekście prognozy w zakresie dynamiki zmian w najbliższych latach;
- wobec powyższego celem ustalenia potencjalnej dynamiki zmian przychodów i kosztów przeprowadzono badanie okresów działalności Spółki wykazujących okresową ich stabilizację, zarówno w ujęciu ogólnym, jak i szczególnym, tj. z uwzględnieniem kosztów: materiałów i energii, wynagrodzeń i związanych z nimi ciężarami podatkowymi oraz ubezpieczeniami społecznymi i innymi świadczeniami, podatków i innych opłat oraz usług obcych;
- analogiczne badanie przeprowadzono pod kątem potencjalnych zmian w zakresie kapitału obrotowego netto Spółki, w tym w szczególności zapasów, należności i zobowiązań krótkoterminowych.

Efektom przyjętych założeń do przychodów, kosztów, aktywów trwałych, zapotrzebowania na kapitał obrotowy i do źródeł finansowania są prognozy przychodów i kosztów. Dane liczbowe podane są w złotych, w wartościach realnych. Tłem dla prognoz są poniższe założenia makroekonomiczne, przyjęte na podstawie „Raportu o inflacji” NBP z miesiąca marca 2024 roku.



4.2 Wprowadzenie do założeń, prognoz oraz perspektyw dla przychodów i kosztów

W ujęciu właściwym dla przychodów oraz w oparciu o informacje Spółki, znajomość aktywów trwałych, tj. nieruchomości, Spółki, ale również sytuację makroekonomiczną w szczególności jako najbardziej prawdopodobne uznano wnioski zestawione poniżej:

- głównym i dominującym źródłem przychodów są przychody czynszowe, około czynszowe oraz opłaty eksploatacyjne;
- w toku analizy przeprowadzonej na okoliczność sporządzenia niniejszej opinii stwierdzono, że łączna wysokość przychodów, w szczególności w ujęciu właściwym dla kolejnych okresów prognozy, zależy w sposób szczególny od dwóch kluczowych czynników, tj.:
 - poziomu komercjalizacji rozpatrywanej nieruchomości;
 - wzrostu czynników czynszowych i około czynszowych w czasie na skutek waloryzacji umów o wskaźnik GUS za rok poprzedzający datę waloryzacji.

4.3 COTEX Office Centre (Płock, ulica Piłsudskiego 35)

4.3.1 Wpływ poziomu komercjalizacji nieruchomości na wysokość przychodów

Na okoliczność sporządzenia niniejszej opinii przeprowadzono analizę wpływu poziomu komercjalizacji nieruchomości na wysokość łącznych przychodów. W tym celu poddano analizie lata 2020 do 2023. W szczególności zbadano korelację wysokości przychodów oraz poziomu komercjalizacji nieruchomości, przy jednoczesnym ustaleniu wpływu, tj. wagę czynnika komercjalizacji na wysokość przychodów. Z uwagi na szczególny charakter nieruchomości przedmiotową analizę przeprowadzono w odniesieniu do niej indywidualnie.

4.3.2 Założenia istotne dla prognoz komercjalizacji nieruchomości


W ujęciu właściwym dla rozpatrywanej nieruchomości w zakresie jej komercjalizacji zidentyfikowano:

- aktualny na dzień wyceny, tj. 29 luty 2024 roku, wymiar komercjalizacji: 61,91%;
- maksymalny wymiar komercjalizacji w badanym okresie (2020-2023): 63,90%;
- minimalny wymiar komercjalizacji w badanym okresie (2020-2023): 56,22%;
- wnioski fundamentalne:
 - wymiar komercjalizacji nie mieści się w przedziale właściwym dla rozpatrywanego rynku nieruchomości, jest to konsekwencja trwającego rozwoju przedmiotowej nieruchomości;
 - docelowo wymiar komercjalizacji przedmiotowej nieruchomości;
 - wobec znaczącego potencjału rozpatrywanej nieruchomości w zakresie efektywności komercjalizacji przedmiotowej nieruchomości przyjęto osiągnięcie jej maksymalnego rozpoznanego wymiaru, tj. 90,00%, do końca prognozowanego okresu, tj. do roku 2030;
 - jednocześnie z uwagi na wnioski płynące z analizy właściwego rynku nieruchomości dla rozpatrywanej nieruchomości rozpoznano jako uzasadnioną zastosowanie premii, w postaci wzrostu przychodów, z tytułu przekroczenia komercjalizacji kolejnych kroków milowych jej komercjalizacji, tj. 75% i 85%;
 - ww. premia za osiągnięcie kolejnych kamieni milowych komercjalizacji została oszacowana w przeciętnym wymiarze 5% wzrostu łącznych przychodów;
 - jako bazowy wymiar komercjalizacji przyjęto stan wg daty wyceny, tj. 29 luty 2024 roku.

4.4 Prognozy przychodów

W celu opracowania prognoz przychodów poddano analizie dotychczasowe przychody w ujęciu właściwym dla nieruchomości:

Nieruchomość (lokalizacja)	Analiza historyczna wg danych Zamawiającego / przychody [dane w tys. PLN]	2020	2021	2022	2023	2024 (stan na 29.02.2024r.)
COTEX Office Centre (Płock, ulica Piłsudskiego 35)	przychody ze sprzedaży	2 829	3 279	4 104	4 514	829
	poziom komercjalizacji nieruchomości	56,22%	59,38%	58,09%	63,90%	

	Wykonano dla: ELKOP SE.	Numer zlecenia: DW-1758-2024
	Projekt: Opinia o wartości zorganizowanej części przedsiębiorstwa – COTEX Office Center.	
Wersja z dnia: 24 maja 2024 roku.		
Raport końcowy, wydanie 1.		

W oparciu o powyższe oraz wnioski płynące z analizy stanowiącej pkt. 3 niniejszej opinii opracowano prognozy przychodów na kolejne okresy począwszy od marca 2024 roku do roku 2030. W szczególności jako wartość bazową przychodów przyjęto ich aktualny stan na datę wyceny oraz w ujęciu wartościowym dla okresu rocznego wg wysokości w roku 2023.

W ujęciu szczegółowym prognozuje się kształtowanie przychodów zgodnie z poniższym zestawieniem:

Nieruchomość (lokalizacja)	Prognozy - przychody [dane w tys. PLN]	2024 (prognoza)	2025 (prognoza)	2026 (prognoza)	2027 (prognoza)	2028 (prognoza)	2029 (prognoza)	2030 (prognoza)
COTEX Office Centre (Płock, ulica Piłsudskiego 35)	przychody ze sprzedaży	4 794	5 229	5 536	6 094	6 391	7 022	7 301
	poziom komercjalizacji nieruchomości	61,91%	66,91%	71,91%	76,91%	81,91%	86,91%	90,00%
	zmiana poziomu komercjalizacji nieruchomości (rdr)		5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	3,09%
	wpływ poziomu komercjalizacji nieruchomości w przeliczeniu na pp na wzrost przychodów w ujęciu procentowym		3,37%	2,38%	2,38%	2,38%	2,38%	1,47%
	wpływ waloryzacji przychodów wg projekcji inflacji i celu inflacyjnego (podstawa: raport NBP z 11 marca 2024r.)	6,20%	5,70%	3,50%	2,70%	2,50%	2,50%	2,50%
	premia za osiągnięciem kamieni milowych komercjalizacji, tj. przekroczenia kolejnych progów komercjalizacji nieruchomości		0,00%	0,00%	5,00%	0,00%	5,00%	0,00%
	skumulowana zmiana przychodów ze sprzedaży, z uwzględnieniem prognozowanej komercjalizacji oraz waloryzacji przychodów	6,20%	9,07%	5,88%	10,08%	4,88%	9,88%	3,97%
Razem - przychody COTEX Office Center	przychody ze sprzedaży	4 794	5 229	5 536	6 094	6 391	7 022	7 301
Razem - przychody COTEX Office Center z uwzględnieniem daty, na którą sporządza się wyceny, tj. 29 luty 2024r., tzn. pomniejszone o przychody do 29.02.2024r.	przychody ze sprzedaży po unormowaniu na dzień 29 luty 2024r.	3 965	5 229	5 536	6 094	6 391	7 022	7 301



Wykonano dla: **ELKOP SE.**

Projekt: Opinia o wartości zorganizowanej części przedsiębiorstwa – COTEX Office Center.

Wersja z dnia: 24 maja 2024 roku.

Raport końcowy, wydanie 1.

Numer zlecenia:
DW-1758-2024

4.5 Prognozy kosztów

W celu opracowania prognoz kosztów poddano analizie dotychczasowe koszty w ujęciu właściwym dla rozpatrywanej nieruchomości:

Nieruchomość (lokalizacja)	Analiza historyczna wg danych Zamawiającego / koszty [dane w tys. PLN]	2020	2021	2022	2023	2024 (stan na 29.02.2024r.)
COTEX Office Centre (Płock, ulica Piłsudskiego 35)	koszty działalności operacyjnej bez amortyzacji	1 633	1 866	2 836	2 965	584
	udział kosztów działalności operacyjnej w przychodach ze sprzedaży	57,72%	56,91%	69,10%	65,68%	

W ujęciu szczegółowym dotychczasowe koszty działalności operacyjnej kształtowały się jako przedstawiono poniżej:

Nazwa konta (w ujęciu właściwym dla Spółki)	Rok 2020 [PLN]	Rok 2021 [PLN]	Rok 2022 [PLN]	Rok 2023 [PLN]	Rok 2024, stan na dzień 29.02.2024r. [PLN]
COTEX Office Centre (Płock, ulica Piłsudskiego 35)	1 632 562,46	1 868 376,80	2 835 952,90	2 965 297,56	584 238,17
Amortyzacja	0,00	2 850,31	51,40	0,00	0,00
Zużycie materiałów i energii	900 381,13	979 280,85	1 992 800,23	1 909 106,91	336 950,65
Usługi obce	710 620,66	821 029,31	830 447,38	1 044 708,01	241 316,33
Podatki i opłaty		2 067,70	659,17	163,90	125,45
Ubezpieczenia społeczne	19 934,65	49,20	1 829,27	0,00	0,00
Pozostałe koszty	1 626,02	63 099,43	10 165,45	11 318,74	5 845,74

W oparciu o powyższe oraz wnioski płynące z analizy stanowiącej pkt. 3 niniejszej opinii opracowano prognozy kosztów na kolejne okresy począwszy od marca 2024 roku do roku 2030. W szczególności jako wartość bazową przychodów przyjęto ich aktualną wysokość w wymiarze odpowiadającym wartościom za rok 2023 oraz udziału w przychodach na podstawie średniej z ostatnich 3 lat. Powyższe wynika z przeprowadzonej analizy oraz w ujęciu ogólnym od dynamiki zmian jaka miała miejsce w ostatnich 3 latach, na skutek których zarówno przychody, jak i koszty, plasują się na diametralnie innych poziomach wartościowych w odniesieniu lat poprzednich, jednakże ww. dynamika zmian wykazuje już wstępne cechy stabilizacji, stabilizacji.



Wykonano dla: **ELKOP SE.**

Projekt: Opinia o wartości zorganizowanej części przedsiębiorstwa – COTEX Office Center.

Wersja z dnia: 24 maja 2024 roku.

Raport końcowy, wydanie 1.

Numer
zlecenia:
DW-1758-2024

Rezultaty prognoz zestawiono poniżej:

Nieruchomość (lokalizacja)	Prognozy - koszty [dane w tys. PLN]	2024 (prognoza)	2025 (prognoza)	2026 (prognoza)	2027 (prognoza)	2028 (prognoza)	2029 (prognoza)	2030 (prognoza)
COTEX Office Centre (Płock, ulica Piłsudskiego 35)	koszty działalności operacyjnej bez amortyzacji	3 149	3 435	3 636	4 003	4 198	4 612	4 796
	udział kosztów działalności operacyjnej w przychodach ze sprzedaży	65,68%	65,68%	65,68%	65,68%	65,68%	65,68%	65,68%
Razem - koszty działalności operacyjnej COTEX Office Center	koszty działalności operacyjnej bez amortyzacji	3 149	3 435	3 636	4 003	4 198	4 612	4 796
Razem - koszty działalności operacyjnej COTEX Office Center z uwzględnieniem daty, na którą sporządza się wyceny, tj. 29 lutego 2024r., tzn. pomniejszone o koszty do 29.02.2024r.	koszty działalności operacyjnej po unormowaniu na dzień 29 lutego 2024r.	2 565	3 435	3 636	4 003	4 198	4 612	4 796



4.6 Prognoza zmian kapitału obrotowego netto

Zgodnie z przyjętą metodą wyceny, oprócz określenia wartości przyszłych przychodów i kosztów, dla potrzeb określenia przyszłych przepływów pieniężnych do przedsiębiorstwa koniecznym jest również prognoza zmian kapitału obrotowego netto. Prognozę zmian kapitału obrotowego sporządzono w oparciu o prognozy przychodów i kosztów oraz wnioski płynące z analizy sytuacji ekonomiczno-finansowej Spółki stanowiącej pkt. 3 niniejszej opinii, w szczególności:

- wskaźnik rotacji należności,
- wskaźnik rotacji zapasów,
- wskaźnik rotacji zobowiązań.

W ujęciu szczegółowym prognoza zmian kapitału obrotowego netto kształtuje się jak zestawiono poniżej:

Prognozy [dane w tys. PLN]	2024 (od marca do grudnia, prognoza)	2025 (prognoza)	2026 (prognoza)	2027 (prognoza)	2028 (prognoza)	2029 (prognoza)	2030 (prognoza)
Przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów	3 965	5 229	5 536	6 094	6 391	7 022	7 301
Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów	2 565	3 435	3 636	4 003	4 198	4 612	4 796
Podatek (stopa marginalna)	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%

Prognozy – kapitał obrotowy [dane w tys. PLN]	2024 (od marca do grudnia, prognoza)	2025 (prognoza)	2026 (prognoza)	2027 (prognoza)	2028 (prognoza)	2029 (prognoza)	2030 (prognoza)
Baza wyliczeń w dniach	365	365	365	365	365	365	365
Wskaźnik rotacji należności	13,0	13,0	13,0	13,0	13,0	13,0	13,0
Wskaźnik rotacji zapasów	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wskaźnik rotacji zobowiązań	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5
Rezerwy jako % przychodów	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
RMK czynne jako % przychodów	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Fundusze specjalne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Saldo należności	141	186	196	216	227	249	259
Stan zapasów	0	0	0	0	0	0	0
Stan RMK czynne	9	12	13	14	15	17	17
Stan zobowiązań handlowych	71	93	99	109	114	126	131
RMK bierne	0	0	0	0	0	0	0
Stan kapitału obrotowego	79	105	111	122	128	140	146
Inwestycje w niepieniężne składniki kapitału obrotowego	79	25	6	11	6	13	6



4.7 Obliczenie stopy dyskontowej

Do obliczeń wartości dochodowej niezbędne jest oszacowanie stopy dyskontowej, którą jest średnioważony koszt kapitału (WACC). Składa się na nią koszt kapitału własnego oraz koszt kapitału obcego.

Do wyliczenia kosztu kapitału własnego, na podstawie metody CAPM, niezbędne jest oszacowanie stopy wolnej od ryzyka, stopy zwrotu oczekiwanej przez inwestora oraz wskaźnika beta.

Założono, że wartość stopy wolnej od ryzyka będzie się opierać na rentowności rządowych wieloletnich papierów wartościowych. Takimi papierami są obligacje skarbowe. Ze względu na zastosowany horyzont prognoz do dalszych obliczeń przyjęto rentowność obligacji pięcioletnich.

Oczekiwana stopa zwrotu to suma stopy wolnej od ryzyka i tzw. premii za ryzyko. Przy zakładaniu wartości premii za ryzyko posłużono się obliczeniami Aswatha Damodarana z New York University's Leonard N. Stern School of Business, zaktualizowanymi w styczniu 2024 na podstawie danych z poprzedniego roku. Obliczenia te opierają się na długoterminowym ratingu państwa oraz na instrumentach CDS (ubezpieczenie spłaty obligacji państwowych). Premia za ryzyko dla podmiotów z Polski wynosi według nich 5,84%. Uwzględniono również premię za ryzyko ze względu na wielkość rozpatrywanej Spółki, w ujęciu kapitałowym, tzn. wobec wymiaru kapitałów własnych pomiędzy do 120 mln PLN przyjęto ją w oparciu o analizę krajowych źródeł zewnętrznych w wymiarze 2,0%.

Do obliczeń współczynnika beta wykorzystano globalne analizy branżowe, przeprowadzone w New York University, Leonard Stern School of Business, przez Aswatha Damodarana. Wyselekcjonowane obliczenia zostały zaktualizowane w styczniu 2024 na podstawie danych z poprzedniego roku. Zawierają one itd. wartości tzw. „nielewarowanego” współczynnika beta (czyli uwolnionego spod wpływu kapitałów obcych). Do obliczeń przyjęto nielewarowaną wartość współczynnika beta dla branży nieruchomości inwestycyjnych (R.E.I.T.), równą 0,4586.


Następnie w każdym roku prognoz jest ona modyfikowana w zależności od proporcji kapitałów własnych do obcych wycenianego podmiotu.

Do wyliczenia kosztu kapitału obcego, jako koszt długu przyjęto stopę oprocentowania kredytu na poziomie WIBOR 3M powiększoną o marżę w wymiarze ustalonym w oparciu o średnią z 12 banków krajowych i wynoszącą na dzień sporządzenia niniejszej opinii 3,71%. Wpływ kosztów finansowych na koszt kapitału obcego określa stawka CIT. Ostateczny wpływ kosztu kapitału obcego na stopę WACC określa waga tego kapitału.

Ponieważ datą wyceny jest koniec lutego 2024 roku, pierwszym okresem prognoz jest 10 miesięcy roku 2024. Dlatego też numer pierwszego okresu (stanowiący wykładnik potęgi w mianowniku współczynnika dyskonta) jest równy 0,83 (czyli 10/12), numer kolejnego okresu to 1,83 itd.

Obliczenia stopy dyskontowej oraz współczynnika dyskonta w każdym roku prognoz zawiera poniższe tabele:

Prognoza średnioważonej stopy dyskontowej	od 2024 roku
WACC_R (realna stopa dyskontowa)	7,52%
Cel inflacyjny	2,50%
WACC (nominalna stopa dyskontowa)	10,20%
Koszt kapitału obcego	9,57%
Stopa opodatkowania	19,00%
Koszt kapitału własnego = $[R_f + b \times (R_m - R_f)] + R_a$	12,21%
Stopa wolna od ryzyka (R_f)	5,760%
Premia za ryzyko lub ($R_m - R_f$)	5,84%
Premia za ryzyko dodatkowe	2,00%
Współczynnik ryzyka B	0,7617
struktura kapitału	0,81579
kapitał własny	55,07%
kapitał obcy	44,93%

	Wykonano dla: ELKOP SE.	Numer zlecenia: DW-1758-2024
	Projekt: Opinia o wartości zorganizowanej części przedsiębiorstwa – COTEX Office Center.	
	Wersja z dnia: 24 maja 2024 roku.	
	Raport końcowy, wydanie 1.	

kalkulacja B lewarowanej	od 2024 roku
Bu	0,4586
D/E	81,58%
(1-T)	0,8100
BI	0,7617

Branża	Ilość rozpatrywanych firm	Beta	D/E Ratio	Tax rate	Unlevered Beta
R.E.I.T.	141	0,74	81,58%	1,21%	0,4586

4.8 Nieoperacyjne aktywa trwałe

Zgodnie z przyjętą metodologią wyceny w toku sporządzenia niniejszej opinii wśród wskazanych aktywów nie zidentyfikowano takich, które w uzasadniony sposób można by na okoliczność niniejszej wyceny rozpoznać jako nieoperacyjne.

4.9 Gotówka nieoperacyjna

Zgodnie z przyjętą metodologią wyceny w toku sporządzenia niniejszej opinii wśród aktywów obrotowych nie zidentyfikowano gotówki lub innych środków pieniężnych, które w uzasadniony sposób można by na okoliczność niniejszej wyceny rozpoznać jako nieoperacyjną.



4.10 Oszacowanie wartości – metoda dochodowa

▪ określenie stopy dyskontowej i współczynnika dyskonta:

Określenie współczynnika dyskonta	2024 (od marca do grudnia, prognoza)	2025 (prognoza)	2026 (prognoza)	2027 (prognoza)	2028 (prognoza)	2029 (prognoza)	2030 (prognoza)
Stopa dyskonta (WACC realna)	7,52%	7,52%	7,52%	7,52%	7,52%	7,52%	7,52%
Prognozowana stopa wzrostu po okresie prognoz							3,00%
Współczynnik dyskonta	0,941	0,876	0,814	0,757	0,704	0,655	0,609

▪ zdyskontowane wolne przepływy pieniężne do przedsiębiorstwa:

FCFF - free cash flow for firm (wolne przepływy pieniężne do przedsiębiorstwa) [dane w tys. PLN]	2024 (od marca do grudnia, prognoza)	2025 (prognoza)	2026 (prognoza)	2027 (prognoza)	2028 (prognoza)	2029 (prognoza)	2030 (prognoza)
Przychody ze sprzedaży	3 965	5 229	5 536	6 094	6 391	7 022	7 301
Koszty operacyjne (bez amortyzacji) (OPEX)	2 565	3 435	3 636	4 003	4 198	4 612	4 796
EBITDA (zysk ze sprzedaży)	1 400	1 794	1 900	2 091	2 193	2 410	2 505
Amortyzacja	0	0	0	0	0	0	0
Zysk operacyjny (EBIT)	1 400	1 794	1 900	2 091	2 193	2 410	2 505
Podatek *	266	341	361	397	417	458	476
NOPAT (zysk operacyjny po opodatkowaniu)	1 134	1 453	1 539	1 694	1 776	1 952	2 029
Amortyzacja	0	0	0	0	0	0	0
Nakłady na kapitał obrotowy (WCI)	79	25	6	11	6	13	6
Wydatki inwestycyjne (CAPEX)	0	0	0	0	0	0	0
FCFF (wolne przepływy pieniężne do przedsiębiorstwa)	1 055	1 428	1 533	1 683	1 770	1 939	2 023
dFCFF (wolne przepływy pieniężne do przedsiębiorstwa z uwzględnieniem dyskonta)	993	1 250	1 248	1 274	1 247	1 271	1 233



Wykonano dla: **ELKOP SE.**

Projekt: Opinia o wartości zorganizowanej części przedsiębiorstwa – COTEX Office Center.

Wersja z dnia: 24 maja 2024 roku.

Raport końcowy, wydanie 1.

Numer
zlecenia:
DW-1758-2024

■ **oszacowanie wartości:**

Składowa oczarowania wartości	Wartość [tys. PLN]
Sum FCFF (suma wolnych przepływów pieniężnych do przedsiębiorstwa z uwzględnieniem dyskonta)	8 516
Wartość rezydualna	28 094
NOA (nieoperacyjne aktywa trwałe)	0
Enterprise Value - EV (wartość przedsiębiorstwa, tutaj zorganizowanej części przedsiębiorstwa - ZCP)	36 610

Wartość ZCP określona metodą dochodową, po zaokrągleniu do tysiąca złotych:	36 610 000,00
--	----------------------



5. Wycena metodą majątkową

5.1 Metoda wartości księgowej aktywów netto

Metoda wartości księgowej aktywów netto w ujęciu praktycznym jest metodą czysto kalkulacyjną wynikającą wprost z udostępnionego sprawozdania finansowego. Na okoliczność sporządzenia niniejszej opinii sporządzono wycenę metodą wartości księgowej aktywów netto w oparciu o zestawienie obrotów i sald na dzień 29 lutego 2024 roku udostępnione przez Spółkę, przy jednoczesnym wskazaniu przez Zamawiającego pozycji właściwych dla rozpatrywanej zorganizowanej części przedsiębiorstwa. Oczywiście co do zasady na tę okoliczność przyjęto, w dobrej wierze, iż dane pozyskane od Zamawiającego zostały sporządzone w oparciu o zasady memoriału, współmierności oraz ostrożności.

Poz.	Nazwa pozycji	Wartości bilansowe na dzień 29.02.2024r.
A	Aktywa trwałe	28 045 644,01
I	Wartości niematerialne i prawne	0,00
1	Koszty zakończonych prac rozwojowych	0,00
2	Wartość firmy	0,00
3	Inne wartości niematerialne i prawne	0,00
4	Zaliczki na wartości niematerialne i prawne	0,00
II	Rzeczowe aktywa trwałe	181 335,40
1	Środki trwałe	181 335,40
2	Środki trwałe w budowie	0,00
3	Zaliczki na środki trwałe w budowie	0,00
III	Należności długoterminowe	0,00
1	Od jednostek powiązanych	0,00
2	Od pozostałych jednostek, w których jednostka posiada zaangażowanie w kapitale	0,00
3	Od pozostałych jednostek	0,00
IV	Inwestycje długoterminowe	27 864 308,61
1	Nieruchomości	27 864 308,61
2	Wartości niematerialne i prawne	0,00
3	Długoterminowe aktywa finansowe	0,00
4	Inne inwestycje długoterminowe	0,00
V	Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0,00
1	Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	0,00
2	Inne rozliczenia międzyokresowe	0,00
	641-1 Długoterminowe	0,00
	642-1 Długoterminowe	0,00
B	Aktywa obrotowe	421 908,34
I	Zapasy	0,00
1	Materiały	0,00
2	Półprodukty i produkty w toku	0,00
3	Produkty gotowe	0,00
4	Towary	0,00
5	Zaliczki na dostawy i usługi	0,00
	301-2 Pozostałych jednostek	0,00
	303-2 Pozostałych jednostek	0,00
II	Należności krótkoterminowe	421 908,34
1	Należności od jednostek powiązanych	0,00
2	Należności od pozostałych jednostek, w których jednostka posiada zaangażowanie w kapitale	0,00
3	Należności od pozostałych jednostek	421 908,34
a)	z tytułu dostaw i usług, o okresie spłaty:	421 848,34
-(1)	do 12 miesięcy	421 848,34
	201-3-1 Do 12 miesięcy pozostałe	421 804,57
	202-3-1 Do 12 miesięcy pozostałe	43,77
	204-3-1 Do 12 miesięcy pozostałe	0,00
	206-3-1 Akt. należności do 12 mies.	0,00
	844-3 Przychody przyszłych okresów	0,00
-(2)	powyżej 12 miesięcy	0,00
b)	z tytułu podatków, dotacji, ceł, ubezpieczeń społecznych i zdrowotnych oraz innych tytułów publicznoprawnych	0,00
	221-2 Rozlicz.nalicz.VAT	0,00



Wykonano dla: **ELKOP SE.**

Projekt: **Opinia o wartości zorganizowanej części przedsiębiorstwa – COTEX Office Center.**

Wersja z dnia: 24 maja 2024 roku.

Raport końcowy, wydanie 1.

Numer
zlecenia:
DW-1758-2024

Poz.	Nazwa pozycji	Wartości bilansowe na dzień 29.02.2024r.
	221-5 Rozrach. VAT- z US	0,00
	221-6 Ulga na złe długi	0,00
c)	inne	60,00
	249-2 Pozostałe jednostki	60,00
d)	dochodzone na drodze sądowej	0,00
III	Inwestycje krótkoterminowe	0,00
1	Krótkoterminowe aktywa finansowe	0,00
a)	w jednostkach powiązanych	0,00
- (1)	udziały lub akcje	0,00
- (2)	inne papiery wartościowe	0,00
- (3)	udzielone pożyczki	0,00
- (4)	inne krótkoterminowe aktywa finansowe	0,00
b)	w pozostałych jednostkach	0,00
- (1)	udziały lub akcje	0,00
- (2)	inne papiery wartościowe	0,00
- (3)	udzielone pożyczki	0,00
	144-2 Pozostałych jednostek	0,00
	144-4 Osetki od pożyczek pozostałe jednostki	0,00
	146 Akt. pożyczek krótkoterm.	0,00
- (4)	inne krótkoterminowe aktywa finansowe	0,00
c)	środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	0,00
- (1)	środki pieniężne w kasie i na rachunkach	0,00
	100 Kasa	0,00
	101 Kasa EUR	0,00
	130 Bieżący rach. bankowy	0,00
	133 Rachunek maklerski	0,00
- (2)	inne środki pieniężne	0,00
	159 Środki pieniężne w drodze	0,00
- (3)	inne aktywa pieniężne	0,00
2	Inne inwestycje krótkoterminowe	0,00
IV	Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0,00
	641-2 Krótkoterminowe	0,00
	642-2 Krótkoterminowe	0,00
C	Należne wpłaty na kapitał (fundusz) podstawowy	0,00
D	Udziały (akcje) własne	0,00
	Aktywa razem:	28 467 552,35

Poz.	Nazwa pozycji	Wartości bilansowe na dzień 29.02.2024r.
B	Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	1 234 965,80
I	Rezerwy na zobowiązania	0,00
1	Rezerwa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	0,00
2	Rezerwa na świadczenia emerytalne i podobne	0,00
3	Pozostałe rezerwy	0,00
II	Zobowiązania długoterminowe	0,00
1	Wobec jednostek powiązanych	0,00
2	Wobec pozostałych jednostek, w których jednostka posiada zaangażowanie w kapitale	0,00
3	Wobec pozostałych jednostek	0,00
III	Zobowiązania krótkoterminowe	1 234 965,80
1	Zobowiązania wobec jednostek powiązanych	0,00
2	Zobowiązania wobec pozostałych jednostek, w których jednostka posiada zaangażowanie w kapitale	0,00
3	Zobowiązania wobec pozostałych jednostek	1 234 965,80
a)	kredyty i pożyczki	0,00
b)	z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych	0,00
c)	inne zobowiązania finansowe	0,00
d)	z tytułu dostaw i usług, o okresie wymagalności:	339 928,30
- (1)	do 12 miesięcy	339 928,30
	201-3-1 Do 12 miesięcy pozostałe	4 632,45
	202-3-1 Do 12 miesięcy pozostałe	335 295,85



Wykonano dla: **ELKOP SE.**

Projekt: Opinia o wartości zorganizowanej części przedsiębiorstwa – COTEX Office Center.

Wersja z dnia: 24 maja 2024 roku.

Raport końcowy, wydanie 1.

Numer
zlecenia:
DW-1758-2024

Poz.	Nazwa pozycji	Wartości bilansowe na dzień 29.02.2024r.
	204-3-1 Do 12 miesięcy pozostałe	0,00
	301-2 Pozostałych jednostek	0,00
	303-2 Pozostałych jednostek	0,00
-(2)	powyżej 12 miesięcy	0,00
e)	zaliczki otrzymane na dostawy i usługi	0,00
f)	zobowiązania wekslowe	0,00
g)	z tytułu podatków, ceł, ubezpieczeń społecznych i zdrowotnych oraz innych tytułów publicznoprawnych	332 131,00
	220 Rozrachunki z budżetami	332 131,00
	221-1 Rozlicz.należ.VAT	0,00
	221-7 Ulga na złe długi sprzedaż	0,00
h)	z tytułu wynagrodzeń	0,00
	230 Rozrach.- wynagrodz	0,00
i)	inne	562 906,50
	249-2 Pozostałe jednostki	86 051,00
	249-4 Kaucje-najem	476 855,50
4	Fundusze specjalne	0,00
IV	Rozliczenia międzyokresowe	0,00
1	Ujemna wartość firmy	0,00
2	Inne rozliczenia międzyokresowe	0,00
-(1)	długoterminowe	0,00
-(2)	krótkoterminowe	0,00
	645-2 Krótkoterminowe	0,00

Wartość aktywów netto, tj. aktywa – (minus) zobowiązania i rezerwy na zobowiązania, w złotych:	27 232 586,55
Wartość aktywów netto, po zaokrągleniu do tysiąca złotych:	27 233 000,00



5.2 Metoda wartości skorygowanej aktywów netto

Metoda wartości skorygowanej aktywów netto wynika wprost z zapisów umowy, na podstawie której sporządzono niniejszą opinię o wartości. W toku badania nie stwierdzono żadnych przeszkód w jej zastosowaniu. Jednocześnie odnotowano fakt, iż w szczególności ze względu na posiadane przez Spółkę aktywa trwałe jej zastosowanie jest w pełni uzasadnione.

5.2.1 Aktywa trwałe

Aktywa trwałe obejmują wartości niematerialne i prawne, rzeczowe aktywa trwałe, należności długoterminowe, inwestycje długoterminowe oraz długoterminowe rozliczenia międzyokresowe oraz aktywa z tytułu praw do użytkowania.

W toku sporządzenia niniejszej opinii o wartości ZCP COTEX Office Center opracowano opinię o wartości rzeczowego majątku trwałego, której wnioski końcowe zestawiono poniżej:

Zorganizowana część przedsiębiorstwa - COTEX Office Center		
wskazane składniki aktywów trwałych		
podsumowanie wyceny wartości godziwej		
Lp.	Składnik aktywów trwałych	Wartość godziwa w złotych
1	Kompleks nieruchomości gruntowych zabudowanych budynkiem biurowo-usługowo-handlowym Cotex Office Center wraz z infrastrukturą towarzyszącą zlokalizowany w Płocku przy Alei Marszałka Józefa Piłsudskiego 35, opisany w ewidencji gruntów działkami numer: 91/15 o powierzchni 0,2122 ha, dla której Wydział Ksiąg Wieczystych Sądu Rejonowego w Płocku prowadzi księgę wieczystą nr PL1P/00092836/5, 90/7 o powierzchni 0,3225 ha, dla której Wydział Ksiąg Wieczystych Sądu Rejonowego w Płocku prowadzi księgę wieczystą nr PL1P/00094762/9, działkami numer 91/42 o powierzchni 0,0028 ha, 91/52 o powierzchni 0,0300 ha i 91/64 o powierzchni 0,0502 ha, dla której Wydział Ksiąg Wieczystych Sądu Rejonowego w Płocku prowadzi księgę wieczystą nr PL1P/00097672/2 oraz działki numer 91/21 o powierzchni 0,1345 ha i 91/22 o powierzchni 0,3260 ha, dla której Wydział Ksiąg Wieczystych Sądu Rejonowego w Płocku prowadzi księgę wieczystą nr PL1P/00092839/6, nieruchomość gruntowa zlokalizowana w Płocku przy Alei Marszałka Józefa Piłsudskiego, opisana w ewidencji gruntów działką numer 91/6 o powierzchni 0,0343 ha, dla której Wydział Ksiąg Wieczystych Sądu Rejonowego w Płocku prowadzi księgę wieczystą nr PUP/00092839/6, nieruchomość gruntowa niezabudowana zlokalizowana w Płocku przy ulicy Tadeusza Gintera, opisana w ewidencji gruntów działkami numer: 91/78 o powierzchni 0,0791 ha, 91/79 o powierzchni 0,0865 ha i 91/80 o powierzchni 0,1881 ha, dla której Wydział Ksiąg Wieczystych Sądu Rejonowego w Płocku prowadzi księgę wieczystą nr PL1P/00093495/9	39 455 000,00
2	Pozostałe wskazane składniki rzeczowego majątku trwałego - maszyny i urządzenia - niezwiązane w sposób trwałych z nieruchomościami	12 890,00
Razem:		39 467 890,00

Komentarz dodatkowy: nieruchomość wykazana pod pozycją Lp. 1 stanowi w ujęciu bilansowym nieruchomość inwestycyjne (Inwestycje długoterminowe).



W ujęciu szczegółowym na aktywa trwałe w układzie bilansowym składają się:

- Wartości niematerialne i prawne, tj. nabyte prawa majątkowe, zaliczane do aktywów trwałych, nadające się do gospodarczego wykorzystania o przewidywanym okresie ekonomicznej użyteczności dłuższym niż rok, przeznaczone do używania na potrzeby Spółki, w szczególności: autorskie prawa majątkowe, prawa pokrewne, licencje, koncesje.

Poz.	Nazwa pozycji	Wartości bilansowe na dzień 29.02.2024r.	Komentarz	Wartość skorygowana [PLN] (Wartość godziwa)
I	Wartości niematerialne i prawne	0,00	Nie dotyczy - nie występują	0,00
1	Koszty zakończonych prac rozwojowych	0,00	Nie dotyczy - nie występują	0,00
2	Wartość firmy	0,00	Nie dotyczy - nie występują	0,00
3	Inne wartości niematerialne i prawne	0,00	Nie dotyczy - nie występują	0,00
4	Zaliczki na wartości niematerialne i prawne	0,00	Nie dotyczy - nie występują	0,00

- Rzeczowe aktywa trwałe, tj. część aktywów trwałych, które posiadają materialną formę; rzeczowe aktywa trwałe obejmują środki trwałe, środki trwałe w budowie oraz zaliczki na środki trwałe w budowie, w szczególności:
 - Grunty, w tym prawa wieczyste, tj. grunty stanowiące własność Spółki lub oddane na rzecz Spółki w użytkowanie wieczyste.
 - Budynki, lokale i obiekty, tj.: budynki, obiekty inżynierii lądowej i wodnej - budowle, a także będące odrębną własnością lokale, spółdzielcze własnościowe prawo do lokalu mieszkalnego oraz spółdzielcze prawo do lokalu użytkowego.
 - Urządzenia techniczne i maszyny, tj.: maszyny i urządzenia, w tym: grupa 3. wg klasyfikacji GUS, tj. kotły i maszyny energetyczne; grupa 4. wg klasyfikacji GUS, tj. maszyny urządzenia i aparaty ogólnego zastosowania; grupa 5. wg klasyfikacji GUS, tj. maszyny, urządzenia i aparaty specjalistyczne oraz grupa 6. wg klasyfikacji GUS, tj. urządzenia techniczne.
 - Środki transportu, tj.: maszyny i urządzenia, w tym: grupa 7. wg klasyfikacji GUS.
 - Inne środki trwałe, tj.: maszyny i urządzenia, w tym: grupa 8. wg klasyfikacji GUS, tj. narzędzia, przyrządy, ruchomości i wyposażenie oraz pozabilansowe środki trwałe.
 - Środki trwałe w budowie, tj.: zaliczane do aktywów trwałych środki trwałe w okresie ich budowy, montażu lub ulepszenia już istniejącego środka trwałego.
 - Zaliczki na środki trwałe, tj.: zaliczki na środek trwały w budowie stanowią kwotę środków pieniężnych, jakie jednostka przekazała kontrahentom na poczet dostaw związanych z zakupem, budową lub ulepszeniem środka trwałego.

Poniżej zaprezentowano wartości bilansowe oraz skorygowane wartości rzeczowych aktywów trwałych:

Poz.	Nazwa pozycji	Wartości bilansowe na dzień 29.02.2024r.	Komentarz	Wartość skorygowana [PLN] (Wartość godziwa)
II	Rzeczowe aktywa trwałe	181 335,40		12 890,00
1	Środki trwałe	181 335,40	Podstawa korekty: Opinia o wartości aktywów trwałych z dnia 24 maja 2024 roku. Zgodnie z ww. opinią wartość część aktywów trwałych ujętych w niniejszej pozycji bilansowe zawiera się w wartości nieruchomości inwestycyjnej, ze względu na fakt, iż przedmiotowe aktywa trwałe są z nią związane w sposób trwały.	12 890,00
2	Środki trwałe w budowie	0,00	Nie dotyczy - nie występują	0,00
3	Zaliczki na środki trwałe w budowie	0,00	Nie dotyczy - nie występują	0,00



- Należności długoterminowe, tj. należności, których okres spłaty na dzień bilansowy jest dłuższy niż rok, zarówno w ujęciu wobec jednostek powiązanych, jak i pozostałych jednostek. W ujęciu właściwym dla rozpatrywanej jednostki organizacyjnej prezentują się jak niżej:

Poz.	Nazwa pozycji	Wartości bilansowe na dzień 29.02.2024r.	Komentarz	Wartość skorygowana [PLN] (Wartość godziwa)
III	Należności długoterminowe	0,00	Nie dotyczy - nie występują	0,00
1	Od jednostek powiązanych	0,00	Nie dotyczy - nie występują	0,00
2	Od pozostałych jednostek, w których jednostka posiada zaangażowanie w kapitale	0,00	Nie dotyczy - nie występują	0,00
3	Od pozostałych jednostek	0,00	Nie dotyczy - nie występują	0,00

- Inwestycje długoterminowe, tj. w szczególności te nieruchomości i wartości niematerialne i prawne, które nie są użytkowane przez jednostkę, lecz zostały nabyte w celu osiągnięcia korzyści ekonomicznych wynikających z przyrostu ich wartości oraz długoterminowe aktywa finansowe, czyli nieprzeznaczone do obrotu akcje, udziały, inne papiery wartościowe, udzielone pożyczki oraz inne długoterminowe aktywa finansowe płatne i wymagalne w okresie dłuższym niż 12 miesięcy od dnia bilansowego, a także inne, nie wymienione powyżej, inwestycje długoterminowe. W ujęciu właściwym dla rozpatrywanej jednostki organizacyjnej prezentują się jak niżej:

Poz.	Nazwa pozycji	Wartości bilansowe na dzień 29.02.2024r.	Komentarz	Wartość skorygowana [PLN] (Wartość godziwa)
IV	Inwestycje długoterminowe	27 864 308,61	Inwestycje długoterminowe, tutaj: nieruchomości, podlegają korekcie z uwzględnieniem wniosków z opinii o wartości aktywów trwałych.	39 455 000,00
1	Nieruchomości	27 864 308,61	Podstawa korekty: Operat szacunkowy z dnia 25 stycznia 2024 roku.	39 455 000,00
2	Wartości niematerialne i prawne	0,00	Nie dotyczy - nie występują	0,00
3	Długoterminowe aktywa finansowe	0,00	Nie dotyczy - nie występują	0,00
4	Inne inwestycje długoterminowe	0,00	Nie dotyczy - nie występują	0,00

- Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe, tj. rozliczenia międzyokresowe, których rozliczenie nastąpi w okresie przekraczającym 12 miesięcy, w tym w szczególności aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego oraz inne rozliczenia międzyokresowe, które trwają dłużej niż 12 miesięcy od dnia bilansowego i dotyczą np. kwoty zapłaconej z góry do rozliczenia w poszczególnych miesiącach. W ujęciu właściwym dla rozpatrywanej jednostki organizacyjnej prezentują się jak niżej:

Poz.	Nazwa pozycji	Wartości bilansowe na dzień 29.02.2024r.	Komentarz	Wartość skorygowana [PLN] (Wartość godziwa)
V	Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0,00	Nie dotyczy - nie występują	0,00
1	Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	0,00	Nie dotyczy - nie występują	0,00
2	Inne rozliczenia międzyokresowe	0,00	Nie dotyczy - nie występują	0,00
	641-1 Długoterminowe	0,00		0,00
	642-1 Długoterminowe	0,00		0,00



5.2.2 Aktywa obrotowe

Aktywa obrotowe są częścią kontrolowanych przez jednostkę zasobów majątkowych wykorzystywanych w działalności operacyjnej o wiarygodnie określonej wartości, powstałych w wyniku przeszłych zdarzeń, które spowodują w przyszłości wpływ do jednostki korzyści ekonomicznych.

W ujęciu szczegółowym na aktywa obrotowe w układzie bilansowym składają się:

- Zapasy, tj. zapasy to rzeczowe składniki aktywów obrotowych, do których zalicza się: materiały – surowce, materiały podstawowe i pomocnicze, półfabrykaty obcej produkcji, opakowania, części zamienne i odpady; produkty gotowe – wyroby gotowe, wykonane usługi, zakończone roboty, w tym także budowlano-montażowe, prace naukowo-badawcze, prace projektowe, geodezyjno-kartograficzne, itp.; półprodukty i produkty w toku – produkcję niezakończoną, tj. produkcję (usługi, w tym roboty budowlane) w toku oraz półfabrykaty (półprodukty) własnej produkcji; towary – rzeczowe składniki majątku obrotowego nabyte w celu odsprzedaży w niezmienionej postaci; zaliczki na poczet dostaw zapasów. W ujęciu właściwym dla rozpatrywanej jednostki organizacyjnej prezentują się jak niżej:

Poz.	Nazwa pozycji	Wartości bilansowe na dzień 29.02.2024r.	Komentarz	Wartość skorygowana [PLN] (Wartość godziwa)
I	Zapasy	0,00	Nie dotyczy - nie występują	0,00
1	Materiały	0,00	Nie dotyczy - nie występują	0,00
2	Półprodukty i produkty w toku	0,00	Nie dotyczy - nie występują	0,00
3	Produkty gotowe	0,00	Nie dotyczy - nie występują	0,00
4	Towary	0,00	Nie dotyczy - nie występują	0,00
5	Zaliczki na dostawy i usługi	0,00	Nie dotyczy - nie występują	0,00
	<i>301-2 Pozostałych jednostek</i>	0,00	Nie dotyczy - nie występują	0,00
	<i>303-2 Pozostałych jednostek</i>	0,00	Nie dotyczy - nie występują	0,00

- Należności krótkoterminowe, które obejmują ogół należności z tytułu dostaw i usług, bez względu na termin ich zapłaty, oraz całość lub część należności z innych tytułów nie zaliczanych do aktywów finansowych, które stają się wymagalne w ciągu 12 miesięcy od dnia bilansowego. W ujęciu właściwym dla rozpatrywanej jednostki organizacyjnej prezentują się jak niżej:

Poz.	Nazwa pozycji	Wartości bilansowe na dzień 29.02.2024r.	Komentarz	Wartość skorygowana [PLN] (Wartość godziwa)
II	Należności krótkoterminowe	421 908,34		421 908,34
1	Należności od jednostek powiązanych	0,00	Nie dotyczy - nie występują	0,00
2	Należności od pozostałych jednostek, w których jednostka posiada zaangażowanie w kapitale	0,00	Nie dotyczy - nie występują	0,00
3	Należności od pozostałych jednostek	421 908,34		421 908,34
a)	z tytułu dostaw i usług, o okresie spłaty:	421 848,34		421 848,34
(-1)	do 12 miesięcy	421 848,34		421 848,34
	<i>201-3-1 Do 12 miesięcy pozostałe</i>	421 804,57	Zamawiający przedstawił szczegółowe zestawienie należności krótkoterminowych od pozostałych jednostek. Wartości ujęto w sposób niebudzący wątpliwości. Wartości należności wyrażone są w środkach pieniężnych, tj. w PLN. Brak uzasadnienia dla potencjalnej korekty.	421 804,57
	<i>202-3-1 Do 12 miesięcy pozostałe</i>	43,77	Zamawiający przedstawił szczegółowe zestawienie należności krótkoterminowych od pozostałych jednostek. Wartości ujęto w sposób	43,77



Wykonano dla: **ELKOP SE.**

Projekt: Opinia o wartości zorganizowanej części przedsiębiorstwa – COTEX Office Center.

Wersja z dnia: 24 maja 2024 roku.

Raport końcowy, wydanie 1.

Numer zlecenia:
DW-1758-2024

Poz.	Nazwa pozycji	Wartości bilansowe na dzień 29.02.2024r.	Komentarz	Wartość skorygowana [PLN] (Wartość godziwa)
			niebudzący wątpliwości. Wartości należności wyrażone są w środkach pieniężnych, tj. w PLN. Brak uzasadnienia dla potencjalnej korekty.	
	204-3-1 Do 12 miesięcy pozostałe	0,00		0,00
	206-3-1 Akt. należności do 12 mies.	0,00		0,00
	844-3 Przychody przyszłych okresów	0,00		0,00
-(2)	powyżej 12 miesięcy	0,00		0,00
b)	z tytułu podatków, dotacji, ceł, ubezpieczeń społecznych i zdrowotnych oraz innych tytułów publicznoprawnych	0,00	Nie dotyczy - nie występują	0,00
	221-2 Rozlicz.nalicz.VAT	0,00		0,00
	221-5 Rozrach.VAT- z US	0,00		0,00
	221-6 Ulga na złe długi	0,00		0,00
c)	inne	60,00		60,00
	249-2 Pozostałe jednostki	60,00	Zamawiający przedstawił szczegółowe zestawienie innych należności krótkoterminowych od pozostałych jednostek. Wartości ujęto w sposób niebudzący wątpliwości. Wartości należności wyrażone są w środkach pieniężnych, tj. w PLN. Brak uzasadnienia dla potencjalnej korekty.	60,00
d)	dochodzone na drodze sądowej	0,00	Nie dotyczy - nie występują	0,00

- Inwestycje krótkoterminowe, które obejmują krótkoterminowe (obrotowe) aktywa finansowe, w szczególności udziały i akcje, inne papiery wartościowe, udzielone pożyczki, inne krótkoterminowe aktywa finansowe, środki pieniężne i inne aktywa pieniężne oraz inne, nie wskazane powyżej, inwestycje krótkoterminowe. Środki pieniężne w kasie i na rachunkach obejmują posiadaną przez jednostkę gotówkę w kasie, niezależnie od waluty, oraz środki złożone na bieżących rachunkach bankowych, z wyłączeniem rachunków lokat terminowych. Do innych środków pieniężnych zalicza się aktywa pieniężne o wysokim stopniu płynności, tj. możliwe do spieniężenia w ciągu 3 miesięcy od dnia bilansowego i niskim ryzyku utraty wartości, w tym w szczególności: środki pieniężne w drodze, lokaty terminowe o terminie zapadalności przypadającym w ciągu 3 miesięcy od dnia bilansowego oraz czeki, weksle i inne tego rodzaju dokumenty, które pełnią funkcję środka płatniczego i są wymagalne w ciągu 3 miesięcy od dnia bilansowego. Inne aktywa pieniężne to inne, nieujęte w obu wymienionych powyżej grupach, aktywa pieniężne, np. weksle i czeki wymagalne powyżej trzech miesięcy od dnia bilansowego. W ujęciu właściwym dla rozpatrywanej jednostki organizacyjnej prezentują się jak niżej:

Poz.	Nazwa pozycji	Wartości bilansowe na dzień 29.02.2024r.	Komentarz	Wartość skorygowana [PLN] (Wartość godziwa)
III	Inwestycje krótkoterminowe	0,00		0,00
1	Krótkoterminowe aktywa finansowe	0,00	Nie dotyczy - nie występują	0,00
a)	w jednostkach powiązanych	0,00	Nie dotyczy - nie występują	0,00
-(1)	udziały lub akcje	0,00		0,00
-(2)	inne papiery wartościowe	0,00		0,00
-(3)	udzielone pożyczki	0,00		0,00
-(4)	inne krótkoterminowe aktywa finansowe	0,00		0,00



Wykonano dla: **ELKOP SE.**

Projekt: Opinia o wartości zorganizowanej części przedsiębiorstwa – COTEX Office Center.

Wersja z dnia: 24 maja 2024 roku.

Raport końcowy, wydanie 1.

Numer
zlecenia:
DW-1758-2024

Poz.	Nazwa pozycji	Wartości bilansowe na dzień 29.02.2024r.	Komentarz	Wartość skorygowana [PLN] (Wartość godziwa)
b)	w pozostałych jednostkach	0,00	Nie dotyczy - nie występują	0,00
-(1)	udziały lub akcje	0,00		0,00
-(2)	inne papiery wartościowe	0,00		0,00
-(3)	udzielone pożyczki	0,00		0,00
	<i>144-2 Pozostałych jednostek</i>	0,00		0,00
	<i>144-4 Osetki od pożyczek pozostałe jednostki</i>	0,00		0,00
	<i>146 Akt.pożyczek krótkoterm.</i>	0,00		0,00
-(4)	inne krótkoterminowe aktywa finansowe	0,00		0,00
c)	środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	0,00	Nie dotyczy - nie występują	0,00
-(1)	środki pieniężne w kasie i na rachunkach	0,00		0,00
	<i>100 Kasa</i>	0,00		0,00
	<i>101 Kasa EUR</i>	0,00		0,00
	<i>130 Bieżący rach. bankowy</i>	0,00		0,00
	<i>133 Rachunek maklerski</i>	0,00		0,00
-(2)	inne środki pieniężne	0,00		0,00
	<i>159 Środki pieniężne w drodze</i>	0,00		0,00
-(3)	inne aktywa pieniężne	0,00		0,00
2	Inne inwestycje krótkoterminowe	0,00	Nie dotyczy - nie występują	0,00

- Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe, które obejmują podlegające rozliczeniu w okresie nie dłuższym niż 12 miesięcy od dnia bilansowego czynne rozliczenia międzyokresowe kosztów i rozliczenia międzyokresowe przychodów jako odpowiednik przychodów niebędących jeszcze na dzień bilansowy należnościami z prawnego punktu widzenia. W ujęciu właściwym dla rozpatrywanej jednostki organizacyjnej prezentują się jak niżej:

Poz.	Nazwa pozycji	Wartości bilansowe na dzień 29.02.2024r.	Komentarz	Wartość skorygowana [PLN] (Wartość godziwa)
IV	Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0,00	Nie dotyczy - nie występują	0,00
	<i>641-2 Krótkoterminowe</i>	0,00		0,00
	<i>642-2 Krótkoterminowe</i>	0,00		0,00



5.2.3 Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania

Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania są wynikającym z przeszłych zdarzeń obowiązkiem wykonania świadczeń o wiarygodnie określonej wartości, które powodują wykorzystanie już posiadanych lub przyszłych aktywów jednostki. Obejmują rezerwy na zobowiązania, zobowiązania długoterminowe, zobowiązania krótkoterminowe oraz rozliczenia międzyokresowe.

W ujęciu szczegółowym na zobowiązania i rezerwy na zobowiązania w układzie bilansowym składają się:

- Rezerwy na zobowiązania, tj. rezerwy związane są z transakcjami obciążonymi ryzykiem, które mogą stworzyć zagrożenie powstania strat lub poniesienia dodatkowych kosztów. Należy je utworzyć, jeżeli spełnione zostaną łącznie poniższe warunki: na Spółce ciąży prawny lub zwyczajowy obowiązek wynikający z przeszłych zdarzeń, jeżeli można wiarygodnie oszacować wartość skutków tych zdarzeń, istnieje prawdopodobieństwo, że spełnienie obowiązku spowoduje konieczność wypłaty środków uosabiających korzyści ekonomiczne, w szczególności rozpatruje się:
 - Rezerwy z tytułu odroczonego podatku dochodowego, tj. rezerwy bilansowe na niepewne zobowiązania publicznoprawne. Jest ona wynikiem rozbieżności między prawem podatkowym a bilansowym (rachunkowym). Oznacza kwoty podatku dochodowego podlegającego zapłacie w przyszłych okresach od dodatnich różnic przejściowych.
 - Rezerwy na świadczenia emerytalne i podobne, tj.: obejmuje rezerwy na wszystkie należne pracownikom z mocy prawa, istotne dla wyniku Spółki, świadczenia pracownicze, z wyjątkiem objętych rezerwą na restrukturyzację. Ww. rezerwy rozpatruje się zarówno w ujęciu długoterminowym, jak i krótkoterminowym.
 - Pozostałe rezerwy, tj.: Inne rezerwy nie stanowiące rezerw zawiązanych z tytułu odroczonego podatku dochodowego lub świadczeń emerytalnych i podobnych. Ww. rezerwy rozpatruje się zarówno w ujęciu długoterminowym, jak i krótkoterminowym.
- Zobowiązania długoterminowe, które obejmują powstałe z innych tytułów niż dostawy i usługi zobowiązania, których termin płatności w całości lub części przypada powyżej 12 miesięcy po dniu bilansowym, w tym w szczególności z tytułu: pożyczek i kredytów, emisji dłużnych papierów wartościowych i innych. Zarówno wobec jednostek powiązanych, jak i pozostałych. W ujęciu właściwym dla rozpatrywanej Spółki prezentują się jak niżej:
- Zobowiązania krótkoterminowe, które obejmują ogół zobowiązań z tytułu dostaw i usług, a także całość lub tę część pozostałych zobowiązań, które stają się wymagalne w ciągu 12 miesięcy od dnia bilansowego, w tym w szczególności zobowiązania wynikające z: kredytów i pożyczek, emisji dłużnych papierów wartościowych, innych zobowiązań finansowych oraz zobowiązań z tytułu dostaw i usług. Zarówno wobec jednostek powiązanych, jak i pozostałych. Ponadto zobowiązania wynikające z: zaliczek otrzymanych na dostawy, zobowiązań wekslowych, zobowiązań z tytułu podatków, ceł, ZUS i innych świadczeń, zobowiązań z tytułu wynagrodzeń i innych oraz zobowiązania wynikające z funduszy specjalnych.
- Rozliczenia międzyokresowe, które obejmują podlegające rozliczeniu w okresie nie dłuższym niż 12 miesięcy od dnia bilansowego czynne rozliczenia międzyokresowe kosztów i rozliczenia międzyokresowe przychodów jako odpowiednik przychodów niebędących jeszcze na dzień bilansowy należnościami z prawnego punktu widzenia.
- W ujęciu właściwym dla rozpatrywanej jednostki organizacyjnej rezerwy i zobowiązania prezentują się jak niżej:

Poz.	Nazwa pozycji	Wartości bilansowe na dzień 29.02.2024r.	Komentarz	Wartość skorygowana [PLN] (Wartość godziwa)
B	Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	1 234 965,80	Brak uzasadnienia dla potencjalnej korekty.	1 234 965,80
I	Rezerwy na zobowiązania	0,00	Nie dotyczy - nie występują	0,00
1	Rezerwa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	0,00	Nie dotyczy - nie występują	0,00



Wykonano dla: **ELKOP SE.**

Projekt: **Opinia o wartości zorganizowanej części przedsiębiorstwa – COTEX Office Center.**

Wersja z dnia: 24 maja 2024 roku.

Raport końcowy, wydanie 1.

Numer
zlecenia:
DW-1758-2024

Poz.	Nazwa pozycji	Wartości bilansowe na dzień 29.02.2024r.	Komentarz	Wartość skorygowana [PLN] (Wartość godziwa)
2	Rezerwa na świadczenia emerytalne i podobne	0,00	Nie dotyczy - nie występują	0,00
3	Pozostałe rezerwy	0,00	Nie dotyczy - nie występują	0,00
II	Zobowiązania długoterminowe	0,00	Nie dotyczy - nie występują	0,00
1	Wobec jednostek powiązanych	0,00	Nie dotyczy - nie występują	0,00
2	Wobec pozostałych jednostek, w których jednostka posiada zaangażowanie w kapitale	0,00	Nie dotyczy - nie występują	0,00
3	Wobec pozostałych jednostek	0,00	Nie dotyczy - nie występują	0,00
III	Zobowiązania krótkoterminowe	1 234 965,80	Brak uzasadnienia dla potencjalnej korekty.	1 234 965,80
1	Zobowiązania wobec jednostek powiązanych	0,00	Nie dotyczy - nie występują	0,00
2	Zobowiązania wobec pozostałych jednostek, w których jednostka posiada zaangażowanie w kapitale	0,00	Nie dotyczy - nie występują	0,00
3	Zobowiązania wobec pozostałych jednostek	1 234 965,80	Brak uzasadnienia dla potencjalnej korekty.	1 234 965,80
a)	kredyty i pożyczki	0,00	Nie dotyczy - nie występują	0,00
b)	z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych	0,00	Nie dotyczy - nie występują	0,00
c)	inne zobowiązania finansowe	0,00	Nie dotyczy - nie występują	0,00
d)	z tytułu dostaw i usług, o okresie wymagalności:	339 928,30	Brak uzasadnienia dla potencjalnej korekty.	339 928,30
-(1)	do 12 miesięcy	339 928,30		339 928,30
	<i>201-3-1 Do 12 miesięcy pozostałe</i>	4 632,45	Zamawiający przedstawił wiarygodne i szczegółowe wyjaśnienia w zakresie wartości bilansowej - zobowiązań krótkoterminowych wobec pozostałych jednostek. Wartość zobowiązań krótkoterminowych jest wyrażona w środkach pieniężnych, tj. w PLN. Brak uzasadnienia dla potencjalnej korekty.	4 632,45
	<i>202-3-1 Do 12 miesięcy pozostałe</i>	335 295,85	Zamawiający przedstawił wiarygodne i szczegółowe wyjaśnienia w zakresie wartości bilansowej - zobowiązań krótkoterminowych wobec pozostałych jednostek. Wartość zobowiązań krótkoterminowych jest wyrażona w środkach pieniężnych, tj. w PLN. Brak uzasadnienia dla potencjalnej korekty.	335 295,85
	<i>204-3-1 Do 12 miesięcy pozostałe</i>	0,00		0,00
	<i>301-2 Pozostałych jednostek</i>	0,00		0,00
	<i>303-2 Pozostałych jednostek</i>	0,00		0,00
-(2)	powyżej 12 miesięcy	0,00		0,00
e)	zaliczki otrzymane na dostawy i usługi	0,00		0,00
f)	zobowiązania wekslowe	0,00		0,00



Wykonano dla: **ELKOP SE.**

Projekt: Opinia o wartości zorganizowanej części przedsiębiorstwa – COTEX Office Center.

Wersja z dnia: 24 maja 2024 roku.

Raport końcowy, wydanie 1.

Numer zlecenia:
DW-1758-2024

Poz.	Nazwa pozycji	Wartości bilansowe na dzień 29.02.2024r.	Komentarz	Wartość skorygowana [PLN] (Wartość godziwa)
g)	z tytułu podatków, ceł, ubezpieczeń społecznych i zdrowotnych oraz innych tytułów publicznoprawnych	332 131,00	Brak uzasadnienia dla potencjalnej korekty.	332 131,00
	<i>220 Rozrachunki z budżetami</i>	332 131,00	Zamawiający przedstawił wiarygodne i szczegółowe wyjaśnienia w zakresie wartości bilansowej - zobowiązań krótkoterminowych z tytułu podatków, ceł, składek na ubezpieczenia społeczne i zdrowotne (ZUS) oraz innych świadczeń. Wartość zobowiązań krótkoterminowych jest wyrażona w środkach pieniężnych, tj. w PLN. Brak uzasadnienia dla potencjalnej korekty.	332 131,00
	<i>221-1 Rozlicz.należ.VAT</i>	0,00	Nie dotyczy - nie występują	0,00
	<i>221-7 Ulga na złe długi sprzedaż</i>	0,00	Nie dotyczy - nie występują	0,00
h)	z tytułu wynagrodzeń	0,00	Nie dotyczy - nie występują	0,00
	<i>230 Rozrach.- wynagrodz</i>	0,00	Nie dotyczy - nie występują	0,00
i)	inne	562 906,50	Brak uzasadnienia dla potencjalnej korekty.	562 906,50
	<i>249-2 Pozostałe jednostki</i>	86 051,00	Zamawiający przedstawił wiarygodne i szczegółowe wyjaśnienia w zakresie wartości bilansowej - innych zobowiązań krótkoterminowych wobec pozostałych jednostek. Wartość zobowiązań krótkoterminowych jest wyrażona w środkach pieniężnych, tj. w PLN. Brak uzasadnienia dla potencjalnej korekty.	86 051,00
	<i>249-4 Kaucje-najem</i>	476 855,50	Zamawiający przedstawił wiarygodne i szczegółowe wyjaśnienia w zakresie wartości bilansowej - innych zobowiązań krótkoterminowych wobec pozostałych jednostek. Wartość zobowiązań krótkoterminowych jest wyrażona w środkach pieniężnych, tj. w PLN. Brak uzasadnienia dla potencjalnej korekty.	476 855,50
4	Fundusze specjalne	0,00	Nie dotyczy - nie występują	0,00
IV	Rozliczenia międzyokresowe	0,00	Nie dotyczy - nie występują	0,00
1	Ujemna wartość firmy	0,00	Nie dotyczy - nie występują	0,00
2	Inne rozliczenia międzyokresowe	0,00	Nie dotyczy - nie występują	0,00
-(1)	długoterminowe	0,00	Nie dotyczy - nie występują	0,00
-(2)	krótkoterminowe	0,00	Nie dotyczy - nie występują	0,00
	<i>645-2 Krótkoterminowe</i>	0,00	Nie dotyczy - nie występują	0,00



Wykonano dla: ELKOP SE.

Projekt: Opinia o wartości zorganizowanej części przedsiębiorstwa – COTEX Office Center.

Wersja z dnia: 24 maja 2024 roku.

Raport końcowy, wydanie 1.

Numer zlecenia:
DW-1758-2024

5.2.4 Oszacowanie wartości – metoda majątkowa

Poniżej zestawiono skorygowane wartości aktywów netto wraz z ich podsumowaniem oraz w ujęciu właściwym dla rozpatrywanej jednostki organizacyjnej:

Poz.	Nazwa pozycji	Wartości bilansowe na dzień 29.02.2024r.	Komentarz	Wartość skorygowana [PLN] (Wartość godziwa)
A	Aktywa trwałe	28 045 644,01	Podstawa korekty: Opinia o wartości aktywów trwałych z dnia 24 maja 2024 roku. Zgodnie z ww. opinią wartość część aktywów trwałych ujętych w niniejszej pozycji bilansowe zawiera się w wartości nieruchomości inwestycyjnej, ze względu na fakt, iż przedmiotowe aktywa trwałe są z nią związane w sposób trwały.	39 467 890,00
I	Wartości niematerialne i prawne	0,00	Nie dotyczy - nie występują	0,00
II	Rzeczowe aktywa trwałe	181 335,40	Podstawa korekty: Opinia o wartości aktywów trwałych z dnia 24 maja 2024 roku. Zgodnie z ww. opinią wartość część aktywów trwałych ujętych w niniejszej pozycji bilansowe zawiera się w wartości nieruchomości inwestycyjnej, ze względu na fakt, iż przedmiotowe aktywa trwałe są z nią związane w sposób trwały.	12 890,00
III	Należności długoterminowe	0,00	Nie dotyczy - nie występują	0,00
IV	Inwestycje długoterminowe	27 864 308,61	Inwestycje długoterminowe, tutaj: nieruchomości, podlegają korekcie z uwzględnieniem wniosków z opinii o wartości aktywów trwałych.	39 455 000,00
V	Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0,00	Nie dotyczy - nie występują	0,00
B	Aktywa obrotowe	421 908,34		421 908,34
I	Zapasy	0,00	Nie dotyczy - nie występują	0,00
II	Należności krótkoterminowe	421 908,34	Zamawiający przedstawił szczegółowe zestawienie należności krótkoterminowych od pozostałych jednostek. Wartości ujęto w sposób niebudzący wątpliwości. Wartości należności wyrażone są w środkach pieniężnych, tj. w PLN. Brak uzasadnienia dla potencjalnej korekty.	421 908,34
III	Inwestycje krótkoterminowe	0,00	Nie dotyczy - nie występują	0,00
IV	Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0,00	Nie dotyczy - nie występują	0,00
	Aktywa razem:	28 467 552,35		39 889 798,34

Poz.	Nazwa pozycji	Wartości bilansowe na dzień 29.02.2024r.	Komentarz	Wartość skorygowana [PLN] (Wartość godziwa)
B	Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	1 234 965,80	Brak uzasadnienia dla potencjalnej korekty.	1 234 965,80
I	Rezerwy na zobowiązania	0,00	Nie dotyczy - nie występują	0,00
II	Zobowiązania długoterminowe	0,00	Nie dotyczy - nie występują	0,00
III	Zobowiązania krótkoterminowe	1 234 965,80	Zamawiający przedstawił wiarygodne i szczegółowe wyjaśnienia w zakresie wartości bilansowej - zobowiązań krótkoterminowych. Wartość zobowiązań krótkoterminowych jest wyrażona w środkach pieniężnych, tj. w PLN. Brak uzasadnienia dla potencjalnej korekty.	1 234 965,80



Wykonano dla: **ELKOP SE.**

Projekt: Opinia o wartości zorganizowanej części przedsiębiorstwa – COTEX Office Center.

Wersja z dnia: 24 maja 2024 roku.

Raport końcowy, wydanie 1.

Numer
zlecenia:
DW-1758-2024

Poz.	Nazwa pozycji	Wartości bilansowe na dzień 29.02.2024r.		Wartość skorygowana [PLN] (Wartość godziwa)
IV	Rozliczenia międzyokresowe	0,00	Nie dotyczy - nie występują	0,00

Wartość skorygowanych aktywów netto, tj. skorygowane aktywa – (minus) zobowiązania i rezerwy na zobowiązania, w złotych:	38 654 832,54
Wartość skorygowanych aktywów netto, po zaokrągleniu do tysiąca złotych:	38 655 000,00



6. Podsumowanie wyników wyceny

Wartość godziwa zorganizowanej części przedsiębiorstwa – COTEX Office Center, z uwzględnieniem zakresu i celu niniejszej opinii, została określona metodą dochodową – zdyskontowanych przepływów pieniężnych w wysokości **36 610 000,00 PLN** (słownie: trzydzieści sześć milionów sześćset dziesięć tysięcy złotych), natomiast metodą majątkową – skorygowanych aktywów netto w wysokości **38 655 000,00 PLN** (słownie: trzydzieści osiem milionów sześćset pięćdziesiąt pięć tysięcy złotych).

Wobec zbliżonych, ale jednak różnych, wartości uzyskanych w drodze niniejszego oszacowania, celem wskazania wartości rekomendowanej dla Zamawiającego dla potrzeb planowanych przekształceń własnościowych konieczne jest podkreślenie istotnych okoliczności towarzyszących sporządzeniu niniejszego oszacowania, w tym w szczególności:


- Obydwie zastosowane metody, tj. zarówno metoda dochodowa, jak i majątkowa, u swych założeń, w ujęciu metodologicznym, jak i faktycznym, zakładają szacowanie wartości w oparciu o zasadę „going concern”, tzn. kontynuacji działalności w jej dotychczasowym zakresie.
- Przedmiotowa opinia o wartości zorientowana jest na oszacowanie wartości zorganizowanej części przedsiębiorstwa, jako zorganizowanego zespołu składników niematerialnych i materialnych przeznaczonego do prowadzenia działalności gospodarczej wraz ze wszystkimi obciążeniami i przychodami z nimi związanymi, zatem kluczowe jest postrzeganie jego wartości w głównej mierze przez pryzmat generowanych, zarówno w ujęciu historycznym, jak i prognozowanych, wolnych przepływów pieniężnych.
- Kluczowym do rozpatrzenia, z punktu widzenia rekomendowanej wartości, jest stabilny i z perspektywą wzrostu poziom komercjalizacji nieruchomości stanowiącej materialne źródło generowanych wolnych przepływów pieniężnych.
- Jednocześnie uwadze nie może umknąć fakt uwzględnienia w metodzie majątkowej wartości rozpatrywanej nieruchomości, której wartość została określona w oparciu o wystarczająco aktywny i płynny rynek obrotu nieruchomościami. Jednakże koniecznym jest uwzględnienie faktu, iż o ile aktywność i płynność badanych rynków nieruchomości jest wystarczająca z punktu widzenia oszacowania ich wartości w podejściu porównawczym, to jednak wykazują się one, tj. badane rynki, płynnością na poziomie kilku do kilkunastu transakcji na przestrzeni badanego okresu. Powyższe jest w wyraźnej dysproporcji do rynków najmu nieruchomości komercyjnych, gdzie płynność jest liczona w setkach zawieranych umów. Podsumowując zdecydowanie większa płynność rynków najmu nieruchomości komercyjnych, w ujęciu właściwym dla faktycznych możliwości generowanie wolnych przepływów do przedsiębiorstwa, zdecydowanie skłania do postrzegania metody dochodowej jak uzasadnionej do dalszego rozpatrywania.
- Ponadto, z uwzględnieniem założeń metodologicznych – zasady kontynuacji działania, a także stanu faktycznego, tzn. wykluczonej z możliwych do rozpatrywania scenariuszy dezinvestycji poprzez sprzedaż rozpatrywanej nieruchomości zorganizowanej części przedsiębiorstwa, nie wskazuje na uzasadnienie dla dalszego rozpatrywania rezultatu wyceny otrzymanego metodą majątkową. W istocie w odniesieniu do rozpatrywanego przedsiębiorstwa wynik metody majątkowej stanowi w istocie jedynie potwierdzenie właściwego poziomu, w ujęciu wartościowym, przeprowadzonego oszacowania.

Podsumowując rekomendowana wartość godziwa zorganizowanej części przedsiębiorstwa – COTEX Office Center, z uwzględnieniem zakresu i celu niniejszej opinii, została określona metodą dochodową – zdyskontowanych przepływów pieniężnych w wysokości **36 610 000,00 PLN** (słownie: trzydzieści sześć milionów sześćset dziesięć tysięcy złotych).



7. Uwagi klauzule i zastrzeżenia wykonawcy

- Niniejsze opracowanie zostało wykonane ściśle do wyżej opisanego celu i za jego wykorzystanie dla innych celów autor nie ponosi odpowiedzialności.
- Wnioski i rezultaty z wyceny są prawdziwe jedynie w ramach otrzymanych informacji.
- Autor niniejszego opracowania nie bierze odpowiedzialności za nieujawnione przez Zamawiającego fakty, które mogą wpłynąć na zmianę oszacowanej wartości.
- Wartość określona w opracowaniu jest aktualna na dzień wyceny.
- Niniejsze opracowanie sporządzone zostało wyłącznie dla Zamawiającego.
- Autorzy nie ponoszą odpowiedzialności za wady prawne i ukryte, których występowania nie można było stwierdzić w trakcie realizacji projektu, ani na podstawie udostępnionej dokumentacji.
- W ocenie autorów niniejsze opracowanie zostało sporządzone obiektywnie, z zachowaniem należytej staranności oraz z wykluczeniem wpływu ewentualnego konfliktu interesów.
- Ewentualne powstałe pomimo tego niezgodności informacji podanych w opracowaniu ze stanem faktycznym lub błędne oceny nie stanowią podstawy ich odpowiedzialności. W szczególności autorzy opracowania nie ponoszą odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w opracowaniu.
- Opracowanie nie uwzględnia indywidualnych potrzeb i sytuacji danego inwestora, ani też nie jest wskazaniem, iż jakkolwiek inwestycja jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji danego inwestora, wobec czego wnioski wynikające z opracowania mogą okazać się nieodpowiednie dla danego inwestora.
- Autorzy opracowania nie ponoszą odpowiedzialności za sposób, w jaki informacje podane w opracowaniu zostaną wykorzystane.
- Przedstawiane dane historyczne odnoszą się do przeszłości, a wyniki osiągnięte w przeszłości nie stanowią gwarancji ich osiągnięcia w przyszłości.
- Przedstawione dane odnoszące się do przyszłości mogą okazać się błędne, stanowią wyraz ocen osób wypowiadających się w imieniu Zamawiającego, którego dotyczy raport lub wynik oceny własnej autorów opracowania.
- Posługując się informacjami lub wnioskami podanymi w opracowaniu nie należy rezygnować z przeprowadzenia niezależnej oceny podawanych informacji i uwzględnienia informacji innych niż przedstawione; weryfikacji we własnym zakresie podawanych danych oraz oceny ryzyka związanego z podejmowaniem decyzji na podstawie opracowania; rozważenia skorzystania z usług niezależnego analityka, doradcy inwestycyjnego lub innych osób posiadających specjalistyczną wiedzę.
- O ile opracowanie nie wskazuje inaczej, informacji w nim zawartych nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez Zamawiającego, dotyczy, a wnioski i opinie w nim zawarte są wyłącznie opiniami i wnioskami autorów opracowania.
- Pomędzy autorami opracowania i osobami biorącymi udział w sporządzaniu opracowania lub mającymi dostęp do opracowania przed jego publikacją: pracownikami, wykonawcami usług i innymi osobami powiązаныmi z Zamawiającym nie występuje konflikt interesów.
- Na datę sporządzenia opracowania autorzy nie posiadają akcji rozpatrywanej Spółki.
- Wynagrodzenie osób biorących udział w sporządzeniu opracowania nie jest uzależnione od jego wyników.
- Data podana na pierwszej stronie niniejszego dokumentu jest datą jego sporządzenia i przekazania do wiadomości Zamawiającego.
- Z uwagi na ograniczenia formalne wynikające z przepisów prawa opracowanie nie może zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane, udostępnione lub wydane w jurysdykcjach, gdzie jego rozpowszechnianie może podlegać lokalnym ograniczeniom prawnym.
- Osoby udostępniające lub rozpowszechniające opracowanie są obowiązane znać powyższe ograniczenia i ich przestrzegać. Przyjmuje się, że każda osoba (jednostka organizacyjna), która niniejszy dokument pobiera, przyjmuje lub wyraża zgodę na przekazanie jej niniejszego opracowania, tym samym: wyraża zgodę na treść wszelkich powyższych zastrzeżeń.

	<p>Wykonano dla: ELKOP SE. Projekt: Opinia o wartości zorganizowanej części przedsiębiorstwa – COTEX Office Center. Wersja z dnia: 24 maja 2024 roku. Raport końcowy, wydanie 1.</p>	<p>Numer zlecenia: DW-1758-2024</p>
--	---	---

- Dokument nie stanowi: oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu cywilnego ani podstawy do zawarcia innej umowy lub powstania innego zobowiązania.

Autor opracowania – za zespół:

Krzysztof Puk
kierownik projektu

Wykonano: w 2 egzemplarzach w wersji drukowanej oraz w wersji elektronicznej:

Zamawiający - wersja elektroniczna opatrzona podpisami kwalifikowanymi

Wykonawca - wersja elektroniczna opatrzona podpisami kwalifikowanymi a/a