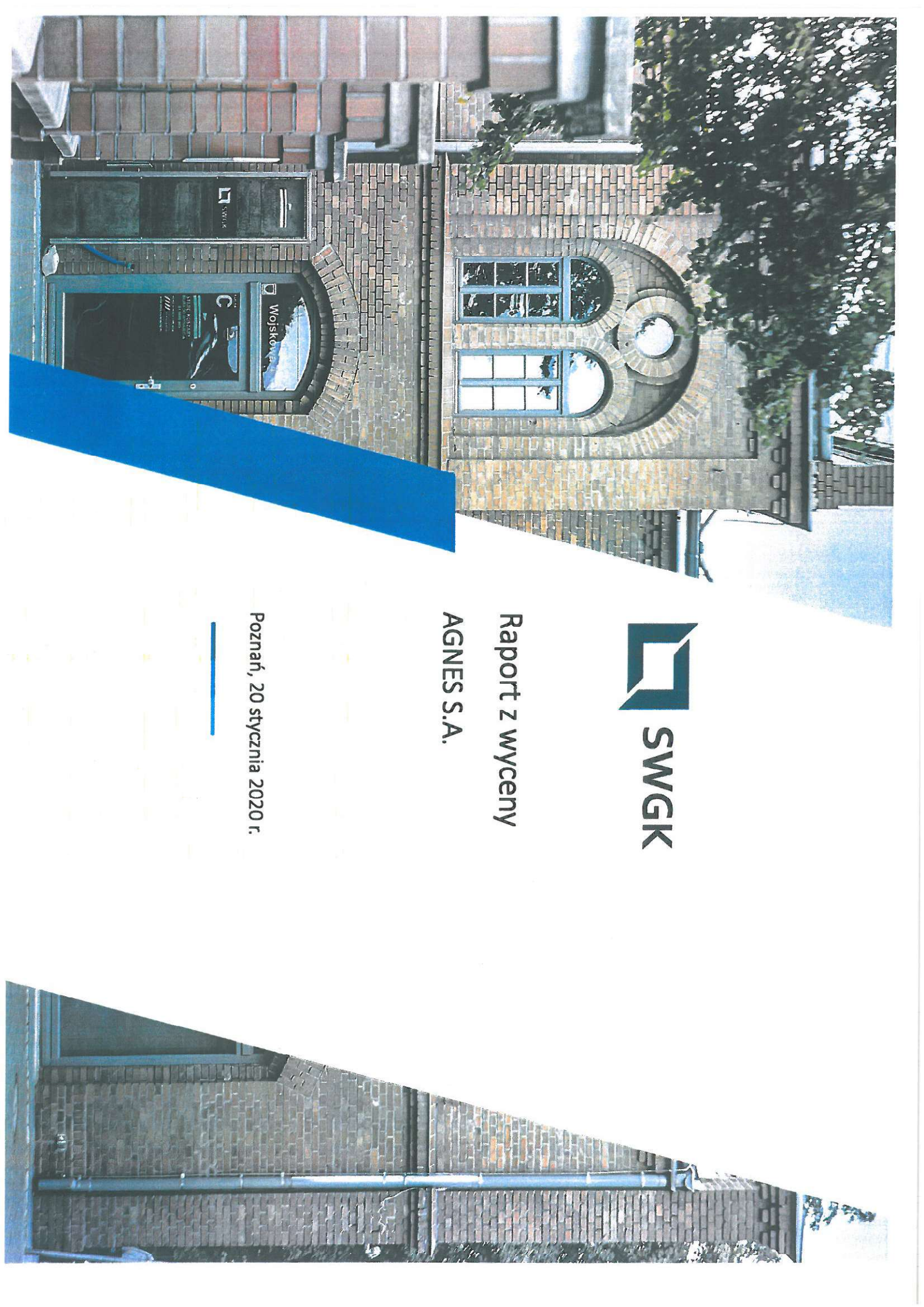




Raport z wyceny

AGNES S.A.

Poznań, 20 stycznia 2020 r.



Poznań, 20.01.2020 roku

Zarząd Spółki
AGNES S.A.

Szanowni Państwo,

Celem niniejszego dokumentu, stanowiącego Raport z wyceny, jest przedstawienie wyników oszacowania wartości rynkowej Spółki AGNES S.A.

Oszacowanie wartości rynkowej przeprowadziliśmy przy założeniu wpływu korzyści ekonomicznych do Spółki AGNES S.A. w przyszłości. Założenie to oznacza, że: (1) Kierownictwo będzie wdrażało tylko te strategie finansowe i operacyjne, które mają na celu maksymalizację wartości jednostki gospodarczej oraz (2) nie ma niepewności, co do przyszłych zdarzeń (takich, jak ryzyko ponoszenia powtarzających się strat z działalności operacyjnej lub złej sytuacji finansowej), które podważyłyby zasadnicze domniemanie o zdolności do generowania korzyści ekonomicznych.

SWGK Consulting Sp. z o.o. działa jako niezależny wykonawca. Wynagrodzenie SWGK Consulting Sp. z o.o. w żaden sposób nie zależy od wniosków z przeprowadzonych analiz.

Niniejszy Raport nie może być udostępniany stronom trzecim bez uprzedniej pisemnej zgody SWGK Consulting Sp. z o.o. chyba, że obowiązek jego ujawnienia wynika z przepisów prawa. SWGK Consulting Sp. z o.o. nie ponosi odpowiedzialności za wykorzystanie niniejszego Raportu bądź jego części przez osoby trzecie, w tym w sposób sprzeczny z postanowieniami zawartej umowy oraz zastrzeżeniami i ograniczeniami zawartymi w niniejszym Raporcie.

Z wyrazami szacunku,



Jagoda Gołębiewska

Prezes Zarządu SWGK Consulting Sp. z o.o.

SPIS TREŚCI

SPIS TREŚCI	3
WYKAZ STOSOWANYCH SKRÓTÓW	5
PODSUMOWANIE WYNIKÓW WYCENY	7
CEL I ZAKRES WYCENY	7
KONKLUZJA WYCENY WARTOŚCI RYNKOWEJ	7
REKOMENDOWANY WYNIK WYCENY	7
DANE REJESTROWE SPÓŁKI	7
PODSTAWOWE DANE FINANSOWE SPÓŁKI	8
STRUKTURA RACHUNKU ZYSKÓW I STRAT SPÓŁKI	9
STRUKTURA BILANSU AKTYWÓW I PASYWÓW SPÓŁKI	10
ANALIZA WSKAŹNIKOWA SPÓŁKI	12
RENTOWNOŚĆ	15
OBROTOWOŚĆ	15
ZADŁUŻENIE	16
PŁYNNOŚĆ FINANSOWA	17
CHARAKTERYSTYKA DZIAŁALNOŚCI SPÓŁKI	18
POWSTANIE SPÓŁKI	19
PRZEDMIOT DZIAŁALNOŚCI SPÓŁKI	19
SITUACJA MAKROEKONOMICZNA	19
CHARAKTERYSTYKA BRANŻY	20
WYBÓR METODY WYCENY	23
METODOLOGIA WYCENY	31
WYCENA METODĄ ZDYSKONTOWANYCH PRZEPŁYWÓW PIENIĘŻNYCH	31
PROGNOZOWANY RACHUNEK ZYSKÓW I STRAT	33
PROGNOZOWANY BILANS	33
PROGNOZOWANY RACHUNEK PRZEPŁYWÓW PIENIĘŻNYCH	36
ZAŁOŻENIA DO OKREŚLENIA STOPY DYSKONTOWEJ I WYZNACZENIA KOSZTU KAPITAŁU	40
	42

ZAŁOŻENIA DO OKREŚLENIA WARTOŚCI REZYDUALNEJ	43
OKREŚLENIE WARTOŚCI RYNKOWEJ (GODZIWEJ) FCFE I FCFE	44
OKREŚLENIE WARTOŚCI METODĄ SKORYGOWANYCH AKTYWÓW NETTO	47
WYCENA METODĄ MNOŻNIKOWĄ (PORÓWNAŃ RYNKOWYCH)	49
ZAŁĄCZNIK 1 METODOLOGIA I SPOSÓB KALKULACJI METODĄ ZDYSKONTOWANYCH PRZEPŁYWÓW PIENIĘŻNYCH (DCF)	51
OGÓLNA CHARAKTERYSTYKA METOD DOCHODOWYCH DCF (<i>Discounted Cash Flow</i>)	51
WYCENA METODĄ FCFE	52
WYCENA METODĄ FCFE	53
ZAŁĄCZNIK 2 METODOLOGIA I SPOSÓB KALKULACJI METODĄ SKORYGOWANYCH AKTYWÓW NETTO (SAN)	55
MAJĄTKOWE METODY WYCENY	55
METODA SKORYGOWANYCH AKTYWÓW NETTO	55
ZAŁĄCZNIK 3 METODOLOGIA I SPOSÓB KALKULACJI METODĄ MNOŻNIKOWĄ (PORÓWNAŃ RYNKOWYCH)	56
OGÓLNA CHARAKTERYSTYKA METOD PORÓWNAWCZYCH	56
SCHEMAT WYCENY METODĄ PORÓWNAŃ RYNKOWYCH	56
WYBÓR WSKAŹNIKA	57
RODZAJE MNOŻNIKÓW	57
WYBÓR FIRMI PORÓWNYWALNYCH	58
ZAŁĄCZNIK 4 SPIS TABEL	59
ZAŁĄCZNIK 5 SPIS WYKRESÓW	60
ZAŁĄCZNIK 6 SPIS RYSUNKÓW	60
ZAŁĄCZNIK 7 WARUNKI ŚWIADCZENIA USŁUG	61

SPÓŁKA, JEDNOSTKA

PRZEDMIOT RAPORTU

WARTOŚĆ RYNKOWA

Spółka pod firmą AGNES S.A.

Oszacowanie wartości rynkowej Spółki

Inaczej wartość godziwa, według Ustawy z dnia 29 września 1994 roku o rachunkowości (z późn. zm.) za wartość godziwą przyjmuje się kwotę, za jaką dany składnik aktywów mógłby zostać wymieniony, a zobowiązanie uregulowane na warunkach transakcji rynkowej, pomiędzy zainteresowanymi i dobrze poinformowanymi, niepowiązаныmi ze sobą stronami

20.01.2020 roku

DATA SPORZĄDZENIA RAPORTU

DATA WYCENY

DANE WEJŚCIOWE

METODA WYCENY DCF

METODA WYCENY SAN

FCF

FCFE

FCFF

WACC

WSPÓŁCZYNNIK DYSKONTOWY

g (CAGR)

WARTOŚĆ REZYDUALNA

EBIT

EBITDA

Dzień, na który została określona wartość rynkowa Spółki, tj. 30.09.2019 r.

Obserwowalne i nieobserwowalne informacje oraz dane finansowe i niefinansowe stosowane w technikach wyceny

Metoda wyceny zdyskontowanych przepływów pieniężnych (*ang. Discounted Cash Flow*) (metoda dochodowa)

Metoda wyceny skorygowanych aktywów netto (*ang. Adjusted Net Asset Method*) (metoda majątkowa)

Metoda wyceny gotówkowe (*ang. Free Cash Flow*)

Wolne przepływy gotówkowe (*ang. Free Cash Flow to Equity*)

Wolne przepływy pieniężne dla właścicieli kapitału własnego (*ang. Free Cash Flow to Equity*)

Wolne przepływy pieniężne dla właścicieli kapitału własnego i wierzycieli, tj. wszystkich stron finansujących (*ang. Free Cash Flow to Firm*)

Średnioważony koszt kapitału (*ang. Weighted Average Cost of Capital*)

Wartość bieżąca jednostki monetarnej, o określonym terminie płatności w przyszłości; czynnik, który zrównuje wartość

przyszłą kapitału z jego wartością bieżącą

Skumulowany roczny wskaźnik wzrostu (*ang. Compound Annual Growth Rate*)

Wartość przyszła podmiotu wyceny określona na koniec projekcji przepływów pieniężnych

Zysk operacyjny przed kosztami finansowymi i opodatkowaniem (*ang. Earnings Before Interest and Taxes*)

Zysk przedsiębiorstwa przed potrąceniem odsetek od zaciągniętych kredytów, podatków oraz amortyzacji (*ang. Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*)

EBT	Zysk przedsiębiorstwa przed opodatkowaniem (<i>ang. Earnings Before Taxes</i>)
NOPAT	Zysk operacyjny po opodatkowaniu (<i>ang. Net Operating Profit After Tax</i>)
KON	Kapitał obrotowy netto (<i>ang. Net Working Capital</i>)
PKD	Polska Klasyfikacja Działalności, wprowadzona Rozporządzeniem Rady Ministrów z dnia 24 grudnia 2007 roku w sprawie Polskiej Klasyfikacji Działalności (PKD) (Dz. U. z 2007 r. nr 251 poz. 1885)
UOR	Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości tj. z dnia 17 stycznia 2019 r. (Dz.U. z 2019 r. poz. 351)

PODSUMOWANIE WYNIKÓW WYCENY

CEL I ZAKRES WYCENY

Celem wyceny na podstawie Umowy pomiędzy POZBUD T&R S.A., AGNES S.A. i SWGK Consulting Sp. z o.o. jest określenie wartości rynkowej Spółki AGNES S.A. w związku z planowanym przejęciem Spółki AGNES S.A. przez POZBUD T&R S.A.

KONKLUZJA WYCENY WARTOŚCI RYNKOWEJ

Do oszacowania wartości rynkowej Spółki AGNES S.A. wykorzystano metodę dochodową wyceny opartą na zdyskontowanych przepływach pieniężnych (FCFF, FCFE).

Wartość rynkowa Grupy Kapitałowej na dzień sporządzenia niniejszego Raportu kształtuje się w przedziale 59 351,9 - 77 326,4 tys. zł.

REKOMENDOWANY WYNIK WYCENY

Wartość rynkowa Spółki została określona na podstawie wyników uzyskanych metodami dochodowymi. Ze względu na fakt, że na wartość rynkową Spółki składa się przede wszystkim zdolność do generowania dochodów i przepływów pieniężnych w przyszłości, rekomendowanym wynikiem wyceny jest wynik wyznaczony przy zastosowaniu średniej arytmetycznej w wyników uzyskanych metodami dochodowymi.

Rekomendowana wartość 100% akcji Spółki AGNES S.A. na dzień wyceny wynosi:

68 339,1 tys. zł (68 339 130,11 zł)

DANE REJESTROWE SPÓŁKI**Tabela 1 Informacje dotyczące Spółki**

NAZWA	AGNES Spółka akcyjna
SIEDZIBA / ADRES ZARZĄDU	ul. Fabryczna 7, 65-610 Rogoźno
FORMA PRAWNA	Spółka akcyjna
SĄD REJESTROWY	Sąd Rejonowy Poznań-Nowe Miasto i Wilda w Poznaniu IX Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego
NUMER REJESTRU	0000507816
PRZEDMIOT DZIAŁALNOŚCI	22, 21, Z, Produkcja płyt, arkuszy, rur i kształtowników z tworzyw sztucznych
REGON	302711664
NIP	6060093250
ORGANY SPÓŁKI	Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy, Rada Nadzorcza, Zarząd Sebastian Celer – Prezes Zarządu, Wojciech Ziłkowski – Członek Zarządu, Łukasz Marcin Fojt – Członek Zarządu, Kamil Molenda – Członek Zarządu
SKŁAD ZARZĄDU	
KAPITAŁ ZAKŁADOWY	180 625,90 zł

Źródło: Opracowanie własne na podstawie KRS z dnia 20.01.2020 / www.ems.gov.pl

PODSTAWOWE DANE FINANSOWE SPÓŁKI

Sprawozdanie finansowe, zgodnie z przepisami § 7 MSR 1, stanowi uporządkowane przedstawienie sytuacji finansowej i wyników finansowych działalności jednostki. Celem sprawozdania finansowego jest dostarczenie informacji na temat sytuacji finansowej, wyników prowadzonej działalności oraz przepływów środków pieniężnych jednostki, które są użyteczne dla szerokiego kręgu użytkowników w procesie podejmowania decyzji gospodarczych. Ponadto, sprawozdanie finansowe przedstawia efekty zarządzania przez kierownictwo powierzonymi mu zasobami. Aby zrealizować ten cel, dostarcza ono informacji o aktywach, zobowiązaniach, kapitale własnym i jego zmianach, przychodach i kosztach łącznie z zyskami i stratami oraz przepływach środków pieniężnych. Spółka AGNES S.A. sporządza sprawozdanie finansowe zgodnie z przepisami ustawy o rachunkowości.

Celem analizy danych finansowych oraz analizy wskaźnikowej jest ustalenie stanu i perspektyw rozwoju Spółki, a w konsekwencji określenie na jej podstawie danych wejściowych do wyceny według zakresu przedstawionego w załącznikach i kalkulacjach poszczególnych metod. Analiza możliwości kontynuacji działalności przez Spółkę została dokonana na podstawie analizy danych sprawozdawczych, jak i ogólnego funkcjonowania przedsiębiorstwa. Wyniki dokonanych analiz mają istotne znaczenie dla założeń przyjmowanych do wyceny wartości rynkowej AGNES S.A., ponieważ prognozy finansowe stanowiące jej podstawę, sporządzone są przy uwzględnieniu trendów historycznych. W dalszej części Raportu zaprezentowano wyniki analizy struktury i dynamiki oraz analizy wskaźnikowej dla wybranych elementów sprawozdania finansowego Spółki AGNES S.A. za lata sprawozdawcze 2017 – 2018 oraz okres od 1 stycznia do 30 września 2019 roku. W poniższych tabelach dane finansowe wykazano w tysiącach polskich złotych.

STRUKTURA RACHUNKU ZYSKÓW I STRAT SPÓŁKI

Rachunek zysków i strat prezentuje wielkości strumieniowe, czyli osiągnięte przychody i zyski oraz koszty i straty poniesione w okresie sprawozdawczym. Jest to sprawozdanie informujące o dokonaniach Spółki za bieżący okres od 1 stycznia 2019 roku i dwa poprzednie lata obrotowe. Analiza danych finansowych we wskazanym poniżej zakresie (struktury i dynamiki) kategorii wynikowych nie jest zatem w pełni porównywalna z uwagi na fakt, że dane roczne za lata 2017 – 2018 prezentowane są za pełne 12 miesięcy każdego okresu sprawozdawczego, a dane za 2019 rok – z uwagi na ich dostępność na dzień sporządzenia niniejszego Raportu – dotyczą 3 pierwszych kwartałów.

Tabela 2 Rachunek zysków i strat Spółki AGNES S.A. za lata 2017 – 2018 oraz okres 01-09-2019 roku

Wyszczególnienie	1.01- 30.09.2019	1.01- 31.12.2018	1.01- 31.12.2017	Dynamika 2018/2017	Struktura		Struktura	
	1.01- 30.09.2019	1.01- 31.12.2018	1.01- 31.12.2017		1.01- 30.09.2019	1.01- 31.12.2018	1.01- 31.12.2017	1.01- 31.12.2017
	1.01- 30.09.2019	1.01- 31.12.2018	1.01- 31.12.2017	Dynamika 2018/2017	1.01- 30.09.2019	1.01- 31.12.2018	1.01- 31.12.2017	1.01- 31.12.2017
	1.01- 30.09.2019	1.01- 31.12.2018	1.01- 31.12.2017	Dynamika 2018/2017	1.01- 30.09.2019	1.01- 31.12.2018	1.01- 31.12.2017	1.01- 31.12.2017
Przychody netto ze sprzedaży i zrównane z nimi	43 757,2	77 557,8	72 594,7	6,8%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszty działalności operacyjnej	41 118,2	74 757,4	70 662,0	5,8%	94,0%	96,4%	97,3%	97,3%
Zysk/(Strata) ze sprzedaży	2 638,9	2 800,4	1 932,7	44,9%	6,0%	3,6%	2,7%	2,7%
Pozostałe przychody operacyjne	1 402,7	2 086,6	2 245,6	-7,1%	3,2%	2,7%	3,1%	3,1%
Pozostałe koszty operacyjne	1 060,1	891,0	1 112,1	-19,9%	2,4%	1,1%	1,5%	1,5%
Zysk/(Strata) z działalności operacyjnej	2 981,6	3 996,0	3 066,2	30,3%	6,8%	5,2%	4,2%	4,2%
Przychody finansowe	0,0	31,9	3,4	825,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Koszty finansowe	959,8	1 661,3	1 241,2	33,8%	2,2%	2,1%	1,7%	1,7%
Zysk/(Strata) brutto	2 021,8	2 366,6	1 828,4	29,4%	4,6%	3,1%	2,5%	2,5%
Podatek dochodowy	424,6	519,4	89,5	480,3%	1,0%	0,7%	0,1%	0,1%
Zysk/(Strata) netto	1 597,2	1 847,2	1 738,9	6,2%	3,7%	2,4%	2,4%	2,4%

Źródło: Dane finansowe otrzymane od Spółki

Analizując zmiany w obszarze zasadniczej działalności operacyjnej należy zauważyć niższą dynamikę kosztów w porównaniu z dynamiką przychodów ze sprzedaży w latach 2018/2017. Korzystna relacja przychodowo – kosztowa w całym okresie objętym analizą determinuje dodatnią marżę na sprzedaży, a jej poprawa wpływa na osiągnięcie przez Spółkę coraz wyższych wyników. W analizowanym okresie także relacja przychodowo – kosztowa na pozostałej działalności operacyjnej Spółki była dodatnia.

W ramach działalności finansowej przedsiębiorstwa kategoria przychodów finansowych nie była istotna, natomiast koszty finansowe cechowała zmienna dynamika. Po uwzględnieniu rezultatów tej działalności, zysk z działalności gospodarczej osiągnięty w 2018 roku był o 29,4% wyższy od wypracowanego w 2017 roku.

Skutkiem wyższego zysku brutto była większa kwota dochodu do opodatkowania, co znalazło odzwierciedlenie w tym, że podatek dochodowy wykazany w 2018 roku był znacznie wyższy niż w roku poprzednim. Indeks jego dynamiki wyniósł 480,3%.

Zysk netto wzrósł w ciągu analizowanych lat o 108,3 tys. zł. Jego indeks dynamiki wyniósł natomiast 6,2%. Taka tendencja w kształtowaniu się zysku netto była rezultatem wyżej omówionych tendencji w zakresie przychodów, kosztów i wyników z poszczególnych rodzajów działalności.

Na podstawie przeprowadzonych obliczeń można ocenić jaki procent przychodów ze sprzedaży stanowiły poszczególne składniki rachunku zysków i strat. Wyszczególniając: zysk ze sprzedaży stanowił w 2018 roku 3,6% przychodów ze sprzedaży, podczas gdy w 2017 roku wyniósł 2,7%. Udział zysku brutto w przychodach ze sprzedaży wyniósł natomiast w 2018 roku 3,1%, a w 2017 roku 2,5%. Zysk netto stanowił w obu okresach 2,4% przychodów ze sprzedaży. Wnioski z wyżej dokonanej analizy w zakresie dynamiki i struktury rachunku zysków i strat wskazują na tendencję wzrostową w zakresie rentowności działalności Spółki.

STRUKTURA BILANSU AKTYWÓW I PASYWÓW SPÓŁKI

Zasoby majątkowe, jakimi dysponuje jednostka gospodarcza prowadząca działalność, to aktywa wyrażane wartościowo. Zastosowanie miernika pieniężnego umożliwia agregację różnych pozycji aktywów. Przez aktywa należy rozumieć zasoby kontrolowane przez jednostkę powstałe w wyniku zdarzeń z przeszłości, z których według przewidywań, jednostka osiągnie w przyszłości korzyści ekonomiczne. Analiza danych finansowych we wskazanym poniżej zakresie (struktury i dynamiki) aktywów i pasywów nie jest w pełni porównywalna z uwagi na fakt, że dane roczne za lata 2017 – 2018 prezentowane są za pełne 12 miesięcy każdego okresu sprawozdawczego, a dane za 2019 rok – z uwagi na ich dostępność na dzień sporządzania niniejszego Raportu – dotyczą 3 pierwszych kwartałów.

Tabela 3 Aktywa Spółki AGNES S.A. za lata 2017 – 2018 oraz okres 01-09-2019 roku

Wyszczególnienie	30.09.2019	31.12.2018	31.12.2017	Dynamika		Struktura		
	30.09.2019	31.12.2018	31.12.2017	2019/2018	2018/2017	30.09.2019	31.12.2018	31.12.2017
	tyś. zł	tyś. zł	tyś. zł	%	%	%	%	%
Aktywa trwałe	26 868,8	22 915,7	21 544,1	17,3%	6,4%	29,6%	23,6%	27,6%
Wartości niematerialne i prawne	6,3	25,0	50,1	-75,0%	-50,0%	0,0%	0,0%	0,1%
Rezerwy aktywa trwałe	13 409,3	9 417,0	10 273,1	42,4%	-8,3%	14,8%	9,7%	13,2%
Należności długoterminowe	687,9	708,2	438,0	-2,9%	61,7%	0,8%	0,7%	0,6%
Inwestycje długoterminowe	7 778,5	7 778,5	7 985,2	0,0%	-2,6%	8,6%	8,0%	10,2%
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	4 986,9	4 986,9	2 797,7	0,0%	78,3%	5,5%	5,1%	3,6%
Aktywa obrotowe	63 764,9	74 175,4	56 392,4	-14,0%	31,5%	70,4%	76,4%	72,4%
Zapasy	16 634,5	17 933,9	9 963,0	-7,2%	80,0%	18,4%	18,5%	12,8%
Należności krótkoterminowe	22 941,8	23 183,1	27 202,4	-1,0%	-14,8%	25,3%	23,9%	34,9%
Inwestycje krótkoterminowe	11,4	246,6	717,4	-95,4%	-65,6%	0,0%	0,3%	0,9%
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	24 177,2	32 811,8	18 509,6	-26,3%	77,3%	26,7%	33,8%	23,7%
Aktywa razem	90 633,8	97 091,1	77 936,5	-6,7%	24,6%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: Dane finansowe otrzymane od Spółki

Tabela 4 Pasywa Spółki AGNES S.A. za lata 2017 – 2018 oraz okres 01-09.2019 roku

Wyszczególnienie	30.09.2019	31.12.2018	31.12.2017	Dynamika	Dynamika	Struktura	Struktura	Struktura
	tys. zł	tys. zł	tys. zł	2019/2018	2018/2017	30.09.2019	31.12.2018	31.12.2017
				%	%	%	%	%
Kapitał własny	20 983,9	19 386,7	17 539,5	8,2%	10,5%	23,2%	20,0%	22,5%
Kapitał podstawowy	180,6	180,6	180,6	0,0%	0,0%	0,2%	0,2%	0,2%
Kapitał zapasowy	19 206,1	17 358,9	15 620,0	10,6%	11,1%	21,2%	17,9%	20,0%
Zysk (strata) netto	1 597,2	1 847,2	1 738,9	-13,5%	6,2%	1,8%	1,9%	2,2%
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	69 649,9	77 704,4	60 397,0	-10,4%	28,7%	76,8%	80,0%	77,5%
Rezerwy na zobowiązania	6 707,0	6 707,0	3 998,4	0,0%	67,7%	7,4%	6,9%	5,1%
Zobowiązania długoterminowe	10 860,1	7 532,1	16 259,8	44,2%	-53,7%	12,0%	7,8%	20,9%
Zobowiązania krótkoterminowe	51 927,5	63 280,8	39 979,9	-17,9%	58,3%	57,3%	65,2%	51,3%
Rozliczenia międzyokresowe	155,3	184,5	158,9	-15,8%	16,1%	0,2%	0,2%	0,2%
Pasywa razem	90 633,8	97 091,1	77 936,5	-6,7%	24,6%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: Dane finansowe otrzymane od Spółki

Na dzień 30.09.2019 roku w stosunku do poprzedniego dnia bilansowego (31.12.2018 roku) nastąpiło zmniejszenie sumy bilansowej o 6,7%, tj. o 6 457,3 tys. zł. Aktywa trwałe wykazywały wyższą dodatnią dynamikę zmian niż aktywa obrotowe, które uległy obniżeniu. Indeks dynamiki aktywów trwałych ukształtował się na poziomie 17,3%, natomiast aktywów obrotowych (-) 14,0%. Wzrost kapitałów własnych, wynoszący 8,2% w bieżącym okresie, był w ujęciu bezwzględny wyższy od zmiany kapitałów obcych, który wyniósł (-)10,4%. W 2018 roku w porównaniu z rokiem poprzednim suma bilansowa uległa zwiększeniu o 24,6% i obie kategorie aktywów wzrosły o 6,4% - aktywa trwałe i 31,5% - aktywa obrotowe. Podobną dynamiką zmian charakteryzowały się pasywa Spółki, kapitał własny uległ zwiększeniu o 10,5%, a zobowiązania wraz z rezerwami o 28,7%. Najistotniejszymi pozycjami w strukturze aktywów Spółki były należności i rozliczenia międzyokresowe. W strukturze pasywów pozycje sprawozdawcze o najwyższym udziale stanowiły zobowiązania i kapitał zapasowy. Struktura bilansu odzwierciedla model biznesowy realizowany przez Spółkę. Spośród istotnych pozycji sprawozdawczych, najwyższą dynamikę zmian w analizowanym okresie charakteryzowały się rzeczowe aktywa trwałe i krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe, a także zobowiązania – zarówno krótko-, jak i długoterminowe oraz kapitał zapasowy.

Tabela 5 Analiza powiązań aktywów i pasywów Spółki

Wyszczególnienie		Formuła obliczeniowa		Wartość pożądana		
				30.09.2019	31.12.2018	31.12.2017
Wskaźnik zastosowania kapitałów własnych		aktywa trwałe/ kapitał własny	≥ 70%	0,78	0,85	0,81
Wskaźnik zastosowania kapitałów obcych		aktywa obrotowe/zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	≈ 1	1,09	1,05	1,07

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych finansowych otrzymanych od Spółki

Na podstawie obliczeń można stwierdzić, że w Spółce była spełniona złota zasada finansowania, zgodnie z którą przynajmniej aktywa trwałe powinny być w całości sfinansowane kapitałem stałym (łącznie kapitałem własnym i zobowiązaniami długoterminowymi).

ANALIZA WSKAŹNIKOWA SPÓŁKI

Poniżej przedstawiono wyniki analizy wskaźnikowej przeprowadzonej na podstawie sprawozdań finansowych Spółki AGNESS S.A. za lata 2017 i 2018 oraz okres od 1 stycznia do 30 września 2019 roku, w zakresie podstawowych wskaźników rentowności, obrotowości, zadłużenia i płynności finansowej. Wskazujemy, że z uwagi na różnicowanie długości analizowanych okresów dane za okres 01-09.2019 roku nie są w pełni porównywalne z danymi rocznymi za poprzednie lata sprawozdawcze.

RENTOWNOŚĆ

Wskaźniki rentowności dostarczają zintegrowanych informacji o tym, jakie są rezultaty finansowe wykorzystania majątku Spółki. Umożliwiają one wieloaspektową analizę jej sytuacji finansowej, uwzględniając dane pochodzące zarówno z bilansu, jak i rachunku zysków i strat. Ogólna ich konstrukcja polega na przyrównaniu efektów działalności do wielkości majątku lub sprzedaży. Istotnym aspektem wskaźników rentowności jest fakt, że ich poziom powinien być równy co najmniej stopie rentowności oczekiwanej przez inwestorów. Wyższe wartości wskaźników z tej grupy świadczą o lepszej efektywności działalności Spółki.

Tabela 6 Wskaźniki rentowności za okres 1.01.2019 – 30.09.2019 oraz lata 2017-2018

Wskaźnik	Formuła obliczeniowa	Wartość pożądana	Wartość		
			01-09.2019	2018	2017
Zyskowość sprzedaży	zysk (strata) ze sprzedaży/przychody netto ze sprzedaży	max	6,0%	3,6%	2,7%
Wskaźnik rentowności operacyjnej sprzedaży	zysk (strata) z działalności operacyjnej/przychody netto ze sprzedaży	max	6,8%	5,2%	4,2%
Rentowność sprzedaży netto	zysk (strata) netto/przychody netto ze sprzedaży	max	4,3%	2,4%	2,4%
Rentowność kapitału własnego (ROE)	zysk (strata) netto/kapitał własny bez wyniku finansowego bieżącego roku	max	9,7%	10,5%	11,0%
Rentowność aktywów (ROA)	zysk (strata) netto/aktywa ogółem	max	2,1%	1,9%	2,2%

Źródło: Na podstawie danych finansowych otrzymanych od Spółki

Wszystkie analizowane wskaźniki rentowności sprzedaży ulegały systematycznym zwiększeniom w okresie od 2017 roku do 30.09.2019 roku. W każdym z analizowanych okresów rentowność sprzedaży zarówno brutto, jak i netto była dodatnia. Skutkiem ogólnej poprawy w obszarze wskaźników rentowności były przede wszystkim pozytywne zmiany w zakresie relacji przychodowo – kosztowej oraz wzrost wyników finansowych osiąganych przez Spółkę. Pomimo nieznacznego spadku na dzień

30.09.2019 roku w stosunku do 31.12.2018 roku wskaźnika rentowności kapitału własnego, ogólny jego poziom oraz tendencję w pozostałych okresach należy uznać jako pozytywne. Wskaźnik ROA charakteryzowała zmienna, lecz nieistotna dynamika zmian w okresie objętym analizą.

OBROTOWOŚĆ

Zadaniem wskaźników rotacji jest dostarczanie informacji na temat efektywności wykorzystania zasobów posiadanych przez Spółkę. Zalecany przedział wartości tych wskaźników różni się w zależności od branży, jednak co do zasady im niższy jest wskaźnik rotacji w dniach (dotyczy to zwłaszcza zapasów i należności), tym lepiej ocenić można strategię Spółki w zakresie zarządzania posiadanym przez nią kapitałem obrotowym. Pożądaną jest sytuacja, w której wartość wskaźnika rotacji zobowiązań przekracza wartość wskaźnika rotacji należności.

Tabela 7 Wskaźniki rotacji za okres 1.01.2019 – 30.09.2019 oraz lata 2017-2018

Wskaźnik	Formuła obliczeniowa	Wartość pożądana			
		01-09.2019	2018	2017	
Wskaźnik rotacji majątku	przychody netto ze sprzedaży/aktywa ogółem	max	0,5	0,8	0,9
Wskaźnik obrotu rzeczowych aktywów trwałych	przychody netto ze sprzedaży/rzeczowe aktywa trwałe	max	3,3	8,2	7,1
Wskaźnik rotacji należności w dniach	(średni stan należności z tytułu dostaw i usług/przychody ze sprzedaży)*360	min	136	108	85
Wskaźnik rotacji zapasów w dniach	(średni stan zapasów/koszty działalności operacyjnej)*360	min	113	67	41
Wskaźnik rotacji zobowiązań w dniach	(średni stan zobowiązań z tytułu dostaw i usług/(koszty działalności operacyjnej-koszty pracy-amortyzacja))*360	min	125	89	74

Źródło: Na podstawie danych finansowych otrzymanych od Spółki

Wskaźniki sprawności wykorzystania zasobów pogorszyły się w okresie pierwszych 9-ciu miesięcy 2019 roku w stosunku do lat poprzednich. Podobnym zmianom uległy wskaźniki obrotowości w 2018 roku w porównaniu z 2017 rokiem. Okres spływu należności wydłużył się z 108 dni na koniec 2018 roku do 136 dni na koniec września 2019. Jednocześnie w analogicznym okresie wydłużył się okres regulowania zobowiązań z 89 do 125 dni oraz okres rotacji zapasów z 67 dni do 113 dni. W okresie od stycznia do września 2019 roku Spółka średnio o 11 dni szybciej regulowała swoje zobowiązania handlowe niż oczekiwała na spływ swoich należności handlowych.

ZADŁUŻENIE

Wskaźniki zadłużenia informują o tym, w jakim stopniu Spółka finansuje swój majątek kapitałem obcym, a w jakiej części kapitałem własnym. Zwiększanie długu w strukturze pasywów niesie za sobą dwie ważne konsekwencje. Zwiększa się ryzyko działalności Spółki w związku z obowiązkiem zwrotu pożyczonych środków. Zwiększa się również rentowność kapitału własnego ze względu na efekt działania dźwigni finansowej.

Tabela 8 Wskaźniki zadłużenia (finansowania) za okres 1.01.2019 – 30.09.2019 oraz lata 2017-2018

Wskaźnik	Formuła obliczeniowa		Wartość pożądana		
	01-09.2019	2018	2017		
Wskaźnik zadłużenia	kapitał obcy/kapitały ogółem	0,3 - 0,5	0,8	0,8	0,8
Pokrycie zadłużenia kapitałem własnym	kapitał własny/kapitał obcy	>1	0,3	0,2	0,3
Trwałość struktury finansowania	kapitał własny/pasywa ogółem	max	0,2	0,2	0,2

Źródło: Na podstawie danych finansowych otrzymanych od Spółki

W całym analizowanym okresie wskaźniki zadłużenia Spółki pozostały na relatywnie niezmiennym poziomie. Współczynnik zadłużenia przyjmował wartość 0,8, wykraczając tym samym ponad przedział uznany za pożądany, co może świadczyć o ryzyku w zakresie struktury finansowania Spółki.

PŁYNNOŚĆ FINANSOWA

Analiza wskaźników płynności pozwala na zobrazowanie zdolności Spółki do terminowej spłaty zobowiązań. Wskaźniki płynności informują o tym, jaka część zobowiązań bieżących może zostać uregulowana bez większego opóźnienia, jeśli staną się one wymagalne w danym momencie. Ich niższe wartości wskazują na zagrożenie płynności, wyższe natomiast mogą świadczyć o nieracjonalnym zarządzaniu środkami, które mogłyby zostać wykorzystane w bardziej efektywny sposób.

Tabela 9 Wskaźniki płynności finansowej za okres 1.01.2019 – 30.09.2019 oraz lata 2017-2018

Wskaźnik	Formuła obliczeniowa	Wartość pożądana	01.09.2019	2018	2017
			Wskaźnik płynności szybkiej	(inwestycje krótkoterminowe + należności krótkoterminowe)/zobowiązania krótkoterminowe	0,8 - 1,2
Wskaźnik płynności bieżącej	(aktywa obrotowe - krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe)/zobowiązania krótkoterminowe	1,5 - 2,0	0,8	0,7	0,9
kapitał obrotowy netto (w tys. zł)	aktywa obrotowe – zobowiązania krótkoterminowe	-	11 837,4	10 894,6	16 412,5
Udział kapitału pracującego w całości aktywów	kapitał obrotowy/aktywa ogółem	max	13,1%	11,2%	21,1%

Źródło: Na podstawie danych finansowych otrzymanych od Spółki

W ciągu ostatnich analizowanych okresów wskaźniki płynności nie uległy istotnym zmianom. Zarówno wskaźnik płynności szybkiej, jak i bieżącej, przyjmowały wartości niższe od przedziałów uznawanych za optymalne. Zdolność Spółki do regulacji zobowiązań można ocenić jako dobrą. Kapitał obrotowy netto jest dodatni i świadczy o bezpieczeństwie w zakresie możliwości regulowania zobowiązań bieżących. Niemniej jednak analizując sytuację w zakresie wskaźników zadłużenia i płynności, należy wskazać na ryzyko zarówno w zakresie finansowania, pomimo systematycznej poprawy w zakresie rentowności działalności Spółki.

CHARAKTERYSTYKA DZIAŁALNOŚCI SPÓŁKI

POWSTANIE SPÓŁKI

Spółka działa pod firmą AGNES S.A. Siedziba Spółki znajduje się w Rogoźnie, przy ul. Fabrycznej 7.

Spółka prowadzi działalność w formie spółki akcyjnej. Czas trwania Spółki jest nieoznaczony.

Spółka działa w oparciu o kodeks spółek handlowych oraz umowę Spółki.

W analizowanym okresie Spółka prowadziła działalność w szeroko pojętej branży budowlanej. Średnioroczne zatrudnienie na dzień 31.12.2018 roku w Spółce wyniosło 40 osób.

Kapitał zakładowy Spółki według stanu na dzień 30.09.2019 roku wynosił 180 625,90 zł i dzielił się na 1 806 259 akcji o wartości nominalnej 0,10 złotych każda. Akcje podzielone są na serie. Seria A zawiera 1 020 000 akcji uprzywilejowanych co do głosu. Jedna akcja daje do 2 głosów. Serie akcji B i C nie są uprzywilejowane i wynoszą odpowiednio 205 425 oraz 580 834. Kapitał własny Spółki na ten dzień wynosił 20 983,9 tys. zł.

PRZEDMIOT DZIAŁALNOŚCI SPÓŁKI

Firma AGNES S.A. od ponad 10 lat działa i rozwija się w szeroko pojętej branży budowlanej. AGNES S.A. dzieli wykonywaną działalność gospodarczą na cztery podstawowe segmenty: wykonawstwo, produkcja kształtek segmentowych, studni monopolitycznych oraz zbiorników z tworzyw sztucznych, sprzedaż hurtowa, infrastruktura światłowodowa.

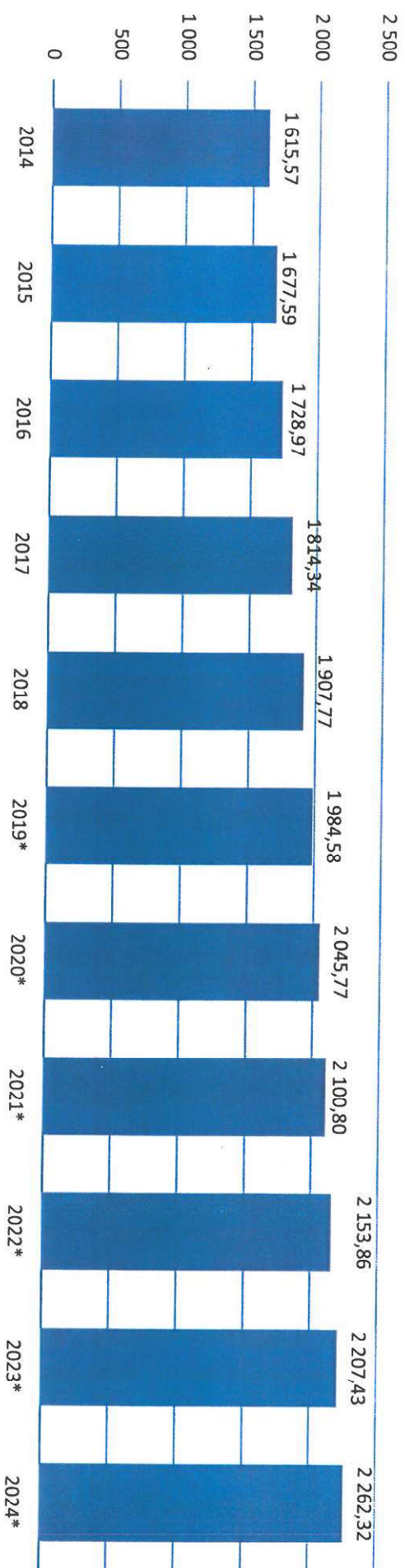
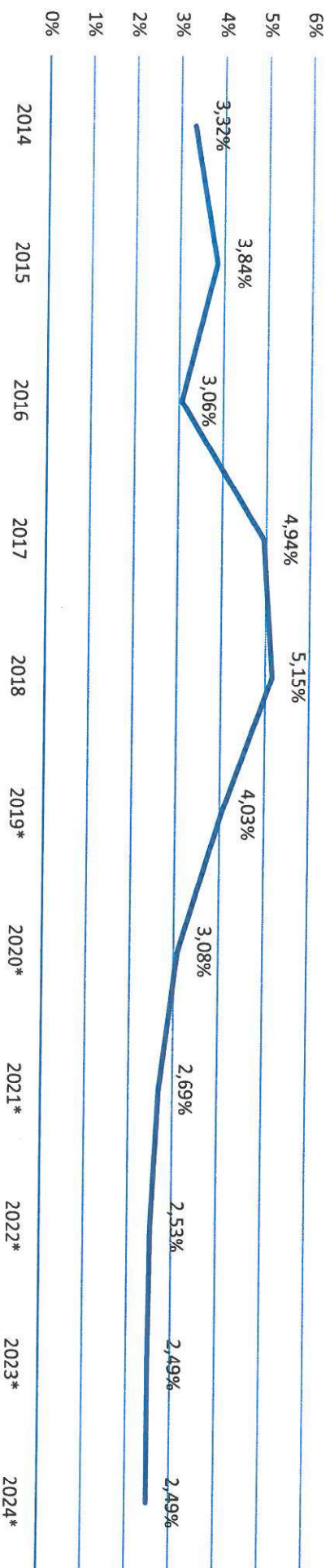
Atutami Spółki jest to, że w swojej strategii kieruje się społeczną odpowiedzialnością biznesu, uwzględniając w podejmowanych działaniach interesy społeczne, ochronę środowiska, pracowników, dostawców i podwykonawców.

Nadrzędnym celem Spółki jest zapewnienie najwyższej jakości usług i produktów z branży budowlanej, kreując tym samym wartość dodaną dla Klientów.

Rysunek 1 Lokalizacja Spółki na mapie



Źródło: Google Maps

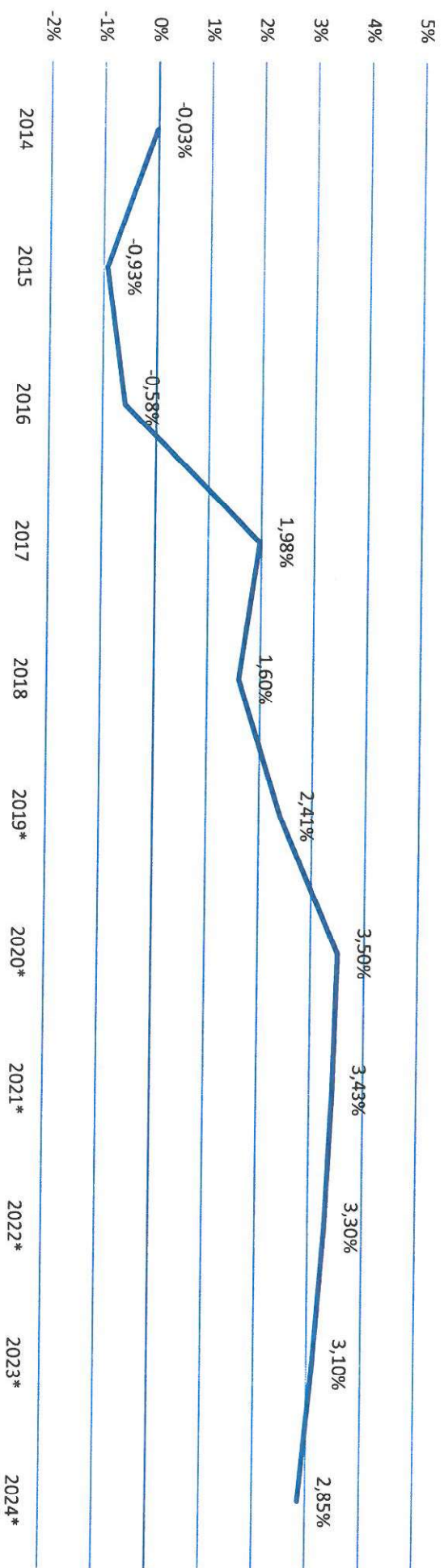
Wykres 1 PKB Polski w cenach stałych w latach 2014-2024 [w mld zł]

Wykres 2 Dynamika PKB Polski w cenach stałych w latach 2014-2024 [%]


* prognoza

Źródło: IMF, World Economic Outlook Database, <http://www.imf.org>

Według prognozy przygotowanej przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy sporządzonej na październik 2019 roku, z końcem 2019 roku gospodarka zwolni do 4,03% i będzie stopniowo maleć do poziomu 2,49% w 2023 i 2024 roku.

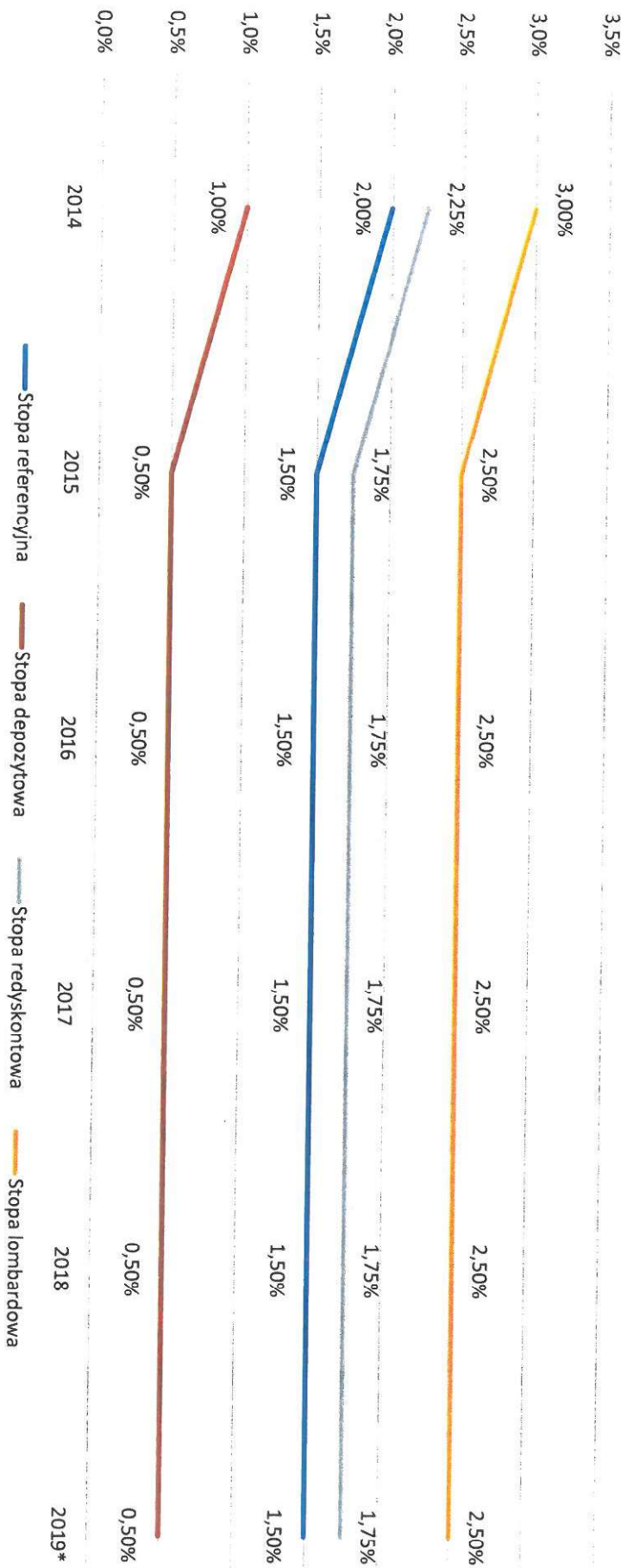
Wykres 3 Inflacja w Polsce w latach 2014-2024 [%]



* prognoza

Źródło: IMF, World Economic Outlook Database, <http://www.imf.org>

Tendencje deflacyjne w polskiej gospodarce w 2016 roku spowodowane były uwarunkowaniami popytowymi oraz – i to w dużo większym stopniu – czynnikami o charakterze podażowym, takimi jak silne obniżenie się cen ropy naftowej i wysoka podaż produktów rolnych. Od końca 2016 roku inflacja wzrasta, a prognozowana stopa na koniec 2019 roku wynosi 2,41%. Prognozy zakładają utrzymanie poziomu inflacji do 3,10% w 2023 roku i 2,85% w 2024 roku.

Wykres 4 Stopy procentowe w Polsce w latach 2014-2019 [%]


Źródło: NBP, www.nbp.pl

Od dnia 5 marca 2015 roku wartości stóp: referencyjnej, depozytowej, redyskontowej oraz lombardowej kształtują się na stałym poziomie. Stopa referencyjna wynosi 1,50%, a stopa depozytowa, redyskontowa i lombardowa wynoszą kolejno 0,50%, 1,75% i 2,50%. Stopy procentowe w Polsce nie zmieniają się, ponieważ obecny ich poziom sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną.

Z uwagi na fakt, iż Spółka AGNES S.A. działa głównie w branży budowlanej w niniejszej części przedstawiony został opis branży budowlano-montażowej w Polsce.

Ogólne informacje o branży

Przemysł budowlany ma bezpośredni wpływ na kondycję gospodarki światowej. Rozbudowana infrastruktura przyczynia się do wzrostu PKB, co z kolei wpływa na produktywność i konkurencyjność podmiotów oraz rozwój współpracy gospodarczej.

Do produkcji budowlano-montażowej zalicza się przygotowanie terenu budowy, wykonanie kompletnych budynków i budowli, wykonanie instalacji budowlanych i roboty wykończeniowe. Są to zatem prace związane z budową, przebudową, rozbudową, odbudową, remontem i konserwacją stałych i tymczasowych obiektów budowlanych. Branża budowlana to filar każdej gospodarki. Szacuje się, że w krajach Unii Europejskiej ten sektor gospodarki odpowiada za wypracowanie ok. 10% PKB brutto.

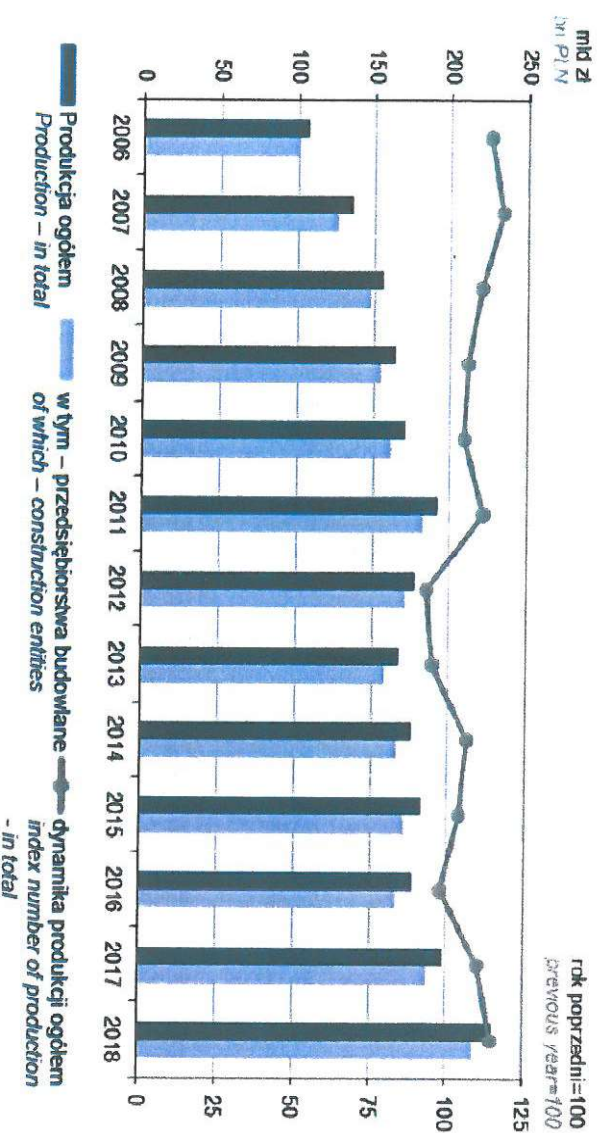
W ostatnich latach, omawianej branży szczególnie dały się we znaki cykliczne zmiany związane z realizacją unijnych programów, powodujące bądź spiętrzenie prac wraz z jego negatywnymi konsekwencjami, bądź przy braku środków zastój skutkujący wstrzymaniem zamówień.

Trendy historyczne

Zrealizowana na terenie kraju w 2018 roku produkcja budowlano-montażowa, obejmująca roboty budowlane wykonane siłami własnymi (tj. bez zlecenia podwykonawcom), systemem zleceńowym (tj. na rzecz obcych zleceńodawców, sprzedawane na zewnątrz przedsiębiorstwa) przez przedsiębiorstwa (budowlane i niebudowlane) oraz systemem gospodarczym (tj. na własne potrzeby) przez przedsiębiorstwa oraz osoby fizyczne, miała łączną wartość 229,9 mld zł. Produkcja ta w 2018 r. zwiększyła się w cenach stałych w stosunku do roku poprzedniego o 14,3%, w stosunku do 2015 r. o 23,2%, natomiast w stosunku do 2010 r. o 31,8%.

W ciągu minionego pięcioletcia wartość produkcji budowlano-montażowej w ujęciu r/r, z wyjątkiem 2016 r., cechowała się wzrostem, a w 2018 r. osiągnęła rekordowy poziom. Warto przy tym zauważyć, że dynamika tej produkcji w ostatnich dwóch latach ukształtowała się na poziomie nie notowanym od 2011 r.

Wykres 5 Wartość (w cenach bieżących) i dynamika (w cenach stałych) zrealizowanej na terenie kraju produkcji budowlano-montażowej w latach 2006-2018

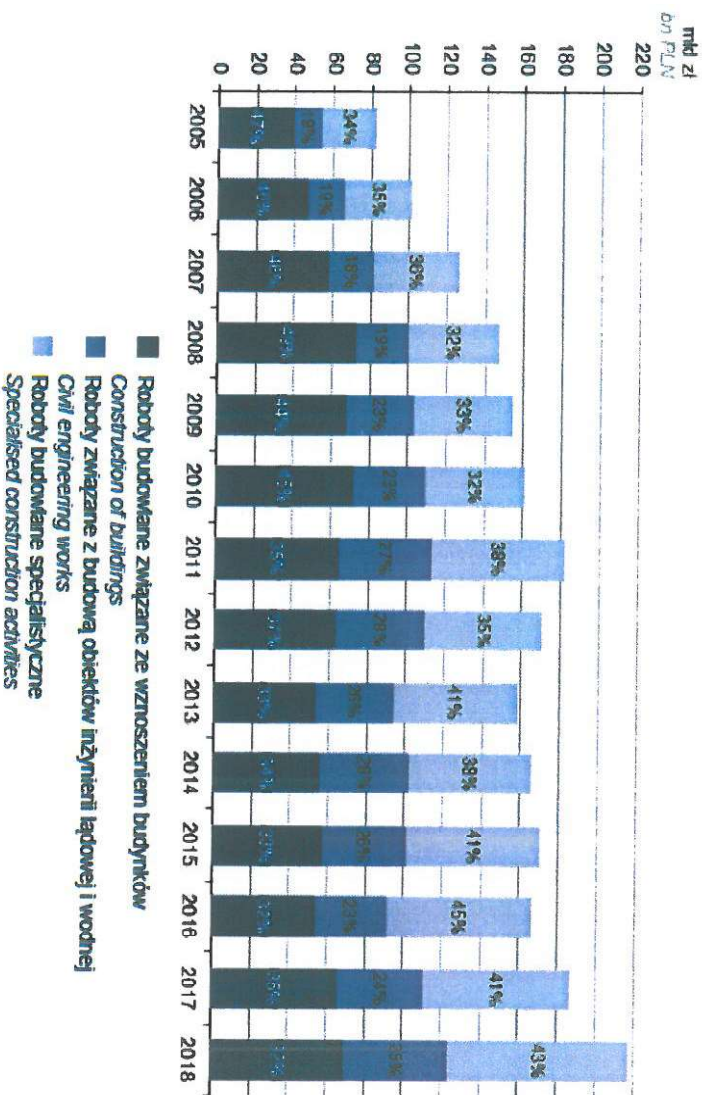


Źródło: Produkcja budowlano-montażowa 2018 – GUS

Dominujący udział w produkcji budowlano-montażowej miały roboty zrealizowane przez przedsiębiorstwa budowlane, który w 2018 r. wyniósł 94,9% (218,1 mld zł) i był o 0,3 p. proc. wyższy niż w roku poprzednim. W pięcioletnim okresie 2014-2018 udział ten rokrocznie przekraczał 94,0%.

Jednym z podstawowych kryteriów różnicujących zbiorowość przedsiębiorstw budowlanych jest rodzaj ich działalności, w przekroju działów sekcji „Budownictwo” (według PKD). Odzwierciedleniem tego kryterium jest struktura zrealizowanej produkcji budowlano-montażowej ze względu na przeważający rodzaj działalności przedsiębiorstw wykonujących roboty. W 2018 roku największy udział w łącznej wartości produkcji budowlano-montażowej miały jednostki realizujące głównie roboty budowlane specjalistyczne – 43,3%; udział przedsiębiorstw specjalizujących się w budowie budynków wyniósł 31,9%, a podmiotów zajmujących się głównie robotami związanymi z budową obiektów inżynierii lądowej i wodnej – 24,8%.

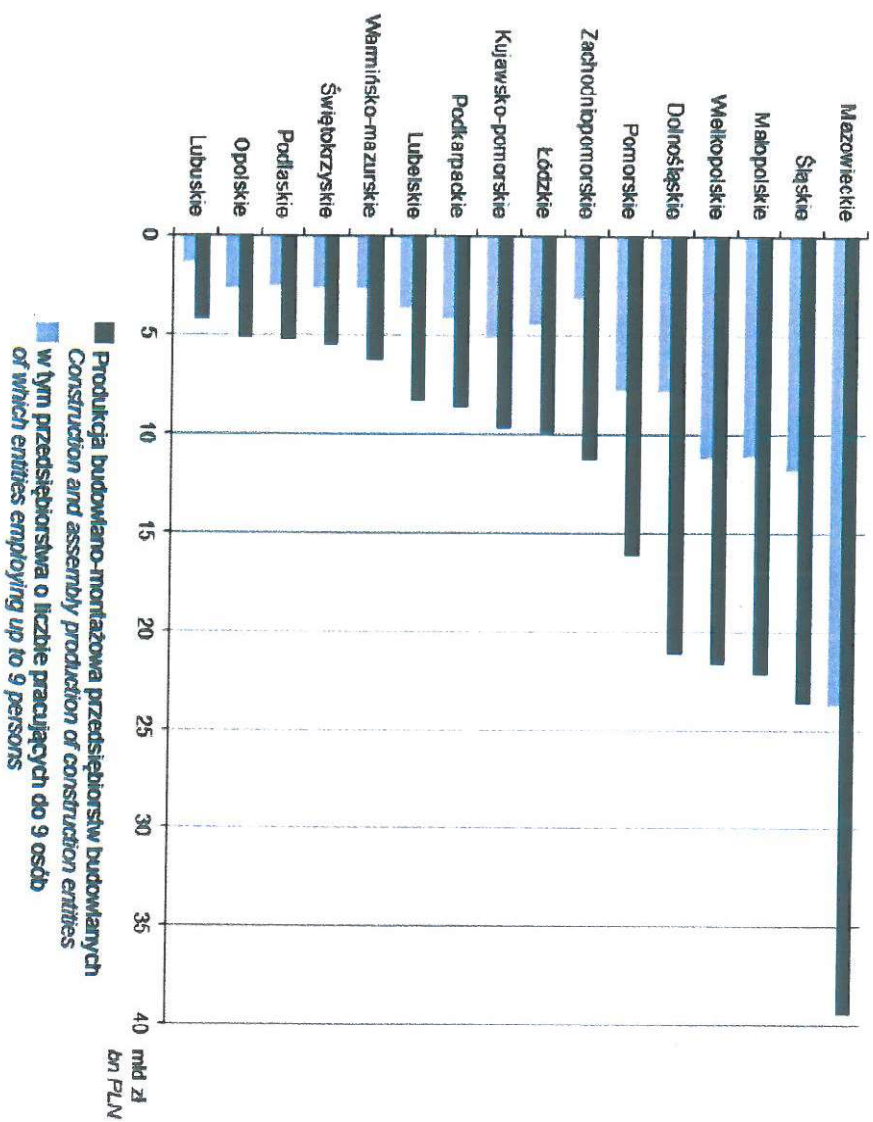
Wykres 6 Wartości i struktura (w cenach bieżących) produkcji budowlano-montażowej zrealizowanej przez przedsiębiorstwa budowlane według przeważającego rodzaju działalności przedsiębiorstw (działy PKD) w latach 2005-2018



Źródło: Produkcja budowlano-montażowa 2018 – GUS

Rozpatrując strukturę opisywanej produkcji w przekroju województw należy zauważyć, że 18,1% sprzedaży robót budowlanych wykonanych siłami własnymi przedsiębiorstw budowlanych w 2018 r. przypadła na województwo mazowieckie. Stosunkowo wysokim udziałem w wartości zrealizowanej w 2018 r. na terenie kraju produkcji budowlano-montażowej jednostek budowlanych charakteryzowały się także województwa śląskie (10,8%), małopolskie (10,1%), wielkopolskie (9,9%) oraz dolnośląskie (9,7%).

Wykres 7 Produkcja budowlano-montażowa (w cenach bieżących) zrealizowana przez przedsiębiorstwa budowlane w 2018 roku według województw – miejsca wykonywania robót



Źródło: Produkcja budowlano-montażowa 2018 – GUS

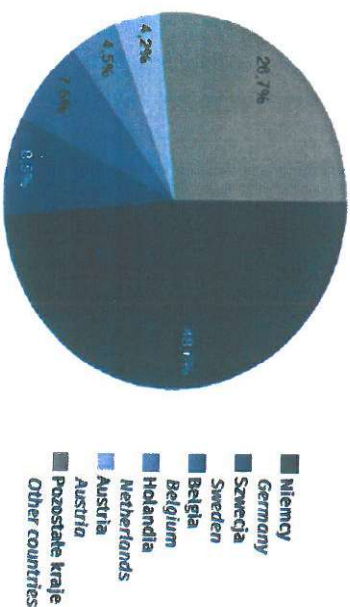
Poliska na tle Europy

W 2012 roku kryzys w Europie mocno uderzył w sektor budowlany. Produkcja budowlano-montażowa spadła we wrześniu o 1,8 proc. w ujęciu miesięcznym w całej Unii Europejskiej. 11 krajów odnotowało spadek produkcji, a najmocniej ucierpiała Portugalia (-13,4 proc.), Włochy (-8 proc.) i Rumunia (4 proc.). Tylko trzy państwa zanotowały wzrost produkcji budowlanej – Słowenia (17,1 proc.), Niemcy (2,7 proc.) oraz Szwecja (1 proc.).

Polski sektor budowlany i budowlano-montażowy jest podobny do sektorów w innych krajach. W 2017 roku zaobserwowano ogólną poprawę oraz pozytywne sygnały płynące z branży budowlanej większości krajów. W przypadku Wielkiej Brytanii eksperci zwracają uwagę na niepewność rynku po Brexicie. We Francji w 2016 roku aktywność w budownictwie wzrosła o 1,9 proc. (po ośmiu latach spadków). Dla Niemiec perspektywy na 2017 rok są pozytywne, głównie przez gwałtowny wzrost w budownictwie mieszkaniowym. Dla porównania w Stanach Zjednoczonych odnotowano kontynuację zapoczątkowanego w 2012 r. odbicia.

Dla zobrazowania rozmiaru eksportu robót budowlanych można zastosować wskaźnik wartości sprzedaży produkcji budowlano-montażowej wykonanej poza granicami kraju w przeliczeniu na 1 zatrudnionego przy jej realizacji. W odniesieniu do ogółu dużych i średnich przedsiębiorstw budowlanych i niebudowlanych wartość ta w 2018 roku wyniosła około 259 tys. zł, natomiast w przypadku wyodrębnienia przedsiębiorstw budowlanych – ponad 268 tys. zł.

Wykres 8 Struktura produkcji budowlano-montażowej zrealizowanej siłami własnymi poza granicami kraju przez przedsiębiorstwa budowlane i niebudowlane (jednostki o liczbie pracujących powyżej 9 osób) według krajów – miejsca wykonywania robót w 2018 roku



Źródło: Produkcja budowlano-montażowa 2018 – GUS

Na podstawie informacji zawartych w artykule z dnia 14 listopada 2019 roku pt. „Monitoring Rynku Budowlanego 2019: jest boom, grozi kryzys”, rynek usług budowlanych w Polsce, mimo dobrych wskaźników ekonomicznych, wkracza w okres spowolnienia. Konjunktura w budownictwie jest determinowana przez wiele czynników, wśród których wymienić można: popyt, podaż, zatrudnienie czy inwestycje. W branży budowlanej obserwowany jest wyraźny spadek nastrojów przedsiębiorców. Na początku 2019 roku wskaźnik ogólnego klimatu koniunktury kształtował się na poziomie 2,7 pkt. Wzrastając w kolejnych miesiącach do poziomu 8,9 pkt. – w kwietniu osiągnął najwyższy poziom, w październiku konjunktura w budownictwie wg Głównego Urzędu Statystycznego wyniosła 0,7 pkt. Po mimo trudności branża budowlana odnotowuje rekordowe wartości produkcji budowlano-montażowej, zarówno w przypadku budownictwa inżynieryjnego, niemieszkalnego, jak i mieszkalnego. W tym ostatnim obszarze z roku na rok wzrasta liczba przekazywanych do eksploatacji budynków. W 2014 roku do użytkowania oddano 143 166 mieszkań, natomiast w 2018 roku było to już 185 063 mieszkań. Po pierwszych trzech kwartałach 2019 roku do użytkowania oddano 145 554 mieszkania, czyli o 12,2% więcej niż w analogicznym okresie w 2018 roku i aż o 17,2% więcej niż w 2017 roku. Tylko we wrześniu do użytkowania oddano ponad 17 tys. mieszkań – to z kolei o 27,4% więcej niż we wrześniu rok wcześniej. Daje to podstawy prognozować, iż finalnie w 2019 roku liczba oddanych do użytkowania mieszkań przekroczy 200 tys.. Na koniec września w budowie pozostało 828,6 tys. mieszkań, a więc o 3,2% więcej niż na koniec września 2018 roku. Daje to podstawy sądzić, iż w przyszłym roku na rynek trafi ok. 190 tys. mieszkań. Spowolnienie w inwestycjach mieszkaniowych będzie konsekwencją z jednej strony ogólnego spowolnienia w gospodarce, a z drugiej wysokiej bazy odniesienia. Rynek mieszkaniowy, podobnie, jak pozostałe sektory budownictwa, nadal będzie mierzył się z wieloma trudnościami: brak wykwalifikowanych pracowników, wzrost cen materiałów budowlanych, usług wykonawców, kosztów pracy, gruntów etc.

Prognozy dotyczące branży

Najczęstszymi strategiami firm z sektora budowlanego w celu zwiększenia przychodów są ekspansja zagraniczna oraz dywersyfikacja działalności. Już teraz badane firmy generują 21 proc. całkowitych przychodów poza rynkiem rodzimym. Najbardziej umiędzynarodowione przedsiębiorstwa pochodzą z Europy – tam odsetek przychodów z działalności zagranicznej wynosi 57 proc., a najbardziej międzynarodową spółką jest hiszpańska ACS, która poza granicami rodzimego kraju generuje aż 86 proc. całkowitych przychodów. Strategia dywersyfikacji usługowej jest natomiast częściej wybierana w USA i w Azji. Średnio 40 proc. przychodów firm indyjskich, południowokoreańskich oraz amerykańskich pochodzi z działalności innej niż budowlana.

Przewiduje się, że podczas gdy światowa gospodarka do 2022 roku będzie rosła w tempie od 2,5 do 3 proc. rocznie, dla sektora budowlanego ta dynamika może wynieść aż 3,6 proc. z szacowanymi przychodami na 2025 rok w wysokości 15 bln dolarów. Sytuacja w Unii Europejskiej wygląda równie obiecująco – po licznych turbulencjach

będących pokłosiem kryzysu finansowego, rynek budowlany w UE rośnie już piąty rok z rzędu. Według danych Eurostatu, średnia produkcja budowlana dla krajów UE w 2018 roku wzrosła o 2 proc. względem 2017 roku, osiągając największą dynamikę wzrostu na Węgrzech (17,5 proc.) i w Polsce (11,4 proc.).

Analitycy prognozują znaczące zwiększenie produkcji budowlano-montażowej w Polsce. Taka tendencja ma się utrzymywać co najmniej do 2020 roku. Dynamika rynku mieszkaniowego nadal ma utrzymywać się na wysokim poziomie. Wzrastać będzie też sektor budownictwa drogowego. Branża ta pozostaje jednak sektorem cyklicznym. Oznacza to, że wydajność firm budowlanych jest silnie uzależniona od kondycji gospodarki całego kraju i nastrojów inwestorskich, a także od zaufania biznesowego i konsumenckiego.

Coraz większe znaczenie w budownictwie mają nowe technologie m.in. wirtualna rzeczywistość, drony, druk 3D, modelowanie informacji o budynkach i budowlach czy zaawansowane materiały budowlane. Ponadto, coraz istotniejszą rolę zaczęły odgrywać zmiany demograficzne. Powiększa się liczba ludności w obszarach miejskich na świecie, która będzie napędzać popyt na mieszkania, na transport i rozwój infrastruktury użyteczności publicznej. Kluczem sukcesu wśród producentów w branży budowlano-montażowej jest odpowiednio zdwyersyfikowana oferta, nie tylko artykułów, ale i innowacyjnych, kompleksowych rozwiązań. Bardzo ważne są też silne, długoterminowe relacje z klientami.

Eksperti zwracają uwagę, że nasila się konkurencja cenowa pomiędzy wykonawcami, bo do wygrania jest jeszcze sporo przetargów na roboty drogowe i kolejowe z dofinansowaniem UE, ruszy więcej inwestycji w obszarze energetyki i hydrotechniki. Spadnie liczba inwestycji samorządowych, a więc lokalne firmy budowlane czeka ostra konkurencja. W obszarze inwestycji mieszkaniowych i inwestycji komercyjnych w roku 2020 utrzyma się jeszcze wysoki popyt na usługi budowlane.

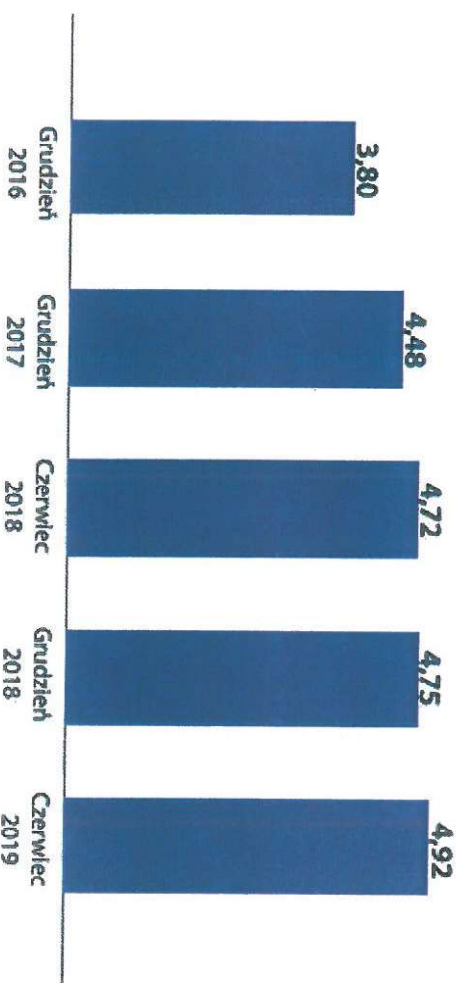
Zapowiadana od dawna nowelizacja Prawa budowlanego, która ma przyspieszyć i ułatwić realizację inwestycji, póki co pozostaje w fazie projektu przyjętego przez rząd. Podobnie jest z ustawą o planowaniu i zagospodarowaniu przestrzennym. Weszła w życie ustawa zmieniająca rozliczenia podatku VAT za pomocą split payment (czyli mechanizmu podzielonej płatności), która niektórym firmom przychyli się do zaburzenia płynności finansowej. GDDKiA zgodziła się waloryzując kontraktów, ale tylko w nowo podpisywanych umowach i tylko w określonych sytuacjach i do określonych kwot. Uchwalono całkiem nowe Prawo zamówień publicznych, które jednak wejdzie w życie dopiero od 1 stycznia 2021 roku (wymaga ono jeszcze napisania 23 aktów wykonawczych).

Pomimo dobrej sytuacji na rynku budowlanym pod względem wolumenu produkcji, na horyzoncie zaczynają zarysowywać się poważne problemy, z którymi będzie musiał mierzyć się sektor budownictwa w najbliższych kwartałach.

Przeterminowane zaległości firm budowlanych wobec banków i partnerów biznesowych wynosiły na koniec czerwca 2019 – 4,92 mld zł (dane Rejestru Dłużników Biura Informacji Gospodarczej InfoMonitor oraz Biura Informacji Kredytowej). Z terminowym regulowaniem zobowiązań problem mają 44 894 firmy budowlane (to 5,8% spośród firm z tej branży zarejestrowanych w KRS i CEIDG). Dłużników jest obecnie o 2195 więcej niż na koniec 2018 roku.

Przeteterminowane zadłużenie firm z branży budowlanej wzrosło w pierwszym półroczu 2019 roku o 171,1 mln zł. Zaległości firm prowadzonych przez osoby fizyczne oraz spółek cywilnych zwiększyły się o 98,6 mln zł (6,1%), natomiast większych spółek handlowych o 72,4 mln zł (2,3%). Średnie przeteterminowane zobowiązanie wynosi obecnie 109,5 tys. zł. Wśród dużych firm co szóstą ma problemy z płatnościami (6631 firm budowlanych, zadłużonych małych firm jest 38 263). Warto dodać, że najwięcej dłużników generują budowy obiektów inżynierii lądowej i wodnej.

Wykres 9 Zadłużenie firm budowlanych (w mld zł)



Źródło: BIG InfoMonitor

W najbliższych latach spółki budowlane będą szukać możliwości zapewnienia długofalowego wzrostu po 2020 roku. Polskie firmy budowlane szukają możliwości rozwoju na rynkach zagranicznych oraz dywersyfikacji swojej działalności, poprzez rozwijanie nowych kompetencji, takich jak projekty modernizacyjne w budownictwie kubaturowym czy utrzymanie w segmencie infrastrukturalnym. Niemniej nadal kluczowym elementem jest dla nich realizacjach dużych inwestycji realizowanych w ramach obecnej perspektywy finansowej.

WYBÓR METODY WYCENY

Wybór metody, która zostanie zastosowana do wyceny wartości rynkowej Spółki zależy od następujących czynników:

- ✓ cel wyceny,
- ✓ uwarunkowania prawne,
- ✓ uwarunkowania metodyczne,
- ✓ stan gospodarki i prognozy jej rozwoju,
- ✓ sytuacja ekonomiczna branży i perspektywy jej rozwoju,
- ✓ stan majątkowo – finansowy,
- ✓ zdolność do generowania dochodów,
- ✓ stopień realności prognoz finansowych,
- ✓ jakość danych sprawozdawczych przedmiotu wyceny,
- ✓ ilość oraz jakość dostępnych informacji o przedmiocie wyceny (zakres danych wejściowych),
- ✓ przyjęte założenia i ograniczenia.

Na wybór metody wyceny wartości rynkowej Spółki AGNES S.A., w tym określenie rekomendowanego wyniku wyceny, bezpośredni wpływ miały przede wszystkim uwarunkowania makroekonomiczne i branżowe oraz związane z funkcjonowaniem Spółki, w tym w szczególności prognozowany wzrost gospodarczy w Polsce, ogólna sytuacja rynku ww. sektora w Polsce oraz sytuacja majątkowo-finansowa Spółki, a także jej możliwości do generowania dochodów w przyszłości, zarówno dla właścicieli (akcjonariuszy), jak i wszystkich zaangażowanych finansowo w Spółkę podmiotów, w tym instytucji finansowych.

METODOLOGIA WYCENY

Konsekwencją powyższych założeń jest dokonanie wyceny metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF – FCFF i FCFE), skorygowanych aktywów netto (SAN), a także na podstawie mnożników rynkowych metodą porównawczą. Wynik wyceny determinujący wartość wewnętrzną (fundamentalną) Spółki AGNES S.A. zostanie wyznaczony jako średnia z przedziału wartości wyznaczonych metodami dochodowymi – dla wszystkich stron finansujących (FCFF) i akcjonariuszy (FCFE). Konsekwencją powyższego założenia jest skalkulowanie wartości rynkowej Spółki AGNES S.A. w oparciu o średnią arytmetyczną opisanych powyżej metod dochodowych. Kalkulacja wartości dla wyceny AGNES S.A. metodą SAN oraz na podstawie mnożników rynkowych służyła weryfikacji czy przedział wartości rynkowej wyznaczony metodami

dochodowymi miesiąci się w granicach przedziału określonego na podstawie 2 dodatkowych metod (SAN i porównawczej). Na podstawie uzyskanych wyników, przedstawionych w dalszej części niniejszego Raportu, uznano, że metodologia wyceny Spółki na podstawie metody dochodowej, jest właściwa i obiektywnie odzwierciedla jej wartość rynkową (godziwą).

Zgodnie z MSSF 13 posłużono się następującymi postulatami przy określaniu wartości rynkowej Spółki AGNES S.A. metodą DCF:

- ✓ prognozy dotyczą wpływów środków pieniężnych z dalszej działalności Spółki, tj. jej funkcjonowania w kolejnych okresach (tj. latach 2019 - 2023) oraz zdolności do generowania gotówki z prowadzonej działalności operacyjnej,
- ✓ uwzględniono korekty przepływów pieniężnych netto, w tym te, które zostaną uzyskane (lub wypłacone) z tytułu zbycia składnika aktywów na koniec jego okresu użytkowania.

Założenia oraz algorytmy obliczeniowe zostały zaprezentowane w dalszej części Raportu z wyceny oraz Załącznikach nr 1 - 3.

WYCENA METODĄ ZDYSKONTOWANYCH PRZEPŁYWÓW PIENIĘŻNYCH

Przyjęta metodologia kalkulacji wartości rynkowej Spółki metodą DCF obejmuje oszacowane przyszłe przepływy pieniężne dla najbliższych 5 lat prognozy (tj. lata 2019 - 2023) podlegające dyskontowaniu. Z uwagi na cel wyceny oraz strukturę źródeł finansowania przyjęto metodologię wyceny FCFF i FCFE.

PROGNOZOWANY RACHUNEK ZYSKÓW I STRAT
Tabela 10 Prognozowane miary efektywności Spółki na lata 2019 – 2023 [w zł]

Wyszczególnienie	2019	2020	2021	2022	2023
EBIT	3 654 206,6	4 419 640,5	6 264 308,8	3 249 758,7	3 555 468,8
EBITDA	4 888 191,1	5 888 305,4	7 737 924,0	4 547 286,7	4 519 926,3

Źródło: Opracowanie własne na podstawie informacji uzyskanych od Zarządu Spółki AGNES S.A.

Założenia dotyczące przychodów

- Przychody netto ze sprzedaży produktów zaprognozowano w oparciu o przewidywane zaawansowanie prac dla realizowanych kontraktów.
- Przychody netto ze sprzedaży towarów i materiałów zaprognozowano w stałej wysokości 27 mln zł, w oparciu o prognozy Spółki, przy założeniu wzrostu od 4 roku prognozy o 1 mln zł rocznie.
- Pozostałe przychody operacyjne - przyjęto stałą wartość ekstrapolowaną przy obliczeniu średniomiesięcznego przychodu w oparciu o dane sprawozdawcze na dzień 30.09.2019 roku.

Założenia dotyczące kosztów

- Amortyzacja – w pierwszym roku prognozy założono amortyzację na poziomie 1 234,0 tys. zł wynikającą z danych ekstrapolowanych przy obliczeniu średniomiesięcznego kosztu w oparciu o dane sprawozdawcze na dzień 30.09.2019 roku. W kolejnych okresach założono wzrost amortyzacji o kwotę wynikającą z umorzenia wartości początkowej nakładów odtworzeniowych, pomnożonych przez średnie stawki amortyzacji obliczone dla poszczególnych grup środków trwałych, przy uwzględnieniu okresów ich ekonomicznej użyteczności, tj. budynki – 40 lat, urządzenia techniczne i maszyny – 10 lat, środki transportu – 20 lat oraz inne środki trwałe – 7 lat.
- Zużycie materiałów i energii – zaprognozowano dla 2019 roku na podstawie założenia wzrostu o wartość prognozowanych stóp wzrostu PKB oraz inflacji w stosunku do poziomu z 2018 roku, w kolejnych okresach prognozy założono zmiany wartości proporcjonalnie do zmian dynamiki przychodów ze sprzedaży produktów.

- Usługi obce – założono ich wartość na poziomie stałego udziału na poziomie 66% w przychodach ze sprzedaży produktów, na podstawie struktury wyznaczonej na dzień 31.12.2018 roku.
- Wynagrodzenia wraz z narzutami – zaprognozowano dla 2019 roku na podstawie wartości ekstrapolowanej przy obliczeniu średniomiesięcznego kosztu w oparciu o dane sprawozdawcze na dzień 30.09.2019 roku, w kolejnych okresach przyjęto założenie ich wzrostu o wartość prognozowanych stóp wzrostu PKB oraz inflacji.
- Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia – założono ich wartość na poziomie stałego udziału na poziomie 17% w kosztach wynagrodzeń, na podstawie struktury wyznaczonej na dzień 30.09.2019 roku.
- Podatki i opłaty oraz pozostałe koszty rodzajowe – zaprognozowano dla 2019 roku na podstawie wartości ekstrapolowanej przy obliczeniu średniomiesięcznego kosztu w oparciu o dane sprawozdawcze na dzień 30.09.2019 roku, w kolejnych okresach założono ich wzrost o wartość prognozowanej inflacji.
- Wartość sprzedanych towarów i materiałów – założono ich wartość na poziomie stałego udziału na poziomie 92% w przychodach ze sprzedaży towarów i materiałów, na podstawie struktury wyznaczonej na dzień 30.09.2019 roku.
- Koszty finansowe – odsetki – zaprognozowano w oparciu o przekazane harmonogramy spłat.
- Pozostałe koszty operacyjne i inne koszty finansowe – przyjęto stałą wartość ekstrapolowaną przy obliczeniu średniomiesięcznego przychodu w oparciu o dane sprawozdawcze na dzień 30.09.2019 roku.

Tabela 11 Prognozowany rachunek zysków i strat Spółki na lata 2019 - 2023 [w tys. zł]

	Wyszczególnienie				
	1.01-31.12.2019	1.01-31.12.2020	1.01-31.12.2021	1.01-31.12.2022	1.01-31.12.2023
Przychody netto ze sprzedaży i zrównane z nimi	76 963,3	87 149,5	102 186,9	82 134,5	80 127,1
Koszty działalności operacyjnej	73 751,6	83 012,0	96 204,7	79 167,0	76 853,8
Zysk/(Strata) ze sprzedaży	3 211,8	4 137,5	5 982,1	2 967,6	3 273,3
Pozostałe przychody operacyjne	1 855,9	1 695,6	1 695,6	1 695,6	1 695,6
Pozostałe koszty operacyjne	1 413,4	1 413,4	1 413,4	1 413,4	1 413,4
Zysk/(Strata) z działalności operacyjnej	3 654,2	4 419,6	6 264,3	3 249,8	3 555,5
Koszty finansowe	1 218,3	803,1	643,5	606,8	600,3
Zysk/(Strata) brutto	2 435,9	3 616,5	5 620,9	2 642,9	2 955,2
Podatek dochodowy	462,8	687,1	1 068,0	502,2	561,5
Zysk/(Strata) netto	1 973,1	2 929,4	4 552,9	2 140,8	2 393,7

Źródło: Opracowanie własne na podstawie informacji uzyskanych od Zarządu Spółki AGNES S.A.

PROGNOZOWANY BILANS

Założenia dotyczące aktywów

- Środki trwałe – dla 2019 roku przyjęto nakłady inwestycyjne na środki trwałe w kwocie 5 000,0 tys. zł, tj. według stanu na 30.09.2019 roku. W kolejnych okresach prognozy założono jedynie nakłady odtworzeniowe w wysokości rocznej amortyzacji. Poszczególne grupy środków trwałych w każdym roku pomniejszono o kwotę amortyzacji przypadającą na nie zgodnie ze zmniejszeniem stanu środków trwałych w poszczególnych grupach w 2019 roku oraz przy uwzględnieniu wzrostu o wartość amortyzacji przypadającą na nowe nakłady odtworzeniowe.
- Zapasy oraz Należności krótkoterminowe – założono przy zastosowaniu wskaźnika rotacji zapasów i należności obliczonego za ostatni rok sprawozdawczy, tj. 2018 rok, przy zastosowaniu następujących wzorów z uwzględnieniem ilości dni w danym okresie:
 - wskaźnik rotacji zapasów = (średni stan zapasów/koszty działalności operacyjnej)*360,
 - wskaźnik rotacji należności = (średni stan należności z tytułu dostaw i usług/przychody ze sprzedaży)*360.Prognozowany wskaźnik rotacji zapasów wyniósł 67 dni, natomiast należności 108 dni, przy czym w kolejnych okresach prognozy w miarę postępu prac na kontraktach założono skrócenie okresu rotacji zapasów i należności.
- Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego – założono w wysokości 19% wartości szacowanych przychodów przyszłych okresów ujętych w pozycji zaliczki otrzymane na dostawy oraz rozliczeń międzyokresowych biernych.
- Wartość środków pieniężnych ustalono sporządzając Rachunek Przepływów Pieniężnych.
- Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe – założono w oparciu o szacowaną wycenę kontraktów w wysokości szacowanych przychodów na dany rok.
- Pozostałe grupy aktywów założono na statym poziomie z dnia 31.12.2018 roku.

Tabela 12 Prognozowany bilans aktywów Spółki na lata 2019 - 2023 [w tys. zł]

	Wyszczególnienie				
	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023
Aktywa trwałe	26 450,5	24 663,8	22 904,5	21 050,5	20 499,7
Rzeczowe aktywa trwałe	13 208,1	12 739,4	12 265,8	11 968,3	12 003,8
Należności długoterminowe	687,9	687,9	687,9	687,9	687,9
Inwestycje długoterminowe	7 778,5	7 778,5	7 778,5	7 778,5	7 778,5
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	4 776,0	3 458,0	2 172,3	615,8	29,5
Aktywa obrotowe	63 637,8	51 348,7	50 105,7	40 523,1	38 894,1
Zapasy	13 760,8	13 835,3	13 361,8	10 995,4	8 539,3
Należności krótkoterminowe	24 715,9	23 352,5	27 111,8	22 098,7	21 596,9
Inwestycje krótkoterminowe	1 877,1	727,4	1 011,8	4 674,1	8 757,9
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	23 284,0	13 433,5	8 620,4	2 754,9	0,0
Aktywa razem	90 088,3	76 012,6	73 010,2	61 573,5	59 393,8

Źródło: Opracowanie własne na podstawie informacji uzyskanych od Zarządu Spółki AGNES S.A.

Założenia dotyczące pasywów

- Kapitał podstawowy założono na (niezmienionym) poziomie 180,6 tys. zł wynikającym ze sporządzonego na dzień 30.09.2019 roku bilansu Spółki.
- Kapitał zapasowy przyjęto na poziomie ustalonym w bilansie sporządzonym na dzień 30.09.2019 roku. W kolejnych latach prognozy finansowej kapitał zapasowy powiększono o bieżące wyniki finansowe Spółki.
- Rezerwę z tytułu odroczonego podatku dochodowego założono w wysokości 19% wartości przychodów szacowanych z wyceny kontraktów.
- Pozostałe rezerwy założono na stałym poziomie dla całego okresu prognozy, zgodnie z bilansem sporządzonym na dzień 30.09.2019 roku.
- Zysk/strata z lat ubiegłych – we wszystkich latach prognozy założono kumulację zysku na kapitale zapasowym.
- Zobowiązania krótkoterminowe z tytułu dostaw i usług - założono przy zastosowaniu średniego wskaźnika rotacji zobowiązań obliczonego za ostatni rok sprawozdawczy, tj. 2018 rok, przy zastosowaniu następujących wzorów z uwzględnieniem ilości dni w danym okresie:
 - wskaźnik rotacji zobowiązań = (średni stan zobowiązań z tytułu dostaw i usług/(koszty działalności operacyjnej – koszty pracy – amortyzacja))*360.Prognozowany wskaźnik rotacji zobowiązań wyniósł 89 dni, przy czym w kolejnych okresach prognozy w miarę postępu prac na kontraktach założono skrócenie okresu rotacji zobowiązań.
- Zobowiązania finansowe z tytułu kredytów i pożyczek – zaprognozowano zgodnie z udostępnionymi przez Spółkę harmonogramami spłat.
- Zobowiązania finansowe z tytułu leasingów – zaprognozowano spłatę części krótkoterminowej w każdym roku prognozy.
- Zaliczki otrzymane na dostawy – zaprognozowano w korespondencji z przychodami ze sprzedaży produktów z uwzględnieniem stopnia zaawansowania prac na kontraktach.
- Pozostałe grupy pasywów założono na stałym poziomie z dnia 31.12.2018 roku.

Tabela 13 Prognozowany bilans pasywa Spółki na lata 2019 -2023 [w tys. zł]

	Wyszczególnienie				
	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023
Kapitał własny	21 359,8	24 289,2	28 842,1	30 982,8	33 376,5
Kapitał podstawowy	180,6	180,6	180,6	180,6	180,6
Kapitał zapasowy	19 206,1	21 179,2	24 108,5	28 661,4	30 802,2
Zysk (strata) netto	1 973,1	2 929,4	4 552,9	2 140,8	2 393,7
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	68 728,5	51 723,4	44 168,2	30 590,7	26 017,3
Rezerwy na zobowiązania	4 574,9	2 703,3	1 788,8	674,4	150,9
Zobowiązania długoterminowe	9 740,9	3 213,1	2 737,2	2 261,3	1 944,8
Zobowiązania krótkoterminowe	54 257,4	45 651,8	39 486,9	27 499,8	23 766,2
Rozliczenia międzyokresowe	155,3	155,3	155,3	155,3	155,3
Pasywa razem	90 088,3	76 012,6	73 010,2	61 573,5	59 393,8

Źródło: Opracowanie własne na podstawie informacji uzyskanych od Zarządu Spółki AGNES S.A.

PROGNOZOWANY RACHUNEK PRZEPŁYWÓW PIENIĘŻNYCH
Tabela 14 Prognozowany rachunek przepływów pieniężnych Spółki na lata 2019 - 2023 [w tys. zł]

	Wyszczególnienie				
	1.01-31.12.2019	1.01-31.12.2020	1.01-31.12.2021	1.01-31.12.2022	1.01-31.12.2023
A. PRZEPŁYWY ŚRODKÓW PIENIĘŻNYCH Z DZIAŁALNOŚCI OPERACYJNEJ					
I. Zysk (strata) netto	1 973,1	2 929,4	4 552,9	2 140,8	2 393,7
II. Korekty razem	14 489,5	5 686,1	-275,8	3 196,2	3 358,3
III. Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej (I±II)	16 462,7	8 615,5	4 277,1	5 337,0	5 752,0
'B. PRZEPŁYWY ŚRODKÓW PIENIĘŻNYCH Z DZIAŁALNOŚCI INWESTYCYJNEJ					
I. Wpływy	101,8	0,0	0,0	0,0	0,0
II. Wydatki	5 000,0	1 000,0	1 000,0	1 000,0	1 000,0
III. Przepływy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej (I-II)	-4 898,2	-1 000,0	-1 000,0	-1 000,0	-1 000,0
C. PRZEPŁYWY ŚRODKÓW PIENIĘŻNYCH Z DZIAŁALNOŚCI FINANSOWEJ					
II. Wydatki	9 933,9	8 765,1	2 992,7	674,7	668,2
III. Przepływy pieniężne netto z działalności finansowej (I-II)	-9 933,9	-8 765,1	-2 992,7	-674,7	-668,2
D. PRZEPŁYWY PIENIĘŻNE NETTO RAZEM (A.II±B.III±C.III)	1 630,5	-1 149,7	284,3	3 662,3	4 083,8
F. ŚRODKI PIENIĘŻNE NA POCZĄTEK OKRESU	246,6	1 877,1	727,4	1 011,8	4 674,1
G. ŚRODKI PIENIĘŻNE NA KONIEC OKRESU (F±D), W TYM	1 877,1	727,4	1 011,8	4 674,1	8 757,9

Źródło: Opracowanie własne na podstawie informacji uzyskanych od Zarządu Spółki AGNESS S.A.

Założenia dotyczące rachunku przepływów pieniężnych

- Rachunek przepływów pieniężnych sporządzono w wariantcie pośrednim.
- Rachunek podzielony jest na przepływy z działalności operacyjnej, inwestycyjnej i finansowej.
- Prognozę rachunku przepływów pieniężnych (cash flow) oparto na:
 - Przepływach z działalności operacyjnej z uwagi na przedmiot prowadzonej działalności przez Spółkę,
 - Przepływach z działalności inwestycyjnej i finansowej z związku z zakładanymi inwestycjami.
- Przepływy pieniężne na działalności operacyjnej wynikały z korekt do zysku netto wynikających ze zmiany stanów pozycji bilansowych bądź pochodzily bezpośrednio z rachunku zysków i strat.
- Na zmiany stanów poszczególnych pozycji bilansowych (zobowiązania, zapasy, należności) bezpośredni wpływ miały przyjęte wskaźniki rotacji. Wskaźniki rotacji determinowały stan zobowiązań, zapasów i należności w kolejnych okresach prognozy finansowej.
- Przepływy pieniężne na działalności inwestycyjnej wynikały z założonych nakładów odtworzeniowych na rzeczowe aktywa trwałe.
- Amortyzacja nie jest uwzględniona w prognozie ze względu na swój charakter kosztowy – nie jest wpływem finansowym.

ZAŁOŻENIA DO OKREŚLENIA STOPY DYSKONTOWEJ I WYZNACZENIA KOSZTU KAPITAŁU

- Procedura wyceny za pomocą DCF zakłada określanie średniego kosztu kapitału (WACC).
- WACC obliczany jest jako suma iloczynów kosztu danego rodzaju kapitału i jego udziału w łącznej wartości wszystkich długoterminowych źródeł finansowania działalności firmy. Strukturę źródeł finansowania dla wyznaczenia WACC przyjęto na poziomie udziału kapitału własnego oraz kapitału obcego oprocentowanego w poszczególnych latach prognozy. Kapitał obcy oprocentowany stanowi zobowiązania z tytułu kredytów i leasingów.
- Koszt kapitału własnego wyznaczony został w oparciu o model wyceny aktywów kapitałowych. Zgodnie z tym modelem na koszt kapitału własnego składa się stopa wolna od ryzyka oraz premia za ryzyko. Do kalkulacji stopy dyskonta przyjęto WACC wyznaczony w oparciu o strukturę źródeł finansowania. Obliczenia zostały dokonane na podstawie prognozowanej struktury kapitału.

Stopa wolna od ryzyka ustalona została jako średnia arytmetyczna rentowności 5-letnich obligacji skarbowych o stałym oprocentowaniu. Premia za ryzyko rynkowe określona została natomiast jako suma ryzyka inwestycyjnego na rynku amerykańskim oraz dodatkowego ryzyka związanego z inwestycją w Polsce. Dla określenia obydwu rodzajów ryzyka inwestycyjnego posłużono się badaniami przeprowadzonymi przez prof. A. Damodarana. Przyjęto premię za ryzyko związane z inwestycją w akcje na rynku amerykańskim w wysokości 5,96%, natomiast dodatkowe ryzyko związane z inwestycją w Polsce przyjęto na poziomie 1,18%. Średnia beta nielewarowana dla Spółek z branży *Building Materials i Engineering/Construction* została także wyznaczona w oparciu o badania prof. A. Damodarana na poziomie 0,72. Jest to wartość współczynnika beta dla przedsiębiorstw niezadużonych. Wartość bety lewarowanej dla Spółki określono w oparciu o równanie Hamady.

Tabela 15 Kalkulacja kosztu kapitału

Wyszczególnienie	
Stopa wolna od ryzyka	2,42%
Premia rynkowa za ryzyko	7,14%
Beta nielewarowana	0,72
Beta dla Spółki	1,17
Koszt kapitału własnego (roczny)/FCFE	7,6%
Nominalny koszt kapitału obcego	3,7%
Stopa podatku dochodowego	19,0%
Efektywny koszt kapitału obcego	3,0%
WACC (roczny)/FCFF	7,4%

Źródło: Opracowanie własne

ZAŁOŻENIA DO OKREŚLENIA WARTOŚCI REZYDUALNEJ

- Przepływ stanowiący podstawę określenia wartości rezydualnej przyjęto na podstawie przepływu z ostatniego okresu prognozy szczegółowej.
- Współczynnik dyskontowy do wartości rezydualnej przyjęto jako współczynnik odpowiadający kosztowi kapitału skalkulowanemu na dzień wyceny.
- Współczynnik g (CAGR) przyjęto na poziomie 1,2% przy założeniu podejścia ostrożnościowego, tj. uwzględniono wzrost wolnych przepływów gotówkowych po okresie prognozy w wysokości połowy prognozowanego wzrostu PKB dla 2024 roku, z uwagi na zakładany systematyczny wzrost wyników finansowych Spółki, nie przekraczający jednak prognozowanego wzrostu PKB z ostatniego roku prognozy. Przyjęcie współczynnika wzrostu dochodów po okresie prognozy szczegółowej Spółki jest uzasadnione planami Zarządu w zakresie realizacji usług serwisowych i utrzymaniowych związanych z dotychczasowymi kontraktami, przy jednoczesnym pozyskiwaniu i realizacji nowych kontraktów.
- W określeniu wartości przedsiębiorstwa metodą FCFF i CFE uwzględniono wartość rezydualną zannualizowaną dla przedsiębiorstwa, tj. zdyskontowaną o współczynnik wyznaczony w wyżej określony sposób.

OKREŚLENIE WARTOŚCI RYNKOWEJ (GODZIWEJ) FCFF I FCFE
Tabela 16 Wynik wyceny metodą FCFF [tys. zł]

Wyszczególnienie	1.01-31.12.2019					1.01-31.12.2020					1.01-31.12.2021					1.01-31.12.2022					1.01-31.12.2023					
FCFF	EBIT	3 654,2	4 419,6	6 264,3	3 249,8	3 555,5	19%																			
	Stoпа podatku dochodowego	19%	19%	19%	19%	19%																				
	Podatek dochodowy	694,3	839,7	1 190,2	617,5	675,5																				
	NOPAT	2 959,9	3 579,9	5 074,1	2 632,3	2 879,9																				
	Amortyzacja	1 234,0	1 468,7	1 473,6	1 297,5	964,5																				
	Zmiana KON	12 547,1	3 822,3	-1 984,9	1 699,9	2 201,6																				
	Investycje	5 000,0	1 000,0	1 000,0	1 000,0	1 000,0																				
	FCF	11 741,0	7 870,9	3 562,8	4 629,7	5 046,0																				
	Wolne przepływy do wyceny	11 741,0	7 870,9	3 562,8	4 629,7	5 046,0																				
	Wacc	7,4%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%																				
współczynnik dyskonta	0,93111	0,93051	0,93019	0,93012	0,93005																					
skumulowany współczynnik dyskonta	0,93111	0,86641	0,80593	0,74961	0,69717																					
Zdyskontowane przepływy gotówkowe	10 932,2	6 819,4	2 871,4	3 470,4	3 517,9																					
Suma zdyskontowanych przepływów gotówkowych	27 611,3																									
Wartość przepływu do wartości rezydualnej	5 046,0																									
Stoпа wzrostu FCF po okresie prognozy (g)	1,2%																									
Koszt kapitału dla wartości rezydualnej	7,4%																									
Wsp. dyskontowy wartości rezydualnej	0,69717																									
Wartość końcowa (rezydualna)	83 020,9																									
Zaktualizowana wartość końcowa (rezydualna)	57 879,5																									
Wartość działalności operacyjnej przedsiębiorstwa	85 490,8																									
Wartość kapitału własnego na dzień wyceny	77 326,4																									

Źródło: Opracowanie własne

realizowanej strategii gospodarce. Założenia do wyznaczenia wartości rezydualnej zostały przyjęte na podstawie informacji uzyskanych od Zarządu Spółki w zakresie planowanego rozwoju działalności. Ponadto – z uwagi na realizację istotnego kontraktu w modelu podwykonawstwa na rzecz „SPC-2” Sp. z o.o., wchodzącej w skład Grupy Pozbud T&R S.A. – Spółka AGNES S.A. zdobywa doświadczenie i referencje, które mogą stanowić podstawę do samodzielnego udziału w przetargach organizowanych w celu wyłonienia wykonawców dla inwestycji infrastrukturalnych o dużej wartości. Dodatkowo – jako główny wykonawca robót – Spółka posiada szczegółową wiedzę techniczną na temat bieżąco realizowanego kontraktu, co umożliwi jej kontynuację sprzedaży w zakresie usług serwisu i utrzymania.

OKREŚLENIE WARTOŚCI METODĄ SKORYGOWANYCH AKTYWÓW NETTO

Przy określaniu wartości rynkowej AGNES S.A. metodą skorygowanej wartości (skonsolidowanych) aktywów netto posłużono się aktualnymi zapisami w bilansie na dzień 30.09.2019 roku.

Ponadto postulaty wyceny stanowią:

- ✓ historyczna i aktualna sytuacja ekonomiczno – finansowa,
- ✓ plany i perspektywy rozwoju Spółki,
- ✓ stan aktywów i pasywów, w tym zobowiązania przedsiębiorstwa,
- ✓ warunki funkcjonowania sektora, w którym działa przedsiębiorstwo,
- ✓ inne dane i informacje, które zostały uznane za istotne w procesie wyceny.

Wartość rynkowa Spółki, w oparciu o jej dane sprawozdawcze, została wyznaczona jako aktywa netto Spółki AGNES S.A. na dzień 30.09.2019 roku w oparciu o sprawozdanie sporządzone według stanu na 30.09.2019 roku. Procedurę wyliczenia wartości bilansowej Spółki przedstawia tabela poniżej.

Tabela 18 Wyniki oszacowania wartości metodą SAN [dane w tys. zł]

Wyszczególnienie	30.09.2019
Rezerwy na zobowiązania	6 707,0
Zobowiązania długoterminowe	10 860,1
Zobowiązania krótkoterminowe	51 927,5
Rozliczenia międzyokresowe	155,3
Razem skorygowane obce źródła finansowania	69 649,9
SKORYGOWANE AKTYWA NETTO	90 633,8
WYCENA SAN	20 983,9

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdania finansowego Spółki AGNES S.A. sporządzonego na dzień 30.09.2019 roku

Z uwagi braku korekt do pozycji aktywów oraz zobowiązań i rezerw, wykazanych w danych sprawozdawczych na dzień 30.09.2019 roku, wartość aktywów netto nie podlegała korektom stąd równa jest wartości kapitałów własnych Spółki AGNES S.A. na analizowany dzień. Uznać zatem należy na ograniczone możliwości przyjęcia wyników wyceny metodą SAN w określeniu wyniku rekomendowanego. Celem wyceny jest wyznaczenie wartości wewnętrznej Spółki AGNES S.A. w oparciu o realizowaną działalność i możliwości generowania dochodów.

OKREŚLENIE WARTOŚCI METODĄ MNOŻNIKOWĄ (PORÓWNAŃ RYNKOWYCH)

Przyjęcie do wyceny przedsiębiorstwa metody mnożnikowej wymaga akceptacji następujących założeń:

- podmiotem porównawczym jest Spółka Projprzem Makrum S.A. i jej dane finansowe z dnia 30.09.2019 roku oraz lat 2017-2018,
- wybrana została spółka Projprzem Makrum S.A., ponieważ jej profil działalności jest najbardziej zgodny z profilem działalności AGNES S.A.

Tabela 19 Dane finansowe Spółki Projprzem Makrum S.A. za okres 1.01.2019 – 30.09.2019 oraz lata 2017-2018 [w tys. zł]

Wyszczególnienie	Projprzem Makrum S.A.		
	30.09.2019	31.12.2018	31.12.2017
Przychody ze sprzedaży	89 873,0	116 577,0	112 492,0
Aktywa	164 254,0	149 261,0	157 080,0
Zysk netto	1 861,0	7 164,0	7 857,0
Zysk operacyjny	3 081,0	9 928,0	11 299,0
Amortyzacja	1 898,0	2 839,0	2 671,0
EBIT	3 081,0	9 928,0	11 299,0
EBITDA	4 979,0	12 767,0	13 970,0
Kapitał własny	93 160,0	94 888,0	94 304,0
Zobowiązania	71 094,0	54 373,0	62 776,0
Gotówka i ekwiwalenty	270,0	1 604,0	583,0
Liczba akcji [tys. szt.]	5 982,716	5 982,7	5 982,7
Cena akcji	15,00	21,68	14,53
Kapitalizacja rynkowa	89 740,7	129 705,3	86 928,9
Wartość księgowa	93 160,0	94 888,0	94 304,0
Wartość przedsiębiorstwa (EV)	160 564,7	182 474,3	149 121,9

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych finansowych Spółki Projprzem Makrum S.A.

- Przy wykorzystaniu danych finansowych za okres 1.01.2019 – 30.09.2019 oraz lata 2017-2018 obliczono mnożniki. Poszczególne mnożniki wyznaczono poprzez podzielenie wartości Enterprise Value (EV), wskazanej w tabeli powyżej, przez określone wielkości ekonomiczne pochodzące ze sprawozdań finansowych. Mnożniki zostały uśrednione za pomocą mediany oraz średniej arytmetycznej;

Tabela 20 Mnożniki oparte na wartości przedsiębiorstwa i ich mediana/średnia dla danych za okres 1.01.2019 – 30.09.2019 oraz lata 2017-2018

Wyszczególnienie	Projprzem Maktum S.A.		Mediana mnożnika	Średnia mnożnika
	30.09.2019	2018-12-31		
EV/EBIT	52,11	18,38	18,38	27,90

Źródło: Opracowanie własne

- Wartość ostateczna Spółki wynika z przemnożenia odpowiednich danych finansowych za okres 1.01.2019 – 30.09.2019 przez odpowiadające im średnie/mediany mnożników wartości;

Tabela 21 Wynik oszacowania wartości metodą mnożnikową [w tys. zł]

Wyszczególnienie	30.09.2019		Mnożnik	Średnia mnożnika	Wycena
	30.09.2019	2 981,6			
EBIT			EV/EBIT	27,90	83 178,7
Wycena średnia					83 178,7

Źródło: Opracowanie własne

Wartość Spółki AGNES S.A. oszacowana metodą mnożnikową przy wykorzystaniu danych finansowych Spółki oraz danych i mnożników Spółki porównywanej wynosi 83 178,7 tys. zł.

Dokonując analizy wyników oszacowania wartości rynkowej Spółki AGNES S.A. na podstawie metody opartej na danych porównawczych, należy zwrócić uwagę na fakt, że są one wyższe od wyceny dokonanej metodami dochodowymi. Uznać zatem należy na ograniczone możliwości przyjęcia wyników wyceny na podstawie mnożników rynkowych w określeniu wyniku rekomendowanego. Wyniki oszacowania wartości w wyżej określony sposób potwierdzają zasadność przyjęcia metody dochodowej jako właściwej do wyznaczenia wyników rekomendowanych w zakresie wyceny wartości rynkowej Spółki AGNES S.A.

ZAŁĄCZNIK 1 METODOLOGIA I SPOSÓB KALKULACJI METODĄ ZDYSKONTOWANYCH PRZEPŁYWÓW PIENIĘŻNYCH (DCF)
OGÓLNA CHARAKTERYSTYKA METOD DOCHODOWYCH DCF (*Discounted Cash Flow*)

1. Wycena przedsiębiorstwa/ośrodka wypracowującego przepływy pieniężne metodą dochodową polega na sprowadzeniu przyszłych przepływów środków pieniężnych do wartości na dzień wyceny za pomocą stopy dyskontowej, przy następujących założeniach:
 - wartość opiera się na zdolności firmy, jako kombinacji posiadanych aktywów materialnych i niematerialnych, do generowania nadwyżki gotówkowej dla właścicieli,
 - oszacowanie wartości polega na sprowadzeniu prognozowanych przyszłych przepływów gotówkowych do wartości bieżącej za pomocą stopy dyskontowej,
 - odzwierciedlona jest w sposób dynamiczny przyszłość oraz wszelkie zmiany w działalności wycenianej firmy oraz w jej otoczeniu.
2. Do prawidłowej interpretacji wyników wyceny przedsiębiorstwa/ośrodka wypracowującego przepływy pieniężne metodą dochodową niezbędna jest analiza wartości wolnych operacyjnych przepływów pieniężnych uzyskiwanych w okresie prognozy oraz wartości rezydualnej obejmującej przepływy po okresie prognozy. W przypadku gdy przepływy operacyjne charakteryzują się dużą zmiennością wysoka wartość rezydualna może mieć decydujący wpływ na uzyskanie dodatniej wartości przepływów pieniężnych określających wartość przedmiotu wyceny.
3. Formalne założenia metod dochodowych:
 - a) wyjątkowym celem inwestycji jest powiększenie bogactwa właścicieli,
 - b) każdy bliższy przepływ gotówkowy jest zawsze preferowany w stosunku do identycznego, późniejszego przepływu,
 - c) wartość dla właściciela zwiększy się tylko wtedy, gdy przyrost wartości jest wyższy od przyrostu możliwego do uzyskania z innego aktywa o takim samym poziomie ryzyka,
 - d) ocena porównywalnego ryzyka obejmuje wszelkie inwestycje mające charakterystyki finansowe zgodne z celami obiektynych, bezinteresownych i zróżnicowanych inwestorów publicznych,
 - e) fundusze są zawsze dostępne w nieograniczonych ilościach, o ile inwestycja zapewnia lub przewyższa rynkową stopę zwrotu przy średnim rynkowym poziomie ryzyka.
4. Ogólny schemat metody DCF

$$EV = \frac{FCF_1}{(1+r)^1} + \frac{FCF_2}{(1+r)^2} + \frac{FCF_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{FCF_n}{(1+r)^n} + \frac{RVFC_n}{(1+r)^n}$$

EV - wartość dochodowa wycenianej firmy – wynik wyceny
FCF_n - wolny przepływ gotówkowy w danym okresie
n - okres prognozy szczegółowej przepływów gotówkowych
r - stopa dyskontowa

RVF_{Cn} – wartość rezydualna odzwierciedlająca wartość firmy po ostatnim roku prognozy szczegółowej

5. Sporządzenie metody dochodowej składa się z następujących etapów:

- a) analiza wyników historycznych przedsiębiorstwa,
- b) sporządzenie prognozy finansowej,
- c) wybór metody wyceny,
- d) kalkulacja stopy dyskonta zgodnie z metodą wyceny,
- e) ustalenie metody wyznaczenia wartości rezydualnej,
- f) obliczenia i weryfikacja wyników wyceny,
- g) prezentacja założeń oraz wyników wyceny.

6. Metoda DCF stosowana jest w oparciu o trzy podstawowe metody:

a) **Metoda przepływów pieniężnych dla wszystkich stron finansujących (FCFF – Free Cash Flow to Firm):**

- ✓ przepływy pieniężne przynależne wszystkim stronom finansującym: właścicielom / akcjonariuszom oraz wierzycielom / kredytodawcom,
- ✓ stopa dyskontowa oparta na średnim ważonym koszcie kapitału (WACC),

b) **Metoda przepływów pieniężnych dla akcjonariuszy / właścicieli (FCFE – Free Cash Flow to Equity):**

- ✓ przepływy pieniężne tylko dla właścicieli, wpływy od oraz wypływy dla wierzycieli są już uwzględnione w przepływach,
- ✓ stopa dyskontowa oparta na koszcie kapitału własnego, tzw. "nielewarowanego" zależnego od struktury kapitału,

c) **Metoda skorygowanej wartości bieżącej (APV – Adjusted Present Value):**

- ✓ osobna kalkulacja wartości działalności operacyjnej bez uwzględnienia struktury kapitału oraz wartości tarczy podatkowej, która wynika ze struktury kapitału,

- ✓ stopa dyskontowa oparta na koszcie kapitału własnego tzw. "nielewarowanego" niezależnego od struktury kapitału.

WYCENA METODĄ FCFF

$$E = EV - D$$

$$EV = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{RVF_n}{(1+WACC)^n} + NOA$$

- E - wartość kapitałów własnych (wartość dla właścicieli) – Equity Value,
 - EV - wartość firmy (wartość dla wszystkich stron finansujących) – Enterprise Value,
 - D - wartość rynkowa kapitałów obcych oprocentowanych (wartość dla wierzycieli), NOA - aktywa nieoperacyjne – nie związane z działalnością firmy, np. majątek finansowy,
 - FCFF - przepływ gotówki z działalności operacyjnej generowany przez firmę w okresie t ,
 - WACC - średni ważony koszt kapitału,
 - RVF_n - wartość rezydualna oparta na przepływie gotówki z działalności operacyjnej.
1. W metodzie FCFF przepływ gotówkowy dyskontowany jest średnim ważonym kosztem kapitału:

$$WACC = \frac{E}{E+D} * K_e + \frac{D}{E+D} * K_d * (1-T)$$

- WACC - średni ważony koszt kapitału
- K_e - koszt kapitału własnego
- K_d - koszt kapitału obcego
- E - wartość kapitałów własnych
- D - wartość kapitałów obcych
- T - stawka podatku dochodowego

2. Wyznaczenie średnioważonego kosztu kapitału (WACC)

Koszt kapitału własnego wyznaczony został w oparciu o model wyceny aktywów kapitałowych. Zgodnie z tym modelem na koszt kapitału własnego składa się stopa wolna od ryzyka oraz premia za ryzyko. Formułę obliczeniową kosztu kapitału własnego przedstawia poniższe równanie.

$$K_e = r_w + \beta(r - r_w)$$

K_e – koszt kapitału własnego

β – współczynnik beta dla akcji spółki – odzwierciedla zmienność cen akcji przedsiębiorstw z danej branży na tle zmienności całego indeksu rynkowego

r – stopa zwrotu z portfela rynkowego

r_w – stopa zwrotu z aktywów wolnych od ryzyka

3. Założenia kalkulacji wartości rezydualnej:

a) szczegółowy okres prognozy obejmuje 5 lat,

b) zakładamy, iż Spółka będzie działać dłużej aniżeli założony okres prognozy, a zatem także w przyszłym okresie będzie przynosić korzyści swoim właścicielom w postaci przepływów gotówkowych,

c) obliczenie wartości rezydualnej służy odzwierciedleniu w wynikach wyceny przepływów związanych z kontynuacją działalności.

4. Etapy kalkulacji wartości rezydualnej:

a) wybór odpowiedniej metody,

b) określenie poziomu poszczególnych parametrów, na podstawie których liczymy wartość rezydualną,

c) wyliczenie wartości rezydualnej,

d) zdyskontowanie wyliczonej wartości rezydualnej do wartości na dzień wyceny.

5. Formuła wyznaczania wartości rezydualnej na podstawie wzoru "Gordona":

$$RVF_n = \frac{E(FCF_n) \times (1 + g)}{WACC - g}$$

RVF_n

- wartość rezydualna firmy po ostatnim okresie prognozy szczegółowej "n"

$E(FCF_n)$

- znormalizowany wolny przepływ gotówkowy w okresie "n"

WACC

- średni ważony koszt kapitału

g

- stopa wzrostu przepływu gotówkowego po okresie prognozy szczegółowej

Wyliczona według powyższego wzoru wartość rezydualna jest wartością na koniec okresu prognozy, w celu otrzymania wartości na dzień wyceny należy zastosować współczynnik dyskonta z ostatniego okresu prognozy szczegółowej.

WYCENA METODĄ FCFE

$$EV = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFE_t}{(1 + K_e)^t} + \frac{RVF_n}{(1 + K_e)^n} + NOA$$

EV

- wartość kapitałów własnych (wartość dla właścicieli) – Equity Value

NOA

- aktywa nieoperacyjne – nie związane z działalnością firmy, np. majątek finansowy

FCFE_t

- wolne przepływy gotówki z działalności operacyjnej generowany przez firmę skierowane do właścicieli w okresie t

K_e

- koszt kapitału własnego

RV_{Fn} - wartość rezydualna oparta na wolnym przepływie gotówki z działalności skierowanym do właścicieli

1. W metodzie FCFE przepływ gotówkowy dyskontowany jest kosztem kapitału własnego:

Koszt kapitału własnego wyznaczony został w oparciu o model wyceny aktywów kapitałowych. Zgodnie z tym modelem na koszt kapitału własnego składa się stopa wolna od ryzyka oraz premia za ryzyko. Formułę obliczeniową kosztu kapitału własnego przedstawia poniższe równanie.

$$K_e = r_w + \beta(r - r_w)$$

K_e – koszt kapitału własnego

β – współczynnik beta dla akcji spółki – odzwierciedla zmienność cen akcji przedsiębiorstw z danej branży na tle zmienności całego indeksu rynkowego

r – stopa zwrotu z portfela rynkowego

r_w – stopa zwrotu z aktywów wolnych od ryzyka

2. Założenia kalkulacji wartości rezydualnej:

a) szczegółowy okres prognozy obejmuje 5 lat,

b) zakładamy, iż przedsiębiorstwo/osrodek wypracowujący przepływ pieniężne będzie działać dłużej aniżeli założony okres prognozy, a zatem także w przyszłym okresie będzie przynosić korzyści swoim właścicielom w postaci przepływów gotówkowych,

c) obliczenie wartości rezydualnej służy odzwierciedleniu w wynikach wyceny przepływów związanych z kontynuacją działalności.

3. Etapy kalkulacji wartości rezydualnej:

a) wybór odpowiedniej metody,

b) określenie poziomu poszczególnych parametrów, na podstawie których liczymy wartość rezydualną,

c) wyliczenie wartości rezydualnej,

d) zdyskontowanie wyliczonej wartości rezydualnej do wartości na dzień wyceny.

4. Formuła wyznaczania wartości rezydualnej na podstawie wzoru "Gordona":

$$RVF_n = \frac{E(FCF_n) \times (1 + g)}{K_e - g}$$

RV_{Fn} - wartość rezydualna firmy po ostatnim okresie prognozy szczegółowej "n"

$E(FCF_n)$ - znormalizowany wolny przepływ gotówkowy w okresie "n"

K_e - koszt kapitału własnego

g - stopa wzrostu przepływu gotówkowego po okresie prognozy szczegółowej

Wyliczona według powyższego wzoru wartość rezydualna jest wartością na koniec okresu prognozy. W celu otrzymania wartości na dzień wyceny należy zastosować współczynnik dyskonta z ostatniego okresu prognozy szczegółowej.

ZAŁĄCZNIK 2 METODOLOGIA I SPOSÓB KALKULACJI METODĄ SKORYGOWANYCH AKTYWÓW NETTO (SANI)

MAJĄTKOWE METODY WYCENY

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

METODA SKORYGOWANYCH AKTYWÓW NETTO

Wycena przedsiębiorstwa metodą skorygowanej wartości aktywów netto należy, obok wyceny odtworzeniowej, likwidacyjnej i rynkowej, do metod bazujących na podejściu majątkowym. Metody majątkowe wiążą wartość przedsiębiorstwa wyłącznie z jego aktywami; w tym ujęciu wyniki wyceny nie uwzględniają:

- a) organizacji przedsiębiorstwa,
- b) efektów synergicznych połączenia poszczególnych składników majątku,
- c) efektów finansowych funkcjonowania przedsiębiorstwa,
- d) stanu i wpływu otoczenia.

Wycena firmy metodą skorygowanej wartości aktywów netto polega na ustaleniu na podstawie aktualnych zapisów w sprawozdaniu z sytuacji finansowej wartości aktywów wycenianego przedsiębiorstwa i ich zweryfikowaniu o składniki majątkowe wymagające korekty ich wartości, a następnie pomniejszeniu tak skalkulowanych aktywów o wielkość kapitałów obcych zaangażowanych w finansowanie działalności firmy, również uprzednio skorygowanych.

Upraszczając powyższą definicję wartość przedsiębiorstwa stanowi wartość majątku (aktywów) finansowana ze środków własnych, zweryfikowana o składniki majątkowe wymagające korekty.

Jak widać z definicji, kluczową rolę w tej wycenie odgrywa prawidłowe przeprowadzenie korekt wartości poszczególnych pozycji aktywów i kapitałów obcych. Najważniejsze z nich to uwzględnienie, m.in.:

- a) wartości gruntów znajdujących się w użytkowaniu wieczystym,
- b) środków trwałych zbędnych, przeznaczonych do likwidacji, nie wykorzystywanych produkcyjnie,
- c) należności wątpliwych, na które nie utworzono rezerwy,
- d) zapasów zbędnych, przeterminowanych, nierotujących,
- e) zobowiązań warunkowych (pozabilansowych).

Ogólna formuła wyceny przedsiębiorstwa metodą skorygowanej wartości aktywów netto przedstawia się następująco:

$$W_p = (A \pm K_A) - (K_O \pm K_{K_O})$$

gdzie:

- A - wartość aktywów ogółem
- K_A - korekta wartości aktywów
- K_O - wielkość kapitałów obcych
- K_{K_O} - korekta wartości kapitałów obcych

ZAŁĄCZNIK 3 METODOLOGIA I SPOSÓB KALKULACJI METODĄ MNOŻNIKOWĄ (PORÓWNAŃ RYNKOWYCH)

OGÓLNA CHARAKTERYSTYKA METOD PORÓWNAWCZYCH

Istota metod porównawczych opiera się o wycenę przedsiębiorstwa na podstawie rynkowych notowań akcji własnych bądź innych, podobnych podmiotów z danej branży. Notowania te powinny pochodzić z rynku kapitałowego. Wzorcowe przedsiębiorstwa powinny być jednostkami tej samej branży, co przedsiębiorstwo wyceniane. Wskazane jest, aby miały również zbliżone charakterystyki działania (takie jak np. rodzaj produkcji, asortyment). Porównanie jest możliwe dzięki oparciu wyceny na danej wielkości, która charakteryzuje wyceniane przedsiębiorstwo, pełniące funkcję mnożnika. Może nią być m.in. zysk netto, zysk na działalności operacyjnej, przychody ze sprzedaży, wartość księgową, wypłacane dywidendy. Oparcie wyceny na jednym wskaźniku jest jednak niewystarczające. Należy wyznaczyć kilka mnożników, a następnie obliczyć średnią syntetyczną dla uzyskanych wartości (może to być średnia arytmetyczna, ważona lub średnia po odrzuceniu skrajnych wartości). Wycena metodą porównawczą polega na określeniu wartości wycenianej spółki w oparciu o:

- ✓ mnożnik, tj. relację wartości rynkowej porównywalnych spółek do ich wybranych wielkości ekonomiczno-finansowych,
- ✓ kategorię bazową, tj. wybrane wielkości ekonomiczne spółki wycenianej (np. zysk netto EBITDA przychody ze sprzedaży wartość księgową kapitałów własnych).

W większości przypadków nie jest konieczne sporządzanie specjalnych prognoz. Konieczna jest natomiast znajomość cen, po których w niedalekiej przeszłości sprzedawano przedsiębiorstwa bądź znaczące pakiety ich akcji.

SCHEMAT WYCENY METODĄ PORÓWNAŃ RYNKOWYCH

1. Wybór wskaźnika lub grupy mnożników służących wycenie,
 2. Wybór firm, dla których znane są rynkowe wartości wybranych mnożników,
 3. Obliczenie wielkości wskaźników dla wybranych przedsiębiorstw,
 4. Wyciągnięcie średniej (najczęściej arytmetycznej) z powyższych wskaźników,
 - a) bezpośrednią wycenę rynkową – jeśli dotyczą bezpośrednio przedsiębiorstwa wycenianego,
 - b) wycenę porównawczą – jeśli dotyczą przedsiębiorstw o zbliżonej charakterystyce.
- Dodatkowo, wyróżnić można dwie metody wycen porównawczych:
- a) metodę mnożnikową – kiedy wycena porównawcza dokonywana jest na podstawie cen akcji innych przedsiębiorstw, notowanych na giełdowo zorganizowanym rynku papierów wartościowych
 - b) metodę transakcji porównywalnych - gdy w wycenie wykorzystuje się dane o pojedynczych transakcjach akcjami lub udziałami innych, podobnych podmiotów.

We wszystkich tych przypadkach wycena przedsiębiorstwa oparta jest na założeniu, że najbardziej wiarygodna jest ocena jego wartości godziwej

dokonana na rynku kapitałowym, na podstawie rzeczywiste zawartych transakcji. Jest tym lepsza, im bardziej płynny jest rynek i im większa jest jego dojrzałość. Dobrą podstawę wyceny stanowią liczne, nawet niewielkie wartościowo transakcje giełdowe, nieco gorszą – pojedyncze transakcje, niezależnie od ich wartości. U podstaw tego poglądu leży przekonanie o zaletach ceny ustalonej w drodze wielu transakcji na rynku, na którym następuje konfrontacja licznych nabywców i sprzedawców. Zgodnie z założeniami metod porównań rynkowych to właśnie tak wynegocjowana cena jest idealna, odzwierciedla bowiem rzeczywistą sytuację.

5. Obliczenie wartości przedsiębiorstwa (VE) przy zastosowaniu wzoru:

$$VE = MPP * WBWP$$

gdzie:

MPP – średnia wartość wybranego mnożnika przedsiębiorstw porównywalnych,

WBWP – wielkość bazowa wycenianego przedsiębiorstwa; naturalna podstawa mnożnika określana też mianem zmiennej ewidencyjnej.

6. Dokonanie korekt uzyskanego wyniku.

WYBÓR WSKAŹNIKA

Czynniki, którymi należy kierować się przy wyborze wskaźników do wyceny metodą porównań rynkowych to przede wszystkim:

- ✓ Różnice w wartości wskaźników w grupie firm porównywalnych- im mniejsze zróżnicowanie, tym lepiej,

- ✓ Ich zmienność w czasie – zbyt duża jest niewskazana ze względu na negatywny wpływ na dokładność wyceny,

- ✓ Tożsamość wartości bazowych użytych do konstrukcji wybranych wskaźników z wartościami zastosowanymi do obliczenia tych wskaźników w firmach porównywalnych – najlepiej jeśli sposób ich kalkulacji jest identyczny.

RODZAJE MNOŻNIKÓW

W praktyce wyróżnić można kilka grup mnożników:

1. Mnożniki kapitałów własnych – nawiązujące do rynkowej wartości kapitałów własnych, np.:

- ✓ P/E – cena/zysk netto,

- ✓ P/BV – cena/wartość księgową,

- ✓ P/CF – cena/cash flow dla akcjonariuszy (zysk + amortyzacja).

2. Mnożniki wartości całej firmy – odnoszące się do wartości zarówno kapitałów własnych jak i obcych, np.:

- ✓ EV/EBIT – wartość firmy/EBIT,

- ✓ EV/EBITDA – wartość firmy/(EBIT + amortyzacja),

- ✓ EV/S – wartość firmy/przychody ze sprzedaży,

- ✓ EV/NOPAT – wartość firmy/zysk operacyjny po podatku.

3. Mnożniki branżowe – odnoszące się do wartości naturalnych, np.:

- ✓ cena/liczba Klientów,

- ✓ cena/udział w rynku,

- ✓ cena/liczba hektolitrów paliwa.

WYBÓR FIRM PORÓWNYWALNYCH

Wiarygodność wyceny w dużej mierze uzależniona jest od doboru portfela przedsiębiorstw porównywalnych. Idealnie byłoby, gdyby były to firmy o dokładnie takiej samej charakterystyce, jednak w praktyce jest to najczęściej niemożliwe. Ważne, aby działały one w tej samej, lub bardzo podobnej branży, jak również posiadały zbliżoną strukturę aktywów i kapitałów oraz przychodów i kosztów. Wskazane jest również, aby porównywać firmy działające na rynkach o podobnym stopniu rozwoju. Z reguły za bezzasadne uważa się porównywanie polskich spółek z tymi notowanymi na bardziej rozwiniętych rynkach europejskich bądź amerykańskich. Ponadto, warto jest zwrócić uwagę na ewentualne zaburzenia struktury wartości bazowych spowodowane np. posiadaniem nietypowych aktywów, które nie są bezpośrednio związane z działalnością operacyjną danej spółki. Istotny jest także potencjał wzrostu i ryzyka porównywanych firm.

ZAŁĄCZNIK 4 SPIS TABEL

Tabela 1 Informacje dotyczące Spółki	8
Tabela 2 Rachunek zysków i strat Spółki AGNES S.A. za lata 2017 – 2018 oraz okres 01-09.2019 roku	10
Tabela 3 Aktywa Spółki AGNES S.A. za lata 2017 – 2018 oraz okres 01-09.2019 roku	12
Tabela 4 Pasywa Spółki AGNES S.A. za lata 2017 – 2018 oraz okres 01-09.2019 roku	13
Tabela 5 Analiza powiązań aktywów i pasywów Spółki	14
Tabela 6 Wskaźniki rentowności za okres 1.01.2019 – 30.09.2019 oraz lata 2017-2018	15
Tabela 7 Wskaźniki rotacji za okres 1.01.2019 – 30.09.2019 oraz lata 2017-2018	16
Tabela 8 Wskaźniki zadłużenia (finansowania) za okres 1.01.2019 – 30.09.2019 oraz lata 2017-2018	17
Tabela 9 Wskaźniki płynności finansowej za okres 1.01.2019 – 30.09.2019 oraz lata 2017-2018	18
Tabela 10 Prognozowane miary efektywności Spółki na lata 2019 – 2023 [w zł]	33
Tabela 11 Prognozowany rachunek zysków i strat Spółki na lata 2019 - 2023 [w tys. zł]	35
Tabela 12 Prognozowany bilans aktywa Spółki na lata 2019 - 2023 [w tys. zł]	37
Tabela 13 Prognozowany bilans pasywa Spółki na lata 2019 -2023 [w tys. zł]	39
Tabela 14 Prognozowany rachunek przepływów pieniężnych Spółki na lata 2019 - 2023 [w tys. zł]	40
Tabela 15 Kalkulacja kosztu kapitału	42
Tabela 16 Wynik wyceny metodą FCFE [tys. zł]	44
Tabela 17 Wynik wyceny metodą FCFE [tys. zł]	45
Tabela 18 Wyniki oszacowania wartości metodą SAN [dane w tys. zł]	47
Tabela 19 Dane finansowe Spółki Projprzem Makrum S.A. za okres 1.01.2019 – 30.09.2019 oraz lata 2017-2018 [w tys. zł]	49
Tabela 20 Mnożniki oparte na wartości przedsiębiorstwa i ich mediany/średnie dla danych za okres 1.01.2019 – 30.09.2019 oraz lata 2017-2018	50
Tabela 21 Wynik wyceny metodą mnożnikową	50

ZAŁĄCZNIK 5 SPIS WYKRESÓW

Wykres 1 PKB Polski w cenach stałych w latach 2014-2024 [w mld zł].....	20
Wykres 2 Dynamika PKB Polski w cenach stałych w latach 2014-2024 [%].....	21
Wykres 3 Inflacja w Polsce w latach 2014-2024 [%].....	22
Wykres 4 Stopy procentowe w Polsce w latach 2014-2019 [%].....	24
Wykres 5 Wartość (w cenach bieżących) i dynamika (w cenach stałych) zrealizowanej na terenie kraju produkcji budowlano-montażowej w latach 2006-2018.....	24
Wykres 6 Wartość i struktura (w cenach bieżących) produkcji budowlano-montażowej zrealizowanej przez przedsiębiorstwa budowlane według przeważającego rodzaju działalności.....	25
Wykres 6 Wartość i struktura (w cenach bieżących) produkcji budowlano-montażowej zrealizowanej przez przedsiębiorstwa budowlane w 2018 roku według województw – miejsca wykonywania robót.....	26
Wykres 7 Produkcja budowlano-montażowa (w cenach bieżących) zrealizowana przez przedsiębiorstwa budowlane w 2018 roku według województw – miejsca wykonywania robót i niebudowlane (jednostki o liczbie pracowników powyżej 9 osób) według krajów – miejsca wykonywania robót w 2018 roku.....	27
Wykres 8 Struktura produkcji budowlano-montażowej zrealizowanej siłami własnymi poza granicami kraju przez przedsiębiorstwa budowlane i niebudowlane (jednostki o liczbie pracujących powyżej 9 osób) według krajów – miejsca wykonywania robót w 2018 roku.....	30
Wykres 9 Zadłużenie firm budowlanych (w mld zł).....	30

ZAŁĄCZNIK 6 SPIS RYSUNKÓW

Rysunek 1 Lokalizacja Spółki na mapie.....	19
--	----

ZAŁĄCZNIK 7 WARUNKI ŚWIADCZENIA USŁUG

Raporty SWGK Consulting Sp. z o.o. są ważne jedynie wówczas, gdy prezentowane są w całości i zgodnie z celami określonymi w Umowie. Rozumie się, iż analizy i wnioski SWGK Consulting Sp. z o.o. nie stanowią doradztwa inwestycyjnego ani opinii na temat warunków transakcji.

SWGK Consulting Sp. z o.o. oświadcza, że wykonane usługi są zgodne z przyjętymi standardami zawodowymi. Zakłada się, iż dostarczone przez Zamawiającego oraz pracowników i współpracowników Spółki AGNES S.A., w tym Zarząd Spółki AGNES S.A., informacje oraz dane finansowe są rzetelne, wobec czego nie przeprowadziliśmy ich niezależnej weryfikacji. SWGK Consulting Sp. z o.o. nie wyda żadnej gwarancji ani opinii odnośnie ich zgodności z prawdą.

SWGK Consulting Sp. z o.o. w Poznaniu nie ponosi odpowiedzialności za skutki jakichkolwiek decyzji podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszym raporcie.



Consulting / IT
Ceny transferowe / Podatki
Audyt / Outsourcing finansowy
/ księgowy / HR

SWGK Consulting Sp. z o.o.

ul. Wojskowa 4, 60-792 Poznań, tel. (61) 866 67 88, fax. (61) 866 68 21

e-mail: biuro@swgk.pl, www.swgk.pl

NIP 7792388672, REGON 301679800, KRS 0000378912,

Nr rachunku 82 1090 1346 0000 0001 1932 3278