



Suplement  
Raport z wyceny  
Spółki AGNES S.A.

---

Poznań, 9 marca 2020 r.

Zarząd Spółki

**AGNES S.A.**

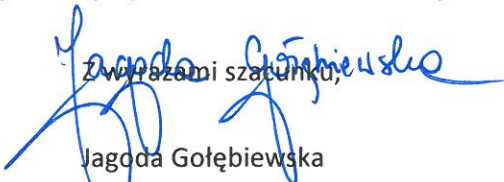
Szanowni Państwo,

Celem niniejszego dokumentu jest przedstawienie skorygowanych wyników oszacowania wartości rynkowej Spółki AGNES S.A.(100% akcji Spółki Agnes SA). W wyniku otrzymanych uwag od KPMG, dokonaliśmy korekt w modelu wyceny i w związku z tym w niniejszym Aneksie do Raportu z wyceny prezentujemy skorygowane wyniki wyceny rynkowej Spółki AGNES S.A. oraz założenia, które uległy zmianom w stosunku do zaprezentowanych w Raporcie z wyceny Spółki z dnia 20.01.2020 roku.

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  |
| PODSUMOWANIE WYNIKÓW WYCENY.....  | 4  |
| CEL I ZAKRES WYCENY .....   | 4  |
| KONKLUZJA WYCENY WARTOŚCI RYNKOWEJ.....   | 4  |
| REKOMENDOWANY WYNIK WYCENY .....  | 4  |
| WYCENA METODĄ ZDISKONTOWANYCH PRZEPŁYWÓW PIENIĘŻNYCH .....                        | 5  |
| ZMIANA ZAŁOŻEŃ DO OKREŚLENIA STOPY DYSKONTOWEJ I WYZNACZENIA KOSZTU KAPITAŁU..... | 5  |
| ZAŁOŻENIA DO OKREŚLENIA WARTOŚCI REZYDUALNEJ .....                                | 6  |
| OKREŚLENIE WARTOŚCI RYNKOWEJ (GODZIWEJ) FCFF I FCFE .....                         | 7  |
| ZAŁĄCZNIK 1    SPIS TABEL.....  | 10 |
| ZAŁĄCZNIK 2    WARUNKI ŚWIADCZENIA USŁUG .....                                    | 11 |

## 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 Spółki na dzień sporządzenia niniejszego Raportu kształtuje się w przedziale 42 292,3 - 43 053,0 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:

**42 672,6 tys. zł (42 672 638,91 zł)**

## 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.

Zgodnie z uwagami KPMG w zakresie przygotowanej wyceny, dokonano zmian poszczególnych założeń wskazanych poniżej.

Dniem wyceny jest dzień 31.12.2018 roku

### ZMIANA ZAŁOŻEŃ DO OKREŚLENIA STOPY DYSKONTOWEJ I WYZNACZENIA KOSZTU KAPITAŁU

- 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 rynkowego udziału kapitału własnego oraz kapitału obcego oprocentowanego.
- Do kalkulacji stopy dyskonta przyjęto WACC wyznaczony w oparciu o rynkową strukturę źródeł finansowania.
- 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 5,20%, natomiast dodatkowe ryzyko związane z inwestycją w Polsce przyjęto na poziomie 0,84%. Beta nielewarowana dla Spółek z branży *Engineering/Construction* została także wyznaczona w oparciu o badania prof. A. Damodarana na poziomie 0,69. Jest to wartość współczynnika beta dla przedsiębiorstw niezadłużonych. Wartość bety lewarowanej dla przedsiębiorstw zadłużonych według badań prof. A. Damodarana wyniosła 1,13.
- Koszt długu określono na podstawie średniego oprocentowania stanów umów złotych: kredyty i inne należności w PLN dla przedsiębiorstw niefinansowych ogółem wraz z bieżącymi, koszt pobrano ze statystyk NBP. Tak ustaloną stopę bazową powiększono o spread określony dla Polski w wysokości 0,90%.
- W kalkulacji kosztu kapitału własnego uwzględniono premię za wielkość spółki na poziomie 3,74%.

Tabela 1 Kalkulacja kosztu kapitału

| Wyszczególnienie                      |       |
|---------------------------------------|-------|
| Stopa wolna od ryzyka                 | 2,42% |
| Premia rynkowa za ryzyko              | 6,04% |
| Beta nielewarowana                    | 0,69  |
| Beta dla Spółki                       | 1,13  |
| Premia za wielkość Spółki             | 3,74% |
| Koszt kapitału własnego (roczny)/FCFE | 13,0% |
| Nominalny koszt kapitału obcego       | 4,6%  |
| Stopa podatku dochodowego             | 19,0% |
| Efektywny koszt kapitału obcego       | 3,7%  |
| WACC (roczny)/FCFF                    | 8,9%  |

Źródło: Opracowanie własne

#### ZAŁOŻENIA DO OKREŚLENIA WARTOŚCI REZYDUALNEJ

- Przepływ stanowiący podstawę określenia wartości rezydualnej przyjęto na podstawie przepływu z ostatniego okresu prognozy szczegółowej skorygowanego o współczynnik g, przy czym wydatki inwestycyjne przyjęto na poziomie amortyzacji majątku, a wydatki finansowe na poziomie wpływów finansowych.
- Przepływ z ostatniego okresu prognozy został znormalizowany w wyżej wymieniony sposób, a także w zakresie zmiany kapitału obrotowego netto i struktury finansowania w celu uwzględnienia jej rynkowego charakteru.
- Współczynnik dyskontowy do wartości rezydualnej przyjęto jako współczynnik odpowiadający kosztowi kapitału skalkulowanemu na dzień wyceny.
- Współczynnik g (CAGR) przyjęto na poziomie 3,1% tj. uwzględniono wzrost wolnych przepływów gotówkowych po okresie prognozy w wysokości prognozowanej stopy inflacji dla 2023 roku, z uwagi na zakładany systematyczny wzrost wyników finansowych Spółki.

**OKREŚLENIE WARTOŚCI RYNKOWEJ (GODZIWEJ) FCFF I FCFE**
**Tabela 2 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 |
|--|---------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>FCFF</b>  | <b>EBIT</b>               | 3 654,2         | 4 419,6         | 6 264,3         | 3 249,8         | 3 555,5         |
|  | Stopa podatku dochodowego | 19%             | 19%             | 19%             | 19%             | 19%             |
|  | Podatek dochodowy         | 694,3           | 839,7           | 1 190,2         | 617,5           | 675,5           |
|  | <b>NOPAT</b>              | 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        | 2 799,4         | 2 169,5         |
|  | Inwestycje                | 5 000,0         | 1 000,0         | 1 000,0         | 1 000,0         | 1 000,0         |
|  | <b>FCF</b>                | 11 741,0        | 7 870,9         | 3 562,8         | 5 729,2         | 5 013,8         |
| <b>Wolne przepływy gotówkowe FCF</b>                     |                           | 11 741,0        | 7 870,9         | 3 562,8         | 5 729,2         | 5 013,8         |
| Procent przepływów gotówkowych do wyceny                 |                           | 100,0%          | 100,0%          | 100,0%          | 100,0%          | 100,0%          |
| Wolne przepływy do wyceny                                |                           | 11 741,0        | 7 870,9         | 3 562,8         | 5 729,2         | 5 013,8         |
| <b>Wacc</b>  |                           | 8,9%            | 8,9%            | 8,9%            | 8,9%            | 8,9%            |
| współczynnik dyskonta                                    |                           | 0,91813         | 0,91813         | 0,91813         | 0,91813         | 0,91813         |
| skumulowany współczynnik dyskonta                        |                           | 0,91813         | 0,84295         | 0,77394         | 0,71057         | 0,65239         |
| <b>Zdyskontowane przepływy gotówkowe</b>                 |                           | 10 779,7        | 6 634,8         | 2 757,4         | 4 071,0         | 3 271,0         |
| <b>Suma zdyskontowanych przepływów gotówkowych</b>       |                           | 27 514,0        |                 |                 |                 |                 |
| Wartość przepływu do wartości rezydualnej                |                           | 2 969,2         |                 |                 |                 |                 |
| Stopa wzrostu FCF po okresie prognozy (g)                |                           | 3,1%            |                 |                 |                 |                 |
| Koszt kapitału dla wartości rezydualnej                  |                           | 8,9%            |                 |                 |                 |                 |
| Wsp. dyskontowy wartości rezydualnej                     |                           | 0,65239         |                 |                 |                 |                 |
| <b>Wartość końcowa (rezydualna)</b>                      |                           | 52 620,7        |                 |                 |                 |                 |
| <b>Zaktualizowana wartość końcowa (rezydualna)</b>       |                           | 34 329,4        |                 |                 |                 |                 |
| <b>Wartość działalności operacyjnej przedsiębiorstwa</b> |                           | 61 843,4        |                 |                 |                 |                 |
| <b>Wartość kapitału własnego na dzień wyceny</b>         |                           | 42 292,3        |                 |                 |                 |                 |

*Źródło: Opracowanie własne*

Tabela 3 Wynik wyceny metodą FCFE [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 |
|---|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| FCFE  | Zysk netto        | 1 612,8         | 2 251,6         | 3 747,3         | 1 290,3         | 1 532,7         |
|   | Amortyzacja       | 1 234,0         | 1 468,7         | 1 473,6         | 1 297,5         | 964,5           |
|   | Inwestycje        | 5 000,0         | 1 000,0         | 1 000,0         | 1 000,0         | 1 000,0         |
|   | Zmiana KON        | 12 547,1        | 3 822,3         | -1 984,9        | 2 799,4         | 2 169,5         |
|   | Wpływy finansowe  | 353,4           | 302,4           | 1 192,2         | 358,3           | 648,6           |
|   | Wydatki finansowe | 445,0           | 1 218,6         | 359,1           | 371,6           | 359,1           |
|   | CF                | 10 302,3        | 5 626,4         | 3 069,1         | 4 373,8         | 3 956,1         |
| Wolne przepływy gotówkowe FCF do wyceny                 |                   | 10 302,3        | 5 626,4         | 3 069,1         | 4 373,8         | 3 956,1         |
| Koszt kapitału własnego                                 |                   | 13,0%           | 13,0%           | 13,0%           | 13,0%           | 13,0%           |
| współczynnik dyskonta                                   |                   | 0,88498         | 0,88498         | 0,88498         | 0,88498         | 0,88498         |
| skumulowany współczynnik dyskonta                       |                   | 0,88498         | 0,78319         | 0,69311         | 0,61339         | 0,54284         |
| <b>Zdyskontowane przepływy gotówkowe</b>                |                   | <b>9 117,4</b>  | <b>4 406,6</b>  | <b>2 127,3</b>  | <b>2 682,9</b>  | <b>2 147,6</b>  |
| <b>Suma zdyskontowanych przepływów gotówkowych</b>      |                   | <b>20 481,6</b> |                 |                 |                 |                 |
| Korekta zadłużenia do poziomu rynkowego                 |                   | 5 856,3         |                 |                 |                 |                 |
| <b>Wartość przepływów po korekcie</b>                   |                   | <b>26 338,0</b> |                 |                 |                 |                 |
| Wartość przepływu do wartości rezydualnej               |                   | 1 580,3         |                 |                 |                 |                 |
| Stopa wzrostu FCF po okresie prognozy (g)               |                   | 3,1%            |                 |                 |                 |                 |
| Koszt kapitału dla wartości rezydualnej                 |                   | 13,0%           |                 |                 |                 |                 |
| Wsp. dyskontowy wartości rezydualnej                    |                   | 0,54284         |                 |                 |                 |                 |
| <b>Wartość końcowa (rezydualna)</b>                     |                   | <b>16 462,6</b> |                 |                 |                 |                 |
| <b>Zaktualizowana wartość końcowa (rezydualna)</b>      |                   | <b>8 936,5</b>  |                 |                 |                 |                 |
| <b>Wartość działalności operacyjnej dla właścicieli</b> |                   | <b>35 274,5</b> |                 |                 |                 |                 |
| <b>Wartość kapitału własnego na dzień wyceny</b>        |                   | <b>43 053,0</b> |                 |                 |                 |                 |

Źródło: Opracowanie własne



Na podstawie danych finansowych otrzymanych od Spółki AGNES S.A., stanowiących dane wejściowe do dokonanej wyceny zarówno w zakresie danych sprawozdawczych za lata historyczne, jak i prognoz na okres szczegółowej prognozy finansowej, wartość dochodowa Jednostki na dzień 31.12.2018 roku wynosi według metody FCFF 42 292,3 tys. zł oraz według metody FCFE 43 053,0 tys. zł. Średnia arytmetyczna z obu metod dochodowych wynosi zatem 42 672,6 tys. zł.

---

**ZAŁĄCZNIK 1 SPIS TABEL**

|   |   |
|---|---|
| Tabela 1 Kalkulacja kosztu kapitału.....          | 6 |
| Tabela 2 Wynik wyceny metodą FCFF [tys. zł] ..... | 7 |
| Tabela 3 Wynik wyceny metodą FCFE [tys. zł] ..... | 8 |

## ZAŁĄCZNIK 2 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](mailto:biuro@swgk.pl), [www.swgk.pl](http://www.swgk.pl)

NIP 7792388672, REGON 301679800, KRS 0000378912,

Nr rachunku 82 1090 1346 0000 0001 1932 3278

