

WYCENA CENY AKCJI HM INWEST S.A.

**Raport z wyceny wartości godziwej ceny akcji HM Inwest S.A.
przygotowany dla Pana Piotra Hofmana na datę wyceny
23 stycznia 2024 roku.**

Raport przygotowany na potrzeby ustalenia ceny pośredniego nabycia zgodnie z art. 79a ust. 2 Ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych.

Wrocław, 28.03.2024

28 marca 2024 roku

Dla:

Pan Piotr Hofman

Na podstawie umowy zawartej 28 marca 2024 roku pomiędzy Piotrem Hofmanem (dalej „Zleceniodawca”) oraz fintank sp. z o.o. (dalej „Podmiot Wyceniający”) sporządziliśmy raport z wyceny wartości godziwej ceny akcji (dalej „Wycena”) spółki HM Inwest S.A. (dalej „Spółka”) o numerze ISIN: PLHMINW00016 (dalej „Akcje”).

Wycena została sporządzona w celu określenia wartości godziwej ceny akcji Spółki na potrzeby ustalenia ceny pośredniego nabycia zgodnie z art. 79a ust. 2 Ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych („Ustawa o Ofercie”). Wycena została sporządzona zgodnie z przepisami rozporządzenia Ministra Finansów w sprawie szczegółowych zasad uznawania, metod wyceny, zakresu ujawniania i sposobu prezentacji instrumentów finansowych oraz z przepisami Międzynarodowych Standardów Sprawozdawczości Finansowej.

fintank sp. z o.o. jest firmą audytorską wyspecjalizowaną w wycenach aktywów. Pomędzy Podmiotem Wyceniającym a Spółką nie występują bezpośrednie powiązania osobowe ani kapitałowe, nie jesteśmy akcjonariuszem Spółki. Powyższe oświadczenie dotyczy również podmiotów kontrolowanych przez Podmiot Wyceniający, pracowników Podmiotu Wyceniającego oraz osoby blisko związane z pracownikami Podmiotu Wyceniającego. Nie jesteśmy biegłym rewidentem Spółki. Nie identyfikujemy również żadnego konfliktu interesów w związku z realizacją Wyceny i sporządzeniem niniejszego Raportu z wyceny (dalej „Raport”).

Zawarte w Raporcie dane, założenia oraz wnioski są profesjonalnymi, bezstronnymi i obiektywnymi analizami i zostały przedstawione zgodnie z naszą najlepszą wiedzą. Zlecenie Wyceny i sporządzenia niniejszego Raportu nie było uwarunkowane przygotowaniem lub przedstawieniem w Raporcie wniosków i konkluzji ze z góry zakładanymi rezultatami. Nasze wynagrodzenie nie jest uzależnione od przedstawienia w Raporcie wyników ze z góry zakładanymi wartościami przedmiotu wyceny, uzyskania z góry założonego rezultatu, przyszłych wydarzeń bezpośrednio związanych z celem wyceny ani konkluzji Raportu korzystnej dla Spółki. Nasze analizy, opinie i konkluzje przedstawione w Raporcie są ograniczone jedynie przez przyjęte założenia oraz warunki ograniczające.

Przyjęliśmy założenie kontynuowania działalności przez Spółkę i opieramy się na historycznych i bieżących wynikach finansowych Spółki na poziomie skonsolidowanym i stanie jej aktywów na Datę Wyceny, oraz zakładamy, że Spółka nie ma żadnych nieujawnionych rzeczywistych lub warunkowych aktywów lub zobowiązań, żadnych nietypowych zobowiązań innych, niż wynikające z prowadzonej działalności, żadnych istotnych zastawów lub obciążeń aktywów ograniczających ich zbywalność, ani nie jest podmiotem prowadzonych wobec niej postępowań sądowych, które miałyby istotny wpływ na wyniki Wyceny, a prawa Spółki do jej majątku są ważne i zbywalne.

Przy realizacji niniejszego zlecenia nie wykonaliśmy żadnych prac o naturze audytu. Raport nie dotyczy również jakichkolwiek kwestii podatkowych ani prawnych (*due diligence*). Raport nie stanowi również opinii na temat warunków finansowych jakiegokolwiek transakcji (*fairness opinion*), opinii o wypłacalności, ani rekomendacji inwestycyjnej, lecz jest wyceną wartości godziwej w przypadku transakcji pomiędzy hipotetycznym kupującym i hipotetycznym sprzedającym i na zakładaną Datę Wyceny, gdzie zarówno kupujący jak i sprzedający posiadają odpowiednią wiedzę na temat przedmiotu transakcji. Wycena jest oceną ekspercką, a nie stwierdzeniem faktów i nie stanowi porady inwestycyjnej ani rekomendacji odnośnie jakiegokolwiek transakcji.

Treść raportu należy traktować jako spójną i jednolitą całość. Żaden element, część lub strona raportu nie może być wykorzystywana bądź interpretowana bez zapoznania się z jego całością. Wycena została sporządzona według stanu na dzień 23 stycznia 2024 roku (dalej „Data Wyceny”), przy uwzględnieniu ostatnich dostępnych danych i uwarunkowań istniejących w tej Dacie Wyceny.

SPIS TREŚCI

1. Część ogólna	5
1.1. Przedmiot wyceny.....	5
1.2. Autor wyceny	5
1.3. Źródła informacji.....	6
1.4. Metodyka wyceny w podejściu mnożników rynkowych (metoda porównawcza)	7
1.5. Metodyka wyceny w podejściu dochodowym (metoda dochodowa).....	8
1.6. Metodyka wyceny w podejściu majątkowym (metoda skorygowanych aktywów netto)	11
1.7. Wybór metody wyceny	12
2. Część szczegółowa	17
2.1. Profil działalności Spółki.....	17
2.2. Analiza danych finansowych	19
2.3. Wycena w podejściu mnożników rynkowych	23
2.4. Wycena w podejściu dochodowym	26
2.5. Cena pośredniego nabycia (wycena w podejściu majątkowym)	26
2.6. Analiza kursu giełdowego	31
3. Podsumowanie	33

1. Część ogólna

1.1. Przedmiot wyceny

Przedmiotem wyceny jest wycena wartości godziwej ceny akcji HM Inwest S.A. Spółki na potrzeby ustalenia ceny pośredniego nabycia zgodnie z art. 79a ust. 2 Ustawy o Ofercie:

Nazwa: HM Inwest S.A.
Adres: ul. Czarnieckiego 4/2, 01-511 Warszawa
KRS: 0000413734
NIP: 1132482686
REGON: 015717427
ISIN: PLHMINW00016
Dzień Wyceny: 23 stycznia 2024 roku

Akcje Spółki są notowane na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych.

Należy zaznaczyć, iż Spółka jest podmiotem dominującym grupy kapitałowej. W wycenie należy uwzględnić dane dotyczące jej sprawozdań skonsolidowanych, które będą różnić się od jednostkowych sprawozdań finansowych Spółki.

1.2. Autor wyceny

Autorami niniejszej wyceny są Robert Pabich oraz Paweł Niniewski.

Robert Pabich od prawie 25 lat pracuje w audycie i finansach, w latach 2001-2014 w Arthur Andersen, Ernst&Young i Deloitte ostatnio na stanowisku dyrektora audytu. W roku 2007 roku uzyskał uprawnienia biegłego rewidenta. W tym czasie zrealizował m.in. audyty sprawozdań finansowych oraz usługi biegłego rewidenta przy Prospekcie Emisyjnym m.in. grupy kapitałowej Tarczyński oraz grupy Kapitałowej Impel na potrzeby IPO (pierwsza emisja akcji na GPW). W latach 2014-2016 dyrektor finansowy oraz członek komitetu inwestycyjnego w Lindorff (dawniej Casus Finance) gdzie odpowiadał m.in. za wyceny oraz akwizycje portfeli jako członek komitetu inwestycyjnego. W latach 2014-2016 jako dyrektor finansowy oraz członek komitetu inwestycyjnego w Lindorff (dawniej Casus Finance) odpowiadał m.in. za wyceny oraz akwizycje portfeli jako członek komitetu inwestycyjnego. W roku 2016 pełniąc funkcje dyrektora finansowego w grupie Dijo odpowiadał za finanse (kontroling finansowy i produkcyjny, dział księgowy, kadry i płace IT). Od 2014 niezależny członek rady nadzorczej oraz przewodniczący komitetu audytu

giełdowej grupy PCC Rokita S.A., od 2018 roku niezależny członek rady nadzorczej oraz przewodniczący komitetu audytu giełdowej grupy PCC EXOL S.A. Od 2016 w zarządzie fintank (dawniej: Robert Pabich) sp. z o.o. specjalizującej się w wycenach. Od czerwca 2023 roku pełni funkcję członka rady nadzorczej oraz przewodniczącego komitetu audytu giełdowej grupy Libet S.A.

Paweł Niniewski od ponad 10 lat pracuje w finansach, w latach 2013-2019 w Open Finance TFI S.A., Noble Funds TFI S.A. i TUnŻ OpenLife ostatnio na stanowisku zarządzającego funduszami inwestycyjnymi. W roku 2008 roku uzyskał licencję Doradcy Inwestycyjnego numer 265 wydawaną przez Komisję Nadzoru finansowego, a w roku 2018 tytuł Chartered Financial Analyst. W tym czasie zrealizował wiele wycen i analiz inwestycji w zarządzanych przez niego funduszach inwestycyjnych. W latach 2020-2024 partner w Capital Advisors sp. z o.o. gdzie odpowiadał m.in. za wyceny oraz transakcje fuzji i przejęć. Brał również udział w projektach due diligence przedsiębiorstw i portfeli wierzytelności.

1.3. Źródła informacji

W celu oszacowania wartości godziwej ceny akcji Spółki („Przedmiot Wyceny”) niezbędne było przeprowadzenie analizy informacji finansowych, kluczowych założeń i pozostałych informacji dotyczących działalności wykonywanej przez Spółkę oraz podmioty należące do jej grupy kapitałowej. Wykorzystano informacje ogólnodostępne raportowane przez Spółkę w raportach okresowych i bieżących, jak również notowane na GPW S.A. w Warszawie wartościowych podmioty porównywalne.

Wykorzystano informacje otrzymane od Spółki, w tym w szczególności model z projekcjami finansowymi oraz skonsolidowane sprawozdania finansowe za rok kończący się 31 grudnia 2022 i 9 miesięcy kończące się 30 września 2023 roku. Wykorzystano również parametry finansowe informacje dotyczące transakcji pośredniego nabycia akcji Spółki w transakcji zakupu udziałów w HM Holding sp. z o.o. z dnia 23 stycznia 2024 roku, udostępnione przez Zamawiającego. W przypadku spółek porównywalnych wykorzystaliśmy ogólnodostępne informacje dotyczące notowań akcji tych spółek na GPW S.A. w Warszawie oraz informacje finansowe zawarte w raportach okresowych tych spółek, w tym w szczególności skrócone śródroczne skonsolidowane sprawozdania finansowe sporządzone na 30 września 2023 roku oraz roczne skonsolidowane sprawozdania finansowe za rok zakończony 31 grudnia 2022 roku .

Otrzymane od Spółki i Zamawiającego dane nie były weryfikowane pod względem ich zgodności ze stanem faktycznym. Autorzy oraz Podmiot Wyceniający nie ponoszą odpowiedzialności za dokładność i kompletność raportów okresowych i bieżących Spółki lub dostarczonych informacji ani za nienależyte wykonanie usługi będące następstwem nieprawdziwych, nierzetelnych lub niedokładnych informacji opublikowanych przez Spółkę lub otrzymanych od Spółki.

1.4. Metodyka wyceny w podejściu mnożników rynkowych (metoda porównawcza)

Metoda mnożników giełdowych (metoda porównawcza) określa wartość rynkową wycenianego podmiotu bądź jego części poprzez porównanie go do podobnych spółek, których akcje notowane są na giełdach papierów wartościowych. Analiza mnożników takich jak wartość przedsiębiorstwa do sprzedaży (EV/S), wartość przedsiębiorstwa do EBITDA (EV/ EBITDA), cena (kapitalizacja) do zysku (P/E) czy cena (kapitalizacja) do wartości księgowej kapitału (P/BV), pozwala określić oczekiwania inwestorów, a co za tym idzie wyznaczyć wartość rynkową wycenianego przedsiębiorstwa.

Po zidentyfikowaniu i wyborze porównywalnych spółek dokonywane jest wyliczenie wymienionych powyżej mnożników na podstawie ich danych finansowych oraz notowań cen akcji. Dla każdego z powyższych mnożników wyliczonych dla spółek porównywalnych wyliczana jest mediana mnożnika. Uzyskana w ten sposób wartość mediany jest następnie odpowiednio korygowana o premię lub dyskonto. Stosuje się następujące dyskonta i premie:

- Dyskonto za niską płynność (minus 10%) – w przypadku spółek publicznych, których akcje mają niski udział akcji w wolnym obrocie (*free-float*);
- Dyskonto za rozmiar (minus 10%) – w przypadku, gdy wyceniana spółka jest mniejsza aniżeli spółki porównywalne na podstawie, których wyliczono mnożniki rynkowe;
- Dyskonto za koncentrację (minus 10%) – w przypadku wysokiej koncentracji przychodów spółki i dużego uzależnienia jej działalności od jednego odbiorcy;
- Premia za kontrolę (plus 10%) – w przypadku posiadania pakietu kontrolnego udziałów / akcji wycenianej spółki.

Wartość przedsiębiorstwa (W_P) w podejściu mnożników rynkowych jest iloczynem bazy wyceny oraz mnożnika rynkowego:

$$W_P = B_W \times M_R$$

B_W – bazę wyceny stanowią różne kategorie finansowe analizowanego przedsiębiorstwa np. przychody ze sprzedaży, EBITDA, zysk netto, wartość księgowa kapitałów własnych.

M_R – mnożnik rynkowy wyrażający stosunek wartości kapitalizacji (wartość rynkowa kapitałów własnych) bądź wartość całego przedsiębiorstwa (EV - Enterprise Value, czyli wartość rynkowa kapitałów własnych powiększona o wielkość długu oprocentowanego netto) do wybranej pozycji finansowej.

Do najczęściej stosowanych mnożników należą:

- EV/S (wartość przedsiębiorstwa do przychodów ze sprzedaży) – wartość całej firmy jest odnoszona do przychodów ze sprzedaży. Podobnie jak mnożnik EV/EBITDA uwzględnia on strukturę finansowania danego podmiotu, natomiast nie uwzględnia rentowności przedsiębiorstwa.
- EV/EBITDA (wartość przedsiębiorstwa do zysku przed podatkiem, kosztami finansowania dłużnego i amortyzacją) – wartość całej firmy jest odnoszona do wyników operacyjnych z pominięciem kosztów bezgotówkowych, czyli w przybliżeniu do zdolności przedsiębiorstwa do generowania gotówki z działalności operacyjnej.
- P/E (kapitalizacja do zysku netto) – obrazuje kwotę, jaką trzeba zapłacić za złotówkę zysku księgowego przedsiębiorstwa; należy pamiętać, że akcje (udziały) przedsiębiorstw z niskim P/E wcale nie muszą być atrakcyjną inwestycją – poziom wskaźnika może sugerować, że inwestorzy spodziewają się spadku zysków przedsiębiorstwa i dlatego nisko wycenili wartość jego akcji (udziałów).
- P/BV (kapitalizacja do wartości księgowej) – określa cenę za jedną złotówkę księgowej wartości aktywów netto spółki (wartości księgowej kapitałów własnych); poziom tego wskaźnika kształtuje się różnie w poszczególnych sektorach gospodarki, np. firmy z branży technologicznej mają zwykle wysoki P/BV, co odzwierciedla ich potencjał rozwojowy i wysoką stopę zwrotu z zainwestowanego kapitału.

1.5. Metodyka wyceny w podejściu dochodowym (metoda dochodowa)

Podejście dochodowe zakłada wycenę przedsiębiorstwa lub jego zorganizowanej części w oparciu o bieżącą wartość przepływów pieniężnych, które według oczekiwań zostaną wygenerowane przez jednostkę w przyszłości. Jedną z metod podejścia dochodowego jest metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (*discounted cash flow* - DCF).

W celu dokonania analizy wartości spółki przeprowadza się następujące kroki:

1. Określenie przewidywanych wielkości przepływów pieniężnych w okresie objętym projekcją,
2. Zdyskontowanie tych wielkości do wartości na dzień analizy (NPV) przy użyciu stopy dyskonta uwzględniającej relatywne ryzyko osiągnięcia tych przepływów oraz wartości pieniądza w czasie,
3. Określenie zdyskontowanej wartości rezydualnej, rozumianej jako wartość przepływów pieniężnych po okresie objętym szczegółową prognozą,

4. Dodanie wartości rezydualnej do wartości NPV.

Otrzymana wielkość stanowi wartość firmy (w przypadku wykorzystania podejścia FCFF), czyli innymi słowy ilość gotówki potrzebnej do nabycia wszystkich instrumentów właścicielskich oraz spłacenia całego zadłużenia oprocentowanego i, w przypadku grup kapitałowych, udziałowców mniejszościowych. Aby otrzymać wartość kapitału własnego, należy więc wartość firmy obniżyć o wartość udziałów mniejszościowych i długu netto. W przypadku wykorzystania podejścia FCFE, otrzymana wielkość stanowi wartość kapitału własnego przed korektą o aktywa nieoperacyjne (np. gotówka).

Należy podkreślić, iż wartość bieżąca wartości rezydualnej przyszłych wolnych przepływów pieniężnych wraz z wartością bieżącą wolnych przepływów pieniężnych w okresie projekcji pozwala oszacować wartość rynkową przedsiębiorstwa przy założeniu płynności akcji/udziałów oraz przy założeniu posiadania pakietu kontrolnego. W przypadku braku płynności lub kontroli nad przedsiębiorstwem, należy dokonać korekt otrzymanej wartości. Poniżej znajduje się definicja wolnych przepływów pieniężnych do właścicieli (FCFE):

	EAT (zysk netto)
<i>plus:</i>	Amortyzacja
<i>minus:</i>	Wzrost kapitału obrotowego netto finansowany kapitałem własnym
<i>plus:</i>	Inne pozycje niepieniężne
<i>minus:</i>	Nakłady inwestycyjne finansowane kapitałem własnym
<i>plus:</i>	Wzrost wartości długu oprocentowanego
	= Wolne przepływy pieniężne do właścicieli

Definicja wolnych przepływów pieniężnych do przedsiębiorstwa (FCFF) wygląda w następujący sposób:

	EBIT (zysk przed oprocentowaniem i opodatkowaniem)
<i>minus:</i>	podatek dochodowy
<i>plus:</i>	Amortyzacja
<i>minus:</i>	Wzrost kapitału obrotowego netto
<i>minus:</i>	Nakłady inwestycyjne
<i>plus:</i>	Inne pozycje niepieniężne
	= Wolne przepływy pieniężne do przedsiębiorstwa

Przepływy pieniężne, będące podstawą oszacowania wartości w podejściu dochodowym, są sprowadzane do wartości bieżącej za pomocą dyskontowania odpowiednią dla danego składnika aktywów stopą dyskontową, a następnie sumowane, według poniższego wzoru:

$$EV = \sum_{i=1}^t \frac{CF_i}{(1+k)^i} + \frac{RV}{(1+k)^t}$$

gdzie:

EV – wartość przedsiębiorstwa

t – liczba okresów szczegółowej prognozy,

k – stopa dyskontowa,

CF_i – przepływ będący podstawą oszacowania wartości przedsiębiorstwa (FCFF, FCFE) w okresie i ,

RV – wartość rezydualna.

Wartość rezydualna stanowi zsumowaną wartość wszystkich przepływów, które wystąpią po okresie szczegółowej prognozy na koniec okres prognozy. Uzyskuje się ją poprzez zastosowanie poniższego wzoru:

$$RV = \frac{CF_t \cdot (1 + g)}{(k - g)}$$

gdzie:

RV – wartość rezydualna,

CF_t – przepływ z tytułu opłaty licencyjnej w okresie t ,

g – stopa wzrostu przepływów po okresie szczegółowej prognozy,

k – stopa dyskontowa.

Stopa dyskonta dla wyceny z wykorzystaniem wolnych przepływów dla przedsiębiorstwa (FCFF) to średnioważony ważony koszt kapitału (WACC) przedstawia się następująco:

$$WACC = K_d * w_d * (1 - T) + K_e * w_e$$

gdzie:

$WACC$ *średnioważony koszt kapitału (Weighted Average Cost of Capital)*

K_d *koszt kapitału dłużnego*

w_d *poziom kapitału dłużnego jako procent sumy kapitałów własnych i kapitału dłużnego (kapitał zainwestowany)*

K_e	<i>koszt kapitału własnego</i>
w_e	<i>kapitały własne jako procent sumy kapitałów własnych i kapitału dłużnego</i>
T	<i>stawka podatku dochodowego od firm</i>

Przy obliczaniu wymaganej nominalnej stopy zwrotu na kapitałach własnych K_e jak również jako stopę dyskonta dla wyceny z wykorzystaniem wolnych przepływów dla właścicieli (FCFE), najczęściej wykorzystywany jest model wyceny dóbr kapitałowych (*Capital Asset Pricing Model, CAPM*). Przy zastosowaniu tego modelu koszt kapitałów własnych wynosi:

$$K_e = r_f + \beta * (r_m - r_f) + r_s$$

gdzie:

r_f	<i>stopa zwrotu z papierów wartościowych pozbawionych ryzyka</i>
β	<i>beta, systematyczne ryzyko firmy</i>
$(r_m - r_f)$	<i> premia za ryzyko rynkowe</i>

Należy również mieć na uwadze, że na wysokość bety wpływa struktura finansowania danego podmiotu, co wyraża się wzorem:

$$\beta_l = \beta_u * (1 + \frac{D}{E} * (1 - T))$$

gdzie:

β_l	<i>ryzyko systematyczne firmy korzystającej z długu</i>
β_u	<i>ryzyko systematyczne firmy niekorzystającej z długu</i>
D/E	<i>stosunek wartości długu do kapitałów własnych firmy</i>
T	<i>stawka podatku dochodowego od firm</i>

Wartość bety nielewarowanej wylicza się zazwyczaj na podstawie współczynników właściwych dla porównywalnych podmiotów notowanych na rynkach publicznych, które poddaje się delewarowaniu w oparciu o wskaźnik D/E dla danego podmiotu, lub korzysta się ze zbiorczych danych dotyczących branży deweloperskiej w Polsce.

1.6. Metodyka wyceny w podejściu majątkowym (metoda skorygowanych aktywów netto)

Metoda skorygowanych aktywów netto polega na wyznaczeniu wartości godziwej (rozumianej zgodnie z Ustawą o rachunkowości z dnia 29 września 1994 r., z późniejszymi zmianami, Art. 28. pkt 6) posiadanych przez dane przedsiębiorstwo składników majątku. Do tego celu najczęściej angażuje się

odpowiednich rzeczoznawców. Przeszacowania przez nich dokonywane dotyczą przede wszystkim aktywów trwałych oraz zapasów. Nie należy zapominać o tym, że również należności i zobowiązania mogą wymagać odpowiedniej korekty. W przypadku należności należy wziąć pod uwagę korektę z tytułu nieściągalnych należności. Przede wszystkim powinna ona dotyczyć należności przeterminowanych. Uogólnione równanie metody skorygowanych aktywów netto przedstawia się w następujący sposób:

$$W_p = (A + K_A) - (P_o + K_{P_o})$$

gdzie:

W_p *wartość przedsiębiorstwa,*

A *wartość księgową aktywów,*

K_A *korekta wartości księgowej aktywów,*

P_o *wartość księgową pasywów obcych,*

K_{P_o} *korekta wartości księgowej pasywów obcych*

Warto zaznaczyć, że wartość godziwa jest wartością teoretyczną, która nie zawsze musi być zgodna z wartością po jakiej transakcja sprzedaży doszłaby do skutku. W niektórych opracowaniach wartość godziwą uznaje się nawet jako jedynie koncepcję wyceny, podkreślając jej wręcz filozoficzną naturę. Główne założenia wartości godziwej stanowią, że oba podmioty są w równym stopniu zainteresowane transakcją, są odpowiednio poinformowane i niepowiązane. W praktyce, jeśli nie istnieje zorganizowany rynek, sytuacja taka bardzo rzadko zachodzi. Nawet w przypadku występowania zorganizowanego rynku często stwierdza się występowanie odchyleń od wartości godziwej.

Wycenę metodą skorygowanych aktywów netto przeprowadza się w praktyce w celu wykonania testu na utratę wartości przedsiębiorstwa. Przy tej wycenie zakłada się kontynuację działalności przedsiębiorstwa i szczególnie istotne jest w niej oszacowanie wartości firmy. Może być ona również stosowana w przypadku szacowania wartości likwidacyjnej przedsiębiorstwa, jeśli założy się brak kosztów upłynnienia majątku, co w praktyce występuje, jeśli właściciele rozważają likwidację, mimo że nie ma przesłanek co do zagrożenia kontynuacji działalności.

1.7. Wybór metody wyceny

Przedmiotem wyceny jest oszacowanie wartości godziwej ceny akcji Spółki na potrzeby ustalenia ceny pośredniego nabycia zgodnie z art. 79a ust. 2. Ustawy o Ofercie. Akcje te według obowiązujących regulacji rachunkowych stanowią aktywa finansowe. Wycena powinna być przeprowadzona do wartości

godziwej tj. wartości po jakiej dwie dobrze poinformowane, niepowiązane strony mogłyby dokonać transakcji wymiany.

Zgodnie z Ustawą o rachunkowości art. 28 ust. 6:

„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, niepowiązanymi ze sobą stronami. Wartość godziwą instrumentów finansowych znajdujących się w obrocie na aktywnym rynku stanowi cena rynkowa pomniejszona o koszty związane z przeprowadzeniem transakcji, gdyby ich wysokość była znacząca. Cenę rynkową aktywów finansowych posiadanych przez jednostkę oraz zobowiązań finansowych, które jednostka zamierza zaciągnąć, stanowi zgłoszona na rynku bieżąca oferta kupna, natomiast cenę rynkową aktywów finansowych, które jednostka zamierza nabyć, oraz zaciągniętych zobowiązań finansowych stanowi zgłoszona na rynek bieżąca oferta sprzedaży.”

Podobnie wartość godziwą definiują zapisy Międzynarodowego Standardu Sprawozdawczości Finansowej („MSSF”) 13 Wycena wartości godziwej (par. 2):

„Wartość godziwa nie jest wyceną specyficzną dla danej jednostki, lecz wyceną opartą na danych rynkowych. W przypadku niektórych aktywów i zobowiązań może istnieć dostęp do obserwowalnych transakcji rynkowych lub informacji rynkowych. W przypadku innych aktywów i zobowiązań obserwowalne transakcje rynkowe lub informacje rynkowe mogą nie być dostępne. W obydwu przypadkach **cel wyceny godziwej wartości jest jednak taki sam – chodzi o oszacowanie, jaka byłaby cena w transakcji przeprowadzonej na zwykłych warunkach zbycia składnika aktywów lub przeniesienia zobowiązania między uczestnikami rynku w dniu wyceny i w aktualnych warunkach rynkowych (tj. cena wyjścia na dzień wyceny z perspektywy uczestnika rynku, który posiada składnik aktywów lub ma zobowiązanie).**”

Zgodnie z Rozporządzeniem Ministra Finansów z dnia 12 grudnia 2001 r. w sprawie szczegółowych zasad uznawania, metod wyceny, zakresu ujawniania i sposobu prezentacji instrumentów finansowych:

„§ 14. 1. Aktywa finansowe, w tym zaliczone do aktywów instrumenty pochodne, wycenia się nie później niż na koniec okresu sprawozdawczego, w wiarygodnie ustalonej wartości godziwej bez jej pomniejszania o koszty transakcji, jakie jednostka poniosłaby, zbywając te aktywa lub wyłączając je z ksiąg rachunkowych z innych przyczyn, chyba że wysokość tych kosztów byłaby znacząca.

§ 15. Za wiarygodną uznaje się wartość godziwą ustaloną w szczególności drogą:

- 1) wyceny instrumentu finansowego po cenie ustalonej w aktywnym obrocie regulowanym, zaś informacje o tej cenie są ogólnie dostępne;
- 2) oszacowania dłużnych instrumentów finansowych przez wyspecjalizowaną, niezależną jednostkę świadczącą tego rodzaju usługi, przy czym możliwe jest rzetelne oszacowanie przepływów pieniężnych związanych z tymi instrumentami;
- 3) zastosowania właściwego modelu wyceny instrumentu finansowego, a wprowadzone do tego modelu dane wejściowe pochodzą z aktywnego obrotu regulowanego;
- 4) oszacowania ceny instrumentu finansowego, dla którego nie istnieje aktywny obrót regulowany, na podstawie publicznie ogłoszonej, notowanej w aktywnym obrocie regulowanym ceny nieróżniącego się istotnie, podobnego instrumentu finansowego, albo cen składników złożonego instrumentu finansowego;
- 5) oszacowania ceny instrumentu finansowego za pomocą metod estymacji powszechnie uznanych za poprawne.”

Zawarte w par. 15 rozporządzenia metody wyceny są wymienione w tzw. hierarchii ważności zasad wyceny (hierarchii wartości godziwej) określonej przez MSSF 13, a także w rozporządzeniu Ministra Finansów, Funduszy i Polityki Regionalnej z dnia 28 grudnia 2020 r. zmieniającego rozporządzenie w sprawie szczególnych zasad rachunkowości funduszy inwestycyjnych. Zgodnie z tymi dokumentami wycena powinna być przeprowadzona według najwyższej możliwej hierarchii. Zgodnie z art. 24 rozporządzenia Ministra Finansów, Funduszy i Polityki Regionalnej z dnia 28 grudnia 2020 r. zmieniającego rozporządzenie w sprawie szczególnych zasad rachunkowości funduszy inwestycyjnych:

„1. Za wiarygodnie oszacowaną wartość godziwą składnika lokat uznaje się:

- 1) cenę z aktywnego rynku (poziom 1 hierarchii wartości godziwej);
- 2) w przypadku braku ceny, o której mowa w pkt 1, cenę otrzymaną przy zastosowaniu modelu wyceny, gdzie wszystkie znaczące dane wejściowe są obserwowalne w sposób bezpośredni lub pośredni (poziom 2 hierarchii wartości godziwej);
- 3) w przypadku braku ceny, o której mowa w pkt 1 i 2, wartość godziwą ustaloną za pomocą modelu wyceny opartego o dane nieobserwowalne (poziom 3 hierarchii wartości godziwej).”

Analogiczne przepisy znajdują się w zapisach Międzynarodowego Standardu Sprawozdawczości Finansowej 13 Wycena wartości godziwej:

„72. W celu zwiększenia spójności i porównywalności wycen wartości godziwej i powiązanych ujawnianych informacji w niniejszym standardzie ustanowiono hierarchię klasyfikacji na trzech poziomach (zob. paragrafy 76–90) danych wejściowych na potrzeby technik wyceny stosowanych do wyceny wartości godziwej. W hierarchii wartości godziwej najwyższy priorytet nadano cenom notowanym (niepodlegającym korekcie) na rynkach aktywnych za identyczne aktywa lub zobowiązania (dane wejściowe na poziomie 1), zaś najniższy priorytet – nieobserwowalnym danym wejściowym (dane wejściowe na poziomie 3).”

W analizowanym przypadku oznacza to, że zarówno polskie jak również międzynarodowe przepisy w zakresie wyceny w przypadku spółki notowanej na aktywnym rynku oczekują, iż wycena będzie przeprowadzona w oparciu o kurs giełdowy, jeżeli rynek ten można uznać za aktywny.

Zgodnie z par. 2 punkt 19 rozporządzenia w sprawie szczególnych zasad rachunkowości funduszy inwestycyjnych przez aktywny rynek rozumie się rynek, na którym transakcje dotyczące danego składnika aktywów lub zobowiązania odbywają się z dostateczną częstotliwością i mają dostateczny wolumen, aby dostarczać bieżących informacji na temat cen tego składnika aktywów lub zobowiązania, w tym rynki giełdowe, rynki pośredników, rynki brokerskie i rynki transakcji bezpośrednich, które cechują się taką częstotliwością i wolumenem.

W związku z faktem pośredniego nabycia akcji Spółki w transakcji z 23 stycznia 2024 roku w formie nabycia 99 udziałów (99% głosów) w HM Holding sp. z o.o. będącej w posiadaniu 1 082 243 sztuk Akcji Spółki (dalej „Pakiet Akcji”) za cenę 4.950 zł, która w naszej ocenie znacznie odbiega od wyceny rynkowej posiadanych aktywów, zasadne wydaje się być oszacowanie ceny pośredniego nabycia poprzez oszacowanie wartości godziwej wartości kapitałów własnych HM Holding sp. z o.o. Z uwagi na fakt, że udziały HM Holding sp. z o.o. nie są notowane na aktywnym rynku a jedynym przedmiotem jej działalności jest zarządzanie Pakietem Akcji, wycena udziałów w HM Holding sp. z o.o. musi być przeprowadzona hierarchią 3 wartości godziwej przy zastosowaniu modelu wyceny, gdzie większość znaczących danych wejściowych nie jest obserwowalna w sposób bezpośredni lub pośredni. W przypadku oszacowania wartości godziwej kapitałów własnych (100% udziałów) HM Holding Sp. z o.o. zasadne wydaje się być zastosowanie metody skorygowanych aktywów netto z wykorzystaniem korekty wyceny posiadanego Pakietu Akcji za pomocą różnicy wyceny księgowej Pakietu Akcji (długoterminowych aktywów finansowych w posiadaniu HM Holding sp. z o.o.) w stosunku do oszacowania wartości godziwej Pakietu Akcji Spółki na Datę Wyceny zgodnie z metodą wyceny wybraną do oszacowania wartości godziwej akcji Spółki przeprowadzonego hierarchią 2 wartości godziwej przy zastosowaniu metody porównawczej. Oszacowanie ceny pośredniego nabycia akcji Spółki powinno się

odbyć poprzez podzielenie ceny transakcyjnej za 100% udziałów w HM Holding sp. z o.o. skorygowanej o wartość godziwą aktywów netto innych niż akcje Spółki przez liczbę akcji Spółki posiadanych przez HM Holding sp. z o.o. w chwili transakcji na dzień 23 stycznia 2024 roku.

Akcje Spółki są notowane na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych i wchodzą m.in. w skład indeksu WIG, jednak w wyniku transakcji z dnia 23 stycznia 2024 roku liczba akcji w wolnym obrocie (*free float*) spadła poniżej progu 5%, a wartość akcji w wolnym obrocie spadła poniżej 1 mln Euro (na dzień 23.01.2024), co wskazuje że rynek giełdowy dla akcji Spółki nie można uznać za aktywny. W konsekwencji wycena akcji Spółki musi być przeprowadzona hierarchią 2 wartości godziwej przy zastosowaniu modelu wyceny, gdzie wszystkie znaczące dane wejściowe są obserwowalne w sposób bezpośredni lub pośredni.

W przypadku wyceny akcji Spółki zidentyfikowaliśmy spółki porównywalne notowane na GPW S.A. w Warszawie, prowadzące działalność w obszarze i skali zbliżonej do działalności Spółki. Zidentyfikowanie takiej grupy porównawczej jest warunkiem koniecznym do zastosowania wyceny metodą mnożników rynkowych. W przypadku Spółki grupa porównawcza jest wystarczająco liczna i reprezentatywna, co umożliwi wycenę wartości Spółki metodą mnożników rynkowych na podstawie spółek publicznych.

Reasumując, w przypadku wyceny wartości godziwej akcji HM Inwest S.A. zasadne jest zastosowanie metody mnożników rynkowych (metody porównawczej). Dodatkowo w celu wyceny wartości godziwej ceny akcji HM Inwest S.A. w ramach pośredniego nabycia zasadne się wydaje dodatkowo zastosowanie metody skorygowanych aktywów netto dla wyceny wartości godziwej nabycia udziałów HM Holding sp. z o.o. w ramach transakcji z dnia 23 stycznia 2024 roku.

2. Część szczegółowa

2.1. Profil działalności Spółki

Grupa Kapitałowa prowadzi działalność deweloperską na rynku warszawskim, poznańskim jak również w Hiszpanii w miejscowości Vilanova i La Geltru. W pierwszym kwartale 2023 roku Grupa Kapitałowa zbyła spółkę HM Factory sp. z o.o., której działalność polegała na produkcji prefabrykowanych elementów żelbetowych do budownictwa mieszkaniowego i przemysłowego, tym samym od I kwartału 2023 jedynym segmentem Grupy Kapitałowej jest działalność deweloperska.

Spółka jest spółką dominującą w Grupie Kapitałowej HM Inwest S.A. (dalej „Grupa”). Podstawowym przedmiotem działalności Spółki jako dominującej jest realizacja projektów budowlanych związanych ze wznoszeniem budynków poprzez spółki celowe.

W skład Grupy na dzień na 30.09.2023 r. wchodzi Spółka i 15 spółek zależnych. Wszystkie jednostki zależne zostały utworzone na czas nieokreślony i podlegają konsolidacji.

Tabela 1. Spółki zależne w Grupie

Lp.	Podmiot- spółki zależne	Siedziba	Udział Spółki	Profil działalności
1	JP Development Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością Poznań Karpia Sp.k.	Warszawa	99%	Działalność deweloperska
2	JP Development Sp. z o.o.	Warszawa	100%	Działalność deweloperska
3	JP Development Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością St@rtap Poznań Sp.k	Warszawa	99%	Działalność deweloperska
4	HM PROJECT sp. z o.o.	Warszawa	100%	Działalność deweloperska
5	HM Construction sp. z o.o.	Warszawa	100%	Generalny wykonawca inwestycji
6	JP Development Sp. z o.o. Poznań Niemena Sp.k.	Warszawa	99%	Działalność deweloperska
7	JP Development Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością Horyzont Poznań Sp.k	Warszawa	99%	Działalność deweloperska
8	Osiedle Wiklinowa Sp. z o. o.	Warszawa	100%	Działalność deweloperska
9	Osiedle Wieniawa Sp. z o. o.	Warszawa	100%	Działalność deweloperska
10	Osiedle Botaniczne Sp. z o. o.	Warszawa	100%	Działalność deweloperska
11	Biedrusko Inwest Sp. z o.o. (dawniej: Osiedle Leśne Warszawa Sp. z o. o.)	Warszawa	100%	Działalność deweloperska

12	Nowa Łacina 6 Sp. z o. o.	Warszawa	100%	Działalność deweloperska
13	Jasielska Inwest Sp. z o. o.	Warszawa	100%	Działalność deweloperska
14	SITGES QUALITY DEVELOPMENTS S.L. (w Hiszpanii)	Hiszpania Sitges	70%	Działalność deweloperska
15	Ptasia Inwest Sp. z o. o. (dawniej: St@rtAp Wiśła Sp. z o.o.)	Warszawa	100%	Działalność deweloperska

Źródło: Skonsolidowany Raport Śródroczny HM INWEST S.A. za III kwartały 2023 r.

Podstawowym przedmiotem działalności Spółek w Grupie jest realizacja projektów budowlanych związanych ze wznoszeniem budynków.

Firma HM Construction Sp. z o.o. świadczy usługi budowlane dla innych spółek w Grupie. Projekty inwestycyjne w Hiszpanii realizowane są przez spółkę zależną: SitgesQuality Developments S.L.

Tabela 2. Aktualnie realizowane projekty deweloperskie przez Spółkę

Nazwa projektu	Lokalizacja	Wielkość inwestycji	Termin rozpoczęcia budowy	Termin zakończenia budowy	Liczba lokali
Jasielska 8C	Poznań, ul. Jasielska 8C	8 038,63 m ² PUM + 410,64 m ² PUU (etap I) 9 970,33 m ² PUM (etap II) Razem: 18 419,6 m ²	rozpoczęto	IV Q 2024 (etap I)	166 (etap I)
Symfonia Ptasia 28	Poznań, ul. Ptasia 28	6.882 PUM + 628 PUU Razem: 7 510 m ²	rozpoczęto	IV Q 2025	118
Biedrusko	Gmina Suchy Las	-	-	-	48 budynków jednorodzinnych w zabudowie szeregowej oraz 5 budynków wielorodzinnych z lokalami mieszkalnymi
Casernes	Hiszpania, Vilanova i la Geltru Carrer Casernes	1 950 m ²	rozpoczęto	II Q 2024	40
Residencial Tennis	Hiszpania, Vilanova i la Geltru	1 826 m ²	rozpoczęto	I Q 2025	16
Ametller 8	Hiszpania, Vilanova i la Geltru	408 m ²	I Q 2024	II Q 2025	8

Źródło: Spółka

2.2. Analiza danych finansowych

Realizacje deweloperskie są prowadzone przez spółki zależne od Spółki, zatem do oceny Spółki konieczna jest analiza skonsolidowanych sprawozdań finansowych Grupy. Ostatnie dostępne skonsolidowane sprawozdania finansowe Spółka opublikowała 29 listopada 2023 roku według stanu na dzień 30 września 2023 roku. Sprawozdania skonsolidowane Spółki sporządzone są zgodnie z MSSF, sprawozdania na dzień 30 września 2023 roku nie podlegały badaniu ani przeglądowi przez biegłego rewidenta. Ostatnie sprawozdanie biegłego rewidenta z badania sprawozdania finansowego na dzień 31 grudnia 2022 roku nie zawiera modyfikacji. Zakładamy zatem że sprawozdania finansowe Spółki i jej grupy kapitałowej prawidłowo i rzetelnie prezentują jej sytuację majątkową i finansową.

Grupa działa w sektorze deweloperskim, którego działalność charakteryzuje się typowym i stosunkowo długim procesem inwestycyjnym (ok. 2-3 lata), z którego przychody wykazywane są dopiero w momencie zakończenia inwestycji. W związku z tym, rachunek wyników spółek działających w branży z reguły odznacza się okresami wysokiego przychodu (kiedy inwestycje są kończone) naprzemiennie z okresami, w których przychód był wyraźnie niższy, w zależności od danego cyklu w Spółce.

Tabela 3. Skonsolidowane dane Spółki z rachunku zysków i strat

w tys. 'PLN	2020	2021	2022	3Q2022	3Q2023	zmiana (rdr)
Przychody ze sprzedaży	106 581,4	184 788,5	92 548,4	11 470,2	212 473,1	1752,4%
Koszt własny sprzedaży	-85 754,8	-143 495,3	-73 035,1	-6 487,1	-171 868,4	2549,4%
Zysk (strata) brutto na sprzedaży	20 826,6	41 293,2	19 513,3	4 983,0	40 604,7	714,9%
Koszty sprzedaży i reklamy	-4 950,6	-6 631,5	-3 857,8	-2 620,6	-4 561,7	74,1%
Koszty ogólnego zarządu	-7 825,1	-9 217,3	-7 614,4	-4 821,9	-4 752,3	-1,4%
Inne przychody	539,9	3 246,4	1 665,7	139,7	802,9	474,7%
Inne koszty	-619,1	-627,6	-721,9	-1 243,5	-526,0	-57,7%
Zysk (strata) z działalności operacyjnej	7 971,8	28 063,2	8 985,0	-3 563,3	31 567,5	985,9%
Przychody finansowe	586,0	3 026,3	1 901,0	4 226,9	921,4	-78,2%
Koszty finansowe	-4 950,8	-5 042,6	-12 134,7	-7 564,2	-7 418,1	1,9%
Zysk przed opodatkowaniem	3 607,0	26 046,8	-1 248,7	-6 900,7	25 070,9	463,3%
Podatek dochodowy	-527,8	-5 617,1	-1 998,5	-57,9	-2 930,5	4959,3%
Zysk (strata) z działalności kontynuowanej	3 079,2	20 429,8	-3 247,2	-6 958,6	22 140,4	418,2%
Zysk (strata) z działalności zaniechanej	b/d	b/d	b/d	2 173,5	11 978,2	451,1%
Zysk (strata) netto	3 079,2	20 429,8	-3 247,2	-4 785,2	34 118,6	813,0%

Źródło: Skonsolidowany Raport Roczny HM INWEST S.A. za 2022 r.,
Skonsolidowany Raport Śródroczny HM INWEST S.A. za III kwartały 2023 r.

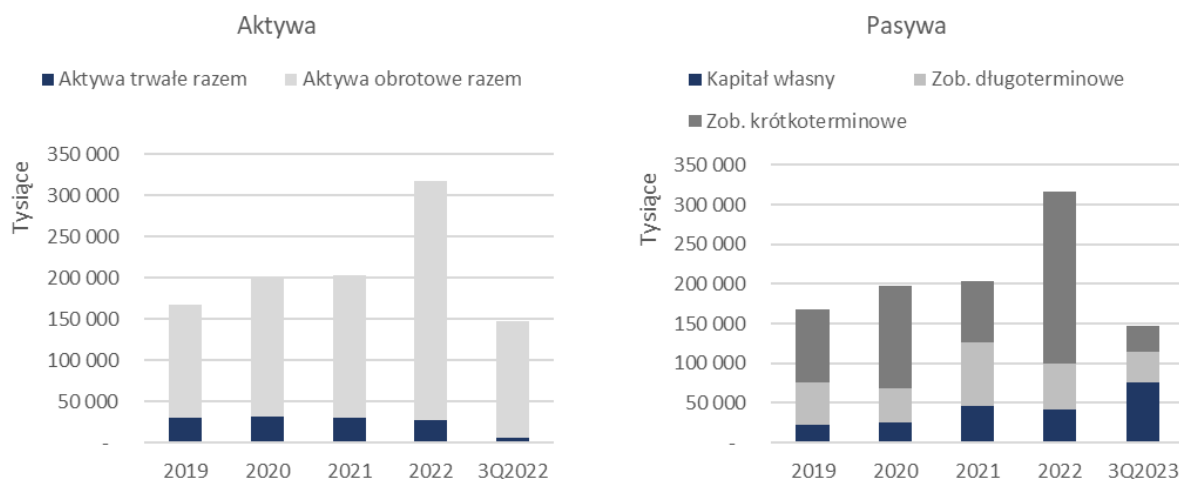
W okresie pierwszych 3Q 2023 roku, Grupa realizowała i komercjalizowała projekty inwestycyjne w Poznaniu oraz Warszawie a także projekty zagraniczne: Oasis, Casernes i Tennis w hiszpańskiej Katalonii. Łączny przychód za 3Q 2023r. wyniósł 212,5 mln zł (wzrost o 17x rdr) i był

najwyższy w dotychczasowej działalności Grupy. W tej pozycji ujęte są również 3 transakcje sprzedaży gruntów z pozwoleniem na budowę: Warszawa ul. Leszczyńskiego i ul. Wiklinowa oraz Wisła. Wartość przychodów ze sprzedaży z tych 3 projektów wyniosła 28,9 mln zł.

Za pierwsze 3Q2023 roku Grupa zanotowała zysk z działalności operacyjnej wynoszący 31,6 mln zł (vs -3,6 mln zł w analogicznym okresie roku poprzedniego, 9,0 mln zł w całym 2022 roku, 28,1 mln zł w 2021 roku oraz 8,0 mln zł w 2020 roku), a także zysk netto wynoszący 34,1 mln zł (vs -4,8 mln zł w ciągu trzech pierwszych kwartałów 2022 roku, -3,2 mln zł w całym 2022 roku, 20,4 mln zł w 2021 roku oraz 3,1 mln zł w 2020 roku). Wpływ na ostateczny wynik netto miała również pozycja zysku z działalności zaniechanej, która wyniosła 11,98 mln zł i wynikała ze sprzedaży i ostatecznego rozliczenia 94% udziałów w kapitale zakładowym HM Factory Sp. z o.o. (tj. wszystkich posiadanych przez HM Inwest S.A.). W momencie sprzedaży, aktywa netto wynosiły 6,4 mln zł. Strata w 2022r. wynikała z faktu prowadzenia inwestycji deweloperskich i ponoszonych kosztów, które zakończone zostały w roku 2023. W 2022 r. nastąpił wyraźny wzrost kosztów finansowych związany ze stosunkowo wysokim poziomem zadłużenia finansowego.

Specyfika działalności Spółki wpływa na zmienność i wysokość aktywów i pasywów, które zależą od etapu prac budowlanych na poszczególnych projektach deweloperskich.

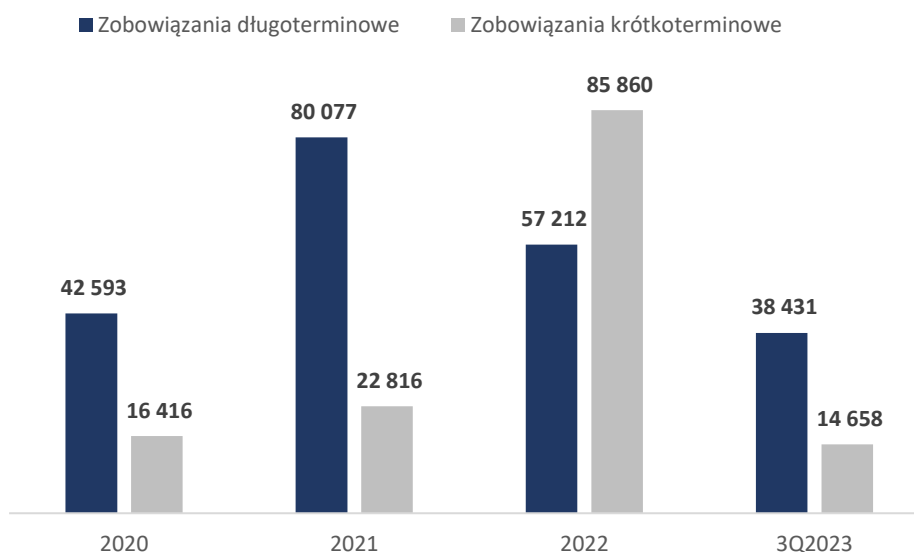
Wykres 1. Bilans skonsolidowany Spółki w latach 2019-2023



Źródło: Skonsolidowany Raport Roczny HM INWEST S.A. za 2022 r.,
Skonsolidowany Raport Śródroczny HM INWEST S.A. za III kwartały 2023 r.

Wykres 2. Zadłużenie finansowe Spółki

Zobowiązania z tytułu emisji papierów wartościowych, pożyczek i kredytów (w tys. PLN)



Źródło: Skonsolidowany Raport Roczny HM INWEST S.A. za 2022 r.,
Skonsolidowany Raport Śródroczny HM INWEST S.A. za III kwartały 2023 r.

Tabela 4. Zestawienie podstawowych wskaźników finansowych

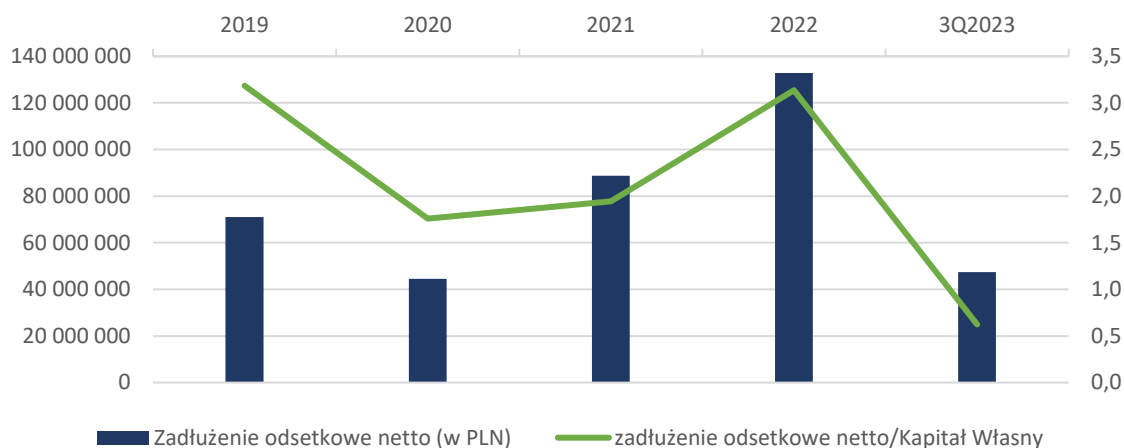
	2020	2021	2022	3Q2023
Rentowność sprzedaży	19,5%	22,3%	21,1%	19,1%
Rentowność EBIT	7,5%	15,2%	9,7%	14,9%
Rentowność EBITDA	9,8%	16,5%	12,1%	14,9%
Rentowność brutto	3,4%	14,1%	-1,3%	11,8%
Rentowność netto	2,9%	11,1%	-3,5%	16,1%
ROA	1,6%	10,2%	-1,2%	23,1%
ROE	12,9%	57,6%	-7,4%	44,9%
EBITDA/Odsetki	3,1	10,1	1,3	5,4
Zobowiązania ogółem/Aktywa	87%	77%	87%	48%
Zobowiązania ogółem/Kapitał Własny	683%	345%	647%	94%
DN/EBITDA	4,24	2,91	11,84	1,50
DN/Kapitał Własny	1,76	1,94	3,14	0,62
Gotówka/Krótkoterminowy dług odsetkowy	88%	62%	12%	39%
Płynność bieżąca	1,28	2,24	1,33	4,31
Płynność szybka	0,22	0,61	0,19	0,64
Płynność gotówkowa	0,11	0,18	0,05	0,17

Źródło: Obliczenia własne na podstawie Skonsolidowany Raport Roczny HM INWEST S.A. za 2022 r., Skonsolidowany Raport Śródroczny HM INWEST S.A. za III kwartały 2023r.

Grupa w pierwszych 3Q2023 roku uzyskała rentowność z działalności operacyjnej na poziomie 14,9% (vs 9,7% w 2022 r.), natomiast rentowność zysku netto była najwyższa w analizowanym okresie i wyniosła 16,1% (vs -3,5% w 2022 r.), na co największy wpływ miały sprzyjające warunki rynkowe dla branży nieruchomościowej w 2023 roku, pozwalające uzyskać wysoką sprzedaż przy relatywnie niższych

dotychczasowej działalności Spółki. dodatkowych nakładach np. marketingowych lub rabatach dla kupujących. Wskaźniki rentowności aktywów oraz kapitałów własnych również były wysokie i wyniosły kolejno 23,1% (vs -1,2% w 2022 r.) oraz 44,9% (vs -7,4% w 2022 r.). Bieżący rok był najlepszy pod względem rentowności w dotychczasowej działalności Spółki.

Wykres 3. Wskaźniki zadłużenia kapitałów własnych Spółki w latach 2019-2023



Źródło: Obliczenia własne na podstawie Skonsolidowany Raport Roczny HM INWEST S.A. za 2022 r., Skonsolidowany Raport Śródroczny HM INWEST S.A. za III kwartały 2023r.

Z uwagi na zakończenie części projektów inwestycyjnych i związaną z tym częściową spłatę zadłużenia oraz zaksięgowany zysk zwiększający poziom kapitałów własnych, w 3Q2023 roku poziom wskaźnika długu netto do kapitałów własnych osiągnął najniższy w analizowanym okresie poziom 0,62. Wskaźnik ten pokazuje, że poziom zadłużenia Grupy jest obecnie na relatywnie niskim poziomie.

2.3. Wycena w podejściu mnożników rynkowych

Tabela 5. Spółki porównywalne

Podmiot porównywalny	Inpro SA	Archicom SA	Marvipol Development SA	Lokum Deweloper SA	Wikana SA
Symbol	INP	ARH	MVP	LKD	WIK
Nazwa skrókowa	INPRO	ARCHICOM	MARVIPOL	LOKUM	WIKANA
ISIN	PLINPRO00015	PLARHCM00016	PLMRVDV00011	PLLKMDW00049	PLELPO000016
Dominująca działalność	Deweloper mieszkaniowy	Deweloper mieszkaniowy	Deweloper mieszkaniowy	Deweloper mieszkaniowy	Deweloper mieszkaniowy
Rynek notowań	GPW Rynek Główny	GPW Rynek Główny	GPW Rynek Główny	GPW Rynek Główny	GPW Rynek Główny
Marża EBITDA	25.23%	25.65%	24.91%	30.54%	25.20%
Dług Netto / Wartość Księgowa	0.31	0.14	0.33	0.27	0.28
Przychody w tys. zł (ostatnie 12M)	388 653	437 101	531 638	439 297	92 170

	HM Inwest SA
Marża EBITDA	15.67%
Dług Netto / Wartość Księgowa	0.62
Przychody w tys. zł (ostatnie 12M)	244 083

Źródło: opracowanie własne na podstawie informacji publikowanych na strona internetowych spółek porównywalnych.

W wycenie zastosowaliśmy dwa mnożniki rynkowe z następującymi wagami:

- EV/EBITDA – waga 50%
- P/BV – waga 50%

Zastosowane mnożniki i ich wagi wynikają z następujących czynników:

- w praktyce preferowanymi mnożnikiem jest EV/EBITDA, gdyż uwzględnia rentowność przedsiębiorstwa i nie jest uzależniony od poziomu zadłużenia Spółki, który ulega dużym wahaniom w trakcie cyklu inwestycyjnego;
- dodatkowo w przypadku Spółki zasadne jest wykorzystanie wskaźnika P/BV, który nie zależy od etapu cyklu inwestycyjno-budowlanego, czy też poziomu zadłużenia. Wskaźnik najczęściej wykorzystywany dla sektora finansowego i ;

stąd w związku z możliwością ich zastosowania do wyceny Spółki zdecydowaliśmy o użyciu jedynie tych dwóch wskaźników i nadaniu im równych wag.

Dwa pozostałe mnożniki tj. P/E i EV/S nie zostały użyte z następujących powodów:

- mnożnik P/E uwzględnia rentowności przedsiębiorstwa, ale jest bardzo podatny na stosowną politykę rachunkowości oraz zmienność przychodów w trakcie długich cykli inwestycyjnych jak również wpływ niepowtarzalnych transakcji które mają wpływ na wynik netto, jak działalność zaniechana, sprzedaż działek z banku ziemi lub przeszacowania nieruchomości inwestycyjnych.
- mnożnik EV/S nie uwzględnia rentowności przedsiębiorstwa i jest częściej stosowany w przypadku niemożności zastosowania innych mnożników np. P/E, EV/EBITDA w przypadku, gdy spółka odnotowuje straty. Dodatkowo wskaźnik jest bardzo podatny na wysoką zmienność przychodów w długim cyklu inwestycyjnym co ma miejsce w przypadku Spółki.

Dla wybranych spółek porównywalnych wartości mnożników finansowych zostały obliczone dla każdej ze spółek porównywalnych dla najbardziej aktualnego okresu czterech kwartałów na podstawie opublikowanych skróconych śródrocznych skonsolidowanych sprawozdań finansowych za okres kończący się 30 września 2023 roku oraz rocznych skonsolidowanych sprawozdań finansowych za rok kończący się 31 grudnia 2022 oraz na podstawie notowań akcji tych spółek z 23 stycznia 2024 roku. Następnie wyliczono medianę dla każdego z mnożników.

Tabela 6. Wyliczone mnożniki rynkowe dla porównywalnych spółek na dzień 23.01.2024.

Spółka porównywalna	EV/S	EV/EBITDA	P/E	P/BV
Inpro SA	1.2x	4.8x	5.2x	0.7x
Archicom SA	3.9x	15.2x	17.0x	1.8x
Marvipol Development SA	1.0x	4.2x	3.6x	0.4x
Lokum Deweloper SA	1.3x	4.3x	5.5x	1.0x
Wikana SA	1.5x	5.8x	6.3x	1.1x
1. Kwartył	1.2x	4.3x	5.2x	0.7x
Mediana	1.3x	4.8x	5.5x	1.0x
3. Kwartył	1.5x	5.8x	6.3x	1.1x
HM Inwest SA	0.6x	4.1x	4.3x	1.4x

Źródło: opracowanie własne na bazie danych publikowanych przez spółki porównywalne, Spółkę oraz GPW.

Do wyliczonej w Tabeli 6 mediany mnożników zastosowaliśmy dyskonta za niską płynność i niski *free float*, mniejszy rozmiar w stosunku do spółek porównywalnych oraz premię za zwiększenie poziomu kontroli obecnych akcjonariuszy nad Spółką w wyniku zakupu Akcji. **W efekcie zastosowaliśmy łączne dyskonto w wysokości minus 10%.**

Tabela 7. Zastosowane dyskonta i premia dla mnożników rynkowych.

Zastosowane dyskonta i premia	EV/EBITDA	P/BV
Dyskonto za brak płynności	-10%	
Dyskonto za rozmiar	-10%	
Premia za kontrolę	10%	
Dyskonto za koncentrację	0%	
Mnożniki po dyskoncie	4.35	0.91

* mnożniki po dyskoncie zaokrąglono do 2 miejsc po przecinku.

Źródło: Obliczenia własne

Do odpowiednich wielkości finansowych HM Inwest S.A. zastosowano mnożniki (po ich korekcie o łączne dyskonto w wysokości 10%) w celu oszacowania ceny jednej akcji.

Tabela 8. Wyliczenie wartości godziwej ceny akcji Spółki

Wycena porównawcza HM Inwest	EV/EBITDA	P/BV
Wartość mnożnika po dyskoncie	4.35	0.91
Wartość księgowa w tys. zł	75 958	
Dług netto w tys. zł	47 365	
EBITDA w tys.zł	38 259	
Liczba akcji	2 336 312	
Wycena wartości Spółki (EV) w tys.zł	166 425	
Wycena kapitału własnego w tys.zł		69 122
Wycena akcji	50.70 zł	29.59 zł
Waga	50%	50%
Wartość ceny akcji (ważona)	40.14 zł	

Źródło: Obliczenia własne

Na dzień 23 stycznia 2024 roku wartość ceny akcji Spółki oszacowana metodą mnożników rynkowych wynosi:

40,14 złotych (słownie: czterdzieści złotych 14/100).

2.4. Wycena w podejściu dochodowym

Wycena metodą dochodową ma charakter pomocniczy.

Przedstawiono nam plan finansowy grupy kapitałowej na podstawie którego sporządzono prognozę przepływów pieniężnych oraz wycenę metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych. Model prognostyczny oparto o dane bilansowe na dzień 30 września 2023 roku jedynie dla segmentu deweloperskiego i obejmuje okres od 1 października 2023 roku do 31 grudnia 2027 roku oraz powiększono o wartość rezydualną. Stopę dyskontową oszacowano na 12,05% przy założeniu stopy wolnej od ryzyka na poziomie 5,31% (rentowność 10-letnich polskich obligacji na Datę Wyceny), suma oszacowanych wolnych przepływów pieniężnych netto dla właścicieli (FCFE) bez wartości rezydualnej wynosi 57 026 121 PLN. Oszacowana na dzień 23 stycznia 2024 roku wartość godziwa jednej akcji Spółki metodą dochodową podejściem zdyskontowanych wolnych przepływów pieniężnych netto dla właścicieli (FCFE) wynosi:

53,02 zł złotych (słownie: pięćdziesiąt trzy złote 2/100)

2.5. Cena pośredniego nabycia (wycena w podejściu majątkowym)

Wycena metodą majątkową ma charakter pomocniczy do oszacowania wartości godziwej udziałów w spółce HM Holding sp. z o.o. będących przedmiotem transakcji z dnia 23 stycznia 2024 roku w celu wyznaczenia ceny pośredniego nabycia akcji Spółki zgodnie z art. 79a ust. 2 Ustawy o Ofercie ceny akcji Spółki na Datę Wyceny. Nie były przedmiotem naszej analizy jakiegokolwiek transakcje nabycia akcji przez Wzywającego lub spółkę HM Holding sp. z o.o. po 23 stycznia 2024 roku (jeśli wystąpiły).

Zgodnie z ustawą o rachunkowości HM Holding sp. z o.o. sporządziła na dzień 31 grudnia 2023 roku sprawozdanie finansowe. Spółka jest wehikułem inwestycyjnym, nie prowadzi działalności gospodarczej. Głównymi pozycjami w bilansie są akcje posiadane w HM Inwest S.A. oraz zobowiązania odsetkowe. Główną pozycją w rachunku zysków i strat są koszty odsetkowe dotyczące zobowiązań odsetkowych. Przychody oraz pozostałe koszty w latach 2022-2023 są pomijalne, uważamy zatem iż ustalając wartość godziwą aktywów netto na dzień 23 stycznia 2024 roku nie ma konieczności uwzględniania korekt wyniku finansowego do tego dnia innego niż naliczenie odsetek memoriałowych od zobowiązań odsetkowych.

Zgodnie z wydrukami z rachunku maklerskiego HM Holding sp. z o.o. na dzień 31 grudnia 2023 roku oraz na dzień 23 stycznia 2024 roku posiadała 1 082 243 (słownie: jeden milion osiemdziesiąt dwa tysiące dwieście czterdzieści trzy) akcje HM Inwest S.A. ujętych w historycznej cenie nabycia. Otrzymaliśmy oświadczenie Wzywającego, HM Inwest S.A. oraz HM Holding sp. z o.o. potwierdzające, iż akcje te nie są przedmiotem zastawu ani innych ograniczonych praw rzeczowych podmiotów trzecich (w tym przyrzeczonych umów sprzedaży). W celu oszacowania wartości godziwej tych akcji na dzień 23 stycznia 2023 roku należy doprowadzić historyczną cenę nabycia do wartości godziwej oszacowanej w niniejszym Raporcie z wyceny metodą porównawczą.

Na dzień 31 grudnia 2023 roku ujęte w bilansie zobowiązania odsetkowe są wycenione w wysokości kapitału pożyczek oraz naliczonych do tego dnia odsetek memoriałowych. Ponieważ stopa odsetkowa zobowiązań oparta jest o WIBOR 3M w naszej ocenie ustalając wartość godziwą tych zobowiązań na dzień 23 stycznia 2024 roku należy doliczyć odsetki memoriałowe za okres 1 – 23 stycznia 2024 roku.

W naszej ocenie nie ma konieczności korygowania innych aktywów i zobowiązań HM Holding sp. z o.o.

Poniżej prezentujemy bilans na dzień 31 grudnia 2023 roku, opisane powyżej korekty do wartości godziwej oraz oszacowanie wartości godziwej aktywów i zobowiązań HM Holding sp. z o.o. na dzień 23 stycznia 2024 roku.

Tabela 9. Wyliczenie wartości godziwej skorygowanych aktywów netto HM Holding sp. z o.o.

Pozycja	Wartość księgowa na dzień 31.12.2023	Korekta do wartości godziwej	Wartość godziwa na dzień 23.01.2024
Inwestycje długo- i krótkoterminowe	8 110 345,83	35 330 888,19	43 441 234,02
Inne aktywa obrotowe	122 570,45		122 570,45
Suma aktywów	8 232 916,28		43 563 804,47
Kapitał własny	-988 288,72	35 285 553,61	34 297 264,89
Zobowiązania odsetkowe	9 221 205,00	45 334,58	9 266 539,58
Suma pasywów	8 232 916,28		43 563 804,47

Źródło: sprawozdania finansowe HM Holding sp. z o.o., obliczenia własne

W tym miejscu należy wskazać, że Ustawa o Ofercie nie definiuje ceny pośredniego nabycia ani nie wskazuje, w jaki sposób powinna być ona obliczana, a jedynie stanowi o konieczności zaangażowania do tego celu firmy audytorskiej, która powinna określić ją w odniesieniu do wartości godziwej akcji nabytych

pośrednio, na dzień, w którym nastąpiło pośrednie nabycie akcji spółki publicznej. Brak jest również praktyki rynkowej w zakresie przygotowywania wycen ceny pośredniego nabycia.

Należy mieć na uwadze, że nowelizacja Ustawy o Ofercie, w tym dodanie przepisu art. 79a ust. 2, miała w szczególności na celu ochronę akcjonariuszy mniejszościowych w przypadku wezwania na akcje ogłaszanego w związku z przejściem kontroli w rezultacie transakcji pośredniego nabycia akcji spółki publicznej, poprzez umożliwienie akcjonariuszom mniejszościowym również w takim przypadku otrzymania w wezwaniu ceny sprzedaży nie niższej niż cena, którą wzywający (lub podmiot, o którym mowa w art. 79 ust. 2 pkt 1 Ustawy o Ofercie) zapłacił nabywając (pośrednio) akcje spółki w okresie ostatnich 12 miesięcy (co w szczególności umożliwia akcjonariuszom mniejszościowym otrzymanie ceny sprzedaży uwzględniającej premię za kontrolę). W poprzednim stanie prawnym kontrowersyjne było, czy przy wyznaczaniu minimalnej ceny sprzedaży w wezwaniu należy uwzględnić również cenę zapłaconą w poprzedzających miesiącach pośrednio za akcje spółki publicznej, tj. cenę zapłaconą za udziały w podmiocie posiadającym akcje spółki publicznej, często obejmującą premię za objęcie kontroli nad spółką publiczną. Po nowelizacji obowiązek uwzględnienia takiej ceny pośredniego nabycia wynika wprost z przepisów prawa.

Dokładnych wskazówek dotyczących sposobu ustalania ceny pośredniego nabycie próżno również szukać w wyroku Sądu Najwyższego – Izby Cywilnej z dnia 18 lipca 2019 r., I CSK 587/17, w którym – jeszcze przed potwierdzeniem tego obowiązku wprost w przepisach Ustawy o Ofercie przez dodanie art. 79a tej ustawy – Sąd Najwyższy opowiedział się za koniecznością uwzględniania przy ustalaniu minimalnej ceny w wezwaniu na akcje spółki publicznej również ceny pośredniego nabycia akcji tej spółki z okresu poprzedzających 12 miesięcy. Z uzasadnienia przedmiotowego orzeczenia wynika jedynie, że: *„Jeżeli majątek spółki stanowią wyłącznie akcje, o których nabycie chodzi (spółka celowa, special purpose vehicle) cena płacona za udziały (akcje) tej spółki jest de facto ceną płaconą za akcje innej spółki, stanowiące jej majątek, która powinna być wprost uwzględniana przy ustalaniu wysokości ceny akcji na potrzeby wezwania. Jeżeli natomiast w skład majątku spółki, której udziały (akcje) są przedmiotem nabycia, wchodzi nie tylko akcje innej spółki ale również inne wartościowe aktywa, określenie wpływu takiego pośredniego nabycia na wysokość ceny akcji spółki ustalonej na potrzeby wezwania może być ustalone przez biegłego rewidenta na wniosek podmiotu, który będzie miał obowiązek przeprowadzenia wezwania, a w przypadku sporu, przez biegłego powołanego przez sąd.”*

Bardziej szczegółowe wytyczne co do sposobu ustalania ceny pośredniego nabycia w przypadku, gdy w skład majątku spółki, której udziały lub akcje są przedmiotem bezpośredniego nabycia, wchodzi również inne wartościowe aktywa, zostały sformułowane – jeszcze przed dodaniem art. 79a Ustawy

o Ofercie – w piśmiennictwie. Wskazuje się, że w takim przypadku specjalistyczny podmiot powinien ustalić wartość całego majątku nabywanej spółki oraz wartość wszystkich jego składników niebędących akcjami spółki, co do której zaktualizował się obowiązek przeprowadzenia wezwania na akcje. Następnie, po odjęciu od wartości całego majątku spółki wartości tych pozostałych składników, uzyska konkretną kwotę, jaka, pośrednio, została zapłacona za akcje spółki. Wystarczające będzie podzielenie jej przez liczbę nabytych w ten sposób akcji, aby ustalić cenę jednej akcji, która powinna zostać w takiej wysokości uwzględniona przy ustalaniu ceny akcji tej spółki na potrzeby przeprowadzenia wezwania.

Podsumowując, należy stwierdzić, że w przypadku pośredniego nabycia akcji spółki publicznej przez nabycie udziałów w wehikule inwestycyjnym posiadającym akcje spółki publicznej, jak również inne aktywa/zobowiązania, celem obliczenia ceny pośredniego nabycia dla 1 (jednej) akcji spółki publicznej należy:

1. Na podstawie analizowanej transakcji nabycia udziałów w wehikule inwestycyjnym ustalić cenę za 100% jego udziałów;
2. Oszacować wartość godziwą aktywów i zobowiązań wehikułu inwestycyjnego na dzień transakcji innych niż akcje spółki publicznej;
3. Obliczyć cenę pośredniego nabycia całego posiadanego przez wehikuł inwestycyjny pakietu akcji spółki publicznej, która będzie równa: cenie za 100% udziałów w wehikule inwestycyjnym (punkt 1 powyżej) pomniejszonej o wartość godziwą aktywów netto INNYCH NIŻ AKCJE spółki publicznej (punkt 2 powyżej);
4. Celem obliczenia ceny pośredniego nabycia dla 1 akcji spółki publicznej, należy kwotę uzyskaną zgodnie z punktem 3 powyżej podzielić przez liczbę akcji posiadaną przez wehikuł inwestycyjny na dzień transakcji nabycia udziałów w wehikule inwestycyjnym.

Dla transakcji nabycia udziałów HM Holding sp. z o.o. obliczenia przedstawiają się następująco:

Cena transakcyjna za 100% udziałów (punkt 1 powyżej)	5 000,00
Wartość godziwa aktywów netto INNYCH NIŻ akcje HM Inwest S.A. (punkt 2)	-9 143 969,13
Wartość godziwa płatności za akcje HM Inwest S.A. (punkt 3)	9 148 969,13
Cena pośredniego nabycia 1 akcji HM Inwest S.A. wynikająca z transakcji nabycia udziałów w HM Holding (punkt 4)	8,45

Jednakże, z uwagi na okoliczność, że art. 79a ust. 2 Ustawy o Ofercie nakazuje ustalanie ceny pośredniego nabycia w odniesieniu do wartości godziwej akcji nabytych pośrednio, a analizowana transakcja nabycia udziałów HM Holding sp. z o.o., w związku z którą ustalana jest cena pośredniego nabycia akcji HM Inwest S.A., nie zawierała żadnej premii za kontrolę, będąc znacząco niższa od ostatnich

historycznych oraz bieżących cen rynkowych akcji HM Inwest S.A., w naszej ocenie zasadne jest wyznaczenie również wartości godziwej akcji HM Inwest S.A. na dzień 23 stycznia 2024 r. Naszym zdaniem, mimo iż art. 79a ust. 2 Ustawy o Ofercie nie wprowadza wprost obowiązku w tym zakresie, dodatkowe określenie, obok rzeczywistej pośredniej ceny nabycia akcji, również wartości godziwej akcji HM Inwest S.A. na dzień 23 stycznia 2024 r. pozwoli pełniej zabezpieczyć interes akcjonariuszy mniejszościowych (którzy nie mają wpływu na to, czy transakcja pośredniego nabycia udziałów posiadanych od (pośredniego) akcjonariusza większościowego dokonywana była na warunkach rynkowych, w tym z uwzględnieniem odpowiedniej premii za kontrolę) i jak najpełniej zrealizować *ratio legis* art. 79a Ustawy o Ofercie. Taka wycena w wartości godziwej wskazywać będzie, jaka byłaby cena pośredniego nabycia, gdyby transakcja, w stosunku, do której ta cena jest ustalana, została przeprowadzona z odpowiednim uwzględnieniem wartości godziwej akcji posiadanych przez wehikuł, w tym premii za kontrolę.

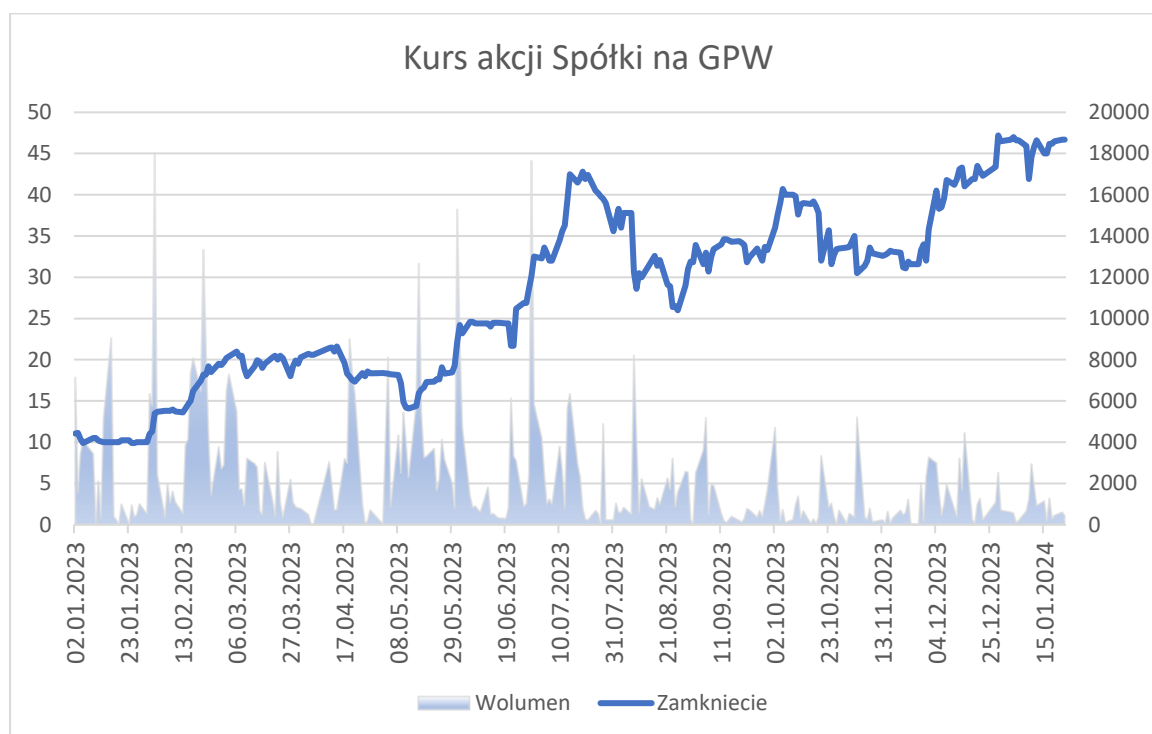
Konkludując, w naszej ocenie w analizowanym przypadku z uwagi na jego specyfikę, obok rzeczywistej ceny pośredniego nabycia akcji HM Inwest S.A., uzasadnione jest ustalenie (i uwzględnienie przy ustalaniu ceny sprzedaży w wezwaniu, mimo iż taki obowiązek nie wynika wprost z przepisów prawa) również wartości godziwej akcji HM Inwest S.A. na dzień 23 stycznia 2024 roku. Na podstawie takiej wartości godziwej można wnioskować, jaka pośrednia cena nabycia akcji HM Inwest S.A. zostałyby osiągnięte w ramach transakcji zbycia udziałów w HM Holding sp. z o.o., gdyby ta transakcja przeprowadzana była z uwzględnieniem wartości godziwej składników majątku HM Holding sp. z o.o. Ww. wartość godziwa akcji HM Inwest S.A. na dzień 23 stycznia 2024 roku została oszacowana metodą porównawczą w rozdziale 2.3 niniejszego Raportu z wyceny.

2.6. Analiza kursu giełdowego

Na początku 2023 roku akcje HM Inwest S.A. na zamknięciu kosztowały 11,05 zł, cena akcji na datę 23.01.2024 r. wynosiła 46,70 zł. Notowania akcji na przestrzeni tych dat wzrosły o prawie 360%.

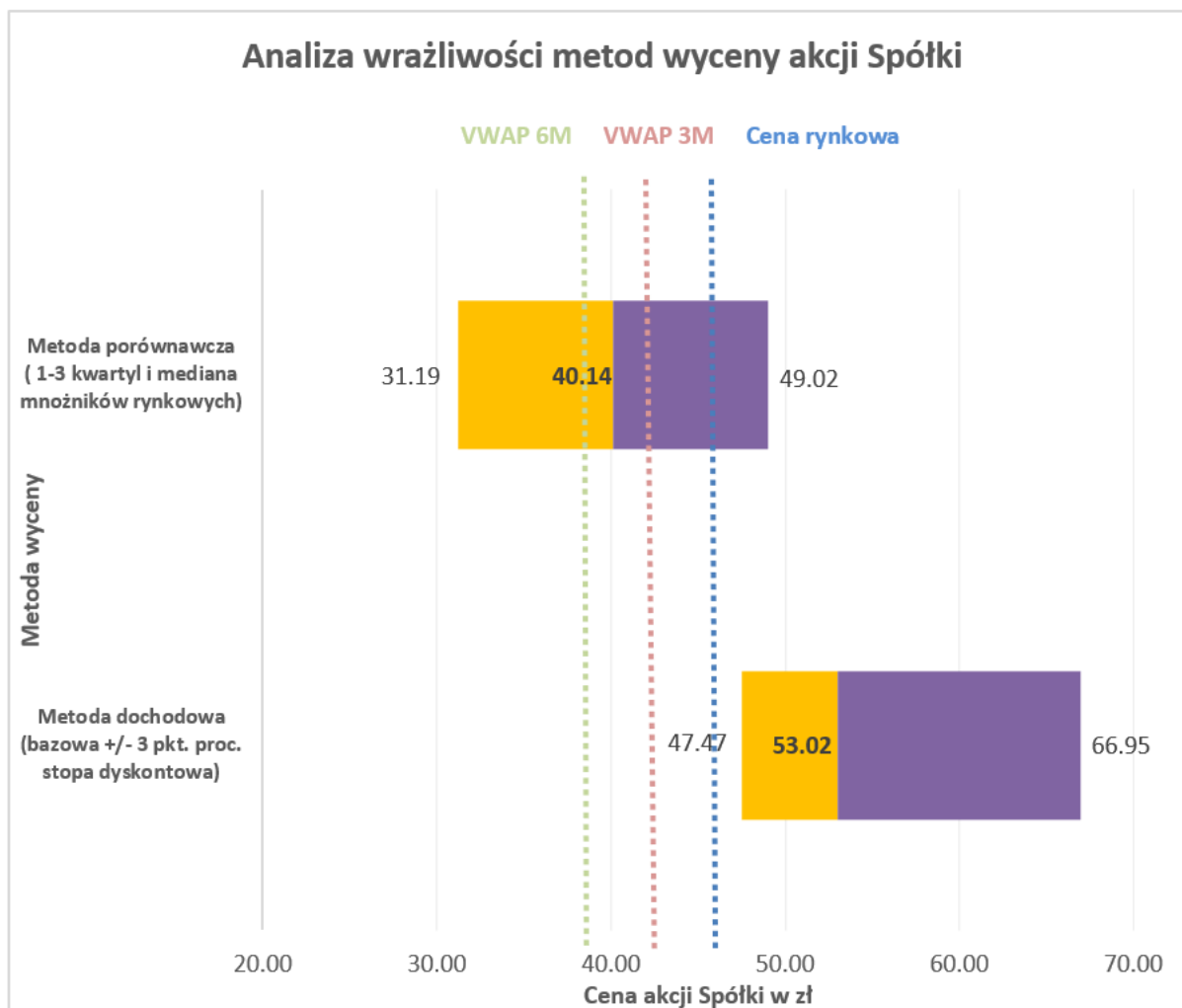
Poniższy Wykres 4 przedstawia kurs rynkowy w okresie 02.01.2023 – 23.01.2024 z ceną rynkową w Dacie Wyceny na poziomie 46,70 zł. Dodatkowo za pomocą Wykresu 5 przedstawiona została analiza wrażliwości wyceny wykonanej metodą porównawczą z uwzględnieniem 1. kwartyła, mediany i 3. kwartyła mnożników rynkowych oraz wyceny metodą dochodową z uwzględnieniem bazowego poziomu stopy dyskontowej wraz z odchyleniami +/- 3 punkty procentowe. Wyniki analizy wrażliwości porównaliśmy ze średnią rynkową ceną akcji obliczoną z uwzględnieniem średnich dziennych cen ważonych wolumenem obrotu (VWAP) z okresu 3 miesięcy (od 28.12.2023 r. do 27.03.2024 r.) na poziomie 42,65 zł i 6 miesięcy (od 28.09.2023 r. do 27.03.2024 r.) na poziomie 39,28 zł oraz ceną rynkową zamknięcia notowań Spółki w dniu 23.01.2024 na poziomie 46,70 zł.

Wykres 4. Kurs cen giełdowych akcji Spółki w latach 2023-2024



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z portalu Stooq.pl

Wykres 5. Zestawienie wyników wycen akcji Spółki wraz z analizą wrażliwości na dzień 23.01.2024



Źródło: Opracowanie własne

3. Podsumowanie

Na podstawie przeprowadzonych analiz opisanych w niniejszym raporcie uważamy, transakcja z dnia 23 stycznia 2024 odbiegała w naszej ocenie do warunków rynkowych i w konsekwencji **wartość godziwa ceny akcji na potrzeby wyznaczenia ceny pośredniego nabycia zgodnie z art. 79a ust. 2 Ustawy o Ofercie dla Spółki:**

Nazwa: HM Inwest S.A.
Adres: ul. Czarnieckiego 4/2, 01-511 Warszawa
KRS: 0000413734
NIP: 1132482686
REGON: 015717427
ISIN: PLHMINW00016
Dzień Wyceny: 23 stycznia 2024 roku

powinna być przeprowadzona zgodnie z celowościową wykładnią art. 79a ust. 2 Ustawy o Ofercie do **wartości godziwej metodą mnożników rynkowych** i wynosi:

40,14 złotych (słownie: czterdzieści złotych 14/100).

W imieniu fintank sp. z o.o.:

Robert Pabich

Paweł Niniewski, CFA

Członek Zarządu

Ekspert d.s. wyceny

Biegły rewident nr ewid. 11179

Doradca inwestycyjny nr 265

Zastrzeżenia prawne

Niniejszy Raport, a także wszystkie sformułowane opinie i zaprezentowane wnioski dotyczące wycenianych aktywów, podlegają i są zależne od wymienionych poniżej ogólnych warunków i zastrzeżeń oraz wszelkich innych warunków i zastrzeżeń, które zostały wymienione w niniejszym Raporcie. Akceptacja lub wykorzystanie niniejszego Raportu oznacza zgodę na wszelkie warunki i zastrzeżenia wymienione w Raporcie.

- **Dystrybucja Raportu** – Niniejszy Raport został sporządzony zgodnie z art. 79a ust. 2 Ustawy o Ofercie na zlecenie Klienta związane z planowaną Transakcją w oparciu o umowę zawartą pomiędzy FINTANK a Klientem. Na podstawie art. 79a ust. 2 Ustawy o Ofercie, Klient jest uprawniony do przekazania Raportu (w pełnej wersji ostatecznej) podmiotowi prowadzącemu działalność maklerską obsługującemu Klienta w Transakcji tj. Trigon Dom Maklerski S.A z siedzibą w Krakowie („Podmiot Pośredniczący” w rozumieniu Ustawy o Ofercie), który ściśle w oparciu o wymogi Ustawy o Ofercie regulującej Wezwanie będzie mógł udostępnić Raport (w pełnej wersji ostatecznej) na swojej stronie internetowej od dnia ogłoszenia treści Wezwania przez agencję informacyjną zgodnie z art. 77 c Ustawy o Ofercie do dnia jego zakończenia. Ponadto, Podmiot Pośredniczący może, na polecenie Klienta, przekazać Raport (w pełnej wersji ostatecznej) Komisji Nadzoru Finansowego wraz z zawiadomieniem o zamiarze przeprowadzenia Wezwania, tj. zawiadomieniem, o którym mowa w art. 77a ust. 1 Ustawy o Ofercie. Z zastrzeżeniem powyższych uprawnień, Raport nie może być ujawniany, udostępniany, cytowany lub publikowany, w całości lub w części, bez uprzedniej pisemnej zgody FINTANK. FINTANK nie ponosi żadnej odpowiedzialności za straty poniesione przez Klienta lub przez inne strony w wyniku rozpowszechnienia, publikacji, powielenia lub wykorzystania Raportu wbrew powyższym postanowieniom. Niezależnie od powyższego, Raport może zostać ujawniony (jednak tylko w pełnej wersji ostatecznej) w przypadku, gdy wymagają tego przepisy prawa, w szczególności decyzją właściwego sądu.
- **Zakres prac** – Dokonanie oszacowania wartości jakiegokolwiek instrumentu finansowego lub podmiotu gospodarczego powstaje w oparciu o ocenę uwzględniającą katalog dostępnych informacji. Niniejsza Wycena została sporządzona z wykorzystaniem informacji przekazanych przez autoryzowanych przedstawicieli Klienta oraz jego doradców jak również informacji pozyskanych z innych źródeł uznanych powszechnie za wiarygodne, które zostały przedstawione w Raporcie i zawiera pewne ograniczenia i wyłączenia. Przedstawione w Raporcie liczby mogły w pewnych przypadkach podlegać zaokrągleniom w stosunku do danych szczegółowych. Prace FINTANK związane z wydaniem niniejszej Raportu nie obejmowały analiz stanu finansowego lub prawno-podatkowego Spółki (tzw. due diligence), ewentualnych skutków finansowo-księgowo-podatkowych lub kwestii prawnych, które mogą być istotne z punktu widzenia realizacji Wezwania. FINTANK przyjęło założenie, że nie są prowadzone postępowania dotyczące Spółki lub jej majątku, których efekt finansowy powinien być dodatkowo ujęty w sprawozdaniach finansowych Spółki, a prawa Spółki do jej majątku są ważne i zbywalne. FINTANK nie przeprowadziło niezależnej wyceny ani oszacowania aktywów lub pasywów Spółki, nie przeprowadziło również badania sprawozdań finansowych Spółki.
- **Natura Raportu** – Raport nie stanowi opinii na temat warunków finansowych Transakcji (fairness opinion), opinii o wypłacalności, ani rekomendacji inwestycji, lecz jest wyceną wartości godziwej w przypadku transakcji pomiędzy hipotetycznym kupującym i hipotetycznym sprzedającym i na zakładaną Datę Wyceny, gdzie zarówno kupujący jak i sprzedający posiadają odpowiednią wiedzę na temat przedmiotu transakcji. Niniejszy Raport jest oceną ekspercką, a nie stwierdzeniem faktów i nie stanowi porady inwestycyjnej ani rekomendacji odnośnie przeprowadzenia Wezwania (np. z punktu widzenia samej decyzji o przeprowadzeniu Wezwania, czy stanowi ono optymalne rozwiązanie dla wzywającego, Spółki bądź jej akcjonariuszy, momentu jego przeprowadzenia bądź jakiegokolwiek innego aspektu Wezwania), czy też odpowiedzi lub jej braku na Wezwanie przez akcjonariuszy Spółki.
- **Założenie o kontynuowaniu działalności, brak nieujawnionych zobowiązań warunkowych** – Niniejsza Wycena: (i) zakłada, że na Datę Wyceny Spółka będzie kontynuowała działalność, (ii) jest oparta na historycznych i bieżących wynikach finansowych Spółki na poziomie skonsolidowanym i stanie jej aktywów na Datę Wyceny; (iii) zakłada, że Spółka nie ma żadnych nieujawnionych rzeczywistych lub warunkowych aktywów lub zobowiązań, żadnych nietypowych zobowiązań innych, niż wynikające z prowadzonej działalności, żadnych istotnych zastawów lub

obciążeń aktywów ograniczających ich zbywalność, ani nie jest podmiotem prowadzonych wobec niej postępowań karnych, które miałyby istotny wpływ na wyniki naszej analizy.

- Brak weryfikacji dostarczonych danych – FINTANK przyjął założenie, że wszelkie informacje przekazane do FINTANK są zgodne ze stanem faktycznym i odpowiadają najlepszej wiedzy Klienta co do sytuacji obecnej i możliwości rozwoju Spółki na Datę Wyceny z operacyjnego i finansowego punktu widzenia. W ramach zleconych prac FINTANK wykorzystywał również informacje ogólnie dostępne w uznanych źródłach informacji. Żadna z tych informacji nie podlegała audytowi, weryfikacji lub potwierdzeniu przez FINTANK.
- Odpowiedzialność Klienta i stron trzecich – Klient oraz strony trzecie zobowiązane są do niezależnej i krytycznej oceny przedstawionych przez FINTANK wniosków w Raporcie oraz ponoszą wyłączną odpowiedzialność za podjęte na jego podstawie decyzje w szczególności w przypadku, gdy fakty i okoliczności różniłyby się od przedstawionych w niniejszym dokumencie. Wycena bazuje na danych przekazanych przez przedstawicieli Klienta, za poprawność których odpowiedzialność FINTANK jest wyłączona. FINTANK oraz pracownicy FINTANK nie ponoszą odpowiedzialności za jakiegokolwiek działania Klienta lub stron trzecich, lub ich brak, podjęte na podstawie informacji zawartych w niniejszym Raporcie.
- Wydarzenia po Dacie Raportu – Warunki naszej Umowy nie zobowiązują nas do aktualizacji Raportu ani Wyceny. Zwracamy uwagę, iż w związku z działaniami zbrojnymi na terytorium Ukrainy rozpoczętymi 24 lutego 2022 roku, można oczekiwać między innymi: trudności w zaspokajaniu rosnącego popytu, niedoboru oraz wzrostu cen surowców i produktów, zakłóceń w łańcuchach dostaw, wzrostu poziomów inflacji oraz zacieśniania polityki monetarnej, co może dotknąć wiele podmiotów gospodarczych, a także Spółkę, co w sposób bezpośredni może przełożyć się na przyszłe wyniki finansowe Spółki.
- Kwestie prawne – FINTANK nie ponosi żadnej odpowiedzialności prawnej odnośnie interpretacji prawa lub umów. W ramach prac przedstawionych w Raporcie nie dokonaliśmy badania tytułów prawnych Spółki i założyliśmy, iż akcjonariusze posiadają ważny tytuł prawny do akcji lub majątku Spółki. Nie wzięto pod uwagę zastawów i obciążeń, o ile nie zaznaczono inaczej. Założyliśmy, że wszelkie wymagane prawem licencje, pozwolenia itp. są w pełni ważne i nie przeprowadziliśmy żadnych niezależnych testów co do występowania ryzyka związanego z negatywnym oddziaływaniem na środowisko naturalne. FINTANK nie bierze odpowiedzialności za dopuszczalność metod Wyceny zastosowanych w Raporcie dla innych celów niż określono w Umowie, w szczególności jako dowodu sądowego lub dla innych potrzeb określonych przez prawo. Ocena przydatności niniejszej Wyceny dla celów rozważań prawnych pozostaje w gestii Klienta i jego doradców prawnych. Niniejsza Wycena zawiera pewne założenia i szacunki, które zostały przejrane i zaakceptowane przez Klienta w odrębnym oświadczeniu. W najszerszym zakresie dozwolonym przepisami prawa FINTANK nie będzie ponosić żadnej odpowiedzialności ani zobowiązań za wszelkie koszty, szkody, straty lub wydatki poniesione przez Klienta lub inne osoby, które mogłyby wyniknąć z wykorzystania lub polegania na niniejszym Raporcie. Niniejszy Raport nie jest skierowany do stron trzecich i nie powoduje żadnych zobowiązań FINTANK wobec stron trzecich, w związku z czym FINTANK nie ponosi odpowiedzialności w stosunku do stron trzecich. Zgodnie z Umową, odpowiedzialność FINTANK wobec Klienta jest ograniczona a odpowiedzialność FINTANK wobec stron trzecich jest wykluczona.
- Pozostałe kwestie – FINTANK nie ponosi odpowiedzialności za zmianę kursu akcji Spółki w wyniku opublikowania niniejszego Raportu. FINTANK nie wyraża opinii na temat kształtowania się kursu akcji Spółki w przyszłości w przypadku dojścia lub niedojścia Wezwania do skutku. FINTANK nie był zaangażowany w prace związane z Transakcją pośredniego nabycia akcji (opisaną w dalszej części niniejszego Raportu). Zgodnie z Umową, niniejszy Raport został przygotowany przy założeniu, że jego treść jest przeznaczona wyłącznie na potrzeby art. 79a ust. 2 Ustawy o Ofercie. W związku z powyższym, treść Raportu nie może być wykorzystywana (w tym cytowana ani stanowić odniesienia dla innych publikacji, zarówno w całości jak i w części) do innych celów aniżeli wskazanych w art. 79a ust. 2 Ustawy o Ofercie.