

**SPRAWOZDANIE ZARZĄDU SPÓŁKI ARCHICOM S.A. SPORZĄDZONE W ZWIĄZKU
Z PLANOWANYM WNIESIENIEM DO SPÓŁKI WKŁADU NIEPIENIĘŻNEGO W POSTACI
ZORGANIZOWANEJ CZĘŚCI PRZEDSIĘBIORSTWA OBEJMUJĄCEJ „PION BIZNESU
MIESZKANIOWEGO ECHO INVESTMENT S.A.”**

I. WSTĘP I PODSTAWA PRAWNA SPORZĄDZENIA SPRAWOZDANIA

1. Niniejsze sprawozdanie zarządu Spółki Archicom S.A. („**Archicom**”, „**Spółka**”) zostało sporządzone w związku z planowanym wniesieniem do Spółki wkładu niepieniężnego w postaci zorganizowanej części przedsiębiorstwa obejmującej majątek i działalność segmentu mieszkaniowego spółki Echo Investment S.A., z siedzibą w Kielcach, adres: al. Solidarności 36, 25 – 323 Kielce, Polska, wpisanej do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego prowadzonego przez Sąd Rejonowy w Kielcach, X Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod numerem KRS 0000007025 („**Echo Investment**”), wyodrębnionej organizacyjnie jako „Pion Biznesu Mieszkaniowego Echo Investment S.A.”
2. Niniejsze sprawozdanie zostało sporządzone na podstawie art. 431 § 7 w zw. z art. 311 ustawy z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych (Dz. U. z 2022 r. poz. 1467 z późn. zm.) („**KSH**”).

II. PRZEDMIOT WKŁADU NIEPIENIĘŻNEGO

1. Przedmiotem wkładu niepieniężnego jest zorganizowana część przedsiębiorstwa obejmująca majątek i działalność segmentu mieszkaniowego Echo Investment, wyodrębniona organizacyjnie jako „Pion Biznesu Mieszkaniowego Echo Investment S.A.” („**Aport**”), prowadząca działalność w zakresie realizacji i sprzedaży deweloperskich projektów mieszkaniowych (sprzedaż lokali mieszkalnych oraz lokali użytkowych realizowana w ramach projektów mieszkaniowych), na którą składają się m.in. przygotowanie gruntu, wykonanie projektu architektoniczno-budowlanego, uzyskanie pozwoleń administracyjnych, pozyskanie finansowania, zawarcie kontraktów z wykonawcami robót budowlanych oraz dostawcami usług i towarów, marketing, zarządzanie procesem budowy nieruchomości, a następnie sprzedaż mieszkań oraz ich obsługa posprzedażowa (w tym usuwanie usterek i wad), z wyłączeniem kilku projektów których przeniesienie w ramach Aportu nie jest aktualnie obiektywnie możliwe ze względu na stan realizacji danego projektu (np. brak podziału geodezyjnego). Dla uniknięcia wątpliwości: w ramach Aportu nie będą przenoszone prawa Echo Investment dotyczące projektów realizowanych w formule mieszkań na wynajem (R4R).
2. Najważniejszym składnikiem zorganizowanej części przedsiębiorstwa stanowiącej Aport są projekty deweloperskie prowadzone przez spółki bezpośrednio lub pośrednio zależne od Echo Investment („**Spółki Projektowe**”), w których udziały, akcje lub odpowiednio prawa i obowiązki wspólnika spółki osobowej są przenoszone w ramach Aportu. Spółki Projektowe są bezpośrednio lub pośrednio właścicielami lub wieczystymi użytkownikami nieruchomości, na których są lub będą prowadzone projekty deweloperskie. Lista Spółek Projektowych wraz z oznaczeniem projektów wchodzących w skład Aportu stanowi **Załącznik nr 1** do niniejszego sprawozdania. Poza udziałami, akcjami oraz prawami i obowiązkami wspólnika spółki osobowej w Spółkach Projektowych w skład Aportu wchodzi:

- (i) środki trwałe obejmujące aktywa niezbędne do funkcjonowania „Pionu Biznesu Mieszkaniowego Echo Investment S.A.”, takie jak sprzęt elektroniczny, samochody osobowe, meble biurowe,
- (ii) prawa i obowiązki z umów między Echo Investment oraz Spółkami Projektowymi dotyczących m. in. zarządzania przygotowaniem inwestycji, zarządzania przedsięwzięciem inwestycyjnym, zarządzania usługami marketingowymi, świadczenia usług prawnych, świadczenia obsługi usterek,
- (iii) prawa i obowiązki z umów z podmiotami trzecimi obejmujące w szczególności umowy najmu, umowy o świadczenie usług,
- (iv) własność dwóch lokali niemieszkalnych położonych w Krakowie wykorzystywanych jako biuro sprzedaży wraz ze związanym z nimi udziałem we własności gruntu;
- (v) licencje do oprogramowania służącego do obsługi sprzedaży deweloperskich projektów mieszkaniowych, oraz
- (vi) zespół pracowników w tym dyrektorów, kierowników, koordynatorów, doradców, specjalistów i menagerów zajmujących się realizacją i sprzedażą deweloperskich projektów mieszkaniowych.

Spółki Projektowe są w niektórych przypadkach stronami umów pożyczek zaciągniętych w celu finansowania projektów deweloperskich od podmiotów innych niż pozostałe Spółki Projektowe. Łączna kwota zobowiązań Spółek Projektowych wynikających z umów pożyczek (od podmiotów innych niż pozostałe Spółki Projektowe) została przedstawiona w bilansie pro-forma „Pionu Biznesu Mieszkaniowego Echo Investment S.A.” stanowiącym **Załącznik nr 3** do niniejszego sprawozdania.

III. LICZBA, RODZAJ I CENA EMISYJNA AKCJI EMITOWANYCH W ZAMIAN ZA APORT ORAZ INNYCH TYTUŁÓW UCZESTNICTWA W DOCHODACH LUB W PODZIALE MAJĄTKU SPÓŁKI

1. W zamian za Aport zostanie wyemitowanych 22.825.700 (słownie: dwadzieścia dwa miliony osiemset dwadzieścia pięć tysięcy i siedemset) akcji zwykłych imiennych Spółki o wartości nominalnej 10 (słownie: dziesięć) złotych każda („**Akcje Aportowe**”).
2. W celu ustalenia ceny emisyjnej na potrzeby emisji Akcji Aportowych, na dzień 31 marca 2023 r., na jednakowych zasadach jak wycena Aportu i przez tego samego biegłego (tj. Grant Thornton Frąckowiak Prosta spółka akcyjna („**Grant Thornton**”)) została sporządzona wycena Archicom. Wycena ta wykazała wysokość ceny emisyjnej jednej Akcji Aportowej na poziomie 36,34 (słownie: trzydzieści sześć i 34/100) złotych („**Cena Emisyjna**”), która to cena jest znacząco wyższa od obecnego kursu giełdowego akcji Archicom (tj. 21,60 PLN na dzień 24 maja 2023 r.).
3. W zamian za Aport nie będą wydawane żadne inne tytuły uczestnictwa w dochodach lub w podziale majątku Spółki.

IV. PODMIOT WNOSZĄCY WKŁAD NIEPIENIĘŻNY

1. Wszystkie Akcje Aportowe zostaną objęte oraz pokryte Aportem przez spółkę **Echo Investment S.A.**, z siedzibą w Kielcach, adres: al. Solidarności nr 36, 25-323 Kielce, Polska, wpisaną do rejestru

przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego prowadzonego przez Sąd Rejonowy w Kielcach, X Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod numerem KRS 0000007025.

2. Wniesienie Aportu nastąpi na podstawie umowy przeniesienia Aportu, która zostanie zawarta pomiędzy Spółką a Echo Investment.

V. WARTOŚĆ APORU

Wartość Aportu wynosi 829.487.384 (słownie: osiemset dwadzieścia dziewięć milionów czterysta osiemdziesiąt siedem tysięcy trzysta osiemdziesiąt cztery) złote i została określona na podstawie wyceny sporządzonej na dzień 31 marca 2023 przez firmę Grant Thornton. Podsumowanie wyceny Aportu sporządzone przez Grant Thornton stanowi **Załącznik nr 2** do niniejszego sprawozdania.

VI. ZASTOSOWANA METODA WYCENY

1. W celu oszacowania wartości Aportu zastosowano dwie metody wyceny: dochodową – zdyskontowanych przepływów pieniężnych oraz metodą rynkową (porównawczą).

Wycena metodą dochodową

2. W metodach dochodowych przedsiębiorstwo rozumiane jest jako podmiot gospodarczy ukierunkowany przede wszystkim na wzrost dochodów oraz wartości. Wycena metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) określa zdolność przedsiębiorstwa do generowania dochodów (korzyści i zysków), które wynikają z połączenia umiejętności menedżerskich, wykorzystania posiadanych zasobów będących własnością przedsiębiorstwa oraz innych dostępnych zasobów.
3. W przypadku zorganizowanej części przedsiębiorstwa oszacowana metodą dochodową wartość rynkowa pokazuje ile na dzień wyceny warte są wszystkie przepływy pieniężne jakie zorganizowana część przedsiębiorstwa wygeneruje w przeciągu kolejnych lat, realizując z sukcesem przyjęte założenia w obrębie prognoz sprzedaży i planowanego poziomu rentowności. Wycena metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych uwzględnia takie elementy działalności przedsiębiorstwa jak: (i) dynamika wzrostu wyrażona w postaci dynamiki wzrostu przychodów ze sprzedaży, (ii) struktura kosztów operacyjnych, (iii) nakłady inwestycyjne na majątek trwały, (iv) zapotrzebowanie na kapitał obrotowy netto, (v) koszt kapitału odzwierciedlający ryzyko działalności przedsiębiorstwa.

Wycena metodą rynkową (porównawczą)

4. Metody rynkowe przedstawiają wartość przedsiębiorstwa z punktu widzenia inwestora rynkowego dokonującego obrotu papierami wartościowymi spółek notowanych.
5. Wycena metodą porównawczą opiera się na znalezieniu porównywalnej spółki, której wartość rynkowa jest znana. Aby określić wartość podobnej spółki wykorzystywane są dane dotyczące spółek notowanych na giełdach papierów wartościowych. Zakłada się, że jeśli zakres działalności

dwóch spółek jest do siebie zbliżony, to generowane przez nie przepływy pieniężne będą zależały od tych samych czynników, czyli będą silnie skorelowane ze sobą.

Wybór metody wyceny

6. W opinii Grant Thornton, o wartości Aportu decyduje przede wszystkim potencjał dochodowy, a tym samym przepływy pieniężne, które Aport wygeneruje w kolejnych latach dla swoich właścicieli. W związku z tym, rekomendowany wynik wyceny został określony na podstawie wyniku metody dochodowej. Mając jednak na uwadze, iż wartość Aportu jest kalkulowana dla celów transakcyjnych, sporządzona została również wycena metodą porównawczą, w celu potwierdzenia otrzymanych wyników.

VII. UZASADNIENIE PRAWNE OBJĘCIA AKCJI ZA WKŁADY NIEPIENIĘŻNE

1. Zarówno Archicom jak i Echo Investment są spółkami publicznymi w rozumieniu ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych z dnia 29 lipca 2005 r. (Dz. U. z 2022 r. poz. 2554.).
2. Akcje Aportowe, obejmowane przez Echo Investment, zostaną pokryte wkładem niepieniężnym (w rozumieniu w art. 14 § 1 KSH) w postaci Aportu.
3. Podwyższenie kapitału zakładowego Archicom odbywać się będzie w drodze subskrypcji prywatnej, o której mowa w art. 431 § 2 pkt 1 KSH, tj. poprzez złożenie oferty przez Spółkę i jej przyjęcie przez oznaczonego adresata. W ramach przeprowadzanej emisji akcjonariusze zostaną pozbawieni prawa poboru zgodnie z art. 433 § 2 KSH.
4. Oferta złożona przez Spółkę nie będzie stanowiła oferty publicznej, o której mowa w art. 2 lit. d Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 z dnia 14 czerwca 2017 r. w sprawie prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym oraz uchylenia dyrektywy 2003/71/WE ze względu na fakt, że jest skierowana wyłącznie do jednego odbiorcy. W konsekwencji, w związku z ofertą nie zachodzi konieczność sporządzania prospektu emisyjnego ani innego odpowiedniego dokumentu informacyjnego.
5. Art. 14 KSH nie zawiera definicji normatywnej wkładu niepieniężnego. Przepisy KSH wskazują jedynie w sposób negatywny co przedmiotem wkładu niepieniężnego być nie może. Zgodnie z art. 14 § 1 KSH, zdolności aportowej nie mają prawa niezbywalne ani świadczenie pracy lub usług. Przedmiot wkładu niepieniężnego został oceniony pod kątem posiadania tzw. zdolności aportowej. Zarząd potwierdza, że Aport posiada dolność aportową w rozumieniu przepisów KSH.
6. W ramach inicjowanej procedury wyceny Aportu zgodnie z art. 312 KSH niniejsze sprawozdanie będzie zbadane w trybie art. 311 KSH przez jednego lub kilku biegłych rewidentów w zakresie jego prawdziwości i rzetelności, jak również celem wydania opinii, jaka jest wartość godziwa Aportu i czy odpowiada ona co najmniej wartości nominalnej obejmowanych za nie akcji bądź wyższej cenie emisyjnej akcji. Opinia biegłego rewidenta będzie oceniać również wskazaną powyżej metodę wyceny wkładu niepieniężnego.

7. Zgodnie z art. 312 § 2 KSH biegły rewident zostanie wyznaczony przez właściwy dla siedziby spółki sąd rejestrowy.
8. Art. 312 § 7 KSH przewiduje konieczność ogłoszenia wzmianki o złożeniu opinii przez biegłego rewidenta w sądzie rejestrowym w Monitorze Sądowym i Gospodarczym.
9. W ramach przeprowadzanej transakcji wniesienia Aportu i objęcia Akcji Aportowych przez Echo Investment konieczne będzie wyrażenie niezbędnych zgód korporacyjnych przez Walne Zgromadzenia obu spółek, tj. Archicom oraz Echo Investment.
10. W ramach wnoszonego Aportu do spółki, nastąpi również przejście zakładu pracy, o którym mowa w art. 23¹ ustawy z dnia 26 czerwca 1974 r. – Kodeks pracy.

VIII. UZASADNIENIE EKONOMICZNE OBJĘCIA AKCJI ZA WKŁADY NIEPIENIĘŻNE

Zarys ogólny

1. Archicom oraz Echo Investment są spółkami działającymi w branży deweloperskiej.
2. Echo Investment prowadzi działalność w trzech sektorach branży deweloperskiej – mieszkaniowym, biurowym oraz centrów handlowych. Archicom koncentruje swoją działalność na sektorze mieszkaniowym. Na dzień sporządzenia niniejszego sprawozdania kapitalizacja Echo Investment wynosi około 1,67 miliarda złotych, zaś aktualna kapitalizacja Archicom wynosi blisko 540 milionów złotych. [dane na podstawie cen otwarcia 25.05.2023]
3. W ramach Echo Investment funkcjonuje „Pion Biznesu Mieszkaniowego Echo Investment S.A.” jako zorganizowana część przedsiębiorstwa obejmująca pion mieszkaniowy działalności spółki. Echo Investment planuje wnieść „Pion Biznesu Mieszkaniowego Echo Investment S.A.” jako wkład niepieniężny do Archicom w zamian za akcje nowej emisji. Będzie to transakcja korzystna dla obu Stron, umożliwiając obu zaangażowanym spółkom wyspecjalizowanie się w swoim sektorze branży deweloperskiej, w celu maksymalizacji korzyści ekonomicznych wynikających z takiej specjalizacji.

Ekspansja Geograficzna Działalności Archicom

4. Pod względem liczby sprzedanych mieszkań Archicom jest od lat największym deweloperem mieszkaniowym prowadzącym działalność we Wrocławiu. Miasto to – ze względu na dynamicznie rosnący potencjał gospodarczy, społeczny i demograficzny – jest jednym z najistotniejszych deweloperskich rynków regionalnych w Polsce. Celem Zarządu było i niezmiennie jest znaczące rozszerzenie działalności Spółki na inne istotne ośrodki gospodarcze w kraju. Rozwój w aspekcie geograficznym działalności Spółki w branży nieruchomości możliwy jest na różne sposoby: (i) w sposób organiczny, tj. poprzez stopniowane i konsekwentne nabywanie nowych terenów (przy czym w przypadku Archicom proces ten rozpoczął się poprzez nabycie atrakcyjnych terenów w Warszawie, Krakowie oraz Poznaniu), lub (ii) poprzez rozwój „skokowy” przez nabycie dużego pakietu atrakcyjnych i geograficznie zdywersyfikowanych nieruchomości.
5. Przy obecnych realiach rynkowych nabycie pakietu nieruchomości o porównywalnej do Aportu wartości komercyjnej (uwzględniając atrakcyjność położenia, parametry możliwej zabudowy inwestycyjnej, potencjał zysku) w zamian za ekwiwalent gotówkowy jest niezwykle trudne, ze względu na wielką rzadkość występowania na rynku porównywalnych ofert sprzedaży tak dużego

pakietu nieruchomości oraz znaczne zaangażowanie środków pieniężnych, które trzeba by wydatkować w celu pozyskania takich nieruchomości.

6. Z powyższych względów Aport wpisuje się w przyjętą przez Zarząd i korzystną dla rozwoju Archicom koncepcję integracji horyzontalnej, która jednocześnie umożliwi Spółce ekspansję geograficzną.

Korzyści Ekonomiczne

7. Wniesienie do Spółki Aportu przyczyni się do realizacji szeregu korzystnych skutków ekonomicznych. Jako najważniejsze należy wskazać:

- (i) Istotne **zwiększenie zasobu terenów inwestycyjnych** pozostających do dyspozycji Archicom, bez jednoczesnego angażowania środków pieniężnych (nabycie w zamian za akcje w podwyższonym kapitale zakładowym);
- (ii) Istotne **wzmocnienie sytuacji majątkowej**, a w konsekwencji potencjału inwestycyjnego. Wniesienie do Spółki zasobu nieruchomości bez angażowania środków pieniężnych może w sposób zdecydowany korzystnie wpłynąć na bilans oraz wartość rynkową Archicom, co w konsekwencji może korzystnie przełożyć się na standing finansowy oraz możliwość pozyskiwania finansowania, co z kolei ma kluczowe znaczenie w kontekście potencjału inwestycyjnego Spółki;
- (iii) **Poprawa pozycji konkurencyjnej**. W ocenie Zarządu wniesienie do spółki Aportu może spowodować wyraźny wzrost pozycji konkurencyjnej Archicom. Zwiększony zasób nieruchomości przyczyni się do wzrostu skali działalności oraz jej dywersyfikacji geograficznej. Wraz ze wspomnianym powyżej wzmocnieniem sytuacji finansowej i potencjału inwestycyjnego Archicom, może to doprowadzić do uzyskania znaczących przewag konkurencyjnych i znacznie większego udziału na ogólnokrajowym rynku nieruchomości mieszkaniowych;
- (iv) **Rozwój potencjału ludzkiego, wymiana know-how**. W związku z przejściem zakładu pracy zorganizowanej części przedsiębiorstwa wnoszonej w ramach Aportu dojdzie do przejęcia pracowników pionu mieszkaniowego Echo Investment na zasadzie przejścia zakładu pracy. Połączenie know-how, doświadczeń i potencjałów osobowych Echo Investment oraz Archicomu powinno utworzyć znakomitą bazę do dalszego rozwoju;
- (v) **Synergia**. Wniesienie w ramach Aportu zorganizowanej części przedsiębiorstwa w postaci segmentu mieszkaniowego Echo Investment umożliwi jednoczesny jego rozwój wraz z resztą projektów Archicom. Wynika to z korzyści efektu skali, który umożliwi bardziej optymalne i racjonalne wykorzystanie zasobów i środków finansowanych przeznaczanych na koszty stałe, takie jak koszty zarządu korporacyjnego lub obsługi techniczno-organizacyjnej działalności operacyjnej spółki.

Podsumowanie

8. Po wniesieniu Aportu do Archicom połączone zostaną dotychczas podzielone potencjały Archicom i Echo Investment w segmencie nieruchomości mieszkaniowych, w efekcie czego pozycja konkurencyjna Archicom może wydatnie wzrosnąć. Po przeprowadzeniu transakcji Spółka będzie obecna co najmniej na następujących rynkach: Warszawa, Wrocław, Kraków, Poznań oraz Łódź. Wniesienie Aportu przyczyni się do istotnego wzmocnienia potencjału finansowego, majątkowego i konkurencyjnego Archicom. Okoliczność ta da Spółce realną szansę ubiegania się o pozycję nie

tylko regionalnego lidera rynku mieszkaniowego, ale z czasem także o pozycję nr 1 w tym sektorze w Polsce.

IX. SPRAWOZDANIA FINANSOWE DOTYCZĄCE APORTU

W odniesieniu do Aportu jako zorganizowanej części przedsiębiorstwa nie były sporządzane przez Echo Investment wyodrębnione sprawozdania finansowe. W związku z tym, do niniejszego sprawozdania załączony (jako **Załącznik nr 3**) jest bilans pro-forma „Pionu Biznesu Mieszkaniowego Echo Investment S.A.” przedstawiający stan na 31 marca 2023 r. oraz uwzględniający istotne zdarzenia/transakcje, które wystąpiły bądź też są planowane po dacie bilansowej a przed datą wniesienia Aportu.

X. LISTA DOKUMENTÓW ZAŁĄCZONYCH DO SPRAWOZDANIA

Do niniejszego sprawozdania zostały załączone następujące dokumenty:

1. Lista Spółek Projektowych wraz z oznaczeniem projektów deweloperskich wchodzących w skład Aportu.
2. Podsumowanie wyceny Aportu sporządzone przez firmę Grant Thornton Frąckowiak Prosta spółka akcyjna.
3. Bilans pro-forma „Pionu Biznesu Mieszkaniowego Echo Investment S.A.” na 31 marca 2023 r.

PODPISY CZŁONKÓW ZARZĄDU ARCHICOM:

Waldemar Olbryk
Prezes Zarządu

Rafał Zboch
Członek Zarządu

Agata Skowrońska-Domańska
Członek Zarządu

Dawid Wrona
Członek Zarządu

Załącznik nr 1

Lista Spółek Projektowych wraz z oznaczeniem projektów deweloperskich wchodzących w skład Aportu

Wykaz udziałów, akcji, praw i obowiązków wspólników spółek osobowych w spółkach zależnych Echo Investment, wchodzących w skład Aportu.

L.p.	Spółki przypisane do Pionu Biznesu Mieszkaniowego	Projekty	Liczba udziałów/akcji / prawa w majątku spółki oraz udział procentowy w kapitale zakładowym/majątku spółki zależnej
Spółki bezpośrednio przynależne do ZCP			
1.	Projekt Echo 136 Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością Sp.K. KRS: 0000580746	Stacja Wola etap 3, Warszawa, ul Gumińskiego, własność	Ogół praw majątkowych komandytariusza Echo Investment S.A. wraz z wkładem: 37 005 000,00 PLN -99,99%
2.	Gosford Investments Sp. z o.o. KRS: 0000591528	Esencja etap 2, Poznań, ul. Garbary, użytkowanie wieczyste	100 udziałów wspólnika Echo Investment SA o wartości nominalnej 50 zł i łącznej wartości nominalnej 5.000 zł – 100 %
3.	Perth Sp. z o.o. KRS: 0000531213	Modern Mokotów etap 3-5, Warszawa, ul. Wołoska (Empark), użytkowanie wieczyste	100 udziałów wspólnika Echo Investment SA o wartości nominalnej 50 zł i łącznej wartości nominalnej 5.000 zł – 100 %
4.	Doxent Investments Sp. z o.o. KRS: 0000591589	Zenit etap 1-9, Łódź, ul. Widzewska, własność (6 działek w użytkowaniu wieczystym do nabycia od Projekt Echo – 135 Sp. z o.o.)	100 udziałów wspólnika Echo Investment SA o wartości nominalnej 50 zł i łącznej wartości nominalnej 5.000 zł – 100 %
5.	Potton Sp. z o.o. KRS: 0000530967	Poznań, ul. Opieńskiego etap 1-4, własność i użytkowanie wieczyste	100 udziałów wspólnika Echo Investment SA o wartości nominalnej 50 zł i łącznej wartości nominalnej 5.000 zł – 100 %
6.	Galeria Nova – Grupa Echo Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością S.K.A. (po zarejestrowaniu zmiany brzmienia firmy: Galeria Nova – Projekt Echo – 127	Apator etap 1-4, Poznań ul. Janickiego, własność	2.000 akcji zwykłych imiennych serii A i 3.498.000 akcji imiennych serii B niemych (uprzywilejowanych co do udziału w zyskach i pozbawionych

	spółka z ograniczoną odpowiedzialnością S.K.A.) KRS: 0000459422		prawa głosu) akcjonariusza Echo Investment S.A – 100 % (udział w zyskach i stratach - 99,95%)
7.	Projekt Echo – 139 Sp. z o. o. KRS: 0000809629	Osiedle Bonarka, etap 2C i 2D, Kraków, ul. Puskarska, własność	100 udziałów wspólnika Echo Investment SA o wartości nominalnej 50 zł i łącznej wartości nominalnej 5.000 zł – 100 %
8.	Projekt Echo – 137 Sp. z o.o. KRS: 0000571192	Warszawa, Towarowa 22 etap 1-3, użytkowanie wieczyste (spółka nie jest jeszcze wieczystym użytkownikiem, ale została zawarta umowa przedwstępna przyznająca spółce roszczenie o nabycie wieczystego użytkowania terenu inwestycji)	600 udziałów wspólnika Echo Investment SA o wartości nominalnej 50 zł i łącznej wartości nominalnej 30.000 zł – 100 %
9.	Projekt 12 – Grupa Echo Sp. z o.o. S.K.A (po zarejestrowaniu zmiany brzmienia firmy: 12 – Projekt Echo – 127 spółka z ograniczoną odpowiedzialnością S.K.A.) KRS: 0000486645	Apartamenty Rytm, Warszawa, ul. KEN, Kabaty, własność	2 akcje zwykłe imienne serii A i 49.998 akcji imiennych serii B niemych (uprzywilejowanych co do udziału w zyskach i pozbawionych prawa głosu) akcjonariusza Echo Investment S.A – 100 % akcji udział w zyskach i stratach - 99,95%
10.	Echo - Browary Warszawskie Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością Sp.K. KRS: 0000267995	Wspólnik w spółkach projektowych	Ogół praw majątkowych komandytariusza Echo Investment S.A. wraz z wkładem.:49.900,00 PLN -99,9%
11.	Projekt Echo – 136 Sp. z o.o. KRS: 0000571193	Komplementariusz spółki Projekt Echo 136 Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością Sp.K	13.600 udziałów wspólnika Echo Investment SA o wartości nominalnej 50 zł i łącznej wartości nominalnej 680.000 zł – 100 %
12.	Projekt Echo – 127 Sp. z o.o. KRS: 0000571188	Komplementariusz spółek 3 i mniejszościowy wspólnik 2 spółek	600 udziałów wspólnika Echo Investment SA o wartości nominalnej 50 zł i łącznej wartości nominalnej 30.000 zł – 100 %

13.	Echo – Browary Warszawskie Sp. z o.o. KRS: 0000261579	Komplementariusz spółki Echo - Browary Warszawskie Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością Sp.K	199 udziałów wspólnika Echo Investment SA: o wartości nominalnej 500 zł i łącznej wartości nominalnej 99.500 zł
14.	Echo – Nowy Mokotów Sp. z o.o. KRS: 0000271259	Komplementariusz spółki Echo – Nowy Mokotów Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością Sp.k.	999 udziałów wspólnika Echo Investment S.A. o wartości nominalnej 50 zł i łącznej wartości nominalnej 49.950 zł – 99,99 %
Spółki pośrednio przynależne do ZCP z wykazem wspólników			
15.	ZAM Projekt Echo 127 Sp. z o.o. Sp.K. (spółka zależna od Perth Sp. z o.o.) KRS: 0000620690	ZAM, Kraków, ul. Rydlówka etap 1- 2, własność	komandytariusz Perth sp. z o.o.: wniesiony wkład 1000,00 PLN - 99,9% komplementariusz Projekt Echo – 127 sp. z o.o. wniesiony wkład: 50 zł – 0,1%
16.	Bowen Sp. z o.o. (spółka zależna od Echo - Browary Warszawskie Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością Sp.K.) KRS: 0000769699	Wspólnik w spółce projektowej	Wspólnik Echo - Browary Warszawskie Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością sp.k.: 2.300 udziałów o łącznej wartości nominalnej 115.000 zł – 100 %
17.	Echo – Nowy Mokotów Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością Sp.K. (komandytariusz Echo - Browary Warszawskie Sp. z o.o. Sp.K.) KRS: 0000391167	Warszawa, ul. Chłodna (część działek), własność i użytkowanie wieczyste	Wkład komandytariusza Echo – Browary Warszawskie spółka z ograniczoną odpowiedzialnością sp.k.: 1 249 900,00 PLN -99% Wkład komplementariusza Echo – Nowy Mokotów sp. z o.o.: 100 zł – 1%
18.	Senja 2 Sp. z o.o. (spółka zależna od Echo - Browary Warszawskie spółka z ograniczoną odpowiedzialnością sp. k.) KRS: 0000684502	Warszawa, ul. Chłodna (część działek), własność i użytkowanie wieczyste	Wspólnik Echo Browary Warszawskie spółka z ograniczoną odpowiedzialnością sp.k – 100 udziałów o wartości nominalnej 50 zł i łącznej wartości nominalnej 5.000 zł – 100 %

Załącznik nr 2

Podsumowanie wyceny Aportu sporządzone przez firmę Grant Thornton Frąckowiak Prosta spółka akcyjna



Podsumowanie wyceny ZORG Resi

Poznań, maj 2023



Szanowni Państwo,

Mamy przyjemność przedstawić podsumowanie wyceny wartości zorganizowanej części przedsiębiorstwa w postaci „Pionu Biznesu Mieszkaniowego Echo Investment S.A.” (dalej ZORG Resi lub ZORG), należącej do Echo Investment S.A. (dalej Echo Investment lub Zamawiający). Wycena przygotowana została na dzień 31 marca 2023 r. (zwany dalej Dniem Wyceny) w związku i na potrzeby sporządzenia przez Zarząd Archicom S.A. sprawozdania Zarządu, o którym mowa w art. 311 Kodeksu spółek handlowych.

Niniejszy dokument został przygotowany zgodnie z warunkami umowy nr 310/DD/22 zawartej pomiędzy Grant Thornton Frąckowiak Prosta spółka akcyjna z siedzibą w Poznaniu (zwaną dalej Grant Thornton) oraz Echo Investment S.A. z siedzibą w Kielcach.

Przygotowując wycenę, opierano się na historycznych i prognozowanych danych finansowych oraz innych dokumentach, informacjach i wyjaśnieniach, które uzyskano od Zamawiającego. Założono, że otrzymane informacje są prawidłowe, rzetelne i że zostały przekazane zgodnie z najlepszą wiedzą Zamawiającego. Grant Thornton nie ponosi odpowiedzialności za ich prawidłowość i rzetelność.

Zastosowane przez Grant Thornton procedury wyceny nie oznaczają, że w ramach niniejszego projektu przeprowadzone zostało badanie sprawozdania finansowego lub jego przegląd, ani w rozumieniu obowiązujących w Polsce przepisów, ani w rozumieniu Międzynarodowych Standardów Rewizji Finansowej.

Przedstawione w wycenie prognozowane informacje finansowe dotyczą zdarzeń, które mogą, ale nie muszą się zdarzyć w przyszłości. Ze względu na naturę takich informacji nie jest możliwe uzyskanie zadowalającej pewności, że zaprezentowane wyniki finansowe zostaną przez ZORG osiągnięte. Faktycznie osiągane wyniki w latach prognozy mogą różnić się od przedstawionych w wycenie, gdyż ustalone zostały w oparciu o zbiór założeń, obejmujących także hipotezy dotyczące przyszłych zdarzeń i działań, których urzeczywistnienie niekoniecznie musi nastąpić.

Grant Thornton Frąckowiak
Prosta spółka akcyjna
ul. Abpa Baraniaka 88 E
61-131 Poznań, Poland

T +48 61 62 51 100
F +48 61 62 51 101
www.granthornton.pl

Potwierdzeniem prawidłowości i rzetelności przekazanych przez Zamawiającego danych jest Oświadczenie Zarządu, zamieszczone w załączniku do niniejszego dokumentu.

Grant Thornton nie ponosi odpowiedzialności za efekty wykorzystania dokumentu (w części lub całości) przez osoby niebędące jego adresatem (niebędące osobami/podmiotami z grupy kapitałowej Echo Investment SA lub doradcami i współpracownikami Zamawiającego). Grant Thornton nie ponosi odpowiedzialności za skutki jakichkolwiek decyzji podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszym dokumencie.

Niniejsze opracowanie stanowi całość i żadna jego część lub strona nie powinna być czytana i interpretowana bez zapoznania się z całością dokumentu.

W przypadku dodatkowych pytań lub wątpliwości prosimy o kontakt.

Z poważaniem,

Mariusz Maik
Partner
E mariusz.maik@pl.gt.com

Małgorzata Kaczmarczyk-Białecka
Senior Menedżer
E malgorzata.kaczmarczyk-bialecka@pl.gt.com

Podsumowanie menedżerskie

(1|3)

W ramach Podsumowania menedżerskiego zaprezentowane zostały najważniejsze informacje dotyczące przeprowadzanej wyceny, tj. wyceny wartości Pionu Biznesu Mieszkaniowego Echo Investment S.A., stanowiącego zorganizowaną część przedsiębiorstwa spółki Echo Investment S.A. tzw. ZORG Resi.

Koncepcja biznesowa

Echo Investment S.A. jest jedną z największych pod względem liczby i powierzchni realizowanych projektów firmą deweloperską w Polsce. Spółka od marca 1996 r. jest notowana na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Głównym przedmiotem działalności Grupy Echo Investment jest budowa, wynajem i sprzedaż inwestycji mieszkaniowych oraz obrót nieruchomościami. Firma działa w głównych sektorach rynku nieruchomości: mieszkaniowym, handlowo-usługowym, biurowym oraz hotelowym. Wieloletnie doświadczenie daje Echo Investment przewagę w realizacji dużych, wielofunkcyjnych i miastotwórczych inwestycji. Spółka bierze pod uwagę światowe trendy urbanistyczne tworząc duże, wielofunkcyjne fragmenty miast, całkowicie zintegrowane z otoczeniem i otwarte dla gości.

ZORG Resi będący zorganizowaną częścią przedsiębiorstwa, składa się z 18 spółek realizujących inwestycje w sektorze mieszkaniowym. Na Dzień wyceny ZORG posiada grunty w Warszawie, Krakowie oraz Poznaniu pod realizację 31 projektów inwestycyjnych (w tym 7 inwestycji na etapie sprzedaży). W kolejnych latach ZORG planuje zakup kolejnych gruntów (również w Warszawie, Krakowie oraz Poznaniu) pod realizację następnych osiedli mieszkaniowych (projekty generyczne).

Podejście do wyceny

W celu oszacowania wartości ZORG zastosowano dwie metody wyceny dochodową – zdyskontowanych przepływów pieniężnych oraz porównawczą.

Wycena metodą dochodową

W metodach dochodowych przedsiębiorstwo rozumiane jest jako podmiot gospodarczy ukierunkowany przede wszystkim na wzrost dochodów oraz wartości. Wycena metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych DCF określa zdolność firmy do generowania dochodów (korzyści i zysków), które wynikają z połączenia umiejętności menedżerskich, wykorzystania posiadanych zasobów będących własnością firmy oraz innych dostępnych zasobów.

W przypadku ZORG oszacowana metodą dochodową wartość rynkowa pokazuje ile na Dzień Wyceny warte są wszystkie przepływy pieniężne jakie ZORG wygeneruje w przeciągu kolejnych lat, realizując z sukcesem przyjęte założenia w obrębie prognoz sprzedaży i planowanego poziomu rentowności.

Wycena zdyskontowanych przepływów pieniężnych uwzględnia takie elementy działalności przedsiębiorstwa jak:

- dynamika wzrostu wyrażona w postaci dynamiki wzrostu przychodów ze sprzedaży,
- struktura kosztów operacyjnych,
- nakłady inwestycyjne na majątek trwały,
- zapotrzebowanie na kapitał obrotowy netto,
- koszt kapitału odzwierciedlający ryzyko działalności przedsiębiorstwa.

Wycena metodą rynkową

Metody rynkowe przedstawiają wartość ZORG z punktu widzenia inwestora rynkowego dokonującego obrotu papierami wartościowymi spółek notowanych.

Wycena metodą porównawczą opiera się na znalezieniu porównywalnej spółki, której wartość rynkowa jest znana. Aby określić wartość podobnej spółki wykorzystywane są dane dotyczące spółek notowanych na giełdach papierów wartościowych. Zakłada się, że jeśli zakres działalności dwóch spółek jest do siebie zbliżony, to generowane przez nie przepływy pieniężne będą zależały od tych samych czynników, czyli będą silnie skorelowane ze sobą.



Wybór metody - uzasadnienie

W opinii Grant Thornton, o wartości ZORG decyduje przede wszystkim potencjał dochodowy, a tym samym przepływy pieniężne, które ZORG wygeneruje w kolejnych latach dla swoich właścicieli. W związku z tym, rekomendowany wynik wyceny został określony na podstawie wyniku metody dochodowej. Mając jednak na uwadze, iż wartość ZORG jest kalkulowana dla celów transakcyjnych, sporządzona została również wycena metodą porównawczą, w celu potwierdzenia otrzymanych wyników.

Podsumowanie menadżerskie

(2|3)

Podejście dochodowe - założenia

Prognoza wyników	Szczegółowy okres projekcji obejmuje okres 04.2023-12.2027. Prognoza przychodów ze sprzedaży, inwestycji, kosztów i rentowności oparta została o plany i oczekiwania ZORG według najlepszej wiedzy na dzień ich przekazania.
Przepływ w okresie rezydualnym	Przepływ w okresie rezydualnym przyjęto jako znormalizowany przepływ, oczyszczony o wpływ z tyt. świadczonych usług (docelowo ZORG nie będzie świadczył usług na rzecz Echo Investment) oraz z uwzględnieniem wartości należnego podatku (19% wartości przepływów operacyjnych). Na podstawie przeprowadzonych analiz, a także konsultacji z Zamawiającym uznano, iż prognozowany przepływ w okresie rezydualnym odzwierciedla powtarzalną wartość przepływów pieniężnych jaką ZORG będzie w stanie generować w długim horyzoncie czasowym.
Wartość przedsiębiorstwa	Wartość przedsiębiorstwa (EV) stanowi sumę wartości bieżących przepływów pieniężnych (22%) oraz wartości rezydualnej (78%). Analizując powyższe należy zwrócić uwagę na wczesną fazę zaawansowania większości inwestycji. W związku z czym, w pierwszych latach okresu projekcji ZORG nie będzie w stanie wypracować dodatnich przepływów, co ma wpływ na udział bieżących przepływów pieniężnych w łącznej wartości przedsiębiorstwa.
Wartość kapitałów własnych	W ramach kalkulacji wartości kapitałów własnych ZORG, wartość przedsiębiorstwa została dodatkowo skorygowana o: <ul style="list-style-type: none"> wartość długu netto - wartość zadłużenia pomniejszona o kwotę środków pieniężnych, a także przepływów wynikających ze zdarzeń korporacyjnych, które zostaną wykonane przed sprzedażą ZORG. Wartość zadłużenia uwzględni również kwotę rezerwy z tyt. podatku, który ZORG będzie musiał zapłacić w związku z dokonaną przed Dniem Wyceny sprzedażą gruntu powyżej jego wartości księgowej. kwotę udzielonych pożyczek.
WACC, Stopa wzrostu po okresie projekcji	12,27% (więcej na stronie 28), q=2,5%
Pozostałe	Kalkulacja przepływów została przygotowana w wariantcie FCFE – tj. szacując wartość z punktu widzenia wszystkich dostawców kapitału.

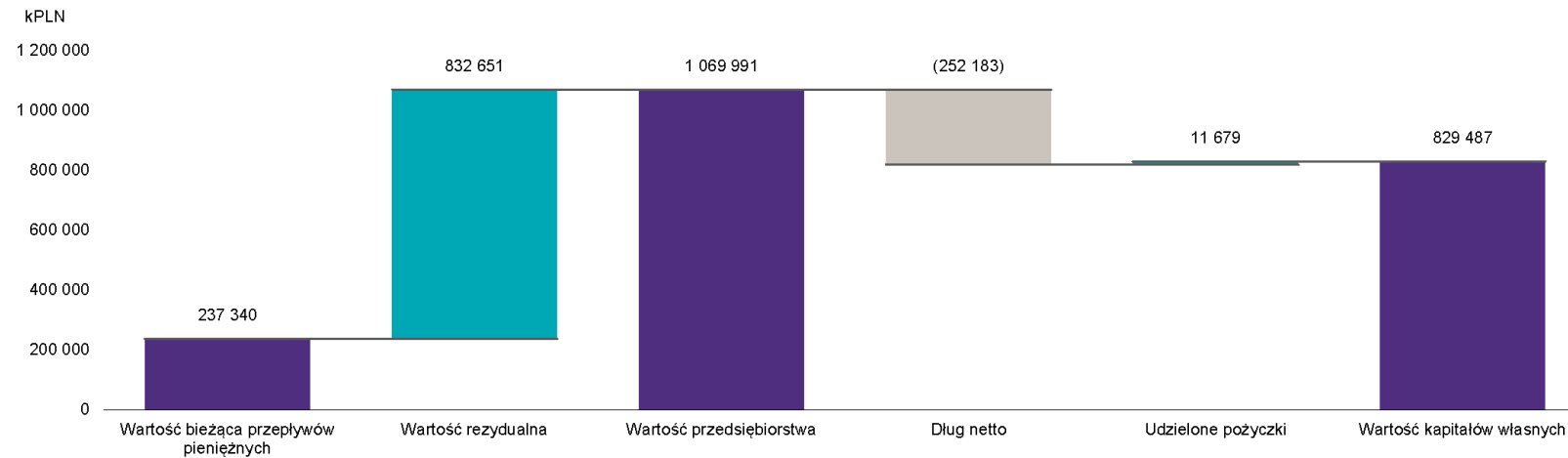
Podejście rynkowe – założenia

Mnożnik	Wycena ZORG została przygotowana przy użyciu mnożnika EV/EBITDA. W opinii Grant Thornton jest to najbardziej miarodajny mnożnik, który jest powszechnie wykorzystywany w wycenach przedsiębiorstw sporządzanych na potrzeby transakcyjne. W porównaniu do mnożników opierających się na zysku netto, czy wartości księgowej, mnożnik EV/EBITDA jest w znacznym stopniu niezależny od wszelkiego rodzaju zabiegów księgowych, które mogą doprowadzić do zniekształcenia rzeczywistości wypracowywanych wyników przez dane przedsiębiorstwo. Ponadto, wskaźnik ten uwzględnia wartość zadłużenia, a także jest najmniej podatny na różnego rodzaju zdarzenia jednorazowe. Mnożnik EV/EBITDA jest również bardziej wiarygodny w porównaniu do wskaźników opierających się na przychodach (np. EV/S), które mają ograniczone zastosowanie np. w przypadku spółek o zróżnicowanej rentowności.
Wynik przyjęty do wyceny	Do wyceny wykorzystany został średni wynik EBITDA z lat 2020-2027, znormalizowany o przepływy wynikające z działalności zaniechanej. Przyjęcie uśrednionego wyniku EBITDA z dłuższego okresu umożliwiło zminimalizować wpływ ewentualnych odchyleń w poszczególnych latach historycznych oraz w okresie projekcji, które mogłyby zaburzyć finalny wynik wyceny.
Kalkulacja mnożników	Wartości mnożników EV/EBITDA dla poszczególnych spółek porównywalnych zostały obliczone na Dzień Wyceny z wykorzystaniem bazy danych S&P Capital IQ.
Wartość kapitałów własnych	W ramach kalkulacji wartości kapitałów własnych ZORG, wartość przedsiębiorstwa została dodatkowo skorygowana o: <ul style="list-style-type: none"> wartość długu netto - wartość zadłużenia pomniejszona o kwotę środków pieniężnych, a także przepływów wynikających ze zdarzeń korporacyjnych, które zostaną wykonane przed sprzedażą ZORG. Wartość zadłużenia uwzględni również kwotę rezerwy z tyt. podatku, który ZORG będzie musiał zapłacić w związku z dokonaną przed Dniem Wyceny sprzedażą gruntu powyżej jego wartości księgowej, kwotę udzielonych pożyczek.

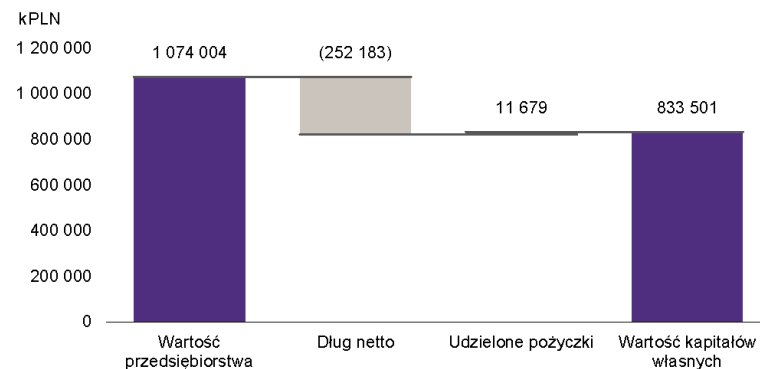
Podsumowanie menedżerskie

(3|3)

Wyniki wyceny – metoda dochodowa



Wyniki wyceny – metoda porównawcza



Reasumując

Po uwzględnieniu aktualnej sytuacji finansowej i pozycji rynkowej Zamawiającego w obszarze działalności ZORG Resi oraz na bazie przedstawionych projekcji finansowych, Grant Thornton określił wycenę wartości 100% kapitałów własnych ZORG według stanu na 31 marca 2023 roku na poziomie:

829 487 kPLN

Załączniki

- A. Metodyka wyceny
- B. WACC
- C. Oświadczenie Zarządu

A. Metodyka wyceny

(1|2)

Metody dochodowe

W metodach dochodowych firma rozumiana jest jako samodzielny podmiot gospodarczy, ukierunkowany przede wszystkim na wzrost dochodów oraz wartości. Wartość firmy szacowana jest na podstawie prognozowanych przyszłych przepływów pieniężnych, zdyskontowanych według stopy odpowiadającej ryzyku danych przepływów. W wycenie uwzględnione zostają wszystkie zdarzenia, jakie mają wpływ na sytuację finansową firmy: zarówno te, które miały miejsce w przeszłości, ale mają swoje konsekwencje w dniu wyceny, jak i te, które uwzględnia się w okresie prognozy.

W metodzie zdyskontowanych przepływów pieniężnych DCF wartość firmy równa jest sumie korzyści finansowych, jakie przyniesie wyceniana spółka właścicielowi. Korzyści te można zdefiniować jako sumę dwóch składników:

- zaktualizowanej wartości salda przepływów pieniężnych w założonym okresie prognozy;
- zaktualizowanej wartości rezydualnej, czyli wartości przedsiębiorstwa po okresie prognozy.

Wartość przedsiębiorstwa w metodzie DCF określana jest wg wzoru:

$$W = \frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+r)^n} + \frac{RV}{(1+r)^n}, \text{ gdzie}$$

- W - wartość firmy,
CF - przepływ pieniężny z działalności firmy w danym okresie,
r - stopa dyskontowa (oczekiwana stopa zwrotu),
n - ilość okresów,
RV - wartość rezydualna

Określenie przepływów pieniężnych

Przepływ pieniężny przyjęty do wyceny stanowią wolne operacyjne przepływy pieniężne. Jest to różnica pomiędzy wpływami ze sprzedaży, a wydatkami operacyjnymi, pomniejszona o zmiany kapitału obrotowego, nakłady inwestycyjne oraz obciążenia podatkowe (podatek dochodowy od EBIT).

Przy tej konstrukcji przepływy pieniężne przyjęte do wyceny nie uwzględniają wpływów i wydatków z działalności finansowej.

Wartość rezydualna

Wartość rezydualna (końcowa), oznaczająca wartość wycenianej spółki po okresie szczegółowej projekcji, szacowana jest według poniższej zależności:

$$RV = \frac{(1+q) CF}{r-q}, \text{ gdzie}$$

- RV - wartość rezydualna,
q - przewidywana stopa wzrostu po okresie projekcji,
CF - przepływ w okresie rezydualnym, który powinien odzwierciedlać powtarzalną wartość przepływów pieniężnych, jaką dany podmiot będzie w stanie generować w długim horyzoncie czasowym,
r - stopa dyskontowa.

Stopa dyskontowa

Prognoza stopy dyskontowej ustalona zostanie na podstawie oszacowania średniego ważonego kosztu kapitału WACC wg wzoru:

$$WACC = r_w \times \frac{K_w}{K} + r_o \times \frac{D}{K} \times (1-T)$$

, gdzie

- WACC - średni ważony koszt kapitału,
Rw - stopa zwrotu z kapitałów własnych,
Kw - wartość kapitałów własnych,
K - suma kapitałów własnych i obcych,
ro - stopa zwrotu z kapitałów obcych,
D - wartość kapitałów obcych,
T - stopa podatku dochodowego.

A. Metodyka wyceny

(2|2)

Metody rynkowe

Wycena porównań rynkowych może zostać wykorzystana, jeśli na Giełdzie Papierów Wartościowych lub na giełdach zagranicznych notowane są spółki, których zakres oraz specyfika prowadzonej działalności byłyby porównywalne do spółki wycenianej.

Wycena metodą porównań rynkowych opiera się na znalezieniu porównywalnej spółki, której wartość rynkowa jest znana. Aby określić wartość podobnej spółki wykorzystywane są dane dotyczące spółek notowanych na giełdach papierów wartościowych. Zakłada się, że jeśli zakres działalności dwóch spółek jest do siebie zbliżony, to generowane przez nie przepływy pieniężne będą zależały od tych samych czynników, czyli będą silnie skorelowane ze sobą.

Zasada działania porównawczej metody wyceny z matematycznego punktu widzenia opiera się na następujących założeniach:

$$\frac{V_{aktywa\ wycenianego}}{x_{aktywa\ wycenianego}} = \frac{V_{aktywa\ porównywalnego}}{x_{aktywa\ porównywalnego}}, \text{ gdzie}$$

V - wskaźnik wartości,
x - zmienna.

Wycena spółki polega na wyliczeniu poniższego równania:

$$V_{aktywa\ wycenianego} = x_{aktywa\ wycenianego} \times \frac{V_{aktywa\ porównywalnego}}{x_{aktywa\ porównywalnego}}$$

Równanie to sprawdza się dla każdej zmiennej x, dopóki stosunek V do x pozostaje stały. Jako zmienne stosuje się między innymi:

- zysk netto,
- zysk operacyjny lub zysk operacyjny powiększony o amortyzację,
- przychody ze sprzedaży,
- wartość księgową.

Stosując wycenę metodą porównawczą wykorzystywanych jest jednocześnie kilka zmiennych. Dla każdej z wybranych zmiennych wyznacza się mnożnik dla spółek porównywalnych, a następnie oblicza się średnią arytmetyczną lub medianę tych mnożników i mnoży przez odpowiednie zmienne osiągnięte przez wycenianą spółkę.

Do wyceny metodą porównań rynkowych stosuje się dwa rodzaje mnożników tj.:

1. Mnożniki **Equity Value** (kapitałów własnych) - służą do ustalenia wartości rynkowej kapitału własnego przedsiębiorstwa. Najczęściej stosowane mnożniki:
 - cena do zysku netto (P/E),
 - cena do wartości księgowej (P/BV),
 - cena do przychodów (P/S).
2. Mnożniki **Enterprise Value** (wartość całej firmy) - służą one do ustalenia wartości rynkowej całego przedsiębiorstwa, łącznie z zadłużeniem. Najczęściej stosowane mnożniki:
 - wartość rynkowa spółki powiększona o wartość długu odsetkowego netto do przychodów ze sprzedaży (EV/S),
 - wartość rynkowa spółki powiększona o wartość długu odsetkowego netto do zysku operacyjnego (EV/EBIT),
 - wartość rynkowa spółki powiększona o wartość długu odsetkowego netto do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację (EV/EBITDA).

B. WACC

Stopa dyskonta

Koszt kapitału własnego został oszacowany w oparciu o następujące wskaźniki / stopy i ich poziom:

1. Stopa podatkowa - 19%
2. Stopa wolna od ryzyka – 6,01%¹
3. Premia za inwestycyjne ryzyko rynkowe – 5,5%²
4. Beta – 0,68³
5. Premia za ryzyko specyficzne - 5%

Koszt kapitału obcego został określony na poziomie 8,60% na podstawie następujących parametrów:

1. Marża – 3,10%⁴
2. Prognozowany, średni poziom WIBOR-u w okresie 5 kolejnych lat – 5,50%⁵

Dla potrzeb kalkulacji średnioważonego kosztu kapitału przyjęto rynkową strukturę finansowania ZORG na podstawie spółek porównywalnych.

WACC - kalkulacja

Wyszczególnienie	WACC
Koszt kapitału własnego	
Stopa zwrotu z dłużnych instrumentów finansowych	6,01%
Premia za inwestycyjne ryzyko rynkowe	5,50%
współczynnik beta	0,68
Koszt kapitału własnego	9,74%
Premia za ryzyko specyficzne (dodatkowe)	5,00%
Koszt kapitału własnego po uwzględnieniu dod. premii	14,74%
Struktura zaangażowanego kapitału	
Udział kapitału własnego	68,17%
Udział długu	31,83%
Relacja dług / kapitał	0,47
Średni ważony koszt zadłużenia	
bez tarczy podatkowej	8,60%
z tarczą podatkową	6,97%
Średni ważony koszt kapitału	12,27%

Źródło:

¹Rentowność obligacji DS1033, fixing drugi na dzień notowań poprzedzający Dzień Wyceny

² Premia za inwestycyjne ryzyko rynkowe została wyznaczona przez Grant Thornton na podstawie rekomendacji firmy Duff&Phelps, analiz prof. A. Damodarana oraz analiz prof. P. Fernandez.

³ Współczynnik Beta został skalkulowany na podstawie notowań oraz danych finansowych spółek porównywalnych

⁴ Poziom marży został skalkulowany na podstawie parametrów pożyczek ZORG

⁵ Prognozowany, średni poziom WIBOR-u w okresie kolejnych 5 lat został określony na podstawie notowań kontraktów IRS na Dzień Wyceny.

C. Oświadczenie Zarządu



Oświadczenie Zarządu

Dla Grant Thornton Frąckowiak Prosta spółka akcyjna
Ul. alpa Antoniego Baraniaka 88 E
61-131 Poznań

Kielce, 25 maja 2023 r.

Echo Investment S.A.
Al. Solidarności 38,
25-323 Kielce

W związku z przygotowywaniem przez Grant Thornton Frąckowiak Prosta spółka akcyjna na zlecenie Echo Investment S.A. projektu wyoceny wartości zorganizowanej części przedsiębiorstwa w postaci „Pionu Biznesu Mieszkaniowego Echo Investment S.A.”, należącej do Echo Investment S.A. (ZORG) na dzień 31.03.2023 (Dzień Wyoceny), na podstawie warunków zawartej umowy nr 310/DD/22, zgodnie z naszą najlepszą wiedzą oświadczamy, że:

- 1 Przekazane przez nas informacje i wyjaśnienia są prawdziwe i rzetelne.
- 2 Ujawnione Państwu przez nas historyczne oraz prognozowane dane finansowe, a także wszelkie inne dokumenty, informacje i wyjaśnienia są kompletne i nie wiemy o żadnych zdarzeniach, które spowodowałyby, że powinny one zostać zmienione, a także nie zawierają istotnych błędów i przeoczeń.
- 3 ZORG nie inwestuje w instrumenty finansowe (inne niż lokaty krótkoterminowe).
- 4 Wg naszej najlepszej wiedzy nie istnieją ryzyka lub transakcje, które powinny być uwzględnione w przekazanych danych bądź informacjach dotyczących wyoceny wartości ZORG.
- 5 Nie wystąpiły żadne wydarzenia po dniu sporządzenia wyoceny do dnia dzisiejszego, które wymagałyby zmiany założeń przyjętych przy opracowaniu prognozy.
- 6 W okresie od dnia sporządzenia wyoceny do dnia dzisiejszego nie powstały żadne ponadstandardowe i niezwiązane z prowadzoną działalnością zobowiązania warunkowe, pozabilansowe oraz zdarzenia, które powinny zostać objęte rezerwą.
- 7 Nie wiemy o jakichkolwiek istotnych i nie objętych polityką rezerw naruszeniach prawa, warunków umów, których jesteśmy stroną lub przepisów, które powinny być uwzględnione przy sporządzaniu prognoz lub mogłyby stanowić podstawę do uwzględnienia kosztów lub strat nie wykazanych w prognozowanych danych finansowych.

Zarząd

Maciej Adam Drozd
Digitally signed by
Maciej Adam
Drozd
Date: 2023.05.25
12:10:38 +02'00'

Artur Zbigniew Langner
Digitally signed by
Artur Zbigniew
Langner
Date: 2023.05.25
12:49:45 +02'00'

Audit - Poland - Outsourcing - Services
Member of Grant Thornton International Ltd

Grant Thornton Frąckowiak Prosta spółka akcyjna. Podmiot uprawniony do badania sprawozdań finansowych nr 3884.
Adres siedziby: 61-131 Poznań, ul. Alpa Antoniego Baraniaka 88 E, 607 775-14-75-013, 852 502-30, 301901190. Rachunek bankowy: 65 1080 1339 0000 0001 1910 7406.
Sąd Rejonowy Poznań – Nowe Miasto i Wilda w Poznaniu, VII Wydział Gospodarczy, nr KRS 0001002336.



grantthornton.pl

© 2023 Grant Thornton Frąckowiak Prosta spółka akcyjna. All rights reserved.

'Grant Thornton' refers to the brand under the Grant Thornton member firms provide assurance, tax and advisory services to their clients and/or refers to one or more member firms, as the context requires.

Grant Thornton Frąckowiak Prosta spółka akcyjna is a member firm of Grant Thornton International Ltd (GTIL). GTIL and the member firms are not worldwide partnership. GTIL and each member firm is a separate legal entity. Services are delivered by the member firms. GTIL does not provide services to clients. GTIL and its member firms are not agents of, and do not obligate, one another and are not liable for one another's acts or omissions.

Załącznik nr 3

Bilans pro-forma „Pionu Biznesu Mieszkaniowego Echo Investment S.A.”

SKONSOLIDOWANE SPRAWOZDANIE Z SYTUACJI FINANSOWEJ (TYS. PLN)	Stan na:	Transakcje po 31.03.2023			Dane pro forma (z uwzględnieniem transakcji po 31.03.2023)
	31.03.2023	Sprzedaż ostateczna nieruchomości (kwiecień)	Wypłata wyniku z SPV 136 SK (czerwiec)	Obniżenie kapitału w SPV 136 SK (czerwiec)	
A k t y w a					
Aktywa trwałe					
Wartości niematerialne	159	-	-	-	159
Rzeczowe aktywa trwałe	5 317	-	-	-	5 317
Nieruchomości inwestycyjne	-	-	-	-	-
Nieruchomości inwestycyjne w budowie	-	-	-	-	-
Długoterminowe aktywa finansowe	15 960	-	(11 679)	-	4 281
Pochodne instrumenty finansowe	-	-	-	-	-
Pozostałe aktywa	-	-	-	-	-
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	33 752	-	-	-	33 752
Grunty przeznaczone pod zabudowę	-	-	-	-	-
	55 188	-	(11 679)	-	43 509
Aktywa obrotowe					
Zapasy	700 886	(25 820)	-	-	675 066
Należności z tytułu podatku dochodowego	118	-	-	-	118
Należności z tytułu pozostałych podatków	6 493	-	-	-	6 493
Należności handlowe i pozostałe	126 167	-	-	-	126 167
Krótkoterminowe aktywa finansowe	-	-	-	-	-
Pochodne instrumenty finansowe	-	-	-	-	-
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	74 351	-	(30 000)	-	44 351
	908 015	(25 820)	(30 000)	-	852 195
Aktywa razem	963 203	(25 820)	(41 679)	-	895 704
Kapitał własny i zobowiązania					
Kapitał własny					
Kapitał własny przypisany akcjonariuszom jednostki dominującej	261 010	20 324	(42 000)	(35 000)	204 334
Kapitały udziałowców niekontrolujących	-	-	-	-	-
	261 010	20 324	(42 000)	(35 000)	204 334
Zobowiązania długoterminowe					
Kredyty, pożyczki i obligacje	134 589	-	-	-	134 589
Rezerwy długoterminowe	114	-	-	-	114
Rezerwa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	22 005	-	-	-	22 005
Zobowiązania pozostałe	4 312	-	-	-	4 312
Zobowiązania z tytułu umów z klientami	-	-	-	-	-
	161 020	-	-	-	161 020
Zobowiązania krótkoterminowe					
Kredyty, pożyczki i obligacje	110 178	-	321	35 000	145 499
Zobowiązania z tytułu podatku dochodowego	5 298	4 767	-	-	10 065
Zobowiązania z tytułu pozostałych podatków	1 838	-	-	-	1 838
Zobowiązania handlowe	74 992	(50 911)	-	-	24 081
Zobowiązania z tytułu leasingu	32 031	-	-	-	32 031
Rezerwy krótkoterminowe	3 605	-	-	-	3 605
Zobowiązania pozostałe	106 156	-	-	-	106 156
Zobowiązania z tytułu umów z klientami	207 075	-	-	-	207 075
	541 173	(46 144)	321	35 000	530 350
Kapitał własny i zobowiązania razem	963 203	(25 820)	(41 679)	-	895 704