



FWIG | FUNDACJA WSPIERANIA
INICJATYW GOSPODARCZYCH

ANALIZA SYTUACJI FINANSOWEJ, GOSPODARCZEJ I
PERSPEKTYW DALSZEGO PROWADZENIA DZIAŁALNOŚCI PRZEZ
SPÓŁKĘ ELKOP ENERGY SA
ORAZ
WYCENA SPÓŁKI ELKOP ENERGY SA
NA DZIEŃ 30.11.2012 R.

Data sporządzenia: 11.01.2013 r.

Koordynator:

Robert Remlein

Autorzy:

Dr hab. Dariusz Nowak

Dr Piotr Bober

Mgr Marcin Domański

Mgr Małgorzata Jurga

Małgorzata Jurga 1/2013

SPIS TREŚCI

1. Streszczenie	3
2. Wstęp	4
3. Uzasadnienie doboru metod wyceny	7
4. Charakterystyka Elkop Energy SA i branży	9
5. Wycena metodą skorygowanej wartości aktywów netto.....	28
6. Wycena metodą dochodową	34
7. Wnioski	66
8. Załączniki	67

1. STRESZCZENIE

1. Wyniki przeprowadzonej analizy sytuacji majątkowo-finansowej i gospodarczej oraz perspektyw rozwoju Elkop Energy SA w przyszłości

Na podstawie przeprowadzonej analizy można stwierdzić, że sytuacja majątkowo-finansowa i gospodarcza spółki Elkop Energy SA jest dobra, potwierdzają to wyniki przeprowadzonej analizy Spółki w przedmiotowym zakresie opartej o realny stan aktywów i pasywów oraz kosztów własnych i przychodów.

Pomimo zidentyfikowanych i wskazanych w niniejszym opracowaniu czynników ryzyka dla dalszego funkcjonowania Spółki, jest ona w stanie kontynuować swoją działalność operacyjną realizując zamierzoną strategię rozwoju.

Konkludując, na podstawie przeprowadzonych analiz można stwierdzić, że spółka Elkop Energy SA posiada perspektywy rozwoju w przyszłości, nie występują istotne zagrożenia dla jej funkcjonowania ani też możliwe do zidentyfikowania zagrożenia dla bezpieczeństwa obrotu czy interesu inwestorów.

2. Wyniki wyceny przedsiębiorstwa Elkop Energy SA na dzień 30.11.2012 r.

Wyceny przedsiębiorstwa Elkop Energy SA na dzień 30.11.2012 r., dokonano przy wykorzystaniu dwóch różnych metod tj.:

- metody majątkowej - skorygowanych aktywów netto (SAN) - oszacowana tą metodą wartość przedsiębiorstwa Elkop Energy SA na dzień 30 listopada 2012 r. to: 1 837 054 zł (słownie: jeden milion osiemset trzydzieści siedem tysięcy pięćdziesiąt cztery złote);
- metody dochodowej - zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) - oszacowana tą metodą wartość przedsiębiorstwa Elkop Energy SA na dzień 30 listopada 2012 r. to: 35 041 310 zł (słownie: trzydzieści pięć milionów czterdzieści jeden tysięcy trzysta dziesięć złotych).

2. WSTĘP

Niniejsze opracowanie przygotowane zostało przez ekspertów Fundacji Wspierania Inicjatyw Gospodarczych z siedzibą w Poznaniu na podstawie otrzymanych materiałów źródłowych z Elkop Energy SA, analizy sytuacji majątkowo-finansowej badanej Spółki oraz otoczenia rynkowego i branżowego.

Podstawę formalną prac stanowi umowa z dnia 17.12.2012 r. zawarta między Fundacją Wspierania Inicjatyw Gospodarczych w Poznaniu, a Elkop Energy SA z siedzibą w Płocku. Przedmiotem zlecenia jest wycena spółki Elkop Energy SA przy zastosowaniu co najmniej dwóch różnych metod wyceny oraz analiza sytuacji finansowej, gospodarczej i możliwości podjęcia lub kontynuowania przez emitenta działalności operacyjnej oraz perspektyw jej prowadzenia w przyszłości.

Analizę sytuacji finansowej, gospodarczej i perspektyw dalszego prowadzenia działalności przez spółkę Elkop Energy SA na podstawie informacji otrzymanych od zleceniodawcy, informacji dostępnych publicznie oraz posiadanej wiedzy branżowej. Wyceny Spółki dokonano na dzień 30.11.2012 r. Autorzy ze względu na charakter i zakres opracowania nie dokonali niezależnej weryfikacji powoływanych w niniejszym dokumencie informacji, danych i analiz. Ponadto nie składają żadnych zapewnień ani oświadczeń, wprost lub dorozumianych, co do poprawności i kompletności jakichkolwiek informacji zawartych w niniejszym dokumencie i oświadczają, że nie ponoszą jakiejkolwiek odpowiedzialności związanej lub wynikającej z wykorzystania tychże informacji.

Dokument nie stanowi rekomendacji kupna lub sprzedaży instrumentu finansowego, o jakim mowa w „Rozporządzeniu Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, lub ich emitentów lub wystawców (Dz. U. z 2005 r. Nr 206, poz. 1715)”. Stanowi wyraz opinii autorów i nie powinien być inaczej traktowany.

Niniejszy dokument może być kopiowany, powielany, dystrybuowany oraz udostępniany osobom trzecim tylko i wyłącznie za zgodą Zarządu wycenianego przedsiębiorstwa. Podmiot naruszający ten nakaz zobowiązany będzie do zwolnienia Autorów niniejszego opracowania z wszelkiej odpowiedzialności odszkodowawczej oraz zobowiązany będzie do pokrycia wszelkich poniesionych przez nich szkód.

Publiczne powoływanie się na niniejsze opracowanie oraz jego rozpowszechnianie - na zasadach wskazanych powyżej - może nastąpić wraz z informacją o autorach opracowania.

Niniejsze opracowanie sporządzone zostało zgodnie z przepisami prawa. Wyceny dokonano na podstawie informacji pozyskanych w trakcie wizji lokalnej i dostarczonych dokumentów.

Zakłada się, że nie ukryto żadnych faktów, które mogłyby mieć wpływ na wartość spółki Elkop Energy SA.

Metodologia i sposób przeprowadzenia wyceny są zgodne z ogólnie przyjętymi zasadami wyceny przedsiębiorstw. Stosownie do tych zasad, dla oszacowania wartości spółki Elkop Energy SA wykorzystano następujące metody:

- **metodę wartości skorygowanej aktywów netto (SAN)** - podejście majątkowe wiąże wartość przedsiębiorstwa wyłącznie z jego aktywami, a zatem przedsiębiorstwo rozpatruje się w oderwaniu od otoczenia, nie uwzględniając efektów synergicznych połączenia poszczególnych materialnych składników majątku oraz niematerialnych elementów przedsiębiorstwa; w ujęciu tym wyniki wyceny nie uwzględniają organizacji przedsiębiorstwa, efektów ekonomicznych jego gospodarowania, stanu i wpływu otoczenia,
- **metodę zdyskontowanych przyszłych strumieni pieniężnych (DCF)** - w podejściu tym przedsiębiorstwo rozpatruje się poprzez pryzmat jego zdolności do generowania dochodów, a źródłem jego wartości nie jest majątek, ale dochody, które przedsiębiorstwo będzie osiągać w przyszłości.

Przy sporządzeniu niniejszej wyceny wykorzystano również informacje i wnioski z raportów przygotowanych przez przedsiębiorstwo, rzeczoznawców oraz kancelarie prawne. Roczne sprawozdania finansowe wykorzystane przy wycenie podlegały badaniu biegłego rewidenta. Między innymi wykorzystano następujące dokumenty:

- Sprawozdania finansowe Elkop Energy SA sporządzone na dzień 31.12.2010 r., 31.12.2011 r., 30.06.2012 r. oraz 30.11.2012 r.,
- Sprawozdania finansowe Hibertus Sp. z o.o. sporządzone na dzień 31.12.2011 r., 30.06.2012 r. oraz 30.11.2012 r.,
- Dokumenty, raporty i inne niezbędne informacje przygotowane przez Zarząd związane z bieżącą działalnością Elkop Energy SA oraz Hibertus Sp. z o.o.,
- Ankieta - badanie stanu ekonomicznego - sporządzona na dzień 30.11.2012 r.,
- Dane Głównego Urzędu Statystycznego oraz Urzędu Regulacji Energetyki,
- Specjalistyczna literatura z zakresu finansów, wyceny przedsiębiorstw, analizy finansowej i rachunkowości przedsiębiorstw oraz organizacji i zarządzania przedsiębiorstwem.

Powyższe materiały stanowiły podstawę założeń wyceny i niezbędnych analiz, w związku z tym dokumenty te należy rozpatrywać łącznie.

Autorzy opracowania oświadczają, że nie posiadają żadnych związków ze spółką Elkop Energy SA, które mogłyby wpłynąć na bezstronność w sprawie realizacji przedmiotu zlecenia.

3. UZASADNIENIE DOBORU METOD WYCENY

Wyceny przedsiębiorstwa Elkop Energy SA dokonano przy wykorzystaniu następujących metod wyceny:

- a) skorygowanych aktywów netto (SAN) poprzedzona określeniem bilansowej wartości aktywów netto,
- b) zdyskontowanych strumieni pieniężnych (DCF).

Oprócz uzasadnienia formalnego, dobór metod wyceny wynika również z przesłanek merytorycznych, a mianowicie:

- cel wyceny, weryfikacja wartości rynkowej Spółki,
- sytuacja majątkowo-finansowa i gospodarcza Elkop Energy SA oraz jej perspektyw na przyszłość,
- sytuacja w branży i w otoczeniu rynkowym wycenianego podmiotu,
- braku możliwości zastosowania metody porównawczej ze względu na brak porównywalnych przedsiębiorstw pod względem organizacji, osiąganych wyników finansowych, struktury i strategii działania,
- specyfika rynku NewConnect, a w szczególności zaobserwowane znaczne dysproporcje w wycenie notowanych na nim spółek uniemożliwiające zastosowanie metody porównawczej.

W szczególności uwzględniono, że:

1. Wycena ma stanowić weryfikację wartości rynkowej Elkop Energy SA w kontekście jej wartości wynikającej z wyceny na podstawie kursów z notowań na rynku NewConnect,
2. Wyceniane przedsiębiorstwo Elkop Energy SA jest Spółką celową, której działalność operacyjna jest prowadzona w ramach jej spółki zależnej Hibertus Sp. z o.o.,
3. Elkop Energy SA podobnie jak spółka zależna - Hibertus Sp. z o.o. są podmiotami de facto nowymi na rynku (Spółki powstały w latach 2010-2011) i nie osiągnęły jeszcze planowanego poziomu działalności operacyjnej. Plan rozwoju wycenianej Spółki zakłada "wchłonięcie" Hibertus Sp. z o.o. przez Elkop Energy SA w IV kwartale 2013 r. oraz dalszy rozwój w kolejnych latach.

4. Zasadność wykorzystania majątkowej metody wyceny SAN, polegającej na korekcie bilansowych zapisów aktywów i pasywów przedsiębiorstwa bezpośrednio wiąże się z sytuacją majątkowo-finansową wycenianego podmiotu. W szczególności chodzi tu o fakt posiadania przez Elkop Energy SA składników majątku nieuwzględnionych lub w niepełny sposób odzwierciedlonych w zapisach bilansowych.
5. Zastosowanie metody dochodowej (DCF) uwzględnia, że podstawą rachunku „rzetelnej wartości rynkowej” przedsiębiorstwa Elkop Energy S.A. rozumianej jako cena, którą zainteresowany, (ale niezdeteminowany) nabywca gotów jest zapłacić, powinna być określona poprzez korzyści jakie jest w stanie wygenerować dla potencjalnego nabywcy. Tak, więc dochodowa metoda wyceny obrazuje punkt widzenia kupującego, dla którego wartością przedsiębiorstwa jest przede wszystkim jego zdolność do generowania dochodu, tj. nadwyżki finansowej netto uzyskiwanej w określonych stopą dyskonta warunkach ryzyka finansowego. Ze względu na specyfikę działalności Elkop Energy SA, która prowadzi swoją działalność operacyjną poprzez spółkę Hibertus Sp. z o.o. w przedmiotowym opracowaniu dokonano wyceny Elkop Energy SA z uwzględnieniem opisanych zależności.

4. CHARAKTERYSTYKA ELKOP ENERGY SA I BRANŻY

Elkop Energy SA

Elkop Energy SA jest spółką celową powołaną do realizacji i obsługi inwestycji w odnawialne źródła energii. Największym akcjonariuszem Spółki, posiadającym 30,09% akcji Elkop Energy SA jest Elkop SA, która prowadzi działalność w branży elektromontażowej oraz działalność deweloperską. Ponadto przedsiębiorstwo jest właścicielem nieruchomości z przeznaczeniem na najem powierzchni biurowych oraz hal magazynowych o łącznej powierzchni blisko 15 000 m². Szczegółowa struktura Akcjonariatu spółki Elkop Energy SA na dzień 30.11.2012 r. została przedstawiona w tabeli 1.

Tabela 1.

Struktura Akcjonariatu spółki Elkop Energy SA na dzień 30.11.2012 r.

Lp.	Nazwa Akcjonariusza	Liczba akcji	Udział procentowy
1.	Elkop SA	4 890 000,00	30,09%
2.	Atlantis SA	2 865 000,00	17,63%
3.	FON SA	3 050 000,00	18,77%
4.	Investment Friends Capital SA	1 249 500,00	7,69%
5.	FON Ecology SA	940 000,00	5,78%
6.	Pozostali	3 255 500,00	20,04%
RAZEM		16 250 000,00	100,00%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie dokumentów sprawozdawczych Spółki.

Podstawowe informacje o spółce:.

Nazwa: Elkop Energy Spółka Akcyjna
 Siedziba: ul. Zygmunta Padlewskiego nr 18C, 09-402 Płock
 KRS: 0000380413
 NIP: 774-319-31-64
 REGON: 142684184
 Informacja o umowie: 1. 18.10.2010 r., Marcin Szczepaniak, Notariusz w Płocku, Repertorium A Nr 3192/2010 oraz 03.03.2011 r., Marcin Szczepaniak, Notariusz w Płocku, Repertorium A Nr 926/2011 - zmiana par. 7, 20, 21, 28.

	2. Dokonano zmiany par.7 Statutu Spółki Aktem Notarialnym Rep. A 1217/2011 z dnia 10.05.2011 r., Kancelaria Notarialna w Sierpcu ul. Jana Pawła II nr 3 CD.
	3. Akt Notarialny Repertorium A Nr 1222/2011 z dnia 14.12.2011r., Notariusz Jakub Szczepański prowadzący Kancelarię Notarialną w Płocku, przy pl. Stary Rynek 7 lok.2; zmiana par. 7 ust.1 Statutu Spółki.
	4. Akt Notarialny Repertorium A nr 1440/2012 z dnia 20.09.2012 r. Notariusz Jakub Szczepański prowadzący Kancelarię Notarialną w Płocku, przy pl. Stary Rynek nr 7 lok. 2, zmiana paragrafu 7 ust.1 Statutu Spółki.
Kapitał zakładowy:	1 625 000 zł
Liczba akcji wszystkich emisji:	16 250 000
Wartość nominalna akcji:	0,10 zł
Informacje o akcjach:	seria: A liczba akcji: 15 000 000 (akcje nie są uprzywilejowane) seria: B liczba akcji 1 250 000 (akcje nie są uprzywilejowane)
Organ reprezentacji:	Zarząd
Sposób reprezentacji:	W przypadku powołania Zarządu wieloosobowego do składania oświadczeń woli oraz podpisywania w imieniu Spółki upoważniony jest każdy Członek Zarządu samodzielnie.
Skład Zarządu:	Jacek Koralewski – Prezes Zarządu
Organ nadzoru:	Rada Nadzorcza
Skład organu:	Damian Patrowicz Anna Dorota Kajkowska Małgorzata Patrowicz Marianna Patrowicz Wojciech Wiesław Hetkowski
Przedmiot działalności:	35.11.Z Wytwarzanie energii elektrycznej, 35.12.Z Przesyłanie energii elektrycznej, 35.13.Z Dystrybucja energii elektrycznej, 35.14.Z Handel energią elektryczną,

35.21.Z Wytwarzanie paliw gazowych,
64.19.Z Pozostałe pośrednictwo pieniężne,
68.10.Z Kupno i sprzedaż nieruchomości na własny rachunek,
68.20.Z Wynajem i zarządzanie nieruchomościami własnymi lub dzierzawionymi,
68.31.Z Pośrednictwo w obrocie nieruchomościami,
68.32.Z Zarządzanie nieruchomościami wykonywane na zlecenie,
74.90.Z Pozostała działalność profesjonalna, naukowa i techniczna, gdzie indziej niesklasyfikowana,
82, 99, z, pozostała działalność wspomagająca prowadzenie działalności gospodarczej, gdzie indziej niesklasyfikowana.

Spółka Elkop Energy SA rozpoczęła działalność w październiku 2010 r. i działa w sektorze energii odnawialnej, pozyskiwanej ze źródeł naturalnych – energii wiatru, biomasy i energii wodnej. Przedsiębiorstwo zajmuje się produkcją oraz sprzedażą energii elektrycznej, realizacją i sprzedażą projektów z zakresu odnawialnych źródeł energii oraz doradztwem branżowym. Pierwotnie kapitał zakładowy Spółki wynosił 1 500 000 zł i dzielił się na 3 000 akcji o wartości nominalnej 500 zł każda. Akcje objęte zostały w całości za wkłady pieniężne. Spółkę Elkop Energy SA zawiązały następujące podmioty:

- Przedsiębiorstwo Elekromontażowe Elkop SA (obecnie Elkop SA, objęcie 1 300 akcji serii A o wartości nominalnej 500 zł każda);
- Investment Friends Energy SA (objęcie 160 akcji serii A o wartości nominalnej 500 zł każda);
- Atlantis SA (objęcie 610 akcji serii A o wartości nominalnej 500 zł każda);
- Atlantis Energy SA (objęcie 160 akcji serii A o wartości nominalnej 500 zł każda);
- Fon SA (objęcie 160 akcji serii A o wartości nominalnej 500 zł każda);
- Fon Ecology SA (objęcie 160 akcji serii A o wartości nominalnej 500 zł każda).
(cena emisyjna każdej z akcji równała się jej wartości nominalnej)

Następnie na podstawie umowy sprzedaży udziałów zawartej w dniu 4.05.2011 r. Elkop Energy SA zakupiła od spółki Companies Trade Sp. z o.o. 100 % udziałów w kapitale zakładowym Hibertus Sp. z o.o. Tym samym spółka Elkop Energy SA została jedynym udziałowcem spółki Hibertus Sp. z o.o. W dniu 5.05.2011 r. Elkop Energy SA zawarła umowę współpracy z Hibertus Sp. z o.o., której przedmiotem było podejmowanie działań

mających na celu pozyskanie przez Elkop Energy SA na rzecz Hibertus Sp. z o.o. MEW¹ o mocy do 2 MW, w tym w szczególności przekazywanie ofert zakupu projektów lub działających MEW oraz wykonywanie innych czynności dotyczących, pozyskiwania MEW. W przedmiocie umowy zawarte było również uzyskiwanie odpowiednich zaświadczeń, koncesji, pozwoleń oraz wszelkiej innej dokumentacji niezbędnej do prowadzenia przez Hibertus Sp. z o.o. działalności w zakresie produkcji i dystrybucji energii elektrycznej.

W dniu 10.05.2011 r. Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy Elkop Energy SA podjęło Uchwałę nr 3/2011 o podwyższeniu kapitału zakładowego Spółki z kwoty 1 500 000 zł o kwotę 125 000 zł (do kwoty 1 625 000 zł). Podwyższenie kapitału nastąpiło w drodze emisji 250 nowych akcji zwykłych na okaziciela serii B o wartości nominalnej 500 zł każda. Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie Elkop Energy SA ustaliło cenę emisyjną Akcji Serii B na 7 777 zł. Objęcie akcji serii B nastąpiło w drodze subskrypcji otwartej zgodnie z art. 431 § 2 pkt. 3 Kodeksu Spółek Handlowych, na podstawie ogłoszenia zgodnego z art. 440 § 1 Kodeksu Spółek Handlowych, skierowanych do osób, którym nie służy prawo poboru. Akcje serii B zostały opłacone w pełni wkładami pieniężnymi przed rejestracją podwyższenia kapitału zakładowego.

Dnia 6.06.2011 r. Rada Nadzorcza Spółki Elkop Energy SA podjęła Uchwałę nr 1/VI/2011 w sprawie zaciągnięcia przez Elkop Energy SA pożyczki pieniężnej od spółki Atlantis Energy SA w wysokości 1 653 000 zł z przeznaczeniem na zakup Elektrowni Wiatrowych przez spółkę Hibertus Sp. z o.o. Tego samego dnia podjęto również Uchwałę nr 2/VI/2011 w sprawie udzielenia pożyczki pieniężnej przez Elkop Energy SA spółce Hibertus Sp. z o.o. w wysokości 1 653 000 zł z przeznaczeniem na zakup Elektrowni Wiatrowych. Następnie w dniu 23.11.2011 r. Rada Nadzorcza Spółki Elkop Energy SA podjęła Uchwałę nr 1/XI/2011 w sprawie podwyższenia kapitału zakładowego Hibertus Sp. z o.o. o kwotę 1 600 000,00 zł w zamian za spłatę pożyczki pieniężnej udzielonej przez Elkop Energy SA w wysokości 1 653 000 zł. Ponadto w dniu 28.11.2011 r. spółka Urlopy SA udzieliła Elkop Energy SA pożyczkę w kwocie 630 000 zł.

Następnie w dniu 7.12.2011 r. Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy Elkop Energy SA podjęło Uchwałę nr 4/2011 w sprawie podziału akcji Spółki poprzez obniżenie ich wartości nominalnej z 500 zł na 50 zł i zwiększenia proporcjonalnie ogólnej liczby akcji z liczby 3 250 sztuk akcji na liczbę 32 500 sztuk akcji (podział akcji), bez zmiany

¹ MEW- Mała Elektrownia Wiatrowe

wysokości kapitału zakładowego Spółki. Podział akcji został dokonany w ten sposób, że wymieniono 1 akcję o wartości nominalnej 500 zł na 10 akcji o wartości nominalnej 50 zł.

W 2012 r. Spółka podjęła szereg czynności zmierzających do wprowadzenia akcji Spółki serii A i B do obrotu zorganizowanego w Alternatywnym Systemie Obrotu (rynek NewConnect), prowadzonym przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie SA. Ostatecznie Uchwałą nr 727/2012 z dnia 23.07.2012 r. Zarząd Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie SA wprowadził do alternatywnego systemu obrotu na rynku NewConnect akcje zwykłe na okaziciela serii A i B spółki Elkop Energy SA oraz Uchwałą nr 735/2012 z dnia 25.07.2012 r. wyznaczył pierwszy dzień notowań na 27.07.2012 r. Spółce nadano skróconą nazwę "ELKOPNRG" i oznaczenie "ENR".

W dniu 20.09.2012 r. odbyło się Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie Spółki Elkop Energy SA, które podjęło m.in. Uchwałę nr 5 którą obniżyło wartość nominalną wszystkich akcji zwykłych na okaziciela. Zmianie wartości podlegały akcje serii A (z dotychczasowej wartości nominalnej 50,00 zł do 0,10 zł każda przy jednoczesnym proporcjonalnym zwiększeniu ich ilości z dotychczasowych 30 000 do 15 000 000) oraz akcje serii B (z dotychczasowej wartości nominalnej 50,00 zł każda do 0,10 zł każda przy jednoczesnym proporcjonalnym zwiększeniu ich ilości z dotychczasowych 2 500 do 1 250 000). Po wprowadzeniu przedmiotowej uchwały kapitał zakładowy Spółki nie uległ zmianie i wynosi 1 625 000,00 zł (dzieli się na 16 250 000 akcji zwykłych na okaziciela o wartości nominalnej 0,10 zł każda).

Następnie w dniu 28.09.2012 r. do Spółki wpłynęło zawiadomienie spółki Investment Friends Capital SA w Płocku o nabyciu 485 akcji Spółki oraz kolejne zawiadomienie z dnia 8.10.2012 r. od Spółki Elkop SA w Chorzowie o zbyciu 1 620 akcji Spółki stanowiących 4,98% udziału w kapitale zakładowym. Tego samego dnia, Uchwałą nr 1006/2012 z dnia 8.10.2012 r. Zarząd Giełdy Papierów Wartościowych na żądanie Komisji Nadzoru Finansowego zgłoszone w trybie art. 78 ust. 3 Ustawy o obrocie instrumentami finansowymi zawiesił obrót akcjami Elkop Energy SA. Zawieszenie obrotu akcjami zostało dokonane do końca dnia 8.11.2012 r. Następnie 9.10.2012 r. do spółki Elkop Energy SA wpłynęło zawiadomienie Investment Friends Capital SA o nabyciu poza rynkiem regulowanym 514 akcji Spółki, stanowiących 1,58% udziału w kapitale zakładowym. Ponadto w dniu 10.10.2012 r. do Spółki wpłynęło kolejne zawiadomienie spółki Elkop SA w Chorzowie o zbyciu 1 600 akcji Spółki stanowiących 4,92% udziału w kapitale zakładowym.

W dniu 7.11.2012 r. Zarząd Spółki poinformował, że w dniu 6.11.2012 r. Komisja Nadzoru Finansowego wydała komunikat o zaistnieniu okoliczności wskazujących na

dokonanie manipulacji kursu akcji Elkop Energy SA oraz o złożeniu zawiadomienia o podejrzeniu popełnienia przestępstwa manipulacji w obrocie akcjami Elkop Energy SA. Komisja Nadzoru Finansowego po przeprowadzeniu postępowania wyjaśniającego mającego na celu zbadanie okoliczności wzrostu kursu akcji Emitenta w okresie od dnia 27.07.2012 r. do dnia 2.10.2012 r. ustaliła, że zaobserwowany wzrost kursu akcji Spółki był przede wszystkim skutkiem działalności 2 osób fizycznych, działających na rachunkach inwestycyjnych 5 podmiotów. Zarząd Elkop Energy SA wskazał, że okoliczności przywoływane przez Komisję Nadzoru Finansowego w komunikacie z dnia 6.11.2012 r. tj. dokonywanie transakcji przez osoby fizyczne na akcjach Emitenta w sposób uzasadniający podejrzenie dopuszczenia się manipulacji kursem akcji Emitenta, mają charakter niezależny od działań samej Spółki i jej Zarządu. Zarząd oświadczył, że nie miał żadnego wpływu ani wiedzy o okolicznościach wskazanych przez KNF w komunikacie z dnia 6.11.2012 r. Jednocześnie wskazano, że będą podejmowane działania w celu możliwie szybkiego wyjaśnienia sprawy oraz przywrócenia obrotu akcjami Elkop Energy SA.

Również w dniu 7.11.2012 r. Uchwałą nr 1101/2012 z dnia 7.11.2012 r. Zarząd Giełdy Papierów Wartościowych zawiesił obrót akcjami Elkop Energy SA w okresie od dnia 9.11.2012 r. do dnia 7.12.2012 r. włącznie. Zarząd Spółki w nawiązaniu do raportu bieżącego nr 14/2012 z dnia 8.10.2012 r. poinformował, że pomimo podjętych działań przez Spółkę Zarząd Giełdy Papierów Wartościowych SA w Warszawie postanowił o przedłużeniu okresu zawieszenia obrotu akcjami Spółki. Elkop Energy SA wskazał, że w okresie od dnia pierwotnego zawieszenia obrotu akcjami tj. od dnia 8.10.2012 r. dokonana została rejestracja sądowa obniżenia wartości nominalnej akcji Emitenta zgodnie z Uchwałą nr 5 NZW z dnia 20.09.2012 r., rejestracja obniżenia wartości nominalnej akcji Spółki w Krajowym Depozycie Papierów Wartościowych SA, a także zmiana ilości akcji notowanych w systemie NewConnect. Zarząd Elkop Energy SA wskazał ponadto, że pomimo działań mających na celu zwiększenie płynności akcji Spółki oraz ochronę interesu akcjonariuszy i innych uczestników obrotu, najprawdopodobniej ze względów wskazanych w Komunikacie Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 6.11.2012 r. Zarząd GPW S.A. postanowił o przedłużeniu zawieszenia obrotu akcjami Spółki na kolejny maksymalny dopuszczalny okres.

Ponadto Uchwałą nr 1245/2012 z dnia 7.12.2012 r. Zarząd Giełdy Papierów Wartościowych wykluczył z obrotu w alternatywnym systemie na rynku NewConnect akcje Elkop Energy SA począwszy od dnia 15.01.2013 r., pod warunkiem rozwiązującym w postaci uznania przez Zarząd Giełdy, że wartość Spółki na podstawie notowań na rynku NewConnect nie jest sprzeczna z racjonalnie pojmowanymi zasadami kształtowania się ceny rynkowej na

podstawie mechanizmu rynkowego realizowanego zgodnie z regułami obrotu i misją rynku NewConnect. Zarząd Giełdy zobowiązał Spółkę do przedłożenia następujących dokumentów najpóźniej do dnia 7.01.2013 r.:

- 1) raportu, który treścią i zakresem będzie odpowiadał dokumentowi, o którym mowa w § 15b Regulaminu Alternatywnego Systemu Obrotu,
- 2) wycen wartości Spółki sporządzonych w oparciu o co najmniej dwie różne metody wyceny, dokonanych przez podmiot zajmujący się zawodowo szacowaniem wartości przedsiębiorstw dla celów transakcyjnych,
- 3) stanowiska zarządu Spółki co do jego poglądu na temat wartości Spółki, niezależnie od jej wartości wynikającej z wyceny na podstawie kursów z notowań na rynku NewConnect.

Następnie do Spółki wpłynęła uchwała Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych nr 1347/2012 z dnia 27.12.2012 r. w sprawie zmiany uchwały Zarządu Giełdy nr 1245/2012 z dnia 7.12.2012 r. w sprawie wykluczenia akcji Elkop Energy SA z obrotu na rynku NewConnect oraz czasowego zawieszenia obrotu tymi akcjami. Zmiana uchwały nr 1245/2012 polegała na podjęciu przez Zarząd GPW SA decyzji o dalszym zawieszeniu obrotu akcjami Elkop Energy SA do dnia 8.01.2013 r.

Ponadto w dniu 7.01.2013 r. Zarząd Giełdy Papierów Wartościowych SA na wniosek Elkop Energy SA podjął uchwałę nr 25/2013 w sprawie zmiany uchwały nr 1245/2012 z dnia 7.12.2012 r. Na mocy uchwały z dnia 7.01.2013 r. Zarząd GPW SA postanowił przedłużyć do dnia 14.01.2013 r. termin publikacji raportu zawierającego analizę sytuacji gospodarczej i perspektyw na przyszłość Spółki oraz wyceny wartości Elkop Energy SA, a ponadto postanowił o odpowiedniej zmianie pozostałych terminów określonych uchwałą nr 1245/2012. Zadecydowano, że obrót akcjami Spółki pozostanie zawieszony do dnia 17.01.2013 r. włącznie oraz datę ewentualnego wykluczenia akcji Spółki z obrotu wyznaczono na dzień 4.02.2013 r. w przypadku gdy przedstawione przez Spółkę raportem w dniu 14.01.2013 r. dokumenty zostaną uznane przez Zarząd GPW S.A. za nierzetelne, niekompletne lub niewiarygodne.

Hibertus Sp. z o.o.

Poniżej dokonano charakterystyki spółki Hibertus Sp. z o.o.

Nazwa: Hibertus Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością
Siedziba: ul. Zygmunta Padlewskiego nr 18C, 09-402 Płock

KRS: 0000381756
NIP: 1182060065
REGON: 142873040
Informacja o umowie: 1. 21.03.2011 r., Notariusz Sebastian Kubań, Kancelaria Notarialna w Warszawie, ul. Cybernetyki 13 lok. 1, Rep. A Nr 1503/2011.
2. 10.05.2011 r. – Grażyna Popiłko - Notariusz w Sierpcu, Rep. A - 1205/2011 - zmieniono §§ 2 ust. 3, 7 ust. 2, w § 3 ust. 1 dodano punkty 71 - 83.
Dane wspólników: Elkop Energy Spółka Akcyjna (100 udziałów o łącznej wartości 1 605 000,00 zł)
Kapitał zakładowy: 1 605 000,00 zł
Organ reprezentacji: Zarząd
Sposób reprezentacji: Każdy Członek Zarządu działający samodzielnie
Skład Zarządu: Jacek Koralewski – Prezes Zarządu
Przedmiot działalności: Produkcja oraz sprzedaż energii elektrycznej pozyskiwanej ze źródeł odnawialnych, ze szczególnym uwzględnieniem energii wiatru.

Hibertus Sp. z o.o. jest spółką zależną od Elkop Energy SA. Spółka została zawiązana w dniu 23.03.2011 r. przez Companies Trade Sp. z o.o. z siedzibą w Gdańsku. Następnie w dniu 4.05.2011 r. Elkop Energy SA na podstawie Umowy sprzedaży Udziałów zakupiła od Companies Trade Sp. z o.o. 100 % udziałów w kapitale zakładowym Hibertus Sp. z o.o. Podstawowym przedmiotem działalności Spółki według Polskiej Klasyfikacji Działalności jest wytwarzanie energii elektrycznej. W ramach działalności Hibertus Sp. z o.o. jako podmiotu zależnego od Elkop Energy SA realizowana jest działalność operacyjna Spółki dominującej (Elkop Energy SA). Dla Hibertus Sp. z o.o., w dniu 30.08.2011 została wydana decyzja Prezesa Urzędu Regulacji Energetyki o udzieleniu koncesji na wytwarzanie energii elektrycznej na okres od 30.08.2011 r. do 31.08.2021 r. W IV kwartale 2013 r. planowane jest połączenie Elkop Energy SA z Hibertus Sp. z o.o.

Relacje osobowo-kapitałowe mogące mieć wpływ na funkcjonowanie Spółki Elkop Energy SA

Jacek Koralewski	Prezes Zarządu - brat Członka Rady Nadzorczej Małgorzaty Patrowicz.
Damian Patrowicz	Członek Rady Nadzorczej - syn Członka Rady Nadzorczej Małgorzaty Patrowicz, siostrzeniec Prezesa Zarządu Jacka Koralewskiego oraz wnuk Członka Rady Nadzorczej Marianny Patrowicz.
Małgorzata Patrowicz	Członek Rady Nadzorczej – siostra Prezesa Zarządu Jacka Koralewskiego, synowa Członka Rady Nadzorczej Marianny Patrowicz oraz matka Członka Rady Nadzorczej Damiana Patrowicz.
Marianna Patrowicz	- Członek Rady Nadzorczej - teściowa Członka Rady Nadzorczej Małgorzaty Patrowicz oraz babcia Członka Rady Nadzorczej Damiana Patrowicz

Członkowie organów zarządzających i nadzorczych Elkop Energy SA zasiadają w organach innych podmiotów, które są powiązane kapitałowo ze Spółką w różnym stopniu zależności. Pomiędzy członkami organów zarządzających i nadzorczych Elkop Energy SA występują następujące powiązania organizacyjne:

Prezes Zarządu Spółki Elkop Energy S.A. Jacek Koralewski – pełni funkcję:

Prezesa Zarządu w Elkop S.A., Stark Development S.A., Hibertus Sp. z o.o.

Członka Rad Nadzorczych w podmiotach: Atlantis Energy S.A., Atlantis S.A., DAMF Invest S.A., Fly.pl S.A., Fon Ecology S.A., FON S.A., Investment Friends Księgowość S.A., Investment Friends S.A., Urlopy.pl S.A., Investment Friends Capital S.A.

Przewodnicząca Rady Nadzorczej Spółki Elkop Energy S.A. Anna Kajkowska - pełni funkcję:

Wiceprezesa Zarządu w Elkop S.A.

Prezesa Zarządu w Atlantis S.A., Atlantis Energy S.A., Mila 4 Sp. z o.o.

Członka Rady Nadzorczych w podmiotach: Stark Development S.A.

Członek Rady Nadzorczej Spółki Elkop Energy S.A. Małgorzata Patrowicz – pełni funkcję:

Prezesa Zarządu w DAMF Invest S.A.

Członka Rad Nadzorczych w podmiotach: Atlantis Energy S.A., Atlantis S.A., Elkop S.A., Fly.pl S.A., Fon Ecology S.A., FON S.A., Investment Friends Księgowość S.A., Investment Friends S.A., Stark Development S.A., Urlopy.pl S.A., Investment Friends Capital S.A.

Członek Rady Nadzorczej Spółki Elkop Energy S.A. Damian Patrowicz – pełni funkcję:

Prezesa Zarządu w Investment Friends S.A.

Członka Rad Nadzorczych w podmiotach: Atlantis Energy S.A., Atlantis S.A., Elkop S.A., Fly.pl S.A., Fon Ecology S.A., FON S.A., Investment Friends Księgowość S.A., Stark Development S.A., Urlopy.pl S.A., Investment Friends Capital S.A., DAMF Invest S.A.

Członek Rady Nadzorczej Spółki Elkop Energy S.A. Marianna Partowicz – pełni funkcję:

Członka Zarządu w Urlopy.pl S.A.

Członka Rad Nadzorczych w podmiotach: Atlantis Energy S.A., Atlantis S.A., DAMF Invest S.A., Elkop S.A., Fly.pl S.A., Fon Ecology S.A., FON S.A., Stark Development S.A., Investment Friends Capital S.A.

Członek Rady Nadzorczej Spółki Elkop Energy S.A. Wojciech Hetkowski – pełni funkcję:

Członka Rad Nadzorczych w podmiotach: Atlantis Energy S.A., Atlantis S.A., Elkop S.A., Fly.pl S.A., Fon Ecology S.A., Investment Friends Księgowość S.A., Investment Friends S.A., Stark Development S.A., Urlopy.pl S.A., FON S.A., Investment Friends Capital S.A.

Członkowie organów zarządzających i nadzorczych Elkop Energy SA zasiadają w organach znaczących akcjonariuszy. Pomiędzy członkami organów zarządzających i nadzorczych Spółki, a jej znaczącymi akcjonariuszami występują następujące powiązania organizacyjne:

Prezes Zarządu Spółki Elkop Energy S.A. Jacek Koralewski – pełni funkcję:

Prezesa Zarządu w Elkop S.A.

Członka Rad Nadzorczych w podmiotach: Atlantis S.A., FON S.A., Investment Friends Capital S.A., Fon Ecology S.A., Atlantis Energy S.A., DAMF Invest S.A.

Przewodnicząca Rady Nadzorczej Spółki Elkop Energy S.A. Anna Kajkowska - pełni funkcję:

Wiceprezesa Zarządu w Elkop S.A.

Prezesa Zarządu w Atlantis S.A., Atlantis Energy S.A., Mila 4 Sp. z o.o.

Członka Rady Nadzorczych w podmiotach: Stark Development S.A.

Członek Rady Nadzorczej Spółki Elkop Energy S.A. Małgorzata Patrowicz – pełni funkcję:

Prezesa Zarządu w DAMF Invest S.A.

Członka Rad Nadzorczych w podmiotach: Atlantis S.A., Elkop S.A., FON S.A., Investment Friends Capital S.A., Fon Ecology S.A., Atlantis Energy S.A.

Członek Rady Nadzorczej Spółki Elkop Energy S.A. Damian Patrowicz – pełni funkcję:

Członka Rad Nadzorczych w podmiotach: Atlantis S.A., Elkop S.A., FON S.A., Investment Friends Capital S.A., Fon Ecology S.A., Atlantis Energy S.A., DAMF Invest S.A.

Członek Rady Nadzorczej Spółki Elkop Energy S.A. Marianna Partowicz – pełni funkcję:

Członka Rad Nadzorczych w podmiotach: Atlantis S.A., Elkop S.A., FON S.A., Investment Friends Capital S.A., Fon Ecology S.A., Atlantis Energy S.A., DAMF Invest S.A.

Członek Rady Nadzorczej Spółki Elkop Energy S.A. Wojciech Hetkowski – pełni funkcję:

Członka Rad Nadzorczych w podmiotach: Atlantis S.A., Elkop S.A., Investment Friends Capital S.A., FON S.A., Fon Ecology S.A., Atlantis Energy S.A.

Odnawialne źródła energii (OZE) w Polsce²

Rozwój wytwarzania energii elektrycznej z odnawialnych źródeł energii wynika z potrzeby ochrony środowiska oraz wzmocnienia bezpieczeństwa energetycznego kraju. Celem działań w tym zakresie jest zwiększenie wytwarzania energii ze źródeł odnawialnych, wspieranie rozwoju technologicznego i innowacji, tworzenie możliwości rozwoju regionalnego oraz większe bezpieczeństwo dostaw energii zwłaszcza w skali lokalnej. Tak więc poprzez większe wykorzystanie źródeł odnawialnych istnieje możliwość zwiększenia wykorzystania nowych technologii energetycznych.

Ze zobowiązań wynikających m.in. z pakietu klimatycznego 3 x 20 wynika, że do 2020 r. Polska ma obowiązek uzyskać 15% udział OZE w zużyciu energii. Dążenie do zwiększenia udziału tych źródeł w bilansie produkcji energii elektrycznej w kraju, ze względu na wysokie koszty inwestycji wymaga stosowania odpowiednich systemów wsparcia, będących gwarancją ich systematycznego rozwoju.

Mechanizm wsparcia przedsiębiorców wytwarzających energię elektryczną w OZE jest dwukierunkowy i polega na obowiązkowym zakupie wytworzonej energii elektrycznej przez sprzedawcę z urzędu oraz wydawaniu przez Prezesa Urzędu Regulacji Energetyki świadectw pochodzenia (OZE), które potwierdzają wytworzenie energii elektrycznej w źródle odnawialnym. Świadectwa te, w postaci Praw Majątkowych z nich wynikających, mogą być zbywane na Towarowej Giełdzie Energii, stanowiąc dodatkowe źródło przychodu dla podmiotów produkujących energię przyjazną środowisku. Analizując udział energii ze źródeł odnawialnych w końcowym zużyciu energii brutto w Polsce oparto się na wynikach badań przeprowadzonych przez Główny Urząd Statystyczny. W tabeli 2 zawarto wyniki analizy końcowego zużycia energii brutto ze źródeł odnawialnych w Polsce w latach 2009–2011. Natomiast w tabeli 3 zaprezentowano sektorowy i całkowity udział energii ze źródeł odnawialnych w końcowym zużyciu energii brutto w Polsce w latach 2009–2011.

² Urząd Regulacji Energetyki,

Tabela 2.**Końcowe zużycie energii brutto ze źródeł odnawialnych w Polsce w latach 2009–2011**

Wyszczególnienie	2009	2010	2011	2009	2010	2011
	TJ*			ktoe**		
Końcowe zużycie energii brutto ze źródeł odnawialnych w ciepłownictwie i chłodnictwie	176 002	194 437	218 141	4 204	4 644	5 210
Końcowe zużycie energii elektrycznej brutto ze źródeł odnawialnych	31 486	37 422	46 479	752	894	1 110
Końcowe zużycie energii ze źródeł odnawialnych w transporcie	27 732	37 122	39 078	662	887	933
Końcowe zużycie energii brutto ze źródeł odnawialnych	235 220	268 982	303 698	5 618	6 424	7 253

*TJ – teradzul

** k – kilo, toe - tona oleju ekwiwalentnego

Źródło: Opracowanie własne na podstawie analizy Głównego Urzędu Statystycznego.

Tabela 3.**Sektorowy i całkowity udział energii ze źródeł odnawialnych w końcowym zużyciu energii brutto w Polsce latach 2009 – 2011**

Wyszczególnienie	2009	2010	2011
Udział energii z OZE w ciepłownictwie i chłodnictwie	11,92%	11,91%	13,93%
Udział energii z OZE w elektroenergetyce	5,87%	6,67%	8,18%
Udział energii OZE w transporcie	4,82%	5,94%	6,17%
Udział energii ze źródeł odnawialnych w końcowym zużyciu energii brutto	8,87%	9,39%	10,80%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie analizy Głównego Urzędu Statystycznego.

Wyniki obliczeń zawarte w tabelach 2 i 3 wskazują na wzrost wielkości zużycia energii brutto ze źródeł odnawialnych w latach 2009-2011. W badanym okresie wzrastał również udział energii ze źródeł odnawialnych w końcowym zużyciu energii brutto (z 8,9% do 10,8%). Ponadto w tabeli 4 zaprezentowano moc zainstalowaną w MW (megawat) w OZE w latach 2005-2011 (bez technologii współspalania, według stanu na dzień 31.12.2011 r.).

Tabela 4.

**Moc zainstalowana w [MW] w OZE w latach 2005-2011 (bez technologii współspalania)
stan na 31.12.2011 r.**

Rodzaj źródła	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
	Moc (MW)						
Elektrownie na biogaz	32,0	36,8	45,7	54,61	71,62	82,88	95,71
Elektrownie na biomasę	189,8	238,80	255,4	232,0	252,49	356,19	309,68
Elektrownie wiatrowe	83,3	152,0	287,9	451,0	724,68	1180,27	1489,72
Elektrownie wodne	922,0	931,0	934,8	940,57	945,2	937,04	949,72
RAZEM	1 227,10	1 358,60	1 523,80	1 678,18	1 993,99	2 556,38	2 844,83
Rodzaj źródła	Dynamika (rok poprzedni = 100)						
Elektrownie na biogaz		115,0%	124,2%	119,5%	131,1%	115,7%	115,5%
Elektrownie na biomasę		125,8%	107,0%	90,8%	108,8%	141,1%	86,9%
Elektrownie wiatrowe		182,5%	189,4%	156,7%	160,7%	162,9%	126,2%
Elektrownie wodne		101,0%	100,4%	100,6%	100,5%	99,1%	101,4%
RAZEM		110,7%	112,2%	110,1%	118,8%	128,2%	111,3%

Źródło: Polskie Stowarzyszenie Energetyki Wiatrowej, na podstawie danych Urzędu Regulacji Energetyki.

Na podstawie wyników obliczeń zawartych w tabeli 4 można wskazać, że pod względem zainstalowanej mocy elektrownie wiatrowe odznaczały się największą dynamiką wzrostu w badanym okresie. Ponadto należy zauważyć, że również łączna wielkość mocy zainstalowanej podlegała stałemu wzrostowi w badanym okresie (wskaźniki dynamiki od 110,1 do 128,2%).

Podsumowując należy wskazać, że energia wiatrowa w Polsce jest najbardziej rozpowszechnionym typem odnawialnych źródeł energii (OZE). Rozwój energetyki wiatrowej jest istotnym elementem wieloletniej strategii energetycznej Polski. Zgodnie z założeniami Narodowego Programu Rozwoju Gospodarki Niskoemisyjnej (NPRGN), który ma ułatwić adaptację wszystkich sektorów do wymogów gospodarki niskoemisyjnej w okresie do roku 2050, zrównoważonemu rozwojowi energetyki odnawialnej ma zostać poświęcona „szczególna uwaga”.

W tym miejscu należy jednak podkreślić, że w 2013 r. planowane są zmiany w ustawie o odnawialnych źródłach energii. Według publikowanych projektów zmian nowe regulacje mają być mniej korzystne dla producentów energii elektrycznej pochodzącej z OZE. Pomimo utrzymania systemu tzw. zielonych certyfikatów, planowane jest zniesienie obowiązku zakupu energii z odnawialnych źródeł (z wyjątkiem mikroinstalacji), a nowy system wsparcia inwestycji będzie oparty o tzw. współczynniki korygujące, które mają być ustalane co trzy lata. Opisane zmiany, w przypadku ich wprowadzenia mogą przyczynić się

do spadku rentowności przedsiębiorstw działających w branży odnawialnych źródeł energii oraz negatywnie wpłynąć na możliwości ich rozwoju.

Analiza SWOT

Analiza SWOT jest jedną z najpopularniejszych technik analitycznych, służąca do porządkowania informacji. Bywa stosowana we wszystkich obszarach planowania strategicznego jako uniwersalne narzędzie pierwszego etapu analizy strategicznej. SWOT polega na posegregowaniu posiadanych informacji na cztery grupy:

- **S** (*Strengths*) – mocne strony,
- **W** (*Weaknesses*) – słabe strony,
- **O** (*Opportunities*) – szanse,
- **T** (*Threats*) – zagrożenia.

Informacja, która nie może być poprawnie zakwalifikowana do żadnej z wymienionych grup, jest w dalszej analizie pomijana jako nieistotna strategicznie. Ogólny zarys koncepcji analizy SWOT zaprezentowano na schemacie 1.

Schemat 1. Schemat analizy SWOT

	Pozytywne	Negatywne
Wewnętrzne	Mocne strony	Słabe strony
Zewnętrzne	Szanse	Zagrożenia

Informacja strategiczna, posegregowana według opisanych kryteriów na cztery grupy, jest następnie zapisywana w czterodzielnej macierzy strategicznej, w której lewa połowa zawiera dwie kategorie czynników pozytywnych a prawa - dwie kategorie czynników negatywnych. Natomiast w literaturze przedmiotu istnieją, trzy główne ujęcia, wyjaśniające, czym różni się górna połowa macierzy od dolnej a więc mocne strony od szans, a słabe strony od zagrożeń.

Mocne strony i słabe strony, to czynniki wewnętrzne, szanse i zagrożenia — to czynniki zewnętrzne. W innej interpretacji: mocne strony i słabe strony to cechy stanu obecnego, a szanse i zagrożenia, to spodziewane zjawiska przyszłe.

Podział ten można także zinterpretować w taki sposób, że mocne strony i słabe strony to czynniki zależne od badanego podmiotu, czyli te, na które ma on wpływ planistyczny i zarządczy, a szanse i zagrożenia, to czynniki obiektywne, na które nie ma bezpośredniego wpływu sprawczego.

Analiza SWOT daje wartościowy rezultat analityczny przy zastosowaniu każdego z trzech wymienionych ujęć, pod warunkiem, że jest ono stosowane konsekwentnie i świadomie. Poniżej przedstawiono charakterystykę spółki Elkop Energy S.A. w ujęciu analizy SWOT.

Szanse (czynniki pozytywne, zewnętrzne)

- dostęp do kapitału (spółka notowana na NewConnect),
- promocja energii pochodzącej z odnawialnych źródeł,
- preferencyjne regulacje prawne dotyczące odsprzedaży energii pochodzącej z odnawialnych źródeł,
- rozproszenie branży, szansa na rozwój nowych podmiotów,
- gwarancja zbytu energii pochodzącej z odnawialnych źródeł,
- znaczne możliwości ekspansji terytorialnej,
- wzrost zainteresowania „zieloną” energią,
- „moda na ekologię”,
- pozytywny odbiór społeczny przedsiębiorstw inwestujących w „zieloną” energię.

Zagrożenia (czynniki negatywne, zewnętrzne)

- zmiany regulacji prawnych dotyczących przyłączania i wykorzystania odnawialnych źródeł energii,
- niekorzystne zmiany kursów walutowych (wpływ na wartość nakładów inwestycyjnych oraz stopę zwrotu z inwestycji w energetykę),
- napływ kapitału obcego – wzrost konkurencji na lokalnym rynku,
- niekorzystne zmiany koniunktury, np. spadek wpływów ze sprzedaży praw majątkowych tzw. „Zielonych Certyfikatów” za pośrednictwem Towarowej Giełdy Energii,

- wystąpienie nadprodukcji energii (przerost podaży nad popytem),
- niedostateczna infrastruktura przesyłowa uniemożliwiająca odbiór energii,
- ograniczenie finansowania sektora energetycznego,
- niekorzystne zmiany w długoterminowej polityce energetycznej kraju oraz funduszach unijnych związanych z energetyką,
- zmiana polityki udzielania pozwoleń niezbędnych do uruchamiania nowych instalacji energetyki odnawialnej (wzrost wymagań, wzrost kosztów uzyskania pozwolenia),
- niekorzystne zmiany cen hurtowych energii elektrycznej,
- niekorzystne zmiany w systemie podatkowym,
- niekorzystne czynniki naturalne, np. niższa od zakładanej produktywność elektrowni wiatrowych spowodowana spadkiem średnich prędkości wiatru,
- ryzyko niemożności pozyskania środków finansowych na rynku, niewystarczający popyt na akcje Spółki.

Mocne strony (czynniki pozytywne, wewnętrzne)

- elastyczny i otwarty Zarząd Przedsiębiorstwa,
- silne zaplecze merytoryczne,
- efektywna współpraca pomiędzy poszczególnymi działami oraz spółką zależną Hibertus Sp. z o.o.,
- duże zaangażowanie pracowników,
- powiązania kapitałowe i osobowe z innymi przedsiębiorstwami z branży elektromontażowej i deweloperskiej, możliwość współtworzenia know-how.

Słabe strony (czynniki negatywne, wewnętrzne)

- wrażliwość na zmiany kadrowe (wysoka specjalizacja), konieczność zatrudniania wysoko wykwalifikowanych pracowników,
- krótki okres działalności Spółki,
- niskie rozproszenie akcji,
- powiązania rodzinne i kapitałowe pomiędzy członkami organów Elkop Energy SA,
- ryzyko związane z funkcjonowaniem Spółki w Alternatywnym Systemie Obrotu (możliwość wykluczenia z rynku, nałożenia kar administracyjnych, rozwiązania umowy z Animatorem Rynku).

Konkurencja (charakterystyka)

Rynek odnawialnych źródeł energii w Polsce jest rozproszony. Działa na nim wielu indywidualnych inwestorów, którzy realizują małe inwestycje w różnych częściach kraju. Z drugiej strony na rynku funkcjonują również korporacje realizujące duże inwestycje, które w długim okresie mogą zdominować rynek. W najbliższych latach Polska gospodarka nie będzie w stanie zabezpieczyć takiej ilości energii pochodzącej z odnawialnych źródeł, by zaspokoić zapotrzebowanie i sprostać wymaganiom polityki energetycznej. Zjawisko to z dużym prawdopodobieństwem doprowadzi do wzrostu konkurencji na rynku.

Kierunki rozwoju

Spółka Elkop Energy SA zakłada dalszy rozwój w trzech obszarach:

1. Produkcji oraz sprzedaży energii elektrycznej pozyskiwanej ze źródeł odnawialnych, ze szczególnym uwzględnieniem energii wiatru.

Działalność ta polega na produkcji energii, przy wykorzystywaniu własnych urządzeń (farmy wiatrowe). Proces ten jest dwutorowy. Pierwszym ogniwem jest odsprzedaż energii elektrycznej zakładowi, który dostarcza energię indywidualnym odbiorcom. Zorganizowanie tego procesu powierzone jest od strony technicznej wykwalifikowanym podmiotom. Drugim ważnym elementem tego obszaru działalności jest sprzedaż świadectw pochodzenia za pośrednictwem Towarowej Giełdy Energii.

2. Realizacji i sprzedaży projektów z zakresu odnawialnych źródeł energii.

W ramach tej działalności Spółka planuje pozyskać tereny inwestycyjne, na których będą realizowane elektrownie wiatrowe. Land Development to działalność mająca na celu przeprowadzenie formalno-prawnych procedur, jak również opracowania projektu budowy dla pozyskanych działek. Zakończenie działań na wczesnym etapie realizacji inwestycji ma na celu zbudowanie wartości dodanej, która pozwoli z zyskiem odsprzedać teren Inwestorom zainteresowanym realizacją tego typu przedsięwzięć. Prowadzenie działalności obrotu działkami inwestycyjnymi (land development) w pierwszych latach funkcjonowania daje możliwość pozyskania środków na realizację własnymi zasobami dużych inwestycji, bez konieczności angażowania w znacznej mierze finansowania zewnętrznego.

Środki pozyskane z obrotu ziemią zostaną wykorzystane do przeprowadzenia własnych inwestycji. Spółka nie wyklucza, w przypadku zwiększonego zapotrzebowania na kapitał, przy realizacji dużych inwestycji, pozyskiwanie zewnętrznego finansowania. Rozpoczęcie realizacji inwestycji związane więc będzie również z pozyskaniem środków z emisji akcji, z których Spółką planuje przeznaczyć na realizację projektów.

W przypadku podejmowania działalności w ramach tego punktu strategii trzeba podkreślić, że ze względu na wysokie koszty przygotowywania procesu inwestycyjnego to działanie będzie realizowane przy założeniu zakupu gruntu po atrakcyjnej cenie. Ekonomiczne uzasadnienie podjęcia działań w ramach pierwszego lub drugiego punktu strategii będzie zdeterminowane przez warunki gruntu i możliwość osiągnięcia określonego zwrotu z inwestycji.

3. Doradztwo branżowe

Spółka w związku z posiadanym doświadczeniem w realizacji przedsięwzięć w branży energii odnawialnej planuje również rozwijać działalność w ramach doradztwa branżowego. Spółka będzie podejmować działania w celu nawiązania kontaktów z inwestorami, którzy planują podjąć działalność na rynku energii odnawialnych, a nie posiadają rozbudowanej wiedzy i zaplecza organizacyjnego.

Spółka planuje działalność w ramach doradztwa wykorzystać również do budowania szerokiej grupy kapitałowej działającej w branży energii odnawialnej. Poszukiwanie inwestorów zainteresowanych podjęciem wspólnych działań wykorzystujących synergę płynącą ze ścisłej kooperacji jest bardzo istotnym punktem strategii.

5. WYCENA METODĄ SKORYGOWANEJ WARTOŚCI AKTYWÓW NETTO

Charakterystyka metod wyceny

Wycena wartości przedsiębiorstwa metodą skorygowanych aktywów netto składa się z dwóch komplementarnych części:

- określenia księgowej (bilansowej) wartości aktywów netto,
- korekty szczegółowych zapisów księgowych, dotyczących aktywów trwałych i bieżących oraz pasywów obcych.

Wartość księgowa aktywów netto

Metoda wyceny według wartości bilansowej aktywów netto należy do najczęściej stosowanych sposobów wyceny. Jej powszechność wynika z prostego i jednoznacznego algorytmu obliczenia, bazującego na formalnych zapisach księgowych. Ma on następującą postać:

$$W_{P(K)} = \sum A - \sum Z$$

gdzie:

$W_{P(K)}$	wartość księgowa przedsiębiorstwa,
$\sum A$	suma aktywów,
$\sum Z$	suma zobowiązań.

Wadą tej metody jest bazowanie na formalnych zapisach księgowych, które nie zawsze oddają faktyczną wartość poszczególnych elementów majątku przedsiębiorstwa. Część zaszłości w ogóle nie znajduje odzwierciedlenia w zapisach księgowych (np. wartość ziemi, odsetki od należności i zobowiązań itp.).

Stąd też określenie wartości bilansowej aktywów netto przedsiębiorstwa stanowi na ogół punkt odniesienia w szacunku wartości przedsiębiorstwa innymi metodami.

Skorygowana wartość aktywów netto

Procedura wyceny skorygowanej wartości aktywów netto także opiera się na zapisach księgowych wycenianego przedsiębiorstwa. Dla urealnienia wartości aktywów i pasywów, poszczególne ich elementy poddawane są jednak szczegółowej analizie, która prowadzi do:

- ustalenia faktycznego stopnia zużycia, funkcjonalności oraz wykorzystania środków trwałych, a także ewentualnej korekty ich wartości księgowej (w poszczególnych grupach) do wartości aktualnej,
- oceny faktycznej wartości inwestycji w toku oraz niematerialnych składników majątku (udziały, znaki, papiery wartościowe),
- weryfikacji ściągальności należności i zbywalności zapasów,
- wydzielenia z aktywów pozycji nie będących w istocie ich składnikami, a tylko efektem bieżących zapisów księgowych,
- przeszacowania wartości zobowiązań i kredytów dewizowych, stosowanie do kursu walut z dnia wyceny,
- uwzględnienia odsetek od przeterminowanych należności i zobowiązań, ewentualnych kosztów sądowych z tym związanych, itp.

Tak urealniona wartość aktywów netto przedsiębiorstwa jest powiększona o składniki nieznajdujące odzwierciedlenia w zapisach bilansowych (np. wartość rynkowa znaków towarowych). W metodzie tej zastosowanie znajduje wzór:

$$W_{P(SAN)} = \sum (A \pm Ko) - \sum (Z \pm Ko)$$

gdzie:

$W_{P(SAN)}$	skorygowana wartość przedsiębiorstwa,
$A \pm Ko$	skorygowana wartość aktywów,
$Z \pm Ko$	skorygowana wartość zobowiązań.

Podstawą korekty wartości aktywów jest klasyfikacja poszczególnych pozycji aktywów według stopnia płynności. Wydzielono przy tym pięć grup aktywów (od najwyższej do najniższej płynności). Poszczególne pozycje aktywów w każdej z grup poddaje się szacunkom, urealniającym ich wartość.

GRUPA I	środki pieniężne,
	środki na rachunku bankowym,

	inne środki pieniężne.
GRUPA II	należności nieprzeterminowane od odbiorców krajowych i zagranicznych.
GRUPA III	papiery wartościowe przeznaczone do obrotu, finansowy majątek trwały, zapasy surowcowo-materiałowe, produkcja niezakończona, zapasy towarów i wyrobów gotowych.
GRUPA IV	wyposażenie i przedmioty nietrwałe, środki trwałe, środki trwałe w budowie, inne wartości trwałe.
GRUPA V	należności przeterminowane, wartości niematerialne i prawne, środki wydzielone, rozrachunki z budżetem i inne, roszczenia sporne, inne składniki majątkowe.

Pasywa obce, zmniejszające wartość aktywów przedsiębiorstwa, oszacowano według stopnia wymagalności. Dokonano przy tym podziału pasywów obcych na cztery grupy, w ramach, których prowadzi się szczegółowe szacunki korygujące.

GRUPA I	zobowiązania przeterminowane.
GRUPA II	nieprzeterminowane zobowiązania wobec: - dostawców, - budżetu, - inne, kredyty krótkoterminowe.
GRUPA III	kredyty i pożyczki inwestycyjne w okresie spłaty, dostawy niefakturowane.
GRUPA IV	kredyty i pożyczki inwestycyjne w okresie realizacji, fundusze specjalne, zobowiązania działalności wyodrębnionej, rezerwy i rozliczenia międzyokresowe.

Wartość księgową spółki Elkop Energy SA stanowiącą podstawę do wyceny metodą skorygowanych aktywów netto określono według stanu na dzień 30.11.2012 r., na podstawie bilansu sporządzonego przez przedsiębiorstwo dla potrzeb niniejszej wyceny. Ponadto w celu wyznaczenia wartości Elkop Energy SA metodą skorygowanych aktywów netto dokonano następujących korekt:

1. Krótkoterminowe aktywa finansowe w jednostkach powiązanych – udziały i akcje

Wśród krótkoterminowych aktywów finansowych Spółki – udziałów i akcji na dzień wyceny, tj. 30.11.2012 r. wykazano następujące pozycje:

Udziały/akcje	Wartość
Atlantis Energy SA	106 050,00 zł
Fon Ecology SA	845 690,67 zł
Hibertus Sp. z o.o.	1 611 900,00 zł
RAZEM	2 563 640,67 zł

Przy wycenie Elkop Energy Sp. z o.o. metodą skorygowanych aktywów netto dokonano korekty wartości udziałów Hibertus Sp. z o.o. wykazywanych w pozycji krótkoterminowych aktywów finansowych o wartość - 1 611 900,00 zł. Wprowadzona korekta wynika z faktu, że przedmiotowe udziały ze względu na swój charakter powinny być wykazywane w majątku trwałym Spółki, w pozycji długoterminowe aktywa finansowe w jednostkach powiązanych.

2. Długoterminowe aktywa finansowe w jednostkach powiązanych – udziały i akcje

Związku z wprowadzeniem korekty w pozycji krótkoterminowych aktywów finansowych w jednostkach powiązanych w bilansie Elkop Energy SA na dzień 30.11.2012 r. dokonano również korekty wartości długoterminowych aktywów finansowych w jednostkach powiązanych. W korekcie uwzględniono wartość + 1 432 579,36 zł odpowiadającą wartości księgowej 100% udziałów w Spółce Hibertus Sp. z o.o. (załączniki 5 i 6).

Wyniki wyceny

Wyniki oszacowania wartości Elkop Energy SA metodą skorygowanych aktywów netto przy uwzględnieniu opisanych powyżej korekt zawarto w tabelach 5 i 6.

Tabela 5.

Oszacowanie wartości Elkop Energy SA metodą skorygowanych aktywów netto - aktywa

Aktywa	30.11.2012	Podstawa korekty / Uwagi	Wartość korekty	Wartość po korekcie
A. Aktywa trwałe	76 722,00		1 432 579,36	1 509 301,36
I. Wartości niematerialne i prawne	0,00			0,00
II. Rzeczowe aktywa trwałe	0,00		0,00	0,00
III. Należności długoterminowe	0,00		0,00	0,00
IV. Inwestycje długoterminowe	76 722,00		1 432 579,36	1 509 301,36
Długoterminowe aktywa finansowe w jednostkach powiązanych	76 722,00		1 432 579,36	1 509 301,36
udziały lub akcje	0,00	Udziały w Hibertus Sp. z o.o.	1 432 579,36	1 432 579,36
udzielone pożyczki	76 722,00			76 722,00
V. Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0,00			0,00
B. Aktywa obrotowe	2 619 920,38		-1 611 900,00	1 008 020,38
I. Zapasy	0,00			0,00
II. Należności krótkoterminowe	8 601,19		0,00	8 601,19
Należności od jednostek pozostałych	8 601,19		0,00	8 601,19
z tytułu podatków, dotacji, ceł, ubezpieczeń społecznych	8 227,00			8 227,00
inne	374,19			374,19
III. Inwestycje krótkoterminowe	2 610 241,19		-1 611 900,00	998 341,19
Krótkoterminowe aktywa finansowe w jednostkach powiązanych	2 575 294,73			2 575 294,73
udziały lub akcje	2 563 640,67	Atlantis Energy S.A. (106 050 zł) Fon Ecology S.A. (845 690,67 zł) Hibertus Sp. z o.o. (1 611 900 zł)	-1 611 900,00	951 740,67
udzielone pożyczki	11 654,06			11 654,06
Środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	34 946,46			34 946,46
IV. Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	1 078,00			1 078,00
Aktywa razem	2 696 642,38		-179 320,64	2 517 321,74

Źródło: Obliczenia własne na podstawie dokumentów dostarczonych przez Zleceniodawcę.

Tabela 6.

Oszacowanie wartości Elkop Energy SA metodą skorygowanych aktywów netto - pasywa

Pasywa	30.11.2012	Podstawa korekty / Uwagi	Wartość korekty	Wartość po korekcie
A. Kapitał (fundusz) własny	2 016 375,08			
Kapitał (fundusz) podstawowy	1 625 000,00			
Należne wpłaty na kapitał podstawowy (wielkość ujemna)				
Udziały (akcje) własne (wielkość ujemna)				
Kapitał (fundusz) zapasowy	1 817 317,00		-179 320,64	1 837 054,44
Kapitał (fundusz) z aktualizacji wyceny				
Pozostałe kapitały (fundusze) rezerwowe				
Zysk (strata) z lat ubiegłych	-561 695,76			
Zysk (strata) netto	-864 246,16			
Odpisy z zysku netto w ciągu roku obrotowego (wlk ujemna)				
B. Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	680 267,30		0,00	680 267,30
I. Rezerwy na zobowiązania				0,00
II. Zobowiązania długoterminowe				0,00
III. Zobowiązania krótkoterminowe	680 267,30		0,00	680 267,30
Wobec pozostałych jednostek	680 267,30		0,00	680 267,30
kredyty i pożyczki	679 744,30	Pożyczka od Urlopy.pl SA		679 744,30
z tytułu dostaw i usług,	246,00			246,00
z tytułu podatków, ceł, ubezpieczeń i innych świadczeń	277,00			277,00
IV. Rozliczenia międzyokresowe				0,00
Pasywa razem	2 696 642,38		-179 320,64	2 517 321,74
Wartość całkowita			1 837 054,44	

Źródło: Obliczenia własne na podstawie dokumentów dostarczonych przez Zleceniodawcę.

Oszacowana metodą skorygowanych aktywów netto (SAN) wartość Elkop Energy SA na dzień 30.11.2012 r. wynosi 1 837 054 zł.

6. WYCENA METODĄ DOCHODOWĄ

Charakterystyka metody wyceny

Metody dochodowe traktują przedsiębiorstwo jako zespół aktywów, dla którego możliwe jest określenie strumieni pieniężnych przez nie generowanych. Przepływy te porównywane są z kosztem pieniądza uwzględniającym czas i ryzyko danych aktywów (przepływów związanych z danymi aktywami).

Dwie najważniejsze tego typu metody to metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) i metoda zysku ekonomicznego (EVA). W Polsce pod pojęciem metoda dochodowa rozumie się przeważnie metodę zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF).

U podstawy metody DCF leży koncepcja wartości pieniądza w czasie, która ma istotne znaczenie dla całej teorii finansów. Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych ma bogate podstawy teoretyczne jednak sam rachunek nie jest szczegółowo zdefiniowany. Powoduje to, że istnieją różne możliwości skonstruowania poprawnego modelu wyceny przedsiębiorstwa metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych. Modele te będą się między sobą różnić szczegółami konstrukcji poszczególnych elementów prowadzących do określenia wolnego strumienia gotówki.

W praktyce największe uznanie zdobyła metoda preferowana przez T. Copeland'a³. Procedura wyceny wartości przedsiębiorstwa metodą dochodową (DCF) obejmuje następujące etapy:

- Etap I Estymację przepływów przyszłych wolnych operacyjnych środków pieniężnych (free operating cash flow FOCF).
- Etap II Określenie okresu, dla którego zasadne jest sporządzenie projekcji przepływów FOCF.
- Etap III Oszacowanie wartości przedsiębiorstwa w ostatnim roku prognozy (wartości rezydualnej RV).
- Etap IV Wyznaczenie stopy dyskonta.
- Etap V Oszacowanie wartości bieżącej FOCF oraz wartości bieżącej RV.

³ T. Copeland, T. Koller, J. Murrin „Wycena: mierzenie i kształtowanie wartości firm”, WIG PRESS, Warszawa 1997 r.

Po zrealizowaniu wymienionych etapów, wartość przedsiębiorstwa obliczona jest na podstawie następującego algorytmu:

$$W = \sum_{t=1}^n FOCF_t \times \frac{1}{(1+r)^t} + \frac{RV}{(1+r)^n} - D_o$$

gdzie:

- W wartość przedsiębiorstwa (tzw. wartość właścicielska),
- $FOCF_t$ wartość wolnego strumienia operacyjnych środków pieniężnych w roku t,
- RV wartość rezydualna przedsiębiorstwa na koniec okresu prognozy,
- D_o wartość zadłużenia przedsiębiorstwa na moment wyceny; wartość ta odzwierciedla sumę kapitałów obcych zaangażowanych w wycenianym podmiocie,
- r stopa dyskonta,
- $\frac{1}{(1+r)^t}$ mnożnik wartości bieżącej w roku t,
- $\frac{1}{(1+r)^n}$ mnożnik wartości bieżącej w ostatnim roku prognozy.

W wycenie wartości przedsiębiorstwa strumień wolnych operacyjnych środków pieniężnych (FOCF) dla poszczególnych lat prognozy wyznaczono według następującej formuły:

Zysk po opodatkowaniu
plus (+)
Koszty finansowe
plus (+)
Amortyzacja
plus (+)
Obniżenie (zwrot) kapitału obrotowego
minus (-)
Przyrost kapitału obrotowego
minus (-)
Korekta kosztów finansowych z tytułu podatku dochodowego
minus (-)
Wydatki inwestycyjne
równa się (=)
WOLNY STRUMIEŃ OPERACYJNYCH ŚRODKÓW PIENIĘŻNYCH

Wartość rezydualną w ostatnim roku prognozy (RV) oszacowano przyjmując następujące założenia:

- Przedsiębiorstwo będzie kontynuowało działalność w długim okresie czasu – co pozwala przyjąć uproszczone założenie o prowadzeniu działalności w nieskończoność,
- w kolejnych latach po ostatnim okresie prognozy przedsiębiorstwo będzie generowało FOCF na poziomie wzrastającym corocznie o stałą wartość „g”.

W takim przypadku wartość na koniec okresu prognozy (okres n) FOCF można przedstawić wzorem:

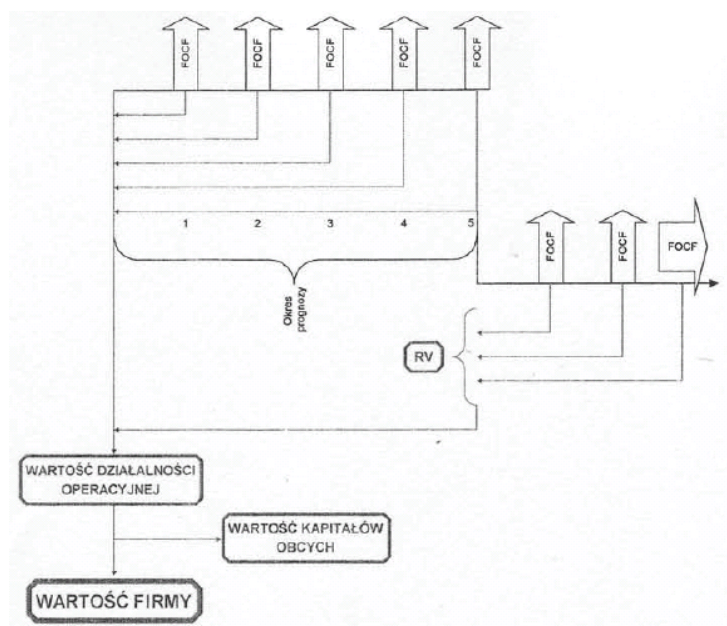
$$RV = \frac{FOCF_n \cdot (1 + g)}{r - g}$$

Przepływy wolnych operacyjnych środków (FOCF) pieniężnych oraz wartość rezydualną (RV) zdyskontowano na dzień wyceny przy zastosowaniu odpowiedniej stopy dyskonta.

Otrzymana wielkość jest sumaryczną wartością aktywów przedsiębiorstwa (używane jest też pojęcie wartości działalności operacyjnej przedsiębiorstwa).

Po odjęciu od wartości działalności operacyjnej wartości wszystkich kapitałów obcych (KO) generujących koszty finansowe (kredyty długo i krótkoterminowe, pożyczki) otrzymuje się wartość właścicielską firmy.

Schemat 2. Schemat obliczenia wartości właścicielskiej przedsiębiorstwa metodą DCF



Metoda określenia stopy dyskonta

Przyjęta metodyka wyceny zakłada, iż wolny strumień środków pieniężnych (FOCF) składa się ze środków przynależnych zarówno dostawcy kapitału obcego jak i własnego. Dlatego też strumień ten powinien zostać zdyskontowany stopą odzwierciedlającą koszt poszczególnych jego składników, czyli za pomocą średniego ważonego kosztu kapitału (WACC). WACC zdefiniowany jest następująco:

$$WACC = \frac{W}{W+O} \cdot k_w + (1-T) \cdot \frac{O}{W+O} \cdot k_o$$

gdzie:

k_w	koszt kapitału własnego,
k_o	koszt kapitału obcego,
T	stopa podatku dochodowego,
W	wartość kapitału własnego,
O	wartość kapitału obcego.

Koszt kapitału obcego

W przypadku, gdy przedsiębiorstwo korzysta z kredytów za koszt kapitału obcego przyjmuje się:

$$r_D = i (1 - T)$$

gdzie:

r_D	koszt długu,
i	nominalna stopa procentowa,
T	stopa podatku dochodowego.

W przypadku, gdy przedsiębiorstwo posiada zarówno zadłużenie krótko jak i długoterminowe koszt kapitału obcego można określić jako:

$$(1-T) \cdot \frac{O}{W+O} \cdot k_o = (1-T) \cdot \frac{O_k}{W+O_k+O_d} \cdot k_{Ok} + (1-T) \cdot \frac{O_d}{W+O_k+O_d} \cdot k_{Od}$$

gdzie:

k_{Ok}	koszt kapitału obcego krótkoterminowego,
k_{Od}	koszt kapitału obcego długoterminowego,
O_k	wartość kapitału obcego krótkoterminowego,

O_d wartość kapitału obcego długoterminowego.

Koszt kapitału własnego

Istnieją trzy podstawowe metody szacowania kosztu kapitału własnego:

- metoda oparta na strumieniu zdyskontowanych dywidend,
- metoda oparta na modelu CAPM,
- metoda oparta na modelu APT.

Spośród wymienionych najczęściej spotykanym sposobem szacowania kosztu kapitału w państwach posiadających rozwinięty rynek kapitałowy jest model CAPM. Model ten zakłada liniową zależność pomiędzy ryzykiem a stopą zwrotu z zainwestowanego kapitału, którą można przedstawić za pomocą wzoru⁴:

$$r = r_f + \beta(r_M - r_f)$$

gdzie:

r_f stopa wolna od ryzyka,
 r_M stopa zwrotu z portfela rynkowego,
 β „beta” parametr określający tzw. ryzyko niedywersyfikowalne (systematyczne).

Przyjmuje się, że najlepszym parametrem określającym stopę wolną od ryzyka jest stopa zwrotu z dłużnych instrumentów emitowanych przez Państwo⁵, przy czym w teorii nie ma zgody czy powinna być to stopa z instrumentów krótko czy długoterminowych.

Stopa zwrotu z portfela rynkowego jest stopą zwrotu z hipotetycznego portfela zawierającego aktywa przedstawiające wszystkie możliwości inwestycyjne dostępne w gospodarce.

Założenia rachunku

Stopę zwrotu wolną od ryzyka obliczono na podstawie średniej rentowności Obligacji Skarbowych o różnym terminie wykupu - tabela 7.

⁴ G. E. Pinches „Essentials of financial management”, Harper-Collins Publishers, New York 1990, s.189.

⁵ T. Copeland, T. Koller, J. Murrin „Wycena: mierzenie i kształtowanie wartości firm”, WIG Press, Warszawa 1997, s.249.

Tabela 7.

Średnia rentowność Obligacji Skarbu Państwa o różnym terminie wykupu

Rentowność obligacji skarbowych (10 lat)	5,50%
Rentowność obligacji skarbowych (4 lata)	5,00%
Rentowność obligacji skarbowych (3 lata)	4,60%
Rentowność obligacji skarbowych (2 lata)	3,90%
Średnia	4,75%

Źródło: <http://www.obligacjeskarbowe.pl/>

W związku z powyższym przyjęto średnią wartość rentowności Obligacji Skarbu Państwa na poziomie 4,75%.

Ustalając docelową wysokość premii z tytułu ryzyka uwzględniono premię za ryzyko rynkowe dla Polski (Total Country Risk Premium). Przyjęto, że aktualna premia za ryzyko rynkowe dla Polski o ratingu Moody's A2 wynosi 7,50%. Następnie ze względu na branżę w jakiej działa przedsiębiorstwo, analizę ryzyk oraz ocenę kondycji majątkowo-finansowej spółki dokonano korekty tej wartości do poziomu 4,50%.

Podsumowując na koszt kapitału własnego będzie składała się średnia rentowność Obligacji Skarbu Państwa o różnym terminie wykupu oraz premia za ryzyko. Jednocześnie należy podkreślić, iż premia za ryzyko powinna zagwarantować potencjalnemu inwestorowi oczekiwany zwrot z kapitału wyższy niż zwrot z aktywów wolnych od ryzyka.

Przyjęto, że nominalny koszt kapitału w przypadku przedsiębiorstwa Elkop Energy SA powinien się kształtować na poziomie 9,25% (4,75+4,50).

W oparciu o wyżej wymienione założenia przyjęto stopę dyskonta dla każdego z kolejnych lat prognozy.

Stopa dyskonta umożliwiła obliczenie bieżącej wartości wolnego strumienia gotówki generowanego w poszczególnych latach (PV FOCF) oraz zdyskontowanej wartości rezydualnej (PV RV).

Działalność operacyjno-inwestycyjna

Elkop Energy SA zamierza przede wszystkim kontynuować działalność w zakresie developerstwa projektów energetycznych o zróżnicowanej mocy oraz rozwoju własnego parku wiatrowego tj. zakup pracującej farmy wiatrowej o mocy łącznej do 3,0 MW (do końca 2013 r. zakup 1,5 MW, w latach 2015-2017 zakup 1,5 MW). W tym celu Zarząd zabezpieczył bazę pracujących farm i pojedynczych elektrowni wiatrowych. Szacowana średnia docelowa ilość produkcji energii elektrycznej (uwzględniająca dokonanie w/w inwestycji) rocznie

zamyka się ilością do 2 500 MW, co przy obecnych stawkach uzyskiwanych ze sprzedaży energii elektrycznej oraz świadectw pochodzenia pozwala uzyskać przychód w wysokości ok. 950 000,00 zł rocznie, koszty zaś kształtują się na poziomie 550 000,00 zł rocznie. Jednocześnie z uwagi na fakt, iż sektor Energii Odnawialnej od ok. 12 miesięcy znajduje się u progu dość istotnych zmian przepisów prawa energetycznego i regulacji związanych ze sposobem rozliczeń Świadectw Pochodzenia energii odnawialnej, niektóre z ofert pojawiających się na rynku wtórnym charakteryzują się bardzo niską stopą rentowności, a potencjalni inwestorzy do budowy nowych farm w oparciu o proponowane zmiany legislacyjne podchodzą z ostrożnością.

Elkop Energy SA zawarła również List Intencyjny ze Spółką Investment Friends SA, która zainteresowana jest zakupem gruntu wraz z projektem energetycznym o mocy 16 MW za cenę nie wyższą niż 9 500 000,00 zł. Jest to sprzedaż której realizację Spółka zakłada na okres 2014-2016, do prognoz Elkop Energy SA postanowiła uwzględnić wartość jaką uzyska od Spółki Investment Friends SA.

Ponadto Spółka planuje w latach 2014-2021 zrealizować sprzedaż projektów energetycznych o mocy łącznej do 108 MW. Zgodnie z deklaracją spółki Atlantis Energy SA z dnia 15.12.2012 r. Elkop Energy SA posiada zapewnioną możliwość realizacji projektów energetycznych z zakresu energii odnawialnej - budowy farm wiatrowych o łącznej mocy do 120 MW.

Elkop Energy SA poprzez spółkę zależną Hibertus Sp. z o.o. w której posiada 100 % udziałów - zawarł w dniu 15.11.2012 r. „List intencyjny” ze Spółką Elkop SA, którego przedmiotem jest sprzedaż gruntów rolnych w gminie Rymanów i Dukla o powierzchni łącznej 11 8379 ha oraz na fakt, iż w wyniku planowego połączenia Elkop Energy SA ze spółką zależną Hibertus Sp. z. o.o. na spółkę Elkop Energy SA przejdą wszelkie prawa i obowiązki wynikające z zawartego w dniu 15.11.2012 r. „Listu Intencyjnego” na mocy którego strony zobowiązały się do przeprowadzenia wszelkich czynności zmierzających do sprzedaży przez Elkop SA gruntów zlokalizowanych w gminie Rymanów i Dukla. Są to rejony charakteryzujące się wyjątkowo korzystnymi parametrami pod względem wykorzystania pod budowę elektrowni wiatrowych do 16 MW. Na terenach tych przeprowadzone zostały pomiary wietrzności charakteryzujące się wysokim potencjałem energetycznym możliwym do uzyskania przez potencjalnego inwestora (średnia wietrzności 6,7 m/s).

Spółka Elkop Energy SA po uzyskaniu praw do realizacji postanowień „Listu Intencyjnego”, dokona zakupu wyżej opisanych gruntów oraz przeznaczy je do sprzedaży w

ramach realizowanej przez siebie działalności developerskiej. Planowana sprzedaż projektu energetycznego o mocy łącznej 16 MW zakładana jest przez Zarząd Spółki od 2014 roku do 2016 roku. W tym celu Zarząd Elkop Energy SA zawarł ze Spółką Investment Friends SA „List Intencyjny”, w dacie 15.12.2012 r., na mocy którego Zarząd Investment Friends SA deklaruje i oświadcza gotowość zakupu gruntów oraz projektu energetycznego o mocy do 16 MW, na budowę elektrowni wiatrowych.

Teoretyczny czas realizacji sprzedaży w/w projektu - zakończonego pozwoleniem na budowę z uwagi na stopień zaawansowania Spółka szacuje na okres 18 miesięcy od daty zawarcia Umowy przedwstępnej będącej następstwem podpisanego Listu Intencyjnego/realizacja procedur administracyjnych związanych z uzyskaniem odpowiednich zezwoleń.

Ponadto Zarząd Investment Friends S.A deklaruje, iż docelowo zainteresowany jest nabyciem gotowych projektów energetycznych z zakresu energii odnawialnej – budowa farm wiatrowych wraz z pozwoleniem na budowę o mocy łącznej do 86 MW, zlokalizowanych na terenie Polski. Realizacja tego przedsięwzięcia wymaga zaangażowania czasowego szacowanego na okres 4 lat, od daty złożenia zlecenia .

Środki pozyskane ze sprzedaży projektów energetycznych zostaną wykorzystane do przeprowadzenia własnych inwestycji. Nadwyżki finansowe wygenerowane przez Spółkę od 2016 r. zostaną przekazane na zakup kolejnych farm wiatrowych lub budowę farm wiatrowych zgodnie z przyjętą strategią Spółki. Jednak ze względów ostrożnościowych w prognozach przyjęto wyłącznie zakup farm wiatrowych do łącznej mocy 3,0 MW ze środków pochodzących z emisji.

Ocena sytuacji majątkowo-finansowej

Dla Elkop Energy SA oraz Spółki zależnej Hibertus Sp. z o.o. obliczono wybrane wskaźniki finansowe dotyczące pięciu podstawowych obszarów działalności przedsiębiorstwa:

- analizy bilansu,
- płynności,
- sprawności działania,
- rentowności,
- oraz zadłużenia.

W pierwszej kolejności dokonano analizy bilansu. Wyznaczono podstawowe wskaźniki struktury aktywów oraz pasywów. Wskaźnikiem struktury aktywów jest wyrażony procentowo iloraz wartości aktywów trwałych przez wartość aktywów obrotowych. Jest to syntetyczna miara stopnia elastyczności przedsiębiorstwa. Wartość tego wskaźnika przekraczająca 100% informuje o znacznym stopniu unieruchomienia aktywów, wysokich kosztach stałych i małej elastyczności badanego przedsiębiorstwa. Takie przesłanki mogą prowadzić do obniżenia rentowności. Wskaźnikiem struktury pasywów jest natomiast wyrażony procentowo iloraz wartości kapitału (funduszu) własnego przedsiębiorstwa przez wartość zobowiązań i rezerw na zobowiązania. Wskaźnik ten mierzy stopień zależności przedsiębiorstwa. Zbyt wysoki poziom finansowania działalności kapitałami obcymi podnosi rentowność, jednakże jednocześnie prowadzi do wzrostu ryzyka niewypłacalności.

Kontynuując przeprowadzono analizę płynności finansowej. Warto podkreślić, że płynnością finansową określamy zdolność przedsiębiorstwa do osiągnięcia przepływów pieniężnych umożliwiających regulowanie wymagalnych zobowiązań oraz pokrywanie niespodziewanych wydatków gotówkowych. Jest to element bardzo istotny ponieważ w praktyce gospodarczej często błędnie przyjmuje się, że najważniejszym parametrem oceny przedsiębiorstwa jest rentowność zapominając, że przedsiębiorstwo rentowne może całkowicie utracić płynność finansową.

Powszechnie do oceny płynności wykorzystywany jest wskaźnik bieżącej płynności finansowej. Informuje on o zdolności przedsiębiorstwa do regulowania bieżących zobowiązań, zaś optymalny poziom wskaźnika jest w znacznym stopniu uwarunkowany specyfiką działania przedsiębiorstwa m.in. długością cyklu produkcyjnego, stosowanymi formami rozliczeń itp. Najczęściej w literaturze przedmiotu zaleca się, aby jego wielkość zawierała się w przedziale od 1,5 do 2,0. Jednakże, należy w tym miejscu stanowczo wskazać, że wartości te mają charakter wzorcowy co oznacza, że w zależności od branży i charakteru przedsiębiorstwa wartości te mogą się znacznie różnić. Obecnie w praktyce przyjmuje się, że wartość graniczna wskaźnika płynności bieżącej powinna oscylować na poziomie 0,7. Wynika to z faktu, że zarówno zbyt wysoki, jak i zbyt niski poziom wskaźnika bieżącej płynności finansowej może powodować negatywne konsekwencje dla przedsiębiorstwa. Duża płynność świadczy o niedostatecznej rotacji majątku obrotowego przedsiębiorstwa, co w rezultacie wpływa ujemnie na zyskowność kapitałów własnych. Z drugiej strony niższy od optymalnego poziomu wskaźnik sygnalizuje niebezpieczeństwo utraty zdolności do terminowego regulowania bieżących zobowiązań. Wskaźnik bieżącej

płynności finansowej nie uwzględnia problemu różnej szybkości przemiany w gotówkę poszczególnych składników majątku obrotowego przedsiębiorstwa.

$$\text{Wskaźnik bieżącej} \quad \quad \quad \text{aktywa obrotowe} \\ \text{płynności finansowej} \quad = \quad \frac{\quad}{\text{zobowiązania bieżące}}$$

Wskaźnik szybkiej płynności finansowej porównuje zobowiązania krótkoterminowe przedsiębiorstwa z płynnymi aktywami, czyli środkami pieniężnymi, papierami wartościowymi oraz należnościami. Aktywa te zaś uważane są za „płynne”, gdyż albo mają formę gotówki, albo można je bardzo szybko zamienić na gotówkę. Przekształcenie na gotówkę innych rodzajów aktywów, jak zapasy, produkty w toku, itp., zajmuje znaczne więcej czasu, zatem wyłącza się je obliczania tego wskaźnika. Z kolei niski poziom wskaźnika szybkiej płynności finansowej oraz jednocześnie występujący wysoki poziom wskaźnika bieżącej płynności finansowej zazwyczaj świadczą o nadmiernym zamrożeniu kapitału obrotowego wskutek utrzymywania zbyt dużych zapasów.

$$\text{Wskaźnik szybkiej płynności} \quad \quad \quad \text{aktywa obrotowe - zapasy - rozliczenia międzyokresowe} \\ \text{finansowej} \quad \quad \quad = \quad \frac{\text{krótkoterminowe}}{\text{zobowiązania bieżące}}$$

Kolejna obliczona grupa wskaźników to wskaźniki obrotowości zapasów, należności i zobowiązań. Wskaźniki te informują o długości okresu, w którym kapitał pozostanie zamrożony w danym składniku aktywów. Im czas ten jest krótszy, tym większa jest intensywność wykorzystania danego zasobu.

W następnej kolejności poddano ocenie wskaźniki rentowności obliczone dla badanej Spółki. Pojęcia rentowności przedsiębiorstwa oraz efektywności netto przedsiębiorstwa można uznać jako synonimy, dlatego też rentowność powinna być podstawowym kryterium oceny przedsiębiorstwa.

Pod pojęciem rentowności należy rozumieć względną wielkość wyniku finansowego wyrażającą stopień efektywności netto zaangażowanego kapitału i majątku oraz zużytych środków w działalności gospodarczej przedsiębiorstwa. Efektywnością netto przedsiębiorstwa

jest z kolei wynik finansowy, który może przybierać wszystkie jego poziomy, np. wynik brutto, wynik operacyjny, wynik netto itd., przy czym mogą one mieć postać zysku lub straty.

Analizę rentowności można rozpatrywać z różnych punktów widzenia, obejmować nią różne kategorie zysku i różne podstawy, do których zysk ten jest odnoszony, dlatego wyróżnia się przede wszystkim:

- rentowność sprzedaży (rentowność handlowa),
- rentowność majątku (rentowność ekonomiczna),
- rentowność zaangażowanych kapitałów (rentowność finansowa).

W ostatniej kolejności dokonano analizy wskaźników zadłużenia. Należy wskazać, że podstawowym celem analizy zadłużenia jest ustalenie poziomu zaangażowanych w przedmiotowej Spółce kapitałów obcych, a tym samym stwierdzenia, czy wielkości kapitałów obcych nie zagrażają jej niezależności finansowej. Ważnym rezultatem analizy zadłużenia jest także zdeterminowanie kosztów i opłacalności angażowania kapitałów obcych, bowiem badany obszar zadłużenia ma wskazać, czy przedsiębiorstwo jest w stanie spłacić zadłużenie w określonym terminie i wymaganej wysokości. Do narzędzi analitycznych pozwalających osiągnąć powyższe cele klasyfikuje się dwie podstawowe grupy wskaźników:

- wskaźniki obrazujące poziom zadłużenia,
- wskaźniki informujące o zdolności przedsiębiorstwa do obsługi zadłużenia.

Wskaźniki obrazujące poziom zadłużenia pokrywają się częściowo ze wskaźnikami wspomagania finansowego, charakteryzują stopień zasilenia majątku podmiotu ze źródeł wewnętrznych i zewnętrznych, a więc kapitałów własnych i obcych.

Podstawowymi wskaźnikami stosowanymi do analizy poziomu zadłużenia przedsiębiorstwa są:

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

$$\text{Wskaźnik zadłużenia kapitałów własnych} = \frac{\text{zobowiązania ogółem}}{\text{kapitały własne}}$$

Analizą wskaźnikową Elkop Energy SA objęto okres od 2010 r. do 30.11.2012 r. przy czym działalność operacyjną Spółka rozpoczęła w 2011 r. Wyniki obliczeń wybranych wskaźników finansowych przedstawiono w tabeli 8.

Tabela 8.**Wybrane wskaźniki finansowe Elkop Energy SA**

Wskaźnik		31.12.2010	31.12.2011	06.2012	11.2012
Analiza bilansu	Podstawowy wskaźnik struktury aktywów (A)	0,0%	2,6%	2,4%	2,9%
	Podstawowy wskaźnik struktury pasywów (B)	-	439,9%	388,1%	296,4%
Płynność	Płynność bieżąca	-	5,34	4,76	3,85
	Płynność szybka	-	5,34	4,76	3,85
	Płynność gotówkowa	-	0,13	0,12	0,11
Sprawność działania	Cykl zapasów w dniach	-	0	0	0
	Cykl należności w dniach	-	264	231	45
	Cykl zobowiązań w dniach	-	63	20	3
	Cykl środków pieniężnych	-	201	211	43
Rentowność	Rentowność sprzedaży netto	-	-820,0%	-3560,5%	-1365,2%
	Rentowność majątku	-3,1%	-15,9%	-10,0%	-32,0%
	Rentowność kapitału własnego	-3,1%	-19,5%	-12,5%	-42,9%
Zadł.	Zadłużenie ogółem	0,00	0,19	0,20	0,25
	Zadłużenie kapitału własnego	0,00	0,23	0,26	0,34

Źródło: Obliczenia własne na podstawie dokumentów dostarczonych przez Zleceniodawcę.

Obliczone wartości wskaźnika struktury aktywów Elkop Energy SA przyjmują niskie wartości co z jednej strony świadczy o wysokiej elastyczności majątku przedsiębiorstwa, natomiast z drugiej strony należy wskazać, że zjawisko to w badanej Spółce jest efektem niskiego udziału aktywów trwałych w bilansie przedsiębiorstwa. W analizowanym okresie aktywa trwałe stanowiła głównie pożyczka udzielona Spółce powiązanej. Podstawowy wskaźnik struktury pasywów przyjmuje natomiast wysokie wartości powyżej 290% co jest wynikiem znacznej przewagi kapitału własnego nad kapitałem obcym w Spółce. Świadczy to o wysokiej niezależności przedsiębiorstwa od kapitałów obcych.

Obliczone dla Elkop Energy SA wartości wskaźników płynności kształtujące się na poziomie 5,34 w 2011 r. do 3,85 na koniec listopada 2012 r. wskazują na zjawisko nadpłynności. Należy jednak zauważyć, że wśród aktywów obrotowych Spółki, w krótkoterminowych aktywach finansowych wykazano udziały i akcje spółek: Atlantis Energy

SA, Fon Ecology SA oraz Hibertus Sp. z o.o. o łącznej wartości 2 563 640,67 zł. Pozycje te mają duży wpływ na wysokie wartości omawianych wskaźników.

Wskaźniki sprawności działania Elkop Energy SA dla zapasów nie wykazują żadnych wartości (brak zapasów), a okres inkasa należności zawiera się w przedziale od 45 do 264 dni natomiast średni okres regulowania zobowiązań wynosi od 3 do 63 dni. Wskazane wartości przyjmują w badanym okresie stały trend malejący co jest sytuacją korzystną dla Spółki. Wskaźnik środków pieniężnych będący połączeniem trzech wyżej opisanych wskaźników przyjmuje natomiast wartości od 201 do 43 dni z zachowaniem stałego trendu spadkowego co świadczy o poprawie sprawności działania przedsiębiorstwa w badanym okresie.

Wskaźniki rentowności obliczone dla Elkop Energy SA przyjmują wartości ujemne w całym badanym okresie co jest wynikiem ponoszonej straty netto. Opisana sytuacja wynika z wysokich kosztów działalności finansowej związanych z rozpoczęciem działalności przez Spółkę oraz jej charakterem (spółka celowa, prowadząca działalność inwestycyjną w branży odnawialnych źródeł energii). Należy również wskazać, że działalność operacyjna Spółki prowadzona jest w ramach spółki zależnej - Hibertus Sp. z o.o.

Obliczone wskaźniki zadłużenia Elkop Energy SA nie przyjmują istotnych dla oceny wartości w badanym okresie (poniżej 0,35). Oznacza to, że Spółka w niewielkim stopniu korzysta z obcych źródeł finansowania, a jej zobowiązania wynikają głównie z umowy pożyczki udzielonej przez Urlopy.pl SA.

W następnej kolejności, z uwagi na powiązania kapitałowe pomiędzy Elkop Energy SA, a jej spółką zależną - Hibertus Sp. z o.o. oraz fakt, że działalność operacyjna Elkop Energy SA prowadzona jest w ramach Hibertus Sp. z o.o. dokonano obliczenia wybranych wskaźników finansowych dla Hibertus Sp. z o.o. Wyniki obliczeń zawarto w tabeli 9.

Tabela 9.

Wybrane wskaźniki finansowe Hibertus Sp. z o.o.

Wskaźnik		31.12.2011	06.2012	11.2012
Analiza bilansu	Podstawowy wskaźnik struktury aktywów (A)	1520,8%	703,1%	3456,0%
	Podstawowy wskaźnik struktury pasywów (B)	1616,8%	1523,0%	1366,7%
Płynność	Płynność bieżąca	8,73	9,06	1,54
	Płynność szybka	8,11	3,91	1,33
	Płynność gotówkowa	5,66	3,65	0,70
Sprawność działania	Cykl zapasów w dniach	0	85	6
	Cykl należności w dniach	139	4	20
	Cykl zobowiązań w dniach	4	9	18
	Cykl środków pieniężnych	136	80	8
Rentowność	Rentowność sprzedaży netto	-201,3%	5,1%	-19,9%
	Rentowność majątku	-7,1%	0,7%	-3,9%
	Rentowność kapitału własnego	-7,6%	0,8%	-4,1%
Zadłużenie	Zadłużenie ogółem	0,06	0,06	0,07
	Zadłużenie kapitału własnego	0,06	0,07	0,07
	Zadłużenie długoterminowe	0,05	0,05	0,05

Źródło: Obliczenia własne na podstawie dokumentów dostarczonych przez Zleceniodawcę.

Podstawowe wskaźniki struktury pasywów i aktywów Hiberus Sp. z o.o. w całym badanym okresie wykazują wysokie wartości, powyżej 100%. Oznacza to, że Spółka cechuje się wysokim stopniem unieruchomienia majątku (wysoka wartość aktywów trwałych) oraz wysokim udziałem kapitału własnego. Na aktywa trwałe Spółki w badanym okresie składały się głównie rzeczowe aktywa trwałe w postaci 6 elektrowni wiatrowych VESTAS, Typ V-20 wraz z urządzeniami towarzyszącymi, które Spółka nabyła w lipcu 2011 r.

Wskaźniki płynności obliczone dla Hibertus Sp. z o.o. wykazują nadpłynność na koniec 2011 r. oraz na koniec pierwszego półrocza 2012 r. co jest wynikiem m.in. wysokiego stanu środków pieniężnych występującego w Spółce. Na koniec listopada 2012 r. płynność w Spółce uległa ograniczeniu i wskaźniki płynności osiągnęły wartości bliskie pożądanym (wskaźnik płynności bieżącej 1,5, wskaźnik płynności szybkiej 1,3 oraz wskaźnik płynności szybkiej 0,7).

Długość cyklu zapasów i należności nie wykazywała stałego trendu, i zawierała się pomiędzy 0 a 139 dni. Cykl obrotu zobowiązań wykazywał natomiast stały trend wzrostowy

w zakresie od 4 do 18 dni co świadczy o spadku sprawności działania Spółki w zakresie regulowania zobowiązań. Cykl środków pieniężnych w całym badanym okresie ulegał natomiast skróceniu, co jest sytuacją korzystną z perspektywy sprawności działania przedsiębiorstwa.

Obliczone wskaźniki rentowności dla Spółki ze względu na wypracowany zysk netto (12 019,06 zł) wykazywały wartości dodatnie jedynie na koniec czerwca 2012 r. W pozostałych okresach, z uwagi na ponoszoną stratę netto (-113 165,81 zł w 2011 r. oraz -59 254,83 zł na koniec listopada 2012 r.) wskaźniki rentowności przyjmowały wysokie wartości ujemne.

Zadłużenie Hibertus Sp. z o.o. w badanym okresie było niewielkie (wskaźnik zadłużenia ogółem poniżej 0,1) i wynikało m.in. z pożyczki udzielonej Spółce przez Elkop Energy SA w dniu 7.06.2011 r.

Podsumowując ocenę wyników działalności przedsiębiorstwa Elkop Energy SA oraz Hibertus Sp. z o.o. należy stwierdzić, że sytuacja majątkowo-finansowa obydwu przedsiębiorstw w badanym okresie jest dobra, potwierdzają to wyniki obliczonych wskaźników ekonomicznych opartych o realny stan aktywów i pasywów oraz kosztów własnych i przychodów zawartych rachunku zysków i strat.

Odniesienie się do raportów BR

Przedsiębiorstwo Elkop Energy SA podlega obowiązkowemu badaniu sprawozdania finansowego. Na podstawie przeprowadzonego badania sprawozdania finansowego za 2011 r. oraz przeglądu sprawozdania finansowego za pierwsze półrocze 2012 r. niezależny biegły rewident stwierdził, że przedstawiają one rzetelnie i jasno sytuację majątkową i finansową badanej Spółki.

Założenia do prognozy działalności Elkop Energy SA w latach 2013 - 2021

Aktualna sytuacja w sektorze energetyki wiatrowej – charakteryzująca się znacznym spadkiem w ciągu 2012 r. cen praw majątkowych do świadectw pochodzenia - wynikająca z faktu zatrzymania wzrostu obowiązku ilościowego energii z OZE (stały poziom w latach 2010-2012), a nadto z dużej dynamiki wzrostu energii elektrycznej uzyskiwanej z OZE (w tym energetyki wiatrowej), zmusza Zarząd do przyjęcia bardzo ostrożnych założeń.

Rachunek zysków i strat

A. Przychody

Plan w zakresie sprzedaży energii liczonej w MWh został przygotowany z przyjęciem poniższych założeń.

Przychody z produkcji energii

- Spółka Hibertus Sp. z o.o. zrealizowała w 2011 r. projekt „Farma Wiatrowa Nieszawa” - zlokalizowany w woj. Kujawsko – Pomorskim,
- zgodnie z umową sprzedaży energii elektrycznej z dnia 7.09.2011 r. zawartej z ENERGA OBRÓT S.A. roczna produkcja energii elektrycznej farmy określona w [MWh] została ustalona na poziomie nie wyższym niż 470 MWh,
- Spółka zgodnie z przyjętą strategią rozwoju dokona inwestycji w istniejące już farmy wiatrowe o łącznej mocy 3 MW, w tym (do końca 2013 roku zakup 1,5 MW, w latach 2015-2017 zakup 1,5 MW), z możliwością rocznej produkcji na poziomie 1 020 MWh,
- w planie założono przychody z tych inwestycji począwszy od IV kw. 2013 r. i I kw. 2017 r.,
- przychody ze sprzedaży zostały oszacowane przy uwzględnieniu następujących warunków tj.:

dla energii czarnej - 1 MWh/198,90 zł

cena wyjściowa w 2012 r. została poddana waloryzacji wg stopy planowanej inflacji w 2012 r. na poziomie 3,5 % i dla 2013 r. wynosi 1 MWh/205,86 zł,

dla energii zielonej - 1 MWh/230,00 zł

cena wyjściowa dla 2013 r. została ustalona na podstawie przeciętnej ceny z X/2012 r., a w kolejnych latach została wyłącznie poddana waloryzacji w oparciu o przewidywaną stopę inflacji.

Zarząd przewiduje, że obserwowany w bieżącym roku spadek cen (na początku 2012 r. cena na poziomie 283,00 zł – 285,00 zł) zostanie zatrzymany w wyniku wejścia z dniem 31.12.2012 r. w życie rozporządzenia ministra gospodarki z 18.10.2012 r. w sprawie szczegółowego zakresu obowiązków uzyskania i przedstawienia do umorzenia świadectw pochodzenia [...], podwyższającego obowiązkowy udział „zielonej” energii elektrycznej w 2013 r. do 12% (w latach 2010 – 2012 utrzymywał się na stałym poziomie 10,4%) i dalej co roku o kolejny 1 p.p., aż do 20% w 2021 r.

Przychody z usług Land Development

Przychody ze sprzedaży projektu dla 1 MW (zgodnie z ceną rynkową) szacowane są na poziomie 105 000,00 euro (słownie: sto pięć tysięcy 00/100 euro). Zarząd Elkop Energy SA postanowił o przyjęciu do prognoz stawki 90 000 euro za 1 MW (tj. o ok.15% mniej w stosunku do obowiązujących obecnie stawek rynkowych) sprzedawanego projektu energetycznego ze względów ostrożnościowych uwzględniając ryzyko spadku cen rynkowych w przypadku wejścia w życie negatywnych uregulowań ustawy energetycznej, która może niekorzystnie wpłynąć na rynek energetyczny.

B. Koszty działalności operacyjnej

Amortyzacja

Amortyzacja została ustalona zgodnie z przyjętymi stawkami dla poszczególnych typów środków trwałych na poziomie 4,5 – 18 % rocznie, w tym dla turbin 7,0%.

Szacowana wartość inwestycji w uruchomienie nowych 2 farm o mocy 1,5 MW każda, została przyjęta na poziomie aktualnych cen rynkowych 3,5 mln zł/każda, z momentem rozpoczęcia amortyzacji w IV kw. 2013 r. i I kw. 2017 r., ponadto zakłada się zwiększenie amortyzacji od roku 2018 w związku z istotnymi nakładami na odtworzenie majątku.

Zużycie materiałów i energii

Przeciętne zużycie kosztów materiałów i energii zostało określone dla prognozy z uwzględnieniem planowanych inwestycji na poziomie 30 000,00 zł (2013 r.) – 110 000,00 zł (od 2017 r.) rocznie. Koszty zużycia materiałów i energii obejmują głównie energię zużywaną do utrzymania w ruchu urządzeń.

Plan został opracowany na podstawie bieżących kosztów energii realizowanych w Hibertus Sp. z o.o. z uwzględnieniem poczynszu od 2013 r. ok. 50% oszczędności zużycia wynikających z faktu, zamontowania tzw. kondensatorów energii oraz z uwzględnieniem planowanych nakładów inwestycyjnych.

Usługi obce

Przeciętne roczne koszty usług obcych (związanych z obsługą elektrowni wiatrowych i kosztów stałych Spółki) zostały określone na poziomie 70 000 zł – 90 000 zł rocznie.

W związku z planowanym połączeniem Spółek, część kosztów stałych ponoszonych obecnie przez spółki Elkop Energy SA i Hibertus Sp. z o.o. ulegnie zmniejszeniu. Główne tytuły kosztów usług obcych obejmują: koszty serwisu turbin, koszty dystrybucji energii – usługa operatora handlowego, koszty obsługi giełdy towarowej, koszty monitoringu i obsługi mienia, wynagrodzenie Animatora Giełdy, koszty badania sprawozdania finansowego i przeglądów okresowych, pozostałe koszty (m.in. najem lokalu, obsługa prawna i notarialna).

Ponadto koszty usług obcych obejmować będą koszty realizacji projektu Land Development dla 1 MW na poziomie ok. 160 000,00 zł (40 000 euro), w tym:

1. Koszt outsourcingu pracowniczego 140.000 00 zł (35 000 euro),
 - przygotowanie kompletnej dokumentacji projektowej do momentu uzyskania prawomocnego pozwolenia na budowę.
2. Koszty notarialne (zakup gruntu, dzierżawa gruntu) 10 000,00 zł, (2 500 euro).
3. Koszty marketingu i reklamy (oferowanie gotowego projektu do sprzedaży zakładany okres publikacji ogłoszenia 6 miesięcy) 10 000,00 zł, (2 500 euro).
4. Inne szacowane koszty związane z realizacją projektów energetycznych ponoszone są przez potencjalnego inwestora.

Podatki i opłaty

Plan zakłada przeciętny poziom kosztów podatku od nieruchomości na poziomie wyjściowym opłat z 2012 r. tj. ok. 3 050 zł (zgodnie z deklaracją podatku) z uwzględnieniem planowanych inwestycji, przy czym nie więcej niż 15 000 zł rocznie.

Wynagrodzenie i świadczenia na rzecz pracowników

Plan zakłada przeciętny poziom kosztów wynagrodzeń pracowników obsługujących turbiny wiatrowe na poziomie rocznym 6 000,00 zł.

Pozostałe koszty

W planie nie zostały założone inne niż opisane powyżej koszty.

Pozostałe przychody i koszty operacyjne

Analiza poziomu pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych w obu podmiotach wskazuje, że są to raczej wartości marginalne, a nadto z uwagi na swój charakter raczej trudno przewidywalne zatem w Planie założono wartość 0,00 zł.

Przychody finansowe

Analiza poziomu przychodów finansowych wskazuje, że główny element przychodów finansowych w okresie 2010-2012 stanowiły w spółce Elkop Energy SA przychody z tytułu odsetek od pożyczki udzielonej spółce Hibertus Sp. z o.o., która na moment połączenia podmiotów ulegnie wyłączeniu.

Koszty finansowe

Koszty finansowe począwszy od 2014 r. zostały wykluczone z uwagi na spłatę środkami pochodzącymi z emisji akcji w 2013 r. zobowiązań wynikających z tytułu pożyczki otrzymanej przez Emitenta.

C. Podatek dochodowy

W całym okresie założono stopę podatku dochodowego od osób prawnych na poziomie 19%.

W związku z wystąpieniem w okresach przed połączeniem Spółek straty podatkowej w spółce przejmującej możliwej do odliczenia począwszy od 2013 r., rozliczenie podatku dochodowego założono dopiero od 2015 r.

W tabeli 10 zaprezentowano projekcję przychodów ze sprzedaży energii i projektów Land Development oraz w tabeli 11 projekcję rachunku zysków i strat dla Elkop Energy SA w latach 2012–2021.

Tabela 10.

Preliminarz przychodów ze sprzedaży energii i projektów Land Development przez Elkop Energy SA w latach 2013-2021

Przychody ze sprzedaży energii w latach 2013 - 2021										
Lp.	Wyszczególnienie	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
		zł	zł	zł	zł	zł	zł	zł	zł	zł
1.	PRZYCHODY razem	287 668,59	668 916,64	689 953,85	701 473,08	1 184 119,73	1 208 738,24	1 241 511,24	1 280 404,27	1 304 362,75
2.	Przychody produkcja - energia czarna	135 868,59	315 935,64	325 871,71	331 312,35	559 270,93	570 898,48	586 377,48	604 747,02	616 062,84
3.	Przychody - świadectwa pochodzenia	151 800,00	352 981,00	364 082,13	370 160,72	624 848,81	637 839,76	655 133,77	675 657,25	688 299,91
4.	ILOŚĆ MWh	660,00	1 490,00	1 495,00	1 480,00	2 435,00	2 425,00	2 430,00	2 445,00	2 430,00
5.	ILOŚĆ KWh	660 000,00	1 490 000,00	1 495 000,00	1 480 000,00	2 435 000,00	2 425 000,00	2 430 000,00	2 445 000,00	2 430 000,00
6.	Cena energia czarna	205,86	212,04	217,97	223,86	229,68	235,42	241,31	247,34	253,52
7.	Cena świadectwa pochodzenia	230,00	236,90	243,53	250,11	256,61	263,03	269,60	276,34	283,25

Przychody ze sprzedaży projektów Land Development w latach 2013 - 2021										
Lp.	Wyszczególnienie	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
		zł	zł	zł	zł	zł	zł	zł	zł	zł
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1.	PRZYCHODY (PLN) razem	0,00	720 000,00	2 160 000,00	2 880 000,00	4 320 000,00	5 040 000,00	7 200 000,00	7 920 000,00	8 640 000,00
2.	Przychód (EUR) z 1 MW	90 000,00	90 000,00	90 000,00	90 000,00	90 000,00	90 000,00	90 000,00	90 000,00	90 000,00
3.	Ilość sprzedanych projektów w MW	0,00	2,00	6,00	8,00	12,00	14,00	20,00	22,00	24,00
4.	Kurs EUR	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00

Źródło: Obliczenia własne na podstawie prognoz dostarczonych przez Zleceniodawcę

Tabela 11.

Preliminarz rachunku zysków i strat Spółki Elkop Energy SA w latach 2012-2021

	Wyszczególnienie	1.01 - 31.12.2012 r.	1.01 - 31.12.2013 r.	1.01 - 31.12.2014 r.	1.01 - 31.12.2015 r.	1.01 - 31.12.2016 r.	1.01 - 31.12.2017 r.	1.01 - 31.12.2018 r.	1.01 - 31.12.2019 r.	1.01 - 31.12.2020 r.	1.01 - 31.12.2021 r.
		zł	zł	zł	zł	zł	zł	zł	zł	zł	zł
A.	Przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów, w tym:	64 946,00	439 468,59	1 741 897,64	3 214 035,98	3 951 633,80	6 128 968,54	6 886 578,00	9 096 645,01	9 876 061,51	10 632 662,66
	- od jednostek powiazanych	19 680,00		720 000,00	2 160 000,00	2 880 000,00	4 320 000,00	5 040 000,00	7 200 000,00	7 920 000,00	8 640 000,00
I.	Przychody netto ze sprzedaży produktów	64 946,00	287 668,59	1 388 916,64	2 849 953,85	3 581 473,08	5 504 119,73	6 248 738,24	8 441 511,24	9 200 404,27	9 944 362,75
II.	Przychody netto ze sprzedaży towarów i materiałów		151 800,00	352 981,00	364 082,13	370 160,72	624 848,81	637 839,76	655 133,77	675 657,25	688 299,91
B.	Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów, w tym:	56 035,90	398 618,15	1 067 762,84	1 718 065,07	2 043 717,80	3 153 364,25	3 513 001,06	4 601 430,36	5 253 663,67	5 696 303,46
	- jednostkom powiazanym										
I.	Koszt wytworzenia sprzedanych produktów	56 035,90	254 408,15	412 430,89	412 187,04	412 065,12	639 757,88	667 053,29	779 053,29	1 091 789,29	1 202 418,55
II.	Wartość sprzedanych towarów i materiałów		144 210,00	655 331,95	1 305 878,03	1 631 652,69	2 513 606,37	2 845 947,77	3 822 377,08	4 161 874,38	4 493 884,92
C.	Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	8 910,10	40 850,44	674 134,80	1 495 970,91	1 907 916,00	2 975 604,29	3 373 576,94	4 495 214,65	4 622 397,84	4 936 359,20
D.	Koszty sprzedaży		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
E.	Koszty ogólnego zarządu	43 128,74	44 505,00	103 107,72	103 046,76	103 016,28	159 939,47	166 763,32	194 763,32	272 947,32	300 604,64
F.	Zysk (strata) ze sprzedaży	-34 218,64	-3 654,56	571 027,08	1 392 924,15	1 804 899,72	2 815 664,83	3 206 813,62	4 300 451,33	4 349 450,52	4 635 754,56
G.	Pozostałe przychody operacyjne	0,52	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
I.	Zysk ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych										
II.	Dotacje										
III.	Inne przychody operacyjne	0,52									
H.	Pozostałe koszty operacyjne	1,06	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
I.	Strata ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych										
II.	Aktualizacja wartości aktywów niefinansowych										
III.	Inne koszty operacyjne	1,06									
I.	Zysk (strata) z działalności operacyjnej	-34 219,18	-3 654,56	571 027,08	1 392 924,15	1 804 899,72	2 815 664,83	3 206 813,62	4 300 451,33	4 349 450,52	4 635 754,56
J.	Przychody finansowe	2 828,08	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
I.	Dywidendy i udziały w zyskach, w tym:										
	- od jednostek powiazanych										
II.	Odsetki, w tym:	2 828,08									
	- od jednostek powiazanych	2 824,42									
III.	Zysk ze zbycia inwestycji										
IV.	Aktualizacja wartości inwestycji										
V.	Inne										
K.	Koszty finansowe	843 114,63	38 715,54	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
I.	Odsetki, w tym:	50 354,16	38 715,54								
	- dla jednostek powiazanych										
II.	Strata ze zbycia inwestycji										
III.	Aktualizacja wartości inwestycji	755 760,47									
IV.	Inne	37 000,00									
L.	Zysk (strata) z działalności gospodarczej	-874 505,73	-42 370,11	571 027,08	1 392 924,15	1 804 899,72	2 815 664,83	3 206 813,62	4 300 451,33	4 349 450,52	4 635 754,56
M.	Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
I.	Zyski nadzwyczajne										
II.	Straty nadzwyczajne										
N.	Zysk (strata) brutto	-874 505,73	-42 370,11	571 027,08	1 392 924,15	1 804 899,72	2 815 664,83	3 206 813,62	4 300 451,33	4 349 450,52	4 635 754,56
O.	Podatek dochodowy				59 462,21	342 930,95	534 976,32	609 294,59	817 085,75	826 395,60	880 793,37
P.	Pozostałe obowiązkowe zmniejszenia zysku (zwiększenia straty)										
R.	Zysk (strata) netto	-874 505,73	-42 370,11	571 027,08	1 333 461,94	1 461 968,77	2 280 688,51	2 597 519,03	3 483 365,57	3 523 054,92	3 754 961,20

Źródło: Obliczenia własne na podstawie prognoz dostarczonych przez Zlecniodawcę.

Bilans

A. Aktywa

Aktywa trwałe

Wartości niematerialne i prawne

Nie występują.

Środki trwałe

W prognozie przyjęto aktualny poziom środków trwałych wg wartości początkowej na dzień 31.12.2012 r. w spółce Hibertus Sp. z o.o. z kontynuacją amortyzacji wg przyjętych zasad oraz wynikających z inwestycji w zakup 2 gotowych farm wiatrowych w latach 2013 i 2017 według aktualnej ceny nabycia (3,5 mln każda).

W okresie prognozy zakłada się możliwość wystąpienia istotnych nakładów odtworzeniowych począwszy od 2018 r. (1 000 000 zł/rok).

Należności długoterminowe

Nie występują.

Inwestycje długoterminowe

Nie występują.

Długoterminowe RMK

Nie występują.

Aktywa obrotowe

Zapasy

Pozycja zapasy obejmuje towar w postaci praw majątkowych do świadectw pochodzenia energii, którego poziom określony został z przyjęciem rotacji na poziomie 10 dni (zakłada się szybką rotację i sprzedaż na Towarowej Giełdzie Energii) oraz produkcję w toku wynikającą z zaangażowania w projekty usług długoterminowych Land Development.

Należności krótkoterminowe

Wyłącznie z ostrożności od 2013 r. założono poziom należności z uwzględnieniem 14 dni rotacji. Należności obejmują głównie należności z tytułu sprzedaży certyfikatów pochodzenia energii oraz usług Land Development.

Inwestycje krótkoterminowe

Stanowią udziały w innych podmiotach przeznaczone do obrotu.

Środki pieniężne wygenerowane z działalności operacyjnej począwszy od 2017 r. planuje się przeznaczyć w części na inwestycje w odtworzenie majątku trwałego.

Rozliczenia międzyokresowe krótkoterminowe

Przyjęto minimalny poziom RMK – rozliczanych w kolejnych okresach obrachunkowych.

B. PASYWA

Kapitały własne

Kapitał podstawowy

W całym okresie prognozy bez zmian. W 2013 r. planowane jest połączenie podmiotów:

- Hibertus Sp. z o.o., z kapitałem podstawowym na aktualnym poziomie 1 605 000 zł (100 % kapitału posiada spółka Elkop Energy SA), z możliwością jego wzrostu o 400 000 zł przed dokonaniem połączenia,
- Elkop Energy SA z kapitałem podstawowym na poziomie 1 625 000 zł.

Ponadto w związku z planowaną w 2013 r. emisją o wartości 9 750 000 zł skierowaną do prywatnego inwestora, całkowita wartość kapitału podstawowego została przyjęta w całym okresie prognozy na poziomie 11 375 000,00 zł. Nowa emisja akcji zostanie objęta według ceny rynkowej.

Kapitał zapasowy

Pozostawiono na poziomie kapitału zapasowego spółki Elkop Energy SA tj. 1 817 317,00 zł, który może zostać przeznaczony na pokrycie łącznych strat z lat ubiegłych łączących się Spółek.

Wynik finansowy

Prognoza wyników i wygenerowanie dodatnich przepływów finansowych umożliwia począwszy od wyniku finansowego za 2017 r. wypłatę dywidendy. W planie założono wypłatę dywidendy w łącznej wysokości od 1,1 mln zł (w roku 2018) – 2,2 mln zł (w kolejnych latach).

Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania

Rezerwy na zobowiązania

Nie występują.

Zobowiązania długoterminowe

Nie występują.

Zobowiązania krótkoterminowe

a) z tytułu kredytów i pożyczek

Nie występują.

b) z tytułu dostaw i usług

Stanowią zobowiązania z tytułu dostaw i usług, podobnie jak w przypadku należności – część zobowiązań jest spłacana w trakcie okresu, przeciętny poziom rotacji przyjęto na poziomie 21 dni.

Tabela 12.

Preliminarz aktywów Elkop Energy SA w latach 2011-2021

	Treść	Stan na	Stan na	Stan na	Stan na	Stan na	Stan na	Stan na	Stan na	Stan na	
		31.12.2012 r.	31.12.2013 r.	31.12.2014 r.	31.12.2015 r.	31.12.2016 r.	31.12.2017 r.	31.12.2018 r.	31.12.2019 r.	31.12.2020 r.	31.12.2021 r.
		zł	zł	zł	zł	zł	zł	zł	zł	zł	
	AKTYWA										
A.	Aktywa trwałe	76 722,00	4 809 892,19	4 451 333,18	3 964 774,16	3 606 215,15	6 514 187,77	6 887 838,73	7 156 489,69	7 425 140,64	7 695 710,03
I.	Wartości niematerialne i prawne	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
	1.Koszty zakończonych prac rozwojowych										
	2. Wartość firmy										
	3. Inne wartości niematerialne i prawne										
	4. Zaliczki na wartości niematerialne i prawne										
II.	Rzeczowe aktywa trwałe	0,00	4 809 892,19	4 451 333,18	3 964 774,16	3 606 215,15	6 514 187,77	6 887 838,73	7 156 489,69	7 425 140,64	7 695 710,03
	1. Środki trwałe	0,00	4 809 892,19	4 451 333,18	3 964 774,16	3 606 215,15	6 514 187,77	6 887 838,73	7 156 489,69	7 425 140,64	7 695 710,03
	a) grunty (w tym prawo użytkowania wieczystego gruntu)										
	b) budynki, lokale i obiekty inżynierii lądowej i wodnej										
	c) urządzenia techniczne i maszyny		4 809 892,19	4 451 333,18	3 964 774,16	3 606 215,15	6 514 187,77	6 887 838,73	7 156 489,69	7 425 140,64	7 695 710,03
	d) środki transportu										
	e) inne środki trwałe										
	2. Środki trwałe w budowie										
	3. Zaliczki na środki trwałe w budowie										
III.	Należności długoterminowe	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
	1. Od jednostek powiązanych										
	2. Od pozostałych jednostek										
IV.	Inwestycje długoterminowe	76 722,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
	1. Nieruchomości										
	2. Wartości niematerialne i prawne										
	3. Długoterminowe aktywa finansowe	76 722,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
	a) w jednostkach powiązanych	76 722,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
	- udziały lub akcje										
	- inne papiery wartościowe										
	- udzielone pożyczki	76 722,00									
	- inne długoterminowe aktywa finansowe										
	b) w pozostałych jednostkach	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
	- udziały lub akcje										
	- inne papiery wartościowe										
	- udzielone pożyczki										
	- inne długoterminowe aktywa finansowe										
	4. Inne inwestycje długoterminowe										
V.	Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
	1. Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego										
	2. Inne rozliczenia międzyokresowe										

	Treść	Stan na	Stan na	Stan na	Stan na	Stan na	Stan na	Stan na	Stan na	Stan na	Stan na
		31.12.2012 r.	31.12.2013 r.	31.12.2014 r.	31.12.2015 r.	31.12.2016 r.	31.12.2017 r.	31.12.2018 r.	31.12.2019 r.	31.12.2020 r.	31.12.2021 r.
		zł	zł	zł	zł	zł	zł	zł	zł	zł	zł
	AKTYWA										
B.	Aktywa obrotowe	2 613 337,81	6 769 674,70	7 762 066,40	9 638 204,07	11 486 833,50	10 960 225,94	12 078 220,07	13 114 284,07	14 156 724,05	15 406 703,15
I.	Zapasy	0,00	171 852,88	581 862,90	811 332,44	1 190 108,44	1 438 597,78	1 993 913,52	2 250 167,98	2 454 071,87	2 669 360,40
	1. Materiały										
	2. Półprodukty i produkty w toku		160 000,00	528 000,00	704 000,00	1 056 000,00	1 232 000,00	1 760 000,00	1 936 000,00	2 112 000,00	2 300 000,00
	3. Produkty gotowe										
	4. Towary		11 852,88	53 862,90	107 332,44	134 108,44	206 597,78	233 913,52	314 167,98	342 071,87	369 360,40
	5. Zaliczki na dostawy										
II.	Należności krótkoterminowe	8 350,00	25 284,49	100 218,77	184 917,14	227 354,27	352 625,59	396 214,08	523 368,62	568 211,76	611 742,24
	1. Należności od jednostek powiązanych	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
	a) z tytułu dostaw i usług, o okresie spłaty:	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
	- do 12 miesięcy										
	- powyżej 12 miesięcy										
	b) inne										
	2. Należności od pozostałych jednostek	8 350,00	25 284,49	100 218,77	184 917,14	227 354,27	352 625,59	396 214,08	523 368,62	568 211,76	611 742,24
	a) z tytułu dostaw i usług, o okresie spłaty:	0,00	16 856,33	66 812,51	123 278,09	151 569,52	235 083,72	264 142,72	348 912,41	378 807,84	407 828,16
	- do 12 miesięcy		16 856,33	66 812,51	123 278,09	151 569,52	235 083,72	264 142,72	348 912,41	378 807,84	407 828,16
	- powyżej 12 miesięcy										
	b) z tytułu podatków, dotacji, ceł, ubezpieczeń społecznych i zdrowotnych oraz innych świadczeń	8 000,00	8 428,16	33 406,26	61 639,05	75 784,76	117 541,86	132 071,36	174 456,21	189 403,92	203 914,08
	c) inne	350,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
	d) dochodzone na drodze sądowej										
III.	Inwestycje krótkoterminowe	2 603 987,81	6 571 537,33	7 078 984,73	8 640 954,49	10 068 370,79	9 168 002,57	9 687 092,48	10 339 747,47	11 133 440,42	12 124 600,51
	1. Krótkoterminowe aktywa finansowe	2 603 987,81	6 571 537,33	7 078 984,73	8 640 954,49	10 068 370,79	9 168 002,57	9 687 092,48	10 339 747,47	11 133 440,42	12 124 600,51
	a) w jednostkach powiązanych	2 575 858,88	958 640,67	958 640,67	958 640,67	958 640,67	958 640,67	958 640,67	958 640,67	958 640,67	958 640,67
	- udziały lub akcje	2 563 640,67	958 640,67	958 640,67	958 640,67	958 640,67	958 640,67	958 640,67	958 640,67	958 640,67	958 640,67
	- inne papiery wartościowe										
	- udzielone pożyczki	12 218,21	0,00	0,00							
	- inne krótkoterminowe aktywa finansowe										
	b) w pozostałych jednostkach	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
	- udziały lub akcje										
	- inne papiery wartościowe										
	- udzielone pożyczki										
	- inne krótkoterminowe aktywa finansowe										
	c) środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	28 128,93	5 612 896,66	6 120 344,06	7 682 313,82	9 109 730,12	8 209 361,90	8 728 451,81	9 381 106,80	10 174 799,75	11 165 959,84
	- środki pieniężne w kasie i na rachunkach	28 128,93	5 612 896,66	6 120 344,06	7 682 313,82	9 109 730,12	8 209 361,90	8 728 451,81	9 381 106,80	10 174 799,75	11 165 959,84
	- inne środki pieniężne										
	- inne aktywa pieniężne										
	2. Inne inwestycje krótkoterminowe										
IV.	Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	1 000,00	1 000,00	1 000,00	1 000,00	1 000,00	1 000,00	1 000,00	1 000,00	1 000,00	1 000,00
	Aktywa razem	2 690 059,81	11 579 566,90	12 213 399,57	13 602 978,23	15 093 048,65	17 474 413,71	18 966 058,80	20 270 773,75	21 581 864,69	23 102 413,17

Źródło: Obliczenia własne na podstawie prognoz dostarczonych przez Zleceniodawcę.

Tabela 13.

Preliminarz pasywów Elkop Energy SA w latach 2011-2021

	Treść	Stan na 31.12.2012 r.	Stan na 31.12.2013 r.	Stan na 31.12.2014 r.	Stan na 31.12.2015 r.	Stan na 31.12.2016 r.	Stan na 31.12.2017 r.	Stan na 31.12.2018 r.	Stan na 31.12.2019 r.	Stan na 31.12.2020 r.	Stan na 31.12.2021 r.
		zł	zł	zł	zł	zł	zł	zł	zł	zł	zł
	PASYWA										
A.	Kapitał (fundusz) własny	2 006 115,51	11 541 324,76	12 112 351,84	13 445 813,78	14 907 782,56	17 188 471,06	18 648 490,10	19 856 855,67	21 104 910,59	22 584 871,79
I.	Kapitał (fundusz) podstawowy	1 625 000,00	11 375 000,00	11 375 000,00	11 375 000,00	11 375 000,00	11 375 000,00	11 375 000,00	11 375 000,00	11 375 000,00	11 375 000,00
II.	Należne wpłaty na kapitał podstawowy (wielkość ujemna)										
III.	Udziały (akcje) własne (wielkość ujemna)										
IV.	Kapitał (fundusz) zapasowy	1 817 317,00	1 817 317,00	1 817 317,00	1 817 317,00	1 817 317,00	1 817 317,00	1 817 317,00	1 817 317,00	1 817 317,00	1 817 317,00
V.	Kapitał (fundusz) z aktualizacji wyceny										
VI.	Pozostałe kapitały (fundusze) rezerwowe										
VII.	Zysk (strata) z lat ubiegłych	-561 695,76	-1 608 622,13	-1 650 992,24	-1 079 965,16	253 496,78	1 715 465,56	2 858 654,06	3 181 173,10	4 389 538,67	5 637 593,59
VIII.	Zysk (strata) netto	-874 505,73	-42 370,11	571 027,08	1 333 461,94	1 461 968,77	2 280 688,51	2 597 519,03	3 483 365,57	3 523 054,92	3 754 961,20
IX.	Odpisy z zysku netto w ciągu roku obrotowego (wielkość ujemna)										

	Treść	Stan na	Stan na	Stan na	Stan na	Stan na	Stan na	Stan na	Stan na	Stan na	Stan na
		31.12.2012 r.	31.12.2013 r.	31.12.2014 r.	31.12.2015 r.	31.12.2016 r.	31.12.2017 r.	31.12.2018 r.	31.12.2019 r.	31.12.2020 r.	31.12.2021 r.
		zł	zł	zł	zł	zł	zł	zł	zł	zł	zł
	PASYWA										
B.	Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	683 944,30	38 242,14	101 047,73	157 164,45	185 266,09	285 942,65	317 568,71	413 918,09	476 954,10	517 541,38
I.	Rezerwy na zobowiązania	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
	1. Rezerwa z tytułu odroczonego podatku dochodowego										
	2. Rezerwa na świadczenia emerytalne i podobne	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
	- długoterminowa										
	- krótkoterminowa										
	3. Pozostałe rezerwy	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
	- długoterminowe										
	- krótkoterminowe										
II.	Zobowiązania długoterminowe	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
	1. Wobec jednostek powiązanych										
	2. Wobec pozostałych jednostek	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
	a) kredyty i pożyczki										
	b) z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych										
	c) inne zobowiązania finansowe										
	d) inne										
III.	Zobowiązania krótkoterminowe	683 944,30	38 242,14	101 047,73	157 164,45	185 266,09	285 942,65	317 568,71	413 918,09	476 954,10	517 541,38
	1. Wobec jednostek powiązanych	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
	a) z tytułu dostaw i usług, o okresie wymagalności:	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
	- do 12 miesięcy										
	- powyżej 12 miesięcy										
	b) inne										
	2. Wobec pozostałych jednostek	683 944,30	38 242,14	101 047,73	157 164,45	185 266,09	285 942,65	317 568,71	413 918,09	476 954,10	517 541,38
	a) kredyty i pożyczki	683 944,30	0,00	0,00	0,00						
	b) z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych										
	c) inne zobowiązania finansowe										
	d) z tytułu dostaw i usług, o okresie wymagalności:	0,00	25 494,76	67 365,16	104 776,30	123 510,73	190 628,43	211 712,47	275 945,39	317 969,40	345 027,59
	- do 12 miesięcy	0,00	25 494,76	67 365,16	104 776,30	123 510,73	190 628,43	211 712,47	275 945,39	317 969,40	345 027,59
	- powyżej 12 miesięcy										
	e) zaliczki otrzymane na dostawy										
	f) zobowiązania wekslowe										
	g) z tytułu podatków, ceł, ubezpieczeń i innych świadczeń	0,00	12 747,38	33 682,58	52 388,15	61 755,36	95 314,22	105 856,24	137 972,70	158 984,70	172 513,79
	h) z tytułu wynagrodzeń										
	i) inne										
	3. Fundusze specjalne										
IV.	Rozliczenia międzyokresowe	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
	1. Ujemna wartość firmy										
	2. Inne rozliczenia międzyokresowe	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
	- długoterminowe										
	- krótkoterminowe										
Pasywa razem		2 690 059,81	11 579 566,90	12 213 399,57	13 602 978,23	15 093 048,65	17 474 413,71	18 966 058,80	20 270 773,75	21 581 864,69	23 102 413,17

Źródło: Obliczenia własne na podstawie prognoz dostarczonych przez Zleceniodawcę.

Wartość rezydualna

Wartość rezydualną przedsiębiorstwa przyjęto, jako iloczyn przepływów pieniężnych w ostatnim roku prognozy (2021) i wskaźnika dyskontującego strumień do nieskończoności. Wartość ta wyraża się wzorem⁶:

$$\text{Wartość rezydualna} = \frac{CF * (1 + g)}{WACC - g}$$

gdzie:

CF przepływ pieniężny w ostatnim roku prognozy,
g stała stopa wzrostu,
WACC średni ważony koszt kapitału.

Przyjęcie przepływu, jako parametru odzwierciedlającego FOCF po okresie prognozy wynika z faktu, iż w okresie dłuższym (wykraczającym poza okres prognozy) Przedsiębiorstwo powinno ponosić nakłady inwestycyjne w kwocie zbliżonej do rocznej wartości odpisów amortyzacyjnych. Utrzymanie niższego poziomu wydatków inwestycyjnych spowodowałoby bowiem postępującą deprecjację majątku trwałego. Wskaźnik dyskontujący wartość rezydualną przyjęto, jako zgodny ze stopą dyskonta z ostatniego roku prognozy.

W wycenie wartości Elkop Energy S.A. przyjęto dodatnią wartość wskaźnika wzrostu FOCF po okresie prognozy. Biorąc pod uwagę fakt, że w dłuższym okresie na skutek prowadzonych działań o charakterze rozwojowym pozycja przedsiębiorstwa na tle konkurentów będzie się umacniać. Przyjęta wartość parametru „g” wynika z prognoz inflacji⁷. Przyjmując zatem zasadę ostrożności, w niniejszej wycenie przyjęto wartość wskaźnika „g” na poziomie 3,5%.

Wyniki wyceny metodą DCF

Na podstawie opisanych wyżej założeń i metodologii obliczono wartość przedsiębiorstwa Elkop Energy metodą DCF. Wyniki obliczeń zawarto w tabeli 14.

⁶ A.Szablewski, R. Tuzimek, Wycena i zarządzanie wartością firmy, Poltext, Warszawa 2004, s. 174.

⁷ Narodowy Bank Polski, Raport o inflacji.

Tabela 14.

Wycena Elkop Energy SA metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych

Wyszczególnienie	P XII 2012	P 2013	P 2014	P 2015	P 2016	P 2017	P 2018	P 2019	P 2020	P 2021
A. Przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej										
1. Zysk (strata) netto	-10 259,57	-42 370,11	571 027,08	1 333 461,94	1 461 968,77	2 280 688,51	2 597 519,03	3 483 365,57	3 523 054,92	3 754 961,20
2. Amortyzacja	0,00	174 809,02	358 559,02	358 559,02	358 559,02	592 027,38	626 349,04	766 349,04	906 349,04	1 044 430,62
3. Zmiana stanu zapasów	0,00	-171 852,88	-410 010,02	-229 469,54	-378 776,00	-248 489,34	-555 315,73	-256 254,46	-203 903,89	-215 288,54
4. Zmiana stanu należności	251,19	-16 934,49	-74 934,27	-84 698,37	-42 437,13	-125 271,31	-43 588,49	-127 154,54	-44 843,14	-43 530,48
5. Zmiana stanu zobowiązań krótkoterminowych, z wyjątkiem pożyczek i kredytów	-523,00	38 242,14	62 805,60	56 116,71	28 101,65	100 676,56	31 626,06	96 349,38	63 036,01	40 587,28
6. Inne korekty	78,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
I. Razem (1+2+3+4+5+6)	-10 453,38	-18 106,33	507 447,39	1 433 969,76	1 427 416,30	2 599 631,78	2 656 589,91	3 962 654,99	4 243 692,95	4 581 160,09
B. Przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej										
1. Sprzedaż składników majątku trwałego	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
2. Nabycie składników majątku trwałego	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-1 000 000,00	-1 000 000,00	-1 000 000,00	-1 000 000,00
3. Inne	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
II. Razem (1+2+3)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-1 000 000,00	-1 000 000,00	-1 000 000,00	-1 000 000,00
Przepływyw pieniężne Nett Cash Flow	-10 453,38	-18 106,33	507 447,39	1 433 969,76	1 427 416,30	2 599 631,78	1 656 589,91	2 962 654,99	3 243 692,95	3 581 160,09
Sredni ważony koszt kapitału /WACC/	9,25%	9,25%	9,25%	9,25%	9,25%	9,25%	9,25%	9,25%	9,25%	9,25%
Koszt kapitału własnego	9,25%	9,25%	9,25%	9,25%	9,25%	9,25%	9,25%	9,25%	9,25%	9,25%
Stała stopa wzrostu	3,50%									
Współczynnik wartości bieżącej /PVF/	1,000000	0,837832	0,766895	0,701963	0,642529	0,588127	0,538332	0,492752	0,451032	0,412844
Wartość bieżąca FOCF	-10 453,38	-15 170,07	389 158,65	1 006 593,71	917 156,45	1 528 914,38	891 794,71	1 459 854,30	1 463 008,08	1 478 458,98
										26 612 261,60

Wartość przedsiębiorstwa oszacowana metodą DCF

Wartość całkowita	35 721 577,42
Kapitał obcy	680 267,30
Wartość właścicielska	35 041 310,12

Źródło: Obliczenia własne na podstawie dokumentów dostarczonych przez Zleceniodawcę.

Analiza wrażliwości wyników wyceny metodą DCF

Dla potrzeb analitycznych zbadano wrażliwość wyników wyceny Elkop Energy SA metodą DCF (w wariantcie umiarkowanym) na zmiany następujących parametrów:

- Spadek i wzrost stopy dyskonta,
- Spadek i wzrost prognozowanych przychodów,
- Spadek i wzrost prognozowanych kosztów.

Obliczenia dotyczące zmian wartości właścicielskiej Spółki zawarto w tabeli 15.

Tabela 15.

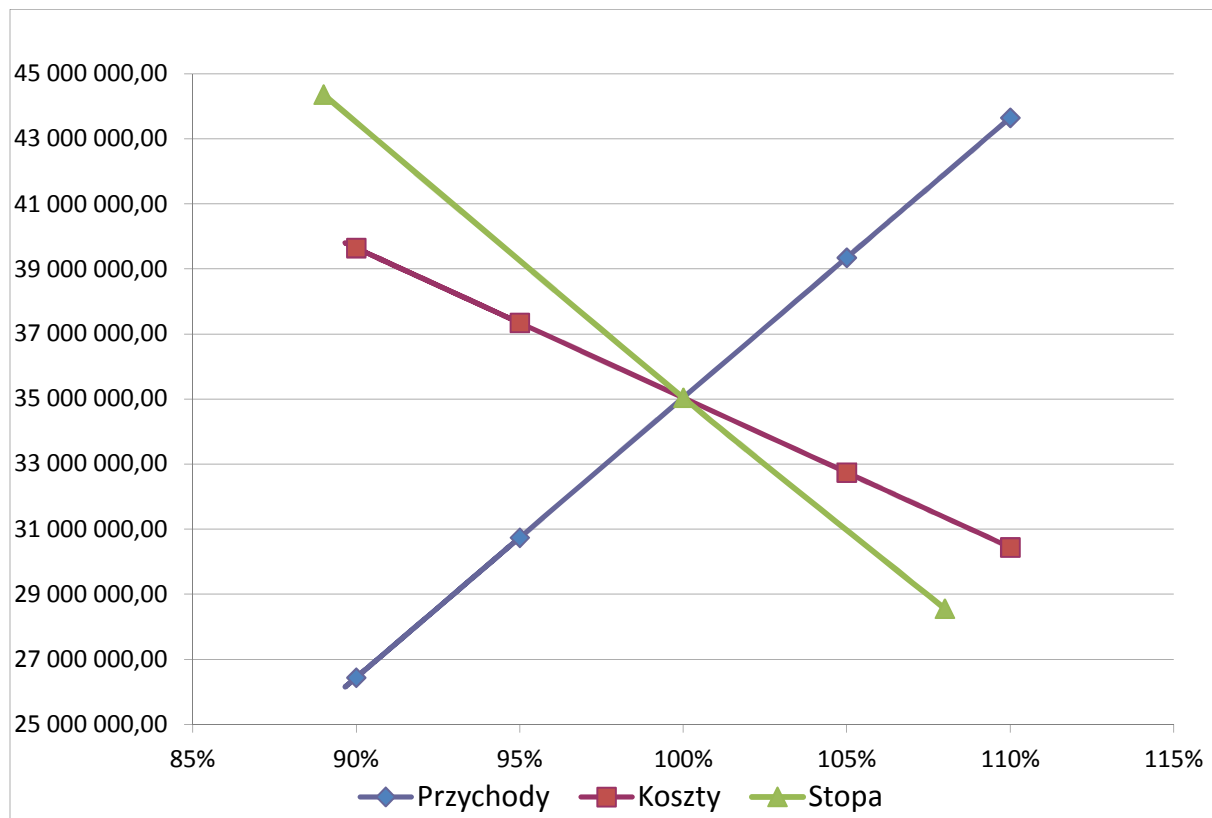
Analiza wrażliwości wyników wyceny metodą DCF dla Elkop Energy SA

Wyszczególnienie	Zmiana wartości właścicielskiej
Stopa - 1%	44 364 221,76
Stopa bazowa	35 041 310,12
Stopa + 1 %	28 554 361,44
Spadek prognozowanych przychodów o 5%	30 737 313,08
Spadek prognozowanych przychodów o 10%	26 433 316,04
Wzrost prognozowanych przychodów o 5%	39 345 307,15
Wzrost prognozowanych przychodów o 10%	43 649 304,19
Spadek prognozowanych kosztów o 5%	37 343 118,97
Spadek prognozowanych kosztów o 10%	39 644 927,83
Wzrost prognozowanych kosztów o 5%	32 739 501,26
Wzrost prognozowanych kosztów o 10%	30 437 692,40

Źródło: Obliczenia własne na podstawie tabeli 14.

Najlepszym zobrazowaniem przeprowadzonej analizy wrażliwości jest tzw. „wykres pająka”, który zestawia wpływ zmian prognozowanych przychodów oraz kosztów na zmianę wartości właścicielskiej Elkop Energy SA (wykres 1).

Wykres 1. Analiza wrażliwości wyników wyceny metodą DCF dla Elkop Energy SA



Źródło: Opracowanie własne na podstawie tabeli 15.

Na podstawie przeprowadzonej analizy wrażliwości wyników wyceny Elkop Energy SA przy użyciu metody zdyskontowanych przepływów netto należy wskazać, że przy zmianie stopy dyskontowej o +/- 1% wartość właścicielska przedsiębiorstwa kształtuje się odpowiednio na poziomie 28 554 361,44 zł oraz 44 364 221,76 zł. Następnie obliczono, że przy 10% wzroście/spadku wartości prognozowanych przychodów, wartość właścicielska przedsiębiorstwa ulega zmianie o +/- 8 607 994,07 zł. W przypadku zmiany wartości prognozowanych kosztów również w zakresie +/- 10% wartość właścicielska Elkop Energy SA wykazuje spadek/wzrost o 4 603 617,72 zł.

7. WNIOSKI

Wycena przedsiębiorstwa Elkop Energy SA na dzień 30.11.2012 r., przeprowadzona przy wykorzystaniu dwóch różnych metod tj.:

- metody majątkowej - skorygowanych aktywów netto (SAN) - która pozwoliła określić wartość przedsiębiorstwa Elkop Energy SA na dzień 30 listopada 2012 r. na kwotę: 1 837 054 zł (słownie: jeden milion osiemset trzydzieści siedem tysięcy pięćdziesiąt cztery złote);
- metody dochodowej - zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) - oszacowana tą metodą wartość przedsiębiorstwa Elkop Energy SA na dzień 30 listopada 2012 r. to: 35 041 310 zł (słownie: trzydzieści pięć milionów czterdzieści jeden tysięcy trzysta dziesięć złotych).

Ponadto przeprowadzona w niniejszym opracowaniu analiza pozwala stwierdzić, że sytuacja majątkowo-finansowa i gospodarcza spółki Elkop Energy SA jest dobra, potwierdzają to zarówno wyniki przeprowadzonej analizy ekonomicznej Spółki w przedmiotowym zakresie opartej o realny stan aktywów i pasywów oraz kosztów własnych i przychodów jak również krytyczna ocena przedłożonej przez Zarząd spółki strategii rozwoju i prognoz finansowych.

Pomimo zidentyfikowanych i wskazanych w niniejszym opracowaniu czynników ryzyka dla dalszego funkcjonowania Spółki, jest ona w stanie kontynuować swoją działalność operacyjną realizując zamierzoną strategię rozwoju.

Konkludując, na podstawie przeprowadzonych analiz można stwierdzić, że spółka Elkop Energy SA posiada perspektywy rozwoju w przyszłości, nie występują istotne zagrożenia dla jej funkcjonowania ani też możliwe do zidentyfikowania zagrożenia dla bezpieczeństwa obrotu czy interesu inwestorów.

8. ZAŁĄCZNIKI

Załącznik 1.

Wielkość i struktura aktywów Elkop Energy SA w okresie od 2010 r. do 11.2012 r.

Aktywa	31.12.2010		31.12.2011		06.2012		11.2012	
	w zł	%	w zł	%	w zł	%	w zł	%
A. Aktywa trwałe	0,00	-	88 493,00	2,5	76 722,00	2,4	76 722,00	2,8
I. Wartości niematerialne i prawne	0,00	-	0,00	-	0,00	-	0,00	-
Koszty zakończonych prac rozwojowych	-	-	-	-	-	-	-	-
Wartość firmy	-	-	-	-	-	-	-	-
Inne wartości niematerialne i prawne	-	-	-	-	-	-	-	-
Zaliczki na wartości niematerialne i prawne	-	-	-	-	-	-	-	-
II. Rzeczowe aktywa trwałe	0,00	-	0,00	-	0,00	-	0,00	-
Środki trwałe	0,00	-	0,00	-	0,00	-	0,00	-
grunty (w tym prawo użytkowania wieczystego gruntu)	-	-	-	-	-	-	-	-
budynki, lokale i obiekty inżynierii lądowej i wodnej	-	-	-	-	-	-	-	-
urządzenia techniczne i maszyny	-	-	-	-	-	-	-	-
środki transportu	-	-	-	-	-	-	-	-
inne środki trwałe	-	-	-	-	-	-	-	-
Środki trwałe w budowie	-	-	-	-	-	-	-	-
Zaliczki na środki trwałe w budowie	-	-	-	-	-	-	-	-
III. Należności długoterminowe	0,00	-	0,00	-	0,00	-	0,00	-
Od jednostek powiązanych	-	-	-	-	-	-	-	-
Od pozostałych jednostek	-	-	-	-	-	-	-	-
IV. Inwestycje długoterminowe	0,00	-	81 077,00	2,3	76 722,00	2,4	76 722,00	2,8
Nieruchomości	-	-	-	-	-	-	-	-
Wartości niematerialne i prawne	-	-	-	-	-	-	-	-
Długoterminowe aktywa finansowe w jednostkach powiązanych	0,00	-	81 077,00	2,3	76 722,00	2,4	76 722,00	2,8
udziały lub akcje	-	-	-	-	-	-	-	-
inne papiery wartościowe	-	-	-	-	-	-	-	-
udzielone pożyczki	-	-	81 077,00	2,3	76 722,00	2,4	76 722,00	2,8
inne długoterminowe aktywa finansowe	-	-	-	-	-	-	-	-
Długoterminowe aktywa finansowe w pozostałych jednostkach	0,00	-	0,00	-	0,00	-	0,00	-
udziały lub akcje	-	-	-	-	-	-	-	-
inne papiery wartościowe	-	-	-	-	-	-	-	-
udzielone pożyczki	-	-	-	-	-	-	-	-
inne długoterminowe aktywa finansowe	-	-	-	-	-	-	-	-
Inne inwestycje długoterminowe	-	-	-	-	-	-	-	-
V. Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0,00	-	7 416,00	0,2	0,00	-	0,00	-
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	-	-	7 416,00	0,2	-	-	-	-
Inne rozliczenia międzyokresowe	-	-	-	-	-	-	-	-
B. Aktywa obrotowe	485,06	100,0	3 446 917,38	97,5	3 143 108,74	97,6	2 619 920,38	97,2
I. Zapasy	0,00	-	0,00	-	0,00	-	0,00	-
Materiały	-	-	-	-	-	-	-	-
Półprodukty i produkty w toku	-	-	-	-	-	-	-	-
Produkty gotowe	-	-	-	-	-	-	-	-
Towary	-	-	-	-	-	-	-	-
Zaliczki na dostawy	-	-	-	-	-	-	-	-
II. Należności krótkoterminowe	0,00	-	49 597,55	1,4	11 387,55	0,4	8 601,19	0,3
Należności od jednostek powiązanych	0,00	-	0,00	-	11 070,00	0,3	0,00	-
z tytułu dostaw i usług	-	-	-	-	11 070,00	0,3	-	-
inne	-	-	-	-	-	-	-	-
Należności od pozostałych jednostek	0,00	-	49 597,55	1,4	317,55	0,0	8 601,19	0,3
z tytułu dostaw i usług	-	-	49 200,00	1,4	-	-	-	-
z tytułu podatków, dotacji, ceł, ubezpieczeń społecznych i zdrowotnych oraz innych świadczeń	-	-	-	-	-	-	8 227,00	0,3
inne	-	-	397,55	0,0	317,55	0,0	374,19	0,0
należności transferowe	-	-	-	-	-	-	-	-
dochodzone na drodze sądowej	-	-	-	-	-	-	-	-
III. Inwestycje krótkoterminowe	485,06	100,0	3 396 606,66	96,1	3 131 397,00	97,3	2 610 241,19	96,8
Krótkoterminowe aktywa finansowe w jednostkach powiązanych	0,00	-	3 329 853,14	94,2	3 033 820,82	94,2	2 575 294,73	95,5
udziały lub akcje	-	-	3 319 401,14	93,9	3 023 368,82	93,9	2 563 640,67	95,1
inne papiery wartościowe	-	-	-	-	-	-	-	-
udzielone pożyczki	-	-	10 452,00	0,3	10 452,00	0,3	11 654,06	0,4
inne krótkoterminowe aktywa finansowe	-	-	-	-	-	-	-	-
Krótkoterminowe aktywa finansowe w pozostałych jednostkach	0,00	-	0,00	-	0,00	-	0,00	-
udziały lub akcje	-	-	-	-	-	-	-	-
inne papiery wartościowe	-	-	-	-	-	-	-	-
udzielone pożyczki	-	-	-	-	-	-	-	-
inne krótkoterminowe aktywa finansowe	-	-	-	-	-	-	-	-
Środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	485,06	100,0	66 753,52	1,9	97 576,18	3,0	34 946,46	1,3
środki pieniężne w kasie i na rachunkach	485,06	100,0	66 753,52	1,9	97 576,18	3,0	34 946,46	1,3
inne środki pieniężne	-	-	-	-	-	-	-	-
inne aktywa pieniężne	-	-	-	-	-	-	-	-
Inne inwestycje krótkoterminowe	-	-	-	-	-	-	-	-
IV. Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	-	-	713,17	0,0	324,19	0,0	1 078,00	0,0
Aktywa razem	485,06	100,0	3 535 410,38	100,0	3 219 830,74	100,0	2 696 642,38	100,0

Źródło: Opracowanie własne na podstawie dokumentów przekazanych przez Elkop Energy SA.

Załącznik 2.

Wielkość i struktura pasywów Elkop Energy SA w okresie od 2010 r. do 11.2012 r.

Pasywa	31.12.2010		31.12.2011		06.2012		11.2012	
	w zł	%	w zł	%	w zł	%	w zł	%
A. Kapitał (fundusz) własny	485,06	100,0	2 880 621,24	81,5	2 560 173,30	79,5	2 016 375,08	74,8
Kapitał (fundusz) podstawowy	1 500 000,00	309 240,1	1 625 000,00	46,0	1 625 000,00	50,5	1 625 000,00	60,3
Należne wpłaty na kapitał podstawowy (wielkość ujemna)	-1 499 500,00	- 309 137,0	-	-	-	-	-	-
Udziały (akcje) własne (wielkość ujemna)	-	-	-	-	-	-	-	-
Kapitał (fundusz) zapasowy	-	-	1 817 317,00	51,4	1 817 317,00	56,4	1 817 317,00	67,4
Kapitał (fundusz) z aktualizacji wyceny	-	-	-	-	-	-	-	-
Pozostałe kapitały (fundusze) rezerwowe	-	-	-	-	-	-	-	-
Zysk (strata) z lat ubiegłych	-	-	-14,94	- 0,0	-561 695,76	- 17,4	-561 695,76	- 20,8
Zysk (strata) netto	-14,94	- 3,1	-561 680,82	- 15,9	-320 447,94	- 10,0	-864 246,16	- 32,0
Odpisy z zysku netto w ciągu roku obrotowego (włk ujemna)	-	-	-	-	-	-	-	-
B. Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	0,00	-	654 789,14	18,5	659 657,44	20,5	680 267,30	25,2
I. Rezerwy na zobowiązania	0,00	-	9 416,00	0,3	0,00	-	0,00	-
Rezerwa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	-	-	7 416,00	0,2	-	-	-	-
Rezerwa na świadczenia emerytalne i podobne	-	-	-	-	-	-	-	-
Pozostałe rezerwy	-	-	2 000,00	0,1	-	-	-	-
II. Zobowiązania długoterminowe	0,00	-	0,00	-	0,00	-	0,00	-
Wobec jednostek powiązanych	-	-	-	-	-	-	-	-
Wobec pozostałych jednostek	0,00	-	0,00	-	0,00	-	0,00	-
kredyty i pożyczki	-	-	-	-	-	-	-	-
z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych	-	-	-	-	-	-	-	-
inne zobowiązania finansowe	-	-	-	-	-	-	-	-
inne	-	-	-	-	-	-	-	-
III. Zobowiązania krótkoterminowe	0,00	-	645 373,14	18,3	659 657,44	20,5	680 267,30	25,2
Wobec jednostek powiązanych	0,00	-	369,00	0,0	0,00	-	0,00	-
z tytułu dostaw i usług	-	-	369,00	0,0	-	-	-	-
inne	-	-	-	-	-	-	-	-
Wobec pozostałych jednostek	0,00	-	645 004,14	18,2	659 657,44	20,5	680 267,30	25,2
kredyty i pożyczki	-	-	633 590,14	17,9	658 652,44	20,5	679 744,30	25,2
z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych	-	-	-	-	-	-	-	-
inne zobowiązania finansowe	-	-	-	-	-	-	-	-
z tytułu dostaw i usług	-	-	-	-	246,00	0,0	246,00	0,0
zaliczki otrzymane na dostawy	-	-	-	-	-	-	-	-
zobowiązania wekslowe	-	-	-	-	-	-	-	-
z tytułu bieżącego podatku dochodowego	-	-	-	-	-	-	-	-
z tytułu podatków, cel, ubezpieczeń i innych świadczeń	-	-	11 414,00	0,3	759,00	0,0	277,00	0,0
z tytułu wynagrodzeń	-	-	-	-	-	-	-	-
zobowiązania transferowe	-	-	-	-	-	-	-	-
inne	-	-	-	-	-	-	-	-
Fundusze specjalne	-	-	-	-	-	-	-	-
IV. Rozliczenia międzyokresowe	0,00	-	0,00	-	0,00	-	0,00	-
Ujemna wartość firmy	-	-	-	-	-	-	-	-
Inne rozliczenia międzyokresowe	-	-	-	-	-	-	-	-
Przychody przyszłych okresów	-	-	-	-	-	-	-	-
Pasywa razem	485,06	100,0	3 535 410,38	100,0	3 219 830,74	100,0	2 696 642,38	100,0

Źródło: Opracowanie własne na podstawie dokumentów przekazanych przez Elkop Energy SA.

Załącznik 3.

Wielkość i struktura rachunku zysków i strat Elkop Energy SA w okresie od 2010 r. do 11.2012 r.

Wyszczególnienie	31.12.2010		31.12.2011		06.2012		11.2012	
	w zł	w %	w zł	w %	w zł	w %	w zł	w %
A. Przychody netto ze sprzedaży i zrównane z nimi	0,00		68 500,00	100,0	9 000,00	100,0	63 306,00	100,0
I. Przychody netto ze sprzedaży produktów			68 500,00	100,0	9 000,00	100,0	63 306,00	100,0
II. Przychody netto ze sprzedaży towarów i materiałów								
III. Pozostała sprzedaż								
B. Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów w tym:	0,00		0,00		62,24	100,0	51 366,24	100,0
I. Koszt wytworzenia sprzedanych produktów					62,24	100,0	62,24	0,1
II. Wartość sprzedanych towarów i materiałów							51 304,00	99,9
C. Zysk (strata) ze sprzedaży (A - B)	0,00		68 500,00	100,0	8 937,76	100,0	11 939,76	100,0
D. Koszty sprzedaży								
E. Koszty ogólnego zarządu	14,94		19 786,63		9 350,91		39 534,68	
F. Zysk (strata) ze sprzedaży (C-D-E)	-14,94		48 713,37		-413,15		-27 594,92	
G. Pozostałe przychody operacyjne	0,00		0,89	100,0	0,06	100,0	0,52	100,0
I. Przychody ze sprzedaży składników majątku trwałego								
II. Zysk ze zbycia niefinansowych aktywów								
III. Dotacje								
IV. Inne przychody operacyjne			0,89	100,0	0,06	100,0	0,52	100,0
H. Pozostałe koszty operacyjne	0,00		0,66	100,0	0,79	100,0	1,06	100,0
I. Strata ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych								
II. Aktualizacja wartości aktywów niefinansowych								
III. Inne koszty operacyjne			0,66	100,0	0,79	100,0	1,06	100,0
IV. Wartość sprzedanych składników majątku trwałego								
I. Zysk (strata) z działalności operacyjnej (F+G-H)	-14,94		48 713,60		-413,88		-27 595,46	
I. Przychody finansowe	0,00		40 555,19	100,0	1 060,56	100,0	2 263,93	100,0
I. Dywidendy i udziały w zyskach, w tym:								
II. Odsetki			40 555,19	100,0	1 060,56	100,0	2 263,93	100,0
III. Zysk ze zbycia inwestycji								
IV. Aktualizacja wartości inwestycji								
V. Inne								
K. Koszty finansowe	0,00		650 949,61	100,0	321 094,62	100,0	838 914,63	100,0
I. Odsetki			44 915,15	6,9	25 062,30	7,8	46 154,16	5,5
II. Strata ze zbycia inwestycji			400 000,00	61,4				
III. Aktualizacja wartości inwestycji			206 034,46	31,7	296 032,32	92,2	755 760,47	90,1
IV. Inne							37 000,00	4,4
L. Zysk (strata) netto z działalności gospodarczej (I+J-K)	-14,94		-561 680,82		-320 447,94		-864 246,16	
M. Wynik zdarzeń nadzwyczajnych M.I. - M.II.	0,00		0,00		0,00		0,00	
I. Zyski nadzwyczajne								
II. Straty nadzwyczajne								
N. Zysk (strata) brutto (I +/- M)	-14,94		-561 680,82		-320 447,94		-864 246,16	
O. Podatek dochodowy								
P. Pozostałe obowiązkowe zmniejszenia zysku (zwiększenia straty)								
R. Zysk (strata) netto (N-O-P)	-14,94		-561 680,82		-320 447,94		-864 246,16	

Źródło: Opracowanie własne na podstawie dokumentów przekazanych przez Elkop Energy SA.

Załącznik 4.

Rachunek przepływów pieniężnych Elkop Energy SA w okresie od 2010 r. do 11.2012 r.

Wyszczególnienie	31.12.2010	31.12.2011	06.2012	11.2012
A. Przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej				
I. Zysk (strata) netto	-14,94	-561 680,82	-320 447,94	-864 246,16
II. Korekty razem	0,00	573 866,70	345 855,04	827 022,23
1. Amortyzacja				
2. Zyski (straty) z tytułu różnic				
3. Odsetki i udziały w zyskach (dywidendy)		4 359,96	24 001,74	43 890,23
4. Zysk (strata) z działalności inwestycyjnej		606 034,46	296 032,32	755 760,47
5. Zmiana stanu rezerw		9 416,00	-9 416,00	-9 416,00
6. Zmiana stanu zapasów				
7. Zmiana stanu należności		-49 597,55	38 210,00	40 996,36
8. Zmiana stanu zobowiązań krótkoterminowych, z wyjątkiem pożyczek i kredytów		11 783,00	-10 778,00	-11 260,00
9. Zmiana stanu rozliczeń międzyokresowych		-8 129,17	7 804,98	7 051,17
10. Inne korekty				
III. Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej	-14,94	12 185,88	25 407,10	-37 223,93
B. Przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej				
I. Wpływy	0,00	1 801 088,81	5 413,21	5 413,21
1. Zbycie wartości niematerialnych i prawnych oraz rzeczowych aktywów trwałych				
2. Zbycie inwestycji w nieruchomości oraz wartości niematerialne i prawne				
3. Z aktywów finansowych w tym:		1 801 088,81	5 413,21	5 413,21
a) w jednostkach powiązanych	0,00	1 601 088,81	5 413,21	5 413,21
- spłata udzielonych pożyczek		1 600 500,00	2 500,00	4 355,00
- odsetki		588,81	2 913,21	1 058,21
b) w pozostałych jednostkach	0,00	200 000,00	0,00	0,00
- zbycie aktywów finansowych		200 000,00		
- dywidendy i udziały w zyskach				
- spłata udzielonych pożyczek				
- odsetki				
- inne wpływy z aktywów finansowych				
4. Inne wpływy inwestycyjne				
II. Wydatki	0,00	5 778 435,60	0,00	0,00
1. Nabycie wartości niematerialnych i prawnych oraz rzeczowych aktywów trwałych				
2. Inwestycje w nieruchomości oraz wartości niematerialne i prawne				
3. Na aktywa finansowe, w tym:	0,00	5 778 435,60	0,00	0,00
a) w jednostkach powiązanych	0,00	5 778 435,60	0,00	0,00
- nabycie aktywów finansowych		4 125 435,60		
- udzielone pożyczki długoterminowe		1 653 000,00		
b) w pozostałych jednostkach	0,00	0,00	0,00	0,00
- nabycie aktywów finansowych				
- udzielone pożyczki długoterminowe				
4. Inne wydatki inwestycyjne				
III. Przepływy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej	0,00	-3 977 346,79	5 413,21	5 413,21
C. Przepływy środków pieniężnych z działalności finansowej				
I. Wpływy	500,00	5 725 754,38	2,35	3,66
1. Wpływ netto z wydania udziałów (emisji akcji) i innych instrumentów kapitałowych oraz dopłat do kapitału	500,00	3 441 817,00		
2. Kredyty i pożyczki		2 283 000,00		
3. Emisja dłużnych papierów wartościowych				
4. Inne wpływy finansowe		937,38	2,35	3,66
II. Wydatki	0,00	1 694 325,01	0,00	0,00
1. Nabycie udziałów (akcji) własnych				
2. Dywidendy i inne wypłaty na rzecz właścicieli				
3. Inne, niż wypłaty na rzecz właścicieli, wydatki z podziału zysku				
4. Spłaty kredytów i pożyczek		1 653 000,00		
5. Wykup dłużnych papierów wartościowych				
6. Z tytułu zobowiązań finansowych				
7. Płatności zobowiązań z tytułu umów leasingu finansowego				
8. Odsetki		41 325,01		
9. Inne wydatki finansowe				
III. Przepływy pieniężne netto z działalności finansowej	500,00	4 031 429,37	2,35	3,66
D. Przepływy pieniężne netto razem	485,06	66 268,46	30 822,66	-31 807,06
E. Bilansowa zmiana stanu środków pieniężnych, w tym:	485,06	66 268,46	30 822,66	-31 807,06
- zmiana stanu środków pieniężnych z tytułu różnic kursowych				
F. Środki pieniężne na początek okresu		485,06	66 753,52	66 753,52
G. Środki pieniężne na koniec okresu (F+D)	485,06	66 753,52	97 576,18	34 946,46
- o ograniczonej możliwości dysponowania				

Źródło: Opracowanie własne na podstawie dokumentów przekazanych przez Elkop Energy SA.

Załącznik 5.

Wielkość i struktura aktywów Hibertus Sp. z o.o. w okresie od 2011 r. do 11.2012 r.

Aktywa	31.12.2011		06.2012		11.2012	
	w zł	%	w zł	%	w zł	%
A. Aktywa trwałe	1 486 372,47	93,8	1 403 046,94	87,5	1 494 164,46	97,2
I. Wartości niematerialne i prawne	0,00	-	0,00	-	0,00	-
Koszty zakończonych prac rozwojowych	-	-	-	-	-	-
Wartość firmy	-	-	-	-	-	-
Inne wartości niematerialne i prawne	-	-	-	-	-	-
Zaliczki na wartości niematerialne i prawne	-	-	-	-	-	-
II. Rzeczowe aktywa trwałe	1 459 826,47	92,2	1 403 046,94	87,5	1 494 164,46	97,2
Środki trwałe	1 459 826,47	92,2	1 403 046,94	87,5	1 366 164,46	88,9
grunty (w tym prawo użytkowania wieczystego gruntu)	-	-	-	-	-	-
budynki, lokale i obiekty inżynierii lądowej i wodnej	-	-	-	-	-	-
urządzenia techniczne i maszyny	1 459 826,47	92,2	1 403 046,94	87,5	1 366 164,46	88,9
środki transportu	-	-	-	-	-	-
inne środki trwałe	-	-	-	-	-	-
Środki trwałe w budowie	-	-	-	-	128 000,00	8,3
Zaliczki na środki trwałe w budowie	-	-	-	-	-	-
III. Należności długoterminowe	0,00	-	0,00	-	0,00	-
Od jednostek powiązanych	-	-	-	-	-	-
Od pozostałych jednostek	-	-	-	-	-	-
IV. Inwestycje długoterminowe	0,00	-	0,00	-	0,00	-
Nieruchomości	-	-	-	-	-	-
Wartości niematerialne i prawne	-	-	-	-	-	-
Długoterminowe aktywa finansowe w jednostkach powiązanych	0,00	-	0,00	-	0,00	-
udziały lub akcje	-	-	-	-	-	-
inne papiery wartościowe	-	-	-	-	-	-
udzielone pożyczki	-	-	-	-	-	-
inne długoterminowe aktywa finansowe	-	-	-	-	-	-
Długoterminowe aktywa finansowe w pozostałych jednostkach	0,00	-	0,00	-	0,00	-
udziały lub akcje	-	-	-	-	-	-
inne papiery wartościowe	-	-	-	-	-	-
udzielone pożyczki	-	-	-	-	-	-
inne długoterminowe aktywa finansowe	-	-	-	-	-	-
Inne inwestycje długoterminowe	-	-	-	-	-	-
V. Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	26 546,00	1,7	0,00	-	0,00	-
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	26 546,00	1,7	-	-	-	-
Inne rozliczenia międzyokresowe	-	-	-	-	-	-
B. Aktywa obrotowe	97 734,37	6,2	199 547,96	12,5	43 233,45	2,8
I. Zapasy	0,00	-	110 275,24	6,9	5 680,33	0,4
Materiały	-	-	-	-	-	-
Półprodukty i produkty w toku	-	-	-	-	-	-
Produkty gotowe	-	-	-	-	-	-
Towary	-	-	10 275,24	0,6	5 680,33	0,4
Zaliczki na dostawy	-	-	100 000,00	6,2	-	-
II. Należności krótkoterminowe	27 416,96	1,7	5 639,00	0,4	17 561,08	1,1
Należności od jednostek powiązanych	0,00	-	0,00	-	0,00	-
z tytułu dostaw i usług	-	-	-	-	-	-
inne	-	-	-	-	-	-
Należności od pozostałych jednostek	27 416,96	1,7	5 639,00	0,4	17 561,08	1,1
z tytułu dostaw i usług	19 075,47	1,2	-	-	95,08	0,0
z tytułu podatków, dotacji, ceł, ubezpieczeń społecznych i	-	-	-	-	-	-
zdrowotnych oraz innych świadczeń	8 341,49	0,5	5 639,00	0,4	17 466,00	1,1
inne	-	-	-	-	-	-
należności transferowe	-	-	-	-	-	-
dochodzone na drodze sądowej	-	-	-	-	-	-
III. Inwestycje krótkoterminowe	63 349,41	4,0	80 368,18	5,0	19 738,05	1,3
Krótkoterminowe aktywa finansowe w jednostkach powiązanych	0,00	-	0,00	-	0,00	-
udziały lub akcje	-	-	-	-	-	-
inne papiery wartościowe	-	-	-	-	-	-
udzielone pożyczki	-	-	-	-	-	-
inne krótkoterminowe aktywa finansowe	-	-	-	-	-	-
Krótkoterminowe aktywa finansowe w pozostałych jednostkach	0,00	-	0,00	-	0,00	-
udziały lub akcje	-	-	-	-	-	-
inne papiery wartościowe	-	-	-	-	-	-
udzielone pożyczki	-	-	-	-	-	-
inne krótkoterminowe aktywa finansowe	-	-	-	-	-	-
Środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	63 349,41	4,0	80 368,18	5,0	19 738,05	1,3
środki pieniężne w kasie i na rachunkach	63 349,41	4,0	80 368,18	5,0	19 738,05	1,3
inne środki pieniężne	-	-	-	-	-	-
inne aktywa pieniężne	-	-	-	-	-	-
Inne inwestycje krótkoterminowe	-	-	-	-	-	-
IV. Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	6 968,00	0,4	3 265,54	0,2	253,99	0,0
Aktywa razem	1 584 106,84	100,0	1 602 594,90	100,0	1 537 397,91	100,0

Źródło: Opracowanie własne na podstawie dokumentów przekazanych przez Elkop Energy SA.

Załącznik 6.

Wielkość i struktura pasywów Hibertus Sp. z o.o. w okresie od 2011 r. do 11.2012 r.

Pasywa	31.12.2011		06.2012		11.2012	
	w zł	%	w zł	%	w zł	%
A. Kapitał (fundusz) własny	1 491 834,19	94,2	1 503 853,25	93,8	1 432 579,36	93,2
Kapitał (fundusz) podstawowy	5 000,00	0,3	1 605 000,00	100,2	1 605 000,00	104,4
Należne wpłaty na kapitał podstawowy (wielkość ujemna)	-	-	-	-	-	-
Udziały (akcje) własne (wielkość ujemna)	-	-	-	-	-	-
Kapitał (fundusz) zapasowy	-	-	-	-	-	-
Kapitał (fundusz) z aktualizacji wyceny	-	-	-	-	-	-
Pozostałe kapitały (fundusze) rezerwowe	1 600 000,00	101,0	-	-	-	-
Zysk (strata) z lat ubiegłych	-	-	-113 165,81	7,1	-113 165,81	7,4
Zysk (strata) netto	-113 165,81	7,1	12 019,06	0,7	-59 254,83	3,9
Odpisy z zysku netto w ciągu roku obrotowego (włk ujemna)	-	-	-	-	-	-
B. Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	92 272,65	5,8	98 741,65	6,2	104 818,55	6,8
I. Rezerwy na zobowiązania	0,00	-	0,00	-	0,00	-
Rezerwa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	-	-	-	-	-	-
Rezerwa na świadczenia emerytalne i podobne	-	-	-	-	-	-
Pozostałe rezerwy	-	-	-	-	-	-
II. Zobowiązania długoterminowe	81 077,00	5,1	76 722,00	4,8	76 722,00	5,0
Wobec jednostek powiązanych	81 077,00	5,1	76 722,00	4,8	76 722,00	5,0
Wobec pozostałych jednostek	0,00	-	0,00	-	0,00	-
kredyty i pożyczki	-	-	-	-	-	-
z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych	-	-	-	-	-	-
inne zobowiązania finansowe	-	-	-	-	-	-
inne	-	-	-	-	-	-
III. Zobowiązania krótkoterminowe	11 195,65	0,7	22 019,65	1,4	28 096,55	1,8
Wobec jednostek powiązanych	10 452,00	0,7	21 522,00	1,3	11 654,06	0,8
z tytułu dostaw i usług	-	-	11 070,00	0,7	-	-
kredyty i pożyczki	10 452,00	-	10 452,00	-	11 654,06	-
inne	-	-	-	-	-	-
Wobec pozostałych jednostek	743,65	0,0	497,65	0,0	16 442,49	1,1
kredyty i pożyczki	-	-	-	-	-	-
z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych	-	-	-	-	-	-
inne zobowiązania finansowe	-	-	-	-	-	-
z tytułu dostaw i usług	743,65	0,0	492,00	0,0	16 442,49	1,1
zaliczki otrzymane na dostawy	-	-	-	-	-	-
zobowiązania wekslowe	-	-	-	-	-	-
z tytułu bieżącego podatku dochodowego	-	-	-	-	-	-
z tytułu podatków, ceł, ubezpieczeń i innych świadczeń	-	-	-	-	-	-
z tytułu wynagrodzeń	-	-	-	-	-	-
zobowiązania transferowe	-	-	-	-	-	-
inne	-	-	5,65	0,0	-	-
Fundusze specjalne	-	-	-	-	-	-
IV. Rozliczenia międzyokresowe	0,00	-	0,00	-	0,00	-
Ujemna wartość firmy	-	-	-	-	-	-
Inne rozliczenia międzyokresowe	-	-	-	-	-	-
Przychody przyszłych okresów	-	-	-	-	-	-
Pasywa razem	1 584 106,84	100,0	1 602 594,90	100,0	1 537 397,91	100,0

Źródło: Opracowanie własne na podstawie dokumentów przekazanych przez Elkop Energy SA.

Załącznik 7.

Wielkość i struktura rachunku zysków i strat Hibertus Sp. z o.o. w okresie od 2011 r. do 11.2012 r.

Wyszczególnienie	31.12.2011		06.2012		11.2012	
	w zł	w %	w zł	w %	w zł	w %
A. Przychody netto ze sprzedaży i zrównane z nimi	56 226,75	100,0	237 072,00	100,0	297 482,51	100,0
I. Przychody netto ze sprzedaży produktów	50 275,07	89,4	143 883,73	60,7	183 587,28	61,7
II. Przychody netto ze sprzedaży towarów i materiałów	5 951,68	10,6	93 188,27	39,3	113 895,23	38,3
III. Pozostała sprzedaż						
B. Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów, w tym:	114 219,62	100,0	195 413,27	100,0	319 998,24	100,0
I. Koszt wytworzenia sprzedanych produktów	108 797,17	95,3	102 082,66	52,2	203 853,75	63,7
II. Wartość sprzedanych towarów i materiałów	5 422,45	4,7	93 330,61	47,8	116 144,49	36,3
C. Zysk (strata) ze sprzedaży (A-B)	-57 992,87	100,0	41 658,73	100,0	-22 515,73	100,0
D. Koszty sprzedaży						
E. Koszty ogólnego zarządu	33 169,67	100,0	2 669,55	100,0	8 568,28	100,0
F. Zysk (strata) ze sprzedaży (C-D-E)	-91 162,54		38 989,18		-31 084,01	
G. Pozostałe przychody operacyjne	0,60	100,0	0,38	100,0	0,93	100,0
I. Przychody ze sprzedaży składników majątku trwałego						
II. Zysk ze zbycia niefinansowych aktywów						
III. Dotacje						
IV. Inne przychody operacyjne	0,60	100,0	0,38	100,0	0,93	100,0
H. Pozostałe koszty operacyjne	1,38	100,0	0,78	100,0	0,99	100,0
I. Strata ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych						
II. Aktualizacja wartości aktywów niefinansowych						
III. Inne koszty operacyjne	1,38	100,0	0,78	100,0	0,99	100,0
IV. Wartość sprzedanych składników majątku trwałego						
I. Zysk (strata) z działalności operacyjnej (F+G-H)	-91 163,32		38 988,78		-31 084,07	
J. Przychody finansowe	1,92	100,0	634,49	100,0	635,51	100,0
I. Dywidendy i udziały w zyskach, w tym:						
II. Odsetki	1,92	100,0	634,49	100,0	635,51	100,0
III. Zysk ze zbycia inwestycji						
IV. Aktualizacja wartości inwestycji						
V. Inne						
K. Koszty finansowe	48 550,41	100,0	1 058,21	100,0	2 260,27	100,0
I. Odsetki	48 550,41	100,0	1 058,21	100,0	2 260,27	100,0
II. Strata ze zbycia inwestycji						
III. Aktualizacja wartości inwestycji						
IV. Inne						
L. Zysk (strata) netto z działalności gospodarczej (I+J-K)	-139 711,81		38 565,06		-32 708,83	
M. Wynik zdarzeń nadzwyczajnych M.I. - M.II.	0,00		0,00		0,00	
I. Zyski nadzwyczajne						
II. Straty nadzwyczajne						
N. Zysk (strata) brutto (L+/-M)	-139 711,81		38 565,06		-32 708,83	
O. Podatek dochodowy	-26 546,00		26 546,00		26 546,00	
P. Pozostałe obowiązkowe zmniejszenia zysku (zwiększenia straty)						
R. Zysk (strata) netto (N-O-P)	-113 165,81		12 019,06		-59 254,83	

Źródło: Opracowanie własne na podstawie dokumentów przekazanych przez Elkop Energy SA.

Załącznik 8.

Rachunek przepływów pieniężnych Hibertus Sp. z o.o. w okresie od 2011 r. do 11.2012 r.

Wyszczególnienie	31.12.2011	06.2012	11.2012
A. Przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej			
I. Zysk (strata) netto	-113 165,81	12 019,06	-59 254,83
II. Korekty razem	45 590,71	9 778,43	148 421,17
1. Amortyzacja	57 229,53	56 779,53	93 662,01
2. Zyski (straty) z tytułu różnic			
3. Odsetki i udziały w zyskach (dywidendy)	48 548,49	423,72	1 624,76
4. Zysk (strata) z działalności inwestycyjnej			
5. Zmiana stanu rezerw			
6. Zmiana stanu zapasów		-110 275,24	-5 680,33
7. Zmiana stanu należności	-27 416,96	21 777,96	9 855,88
8. Zmiana stanu zobowiązań krótkoterminowych, z wyjątkiem pożyczek i kredytów	743,65	10 824,00	15 698,84
9. Zmiana stanu rozliczeń międzyokresowych	-33 514,00	30 248,46	33 260,01
10. Inne korekty			
III. Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej	-67 575,10	21 797,49	89 166,34
B. Przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej			
I. Wpływy	0,00	634,49	0,00
1. Zbycie wartości niematerialnych i prawnych oraz rzeczowych aktywów trwałych			
2. Zbycie inwestycji w nieruchomości oraz wartości niematerialne i prawne			
3. Z aktywów finansowych w tym:	0,00	634,49	0,00
a) w jednostkach powiązanych	0,00	0,00	0,00
- spłata udzielonych pożyczek			
- odsetki			
b) w pozostałych jednostkach	0,00	634,49	0,00
- zbycie aktywów finansowych			
- dywidendy i udziały w zyskach			
- spłata udzielonych pożyczek			
- odsetki		634,49	
- inne wpływy z aktywów finansowych			
4. Inne wpływy inwestycyjne			
II. Wydatki	1 517 056,00	0,00	128 000,00
1. Nabycie wartości niematerialnych i prawnych oraz rzeczowych aktywów trwałych	1 517 056,00		128 000,00
2. Inwestycje w nieruchomości oraz wartości niematerialne i prawne			
3. Na aktywa finansowe, w tym:	0,00	0,00	0,00
a) w jednostkach powiązanych	0,00	0,00	0,00
- nabycie aktywów finansowych			
- udzielone pożyczki długoterminowe			
b) w pozostałych jednostkach	0,00	0,00	0,00
- nabycie aktywów finansowych			
- udzielone pożyczki długoterminowe			
4. Inne wydatki inwestycyjne			
III. Przepływy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej	-1 517 056,00	634,49	-128 000,00
C. Przepływy środków pieniężnych z działalności finansowej			
I. Wpływy	3 505 001,92	0,00	635,51
1. Wpływ netto z wydania udziałów (emisji akcji) i innych instrumentów kapitałowych oraz dopłat do kapitału	1 605 000,00		
2. Kredyty i pożyczki	1 900 000,00		
3. Emisja dłużnych papierów wartościowych	1,92		
4. Inne wpływy finansowe			635,51
II. Wydatki	1 857 021,41	5 413,21	5 413,21
1. Nabycie udziałów (akcji własnych)			
2. Dywidendy i inne wypłaty na rzecz właścicieli			
3. Inne, niż wypłaty na rzecz właścicieli, wydatki z podziału zysku			
4. Spłaty kredytów i pożyczek	1 847 500,00	2 500,00	4 355,00
5. Wykup dłużnych papierów wartościowych			
6. Z tytułu zobowiązań finansowych			
7. Płatności zobowiązań z tytułu umów leasingu finansowego			
8. Odsetki	9 521,41	2 913,21	1 058,21
9. Inne wydatki finansowe			
III. Przepływy pieniężne netto z działalności finansowej	1 647 980,51	-5 413,21	-4 777,70
D. Przepływy pieniężne netto razem	63 349,41	17 018,77	-43 611,36
E. Bilansowa zmiana stanu środków pieniężnych, w tym:	63 349,41	17 018,77	-43 611,36
- zmiana stanu środków pieniężnych z tytułu różnic kursowych			
F. Środki pieniężne na początek okresu	0,00	63 349,41	63 349,41
G. Środki pieniężne na koniec okresu (F+D)	63 349,41	80 368,18	19 738,05
- o ograniczonej możliwości dysponowania			

Źródło: Opracowanie własne na podstawie dokumentów przekazanych przez Elkop Energy SA.