

WYCENA WARTOŚCI RYNKOWEJ
COLUMBUS CAPITAL SPÓŁKA AKCYJNA
AKTUALIZACJA ZAŁOŻEŃ

COLUMBUS CAPITAL S.A.
40-005 KATOWICE UL. MONIUSZKI 7

Autor Opracowania:

Robert Jaruga
Analityk finansowy

Robert Jaruga Usługi Gospodarcze
41-500 Chorzów ul. Gałęczki 40 lok 119
NIP 548-118-57-76

Data dokumentu: 30 lipca 2014 r.

SPIS TREŚCI

SPIS TREŚCI.....	2
WPROWADZENIE	3
PODSUMOWANIE WYNIKÓW ANALIZY.....	4
I. PODSTAWOWE DANE O PRZEDSIĘBIORSTWIE.....	5
1. CHARAKTERYSTYKA DOTYCHCZASOWEJ DZIAŁALNOŚCI SPÓŁKI	5
2. WYNIKI FINANSOWE SPÓŁKI	7
3. DŁUGOTERMINOWA STRATEGIA BUDOWY WARTOŚCI SPÓŁKI	13
II. OTOCZENIE RYNKOWE.....	18
III. ANALIZA PROJEKTÓW INWESTYCYJNYCH.....	21
1. INWESTYCJA W SPÓŁKĘ ZWIĄZANĄ Z DRUKOWANIEM PRZESTRZENNYM	22
2. INWESTYCJA W SPÓŁKĘ ŚWIADCZĄCĄ KOMPLEKSOWE USŁUGI W	
SEGMENTIE OZE.....	29
3. INWESTYCJA W SPÓŁKĘ DEWELOPERSKĄ W SEGMENTIE NIERUCHOMOŚCI	
KOMERCYJNYCH	33
IV. WYCENA WARTOŚCI RYNKOWEJ SPÓŁKI	39
1. CEL ANALIZY	39
2. DATA NA KTÓRĄ DOKONANO OSZACOWANIA	39
3. DATA WYKONANIA OPRACOWANIA	39
4. UZASADNIENIE WYBORU METODY WYCENY	39
5. WYCENA METODĄ DOCHODOWĄ.....	40
V. PODSUMOWANIE	63
VI. ZASTRZEŻENIA.....	64

WPROWADZENIE

Podstawą opracowania „Wycena wartości rynkowej spółki” jest umowa z dnia 2 czerwca 2014 roku pomiędzy zamawiającym - spółką COLUMBUS CAPITAL z siedzibą w Katowicach reprezentowaną przez Pana Bogdana Sadeckiego Prezesa Zarządu a wykonawcą - Robertem Jaruga prowadzącym działalność gospodarczą w zakresie doradztwa gospodarczego, autorem przedmiotowego opracowania.

Opracowanie zostało wykonane na podstawie analizy bieżących sprawozdań finansowych spółki, informacji na temat zmian w zakresie strategii rozwoju firmy od 2014 roku na podstawie przedstawionych planów rozwojowych zawartych w dokumencie **STRATEGIA REALIZACJI ZAMIERZEŃ BIZNESOWYCH COLUMBUS CAPITAL SA na lata 2014-2016**, a także materiałów biznesowych dotyczących realizacji trzech inwestycji w postaci:

- Zakupu udziałów w nowoutworzonej spółce w zakresie produkcji drukarek 3D,
- Zakupu udziałów w nowoutworzonej spółce w sektorze OZE,
- Zakupu udziałów w spółce deweloperskiej w segmencie nieruchomości komercyjnych.

Ponadto w opracowaniu wykorzystano ogólnodostępne dane dotyczące koniunktury w wybranych branżach istotnych z punktu widzenia prowadzonej działalności inwestycyjnej.

PODSUMOWANIE WYNIKÓW ANALIZY

Na podstawie przeprowadzonej analizy oszacowana metodą dochodową wartość COLUMBUS CAPITAL S.A. uwzględniająca wartość udziałów w trzech projektach inwestycyjnych

wynosi:

48 146 850 zł

(słownie: czterdzieści osiem milionów sto czterdzieści sześć tysięcy osiemset pięćdziesiąt złotych 00/100)

w tym wartość udziałów w:

projekcie druku przestrzennego wynosi:

11.966.784 zł

projekcie OZE wynosi:

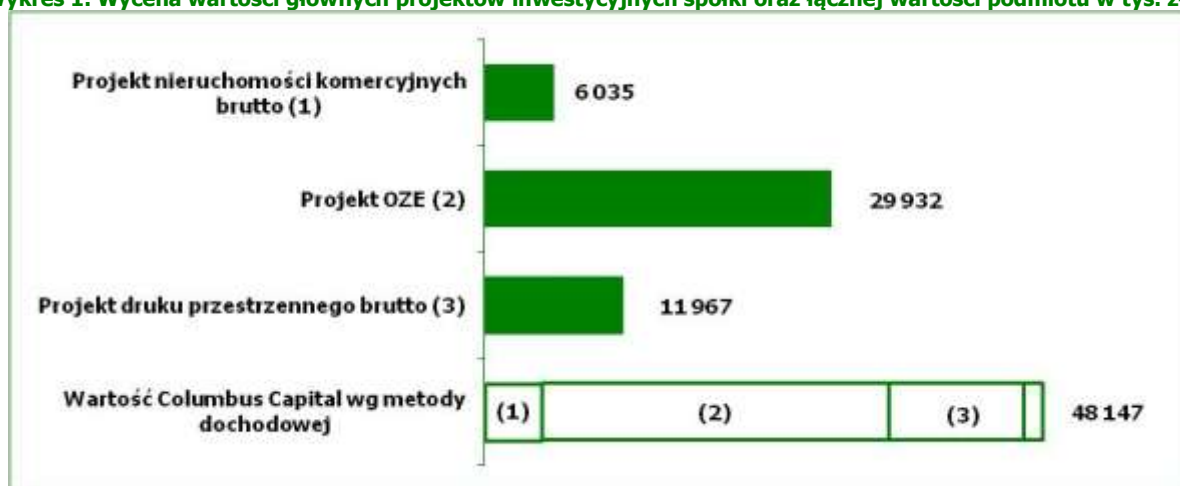
29.932.421 zł

Projekcie nieruchomości komercyjnych wynosi:

6.035.478 zł

Wartość spółki oraz jej kluczowych składowych w postaci wyceny poszczególnych projektów inwestycyjnych przedstawia poniższy wykres.

Wykres 1. Wycena wartości głównych projektów inwestycyjnych spółki oraz łącznej wartości podmiotu w tys. zł.



Wycena spółki której działalność biznesowa uległa radykalnej zmianie i nie posiada aktualnie ustabilizowanej pozycji rynkowej oraz nie osiąga regularnych, dodatnich wyników finansowych jest nie tylko bardzo trudna, ale również obarczona dużym ryzykiem. Dlatego też inwestor, którzy zamierza zainwestować w tego typu spółki powinien mieć świadomość, że będzie to inwestycja zdecydowanie mniej przewidywalna niż ta w firmy rozwijające się czy dojrzałe.

I. PODSTAWOWE DANE O PRZEDSIĘBIORSTWIE

PRZEDSIĘBIORSTWO W UJĘCIU PODMIOTOWYM

- COLUMBUS CAPITAL SPÓŁKA AKCYJNA
- Ticker giełdowy: CLC (NewConnect)
- Adres: Moniuszki 7
- 40-005 Katowice
- Telefon: +48 32 203 31 30
- Fax: +48 32 203 31 30
- Email: biuro@columbuscapital.pl
- Strona www: <http://columbuscapital.pl>
- NIP 9492163154
- Regon 241811803
- KRS 0000373608

1. CHARAKTERYSTYKA DOTYCHCZASOWEJ DZIAŁALNOŚCI SPÓŁKI

HISTORIA DZIAŁALNOŚCI

Spółka zadebiutowała na rynku NewConnect w dniu 4 maja 2011 roku jako STI Group S.A. i do końca 2013 roku głównym przedmiotem działalności spółki było rozwój informacyjnych lokalnych portali internetowych.

Brak istotnych efektów biznesowych poprzedniej strategii rozwoju oraz narastające straty spowodowały w pierwszej kolejności znaczący spadek kursu spółki a następnie zmiany wśród głównych akcjonariuszy spółki. Wraz z postępującymi zmianami właścicielskimi nastąpiła zarząd spółki. W maju 2013 roku na czele spółki stanął nowy prezes Pan Piotr Brewczyński, który rozpoczął intensywny proces restrukturyzacji, trwający nieprzerwanie do końca I kwartału 2014 r. mający na celu strategiczną zmianę profilu działalności przedsiębiorstwa.

Pierwszym krokiem było zawarcie ugody ze znaczącym akcjonariuszem oraz oddłużenie Emitenta. Kolejnymi krokami było uporządkowanie kwestii sprzedażowych oraz rozpoczęcie prac nad nową strategią Spółki i jej źródłami przychodów. Z początkiem roku 2014 rozpoczęte przez Pana Piotra Brewczyńskiego zmiany są kontynuowane przez kolejnych prezesów spółki: Pana Bogdana Sadeckiego oraz od czerwca 2014 roku przez Pana Dawida Zielińskiego.

Po zamianach właścicielskich jakie nastąpiły na przełomie 2013/2014 roku nowo zdefiniowana na początku 2014 roku strategia spółki koncentruje się na działalności inwestycyjnej poprzez wspieranie projektów innowacyjnych oraz na realizacji strategii inwestycyjnych opartych przede wszystkim na fundamentalnej wycenie niedowartościowanych projektów, co w długim terminie ma zagwarantować akcjonariuszom ciągły wzrost wartości przedsiębiorstwa, a Spółce stały wzrost zainteresowania przedsiębiorstwem Emitenta na rynku publicznym.

Obecnie celem Zarządu oraz kluczowych akcjonariuszy jest realizacja zidentyfikowanych i pozytywnie zweryfikowanych projektów inwestycyjnych, a następnie na ich bazie budowa fundamentów funduszu Venture Capital. W kolejnym kroku spółka zamierza przeprowadzić proces transferu nadwyżek finansowych pochodzących z realizowanych inwestycji własnych, świadczonych usług doradczych oraz rozpoczętych przedsięwzięć Venture Capital poprzez powołanie TFI COLUMBUS CAPITAL SA.

PRZEDSIĘBIORSTWO W UJĘCIU PRZEDMIOTOWYM

Columbus Capital SA poprzednio jako STIGROUP specjalizował się ubiegłych latach w kompleksowym świadczeniu usług z zakresu projektowania i tworzenia portali oraz serwisów internetowych w najnowszej technologii, a także wykonywaniem i projektowaniem graficznych elementów wizerunkowych oraz konsultingu i marketingu sportowego na rzecz klientów, którymi są firmy i osoby fizyczne. Ponadto spółka zajmowała się działalnością poligraficzną i reklamową.

Działalność gazet, portali i serwisów internetowych stanowiła około 60% przychodów firmy. Spółka prowadziła także serwisy internetowe: SwiatSportu.pl; SportFoto.pl oraz wCzestochowie.pl. Ostatni projekt był pierwszym elementem grupy regionalnych gazet internetowych ponadto spółka prowadziła portal MotoKatalog.pl. Firma powstała w 2010 roku, a jej poprzednikiem była STIgroup Sp. z o.o., którą założono w 2006 roku.

W latach 2010-2013 spółka zdobyła szereg ważnych kompetencji w zakresie pozyskiwania środków unijnych, budowania marki i zasad kreacji biznesu w mediach.

Obecnie Spółka nie zamierza całkowicie zaniechać działalności w tym obszarze aktywności biznesowej, wykorzystując zdobyte doświadczenie oraz stworzone relacje do szerszej penetracji branży projektów opartych o potencjał Internetu, rozwiązań chmurowych w szeroko pojętej branży IT.

Jednocześnie aktualnie COLUMBUS CAPITAL SA chce być utożsamiany, jako publiczna spółka inwestycyjna aktywnie inwestująca własne środki na światowych rynkach finansowych i w projektach pozagiełdowych w oparciu o własne analizy zespołu ekspertów i autorskie strategie inwestycyjne. Poprzez kluczowych akcjonariuszy, własny zespół i partnerów współpracujących z COLUMBUS CAPITAL SA, spółka ma dostęp do wielu atrakcyjnych projektów inwestycyjnych nie tylko na terenie Polski.

Aktualnie oferta skierowana jest do podmiotów poszukujących rozwiązań i doradztwa w zakresie finansowania i rozwijania swojego biznesu oraz do Inwestorów zainteresowanych inwestycjami na rynkach publicznych i niepublicznych.

Działalność inwestycyjna będzie filarem obecnej działalności spółki. Zespół COLUMBUS CAPITAL SA posiada wiedzę i doświadczenie w pozyskiwaniu kapitału dla spółek publicznych i niepublicznych, zarówno od inwestorów instytucjonalnych jak i inwestorów prywatnych.

PRZEDSIĘBIORSTWO W UJĘCIU FUNKCYJALNYM

Aktualnie główne segmenty działalności spółki to:

DORADZTWO INWESTYCYJNE

Usługi w zakresie bankowości inwestycyjnej, w tym przede wszystkim:

- Pozyskanie finansowania. Usługa polega na pozyskaniu kapitału odpowiadającego potrzebom i możliwościom klienta.
- Doradztwo strategiczne. Na bazie przyjętej strategii rozwoju doradzamy właścicielom firm w zakresie ukształtowania właściwej struktury kapitału na rozwój. Proponujemy kilka wariantów finansowania rozwoju. Określamy możliwe źródła pozyskania kapitałów własnych lub zewnętrznych.
- Organizacja fuzji i przejęć. Zajmujemy się poszukiwaniem na zlecenie klienta i w jego imieniu spółek spełniających określone wymogi i parametry operacyjne, mogących być przedmiotem przejęcia lub połączenia. Określamy warunki transakcji, opracowujemy strategię, wyceniamy przedmiot transakcji, uczestniczymy w pełnym audycie realizując określony cel klienta.

INWESTYCJE WŁASNE

Zespół stanowią osoby inwestujące z sukcesem od lat na różnych rynkach finansowych. Kluczem strategii inwestycyjnych będzie bazowanie na strategiach opartych przede wszystkim na fundamentalnej wycenie niedowartościowanych projektów i podmiotów. Firma będzie realizować inwestycje na rynkach publicznych a także angażować się w podmioty niepubliczne w tym również w spółki rodzinne. Część kapitału Emitenta inwestowana będzie na rynku Forex.

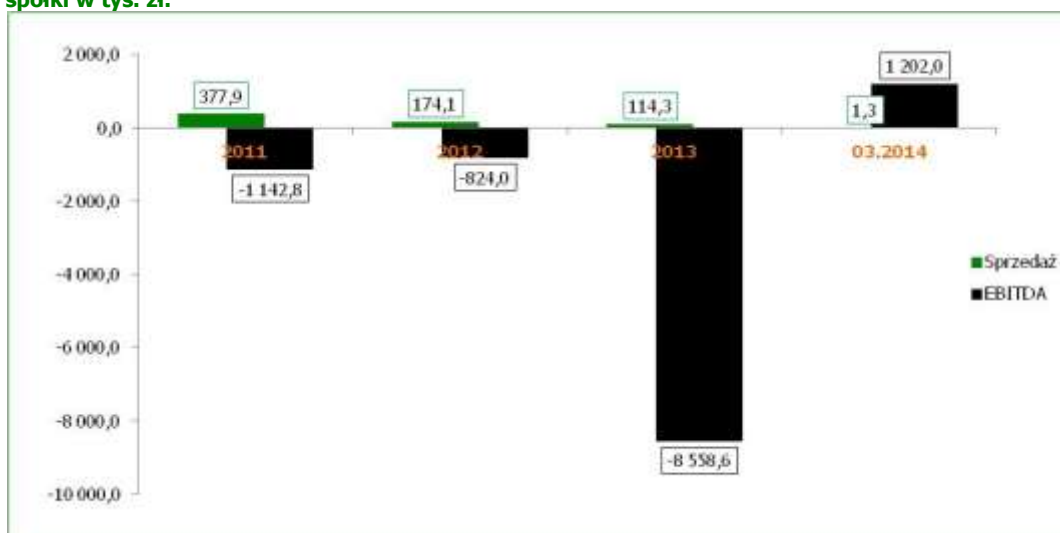
PORTALE INTERNETOWE

Columbus Capital SA na początku swojej działalności specjalizował się w kompleksowym świadczeniu usług z zakresu projektowania i tworzenia portali oraz serwisów internetowych w najnowszej technologii, wykonywaniem i projektowaniem graficznych elementów wizerunkowych oraz konsultingu i marketingu sportowego na rzecz klientów – podmiotów gospodarczych i osób fizycznych. Obecnie dzięki posiadanym kompetencjom w tym zakresie zakładamy świadczenie usług konsultingowych oraz projektowych związanych z budową tego typu platform na zlecenie.

2. WYNIKI FINANSOWE SPÓŁKI

Działalność spółki jest deficytowa. W latach 2011-2013 spółka notowała ujemne wyniki finansowe na wszystkich poziomach rachunku zysków i strat, negatywna tendencja dotyczyła również wartości samych przychodów ze sprzedaży, które w okresie 2011-2013 spadły z 377,9 tys. zł w 2011 roku do 114,3 tys. zł na koniec 2013 roku. Wynik na poziomie EBIT w latach 2011-2013 wynosił kolejno: w 2011 roku (minus) -4.440,9 tys. zł; w 2012 roku (minus) - 3.909,3 tys. zł; w 2013 roku (minus) - 8.780,4 tys. zł. Wartość przychodów ze sprzedaży w analizowanym okresie nie pokrywała wydatkowych kosztów operacyjnych (to jest kosztów operacyjnych bez uwzględnienia amortyzacji). Saldo na działalności finansowej w analizowanym okresie było ujemne i pogłębiło wielkość straty generowanych przez podmiot. Pogorszeniu uległy również wszystkie główne wskaźniki obrazujące standing finansowy przedsiębiorstwa.

Wykres 2. Wielkość sprzedaży oraz wynik na poziomie EBITDA w okresie 2011-03.2014 na podstawie raportów finansowych spółki w tys. zł.



Wycena wartości rynkowej spółki
COLUMBUS CAPITAL SPÓŁKA AKCYJNA
 40-005 Katowice, ul. Moniuszki 7,
 data dokumentu: 30 lipca 2014 r.

Tabela 1. Rachunek zysków i strat spółki w latach 2011-03.2014 w tys. zł.

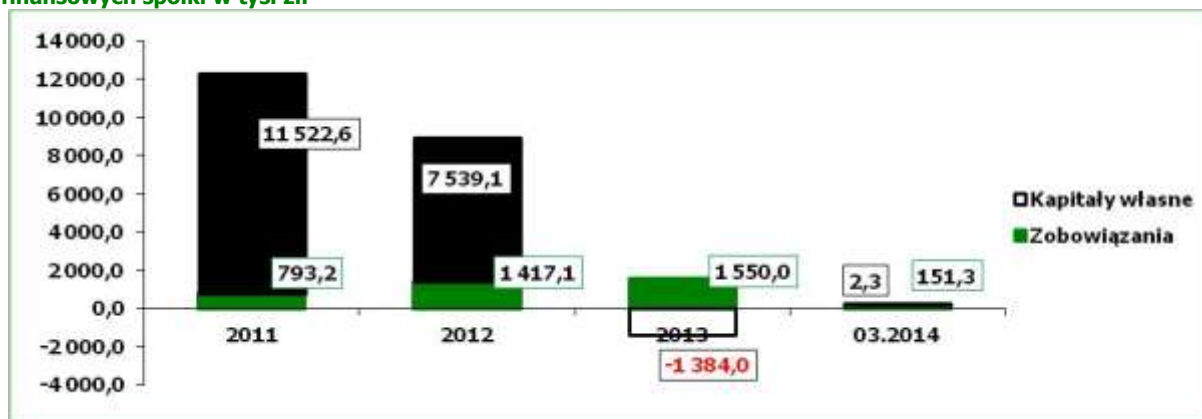
Rachunek zysków i strat	2011	2012	2013	03.2014
A. Przychody netto ze sprzedaży i zrównane z nimi	377,9	174,1	114,3	1,3
- od jednostek powiązanych				
I. Przychody netto ze sprzedaży produktów	377,9	174,1	114,3	1,3
II. Zmiana stanu produktów (zwiększenie - wartość dodatnia, zmniejszenie - wartość ujemna)				
III. Koszty wytworzenia produktów na własne potrzeby jednostki				
IV. Przychody netto ze sprzedaży towarów i materiałów				
B. Koszty działalności operacyjnej	4 779,6	4 071,6	364,7	46,3
I. Amortyzacja	3 298,1	3 085,3	221,8	12,8
II. Zużycie materiałów i energii	32,7	4,9	0,3	
III. Usługi obce	411,6	340,5	119,5	14,1
IV. Podatki i opłaty, w tym:	14,1	6,8	3,8	13,0
- podatek akcyzowy				
V. Wynagrodzenia	554,2	478,2	13,7	3,4
VI. Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	97,8	85,1	2,7	2,0
VII. Pozostałe koszty rodzajowe	371,1	70,8	2,9	1,0
VIII. Wartość sprzedanych towarów i materiałów				
C. Zysk (strata) ze sprzedaży (A-B)	-4 401,7	-3 897,5	-250,4	-45,0
D. Pozostałe przychody operacyjne	0,0	6,7	12,8	1 237,4
I. Zysk ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych		6,2		
II. Dotacje				
III. Inne przychody operacyjne		0,5	12,8	1 237,4
E. Pozostałe koszty operacyjne	39,2	18,5	8 542,8	3,2
I. Strata ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych				
II. Aktualizacja wartości aktywów niefinansowych		15,4	8 532,7	
III. Inne koszty operacyjne	39,2	3,1	10,1	3,2
F. Zysk (strata) z działalności operacyjnej (C+D-E)	-4 440,9	-3 909,3	-8 780,4	1 189,2
G. Przychody finansowe	0,7	0,7	0,5	251,6
H. Koszty finansowe	52,6	87,5	125,2	9,8
I. Odsetki, w tym:	52,5	87,5	125,2	9,8
II. Strata ze zbycia inwestycji				
III. Aktualizacja wartości inwestycji				
IV. Inne	0,1			
I. Zysk (strata) z działalności gospodarczej (F+G-H)	-4 492,8	-3 996,1	-8 905,1	1 431,0
J. Wynik zdarzeń nadzwyczajnych (J.I - J.II)	0,0	0,0	0,0	0,0
K. Zysk (strata) brutto (I ± J)	-4 492,8	-3 996,1	-8 905,1	1 431,0
L. Podatek dochodowy	-13,0	-12,6	18,0	65,3
M. Pozostałe obowiązkowe zmniejszenia zysku (zwiększenia straty)	0,0	0,0	0,0	0,0
N. Zysk (strata) netto (K-L-M)	-4 479,8	-3 983,5	-8 923,1	1 365,7

Wycena wartości rynkowej spółki
COLUMBUS CAPITAL SPÓŁKA AKCYJNA
 40-005 Katowice, ul. Moniuszki 7,
 data dokumentu: 30 lipca 2014 r.

Spółka w latach 2011-2012 posiadała relatywnie wysokie kapitały własne lecz były one głównie efektem wniesienia aktywów niematerialnych i prawnych o wysokiej wartości początkowej. W wyniku generowanych strat w latach 2011-2013 wartość kapitałów własnych przyjęła wartości ujemne w kwocie (minus) - 1.384 tys. zł. Na wskutek zanotowanego dodatniego wyniku finansowego w I kwartale 2014 roku wartość kapitałów własnych przebrała wartości dodatnie i wynosi 2,3 tys. zł.

Dzięki wysokiej wartości początkowej wnoszonych aktywów niematerialnych i prawnych suma bilansowa spółki na koniec 2011 roku wyniosła 12.315,8 tys. zł. W kolejnych latach w wyniku dużych umorzeń wartości aktywów trwałych oraz ponoszonych strat nastąpił znaczący spadek sumy bilansowej. Na koniec I kwartału 2014 roku suma bilansowa wyniosła zaledwie 153,6 tys. zł co oznacza spadek względem 2011 roku o 12.162,2 tys. zł to jest o 98,8%.

Wykres 3. Wartość kapitałów własnych oraz zobowiązań w okresie 2011-03.2014 na podstawie raportów finansowych spółki w tys. zł.



W analizowanym okresie spółka utrzymywała negatywną lukę w strukturze finansowania aktywów trwałych kapitałem stałym, finansując tym samym część aktywów trwałych zobowiązaniami bieżącymi.

Wykres 4. Wartość aktywów trwałych oraz kapitałów stałych w okresie 2011-03.2014 na podstawie raportów finansowych spółki w tys. zł.

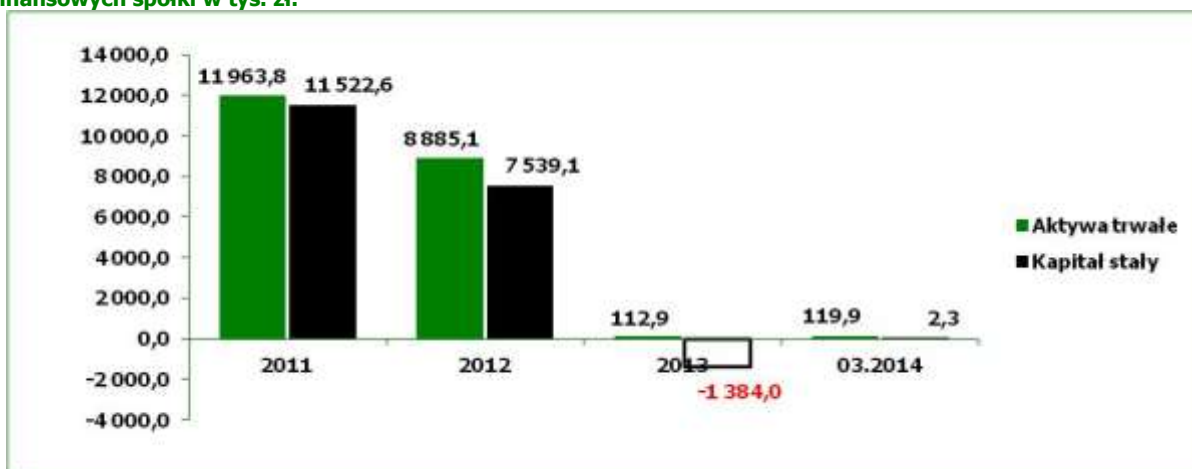


Tabela 2. Bilans spółki – aktywa w latach 2011-03.2014 w tys. zł.

Bilans - Aktywa	2011	2012	2013	03.2014
A. Aktywa trwałe	11 963,8	8 885,1	112,9	119,9
I. Wartości niematerialne i prawne	11 836,3	8 836,3	92,3	83,1
1. Koszty zakończonych prac rozwojowych				
2. Wartość firmy	99,4	74,5	49,7	43,5
3. Inne wartości niematerialne i prawne	11 736,9	8 761,8	42,6	39,6
4. Zaliczki na wartości niematerialne i prawne				
II. Rzeczowe aktywa trwałe	114,4	23,2	12,9	11,2
1. Środki trwałe	40,4	23,2	12,9	11,2
a) grunty (w tym prawo użytkowania wieczystego gruntu)				
b) budynki, lokale i obiekty inżynierii lądowej i wodnej				
c) urządzenia techniczne i maszyny	24,9	16,1	8,9	8,0
d) środki transportu	15,5	7,1	4,0	3,2
e) inne środki trwałe				
2. Środki trwałe w budowie	74,0			
3. Zaliczki na środki trwałe w budowie				
III. Należności długoterminowe	0,0	0,0	0,0	0,0
IV. Inwestycje długoterminowe	0,0	0,0	0,0	0,0
V. Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	13,1	25,6	7,7	25,6
B. Aktywa obrotowe	352,0	71,1	53,1	33,7
I. Zapasy	0,0	0,0	0,0	0,0
II. Należności krótkoterminowe	85,6	41,3	7,4	27,2
1. Należności od podmiotów powiązanych	0,0	0,0	0,0	0,0
2. Należności od pozostałych jednostek	85,6	41,3	7,4	27,2
a) z tytułu dostaw i usług, o okresie spłaty:	8,5	30,1	0,6	8,2
- do 12 miesięcy	8,5	30,1		8,2
- powyżej 12 miesięcy			0,6	
b) z tytułu podatków, ...	76,9	11,2	6,8	9,0
c) inne	0,2			10,0
d) dochodzone na drodze sądowej				
III. Inwestycje krótkoterminowe	263,9	29,8	45,7	6,5
IV. Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	2,5			
Aktywa razem	12 315,8	8 956,2	166,0	153,6

Wycena wartości rynkowej spółki
COLUMBUS CAPITAL SPÓŁKA AKCYJNA
 40-005 Katowice, ul. Moniuszki 7,
 data dokumentu: 30 lipca 2014 r.

Tabela 3. Bilans spółki – pasywa w latach 2011-03.2014 w tys. zł.

Bilans - Pasywa	2011	2012	2013	03.2014
A. Kapitał (fundusz) własny	11 522,6	7 539,1	-1 384,0	2,3
I. Kapitał (fundusz) podstawowy	15 002,4	16 002,4	16 002,4	16 002,4
II. Należne wpłaty na kapitał podstawowy (wielkość ujemna)	0,0	0,0	0,0	0,0
III. Udziały (akcje) własne (wielkość ujemna)	0,0	0,0	0,0	-51,9
IV. Kapitał (fundusz) zapasowy				46,3
V. Kapitał (fundusz) z aktualizacji wyceny				
VI. Pozostałe kapitały (fundusze) rezerwowe	1 000,0			0,0
VII. Zysk (strata) z lat ubiegłych		-4 479,8	-8 463,3	-17 360,2
VIII. Zysk (strata) netto	-4 479,8	-3 983,5	-8 923,1	1 365,7
IX. Odpisy z zysku netto w ciągu roku obrotowego (wielkość ujemna)	0,0	0,0	0,0	0,0
B. Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	793,2	1 417,1	1 550,0	151,3
I. Rezerwy na zobowiązania	0,0	0,0	0,0	0,0
II. Zobowiązania długoterminowe	0,0	0,0	0,0	0,0
III. Zobowiązania krótkoterminowe	793,2	1 417,1	1 550,0	151,3
1. Wobec jednostek powiązanych	0,0	0,0	0,0	0,0
a) z tytułu dostaw i usług, o okresie wymagalności:	0,0	0,0	0,0	0,0
- do 12 miesięcy	0,0	0,0	0,0	0,0
- powyżej 12 miesięcy				
b) kredyty i pożyczki do 12 miesięcy				
2. Wobec pozostałych jednostek	793,2	1 417,1	1 550,0	151,3
a) kredyty i pożyczki	611,6	1 320,7	1 473,8	0,0
b) z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych	0,0	0,0	0,0	0,0
c) inne zobowiązania finansowe	0,0	0,0	0,0	0,0
d) z tytułu dostaw i usług, o okresie wymagalności:	101,9	91,0	74,2	25,9
- do 12 miesięcy	101,9	91,0	74,2	25,9
- powyżej 12 miesięcy				
e) zaliczki otrzymane na dostawy				
f) zobowiązania inwestycyjne				
g) z tytułu podatków, ceł, ubezpieczeń i innych świadczeń	40,9	2,9	1,8	69,6
h) z tytułu wynagrodzeń	38,8	2,3	0,0	0,0
i) inne		0,2	0,2	55,8
3. Fundusze specjalne				
IV. Rozliczenia międzyokresowe	0,0	0,0	0,0	0,0
Pasywa razem	12 315,8	8 956,2	166,0	153,6

Analiza wskaźnikowa na przestrzeni lat 2011-2013 wskazuje negatywne tendencje we wszystkich podstawowych obszarach działalności spółki. Podmiot wykazuje w analizowanym okresie ujemny oraz pogłębiający się negatywny trend w zakresie rentowności kapitałów własnych, aktywów oraz sprzedaży. Rentowność kapitałów własnych w latach 2011-2012 wynosiła kolejno (minus) - 38,9% oraz (minus) - 52,8%, w 2013 roku kapitały własne miały wartość ujemną. Rentowność sprzedaży wynosiła natomiast (minus) – 1185,4% w 2011 r.; -2288% w 2012 r. i 7806,7% w 2013 r. Spółka wykazuje negatywne wartości wskaźników płynności zarówno szybkiej jak i bieżącej. Ich wartość w 2013 roku oscyluje wokół zera co oznacza kompletny brak środków obrotowych przeznaczonych na bieżące regulowanie zobowiązań.

Kolejnym negatywnym czynnikiem jest stałe wydłużanie cykli rotacji zobowiązań bieżących oraz należności. W wyniku znaczącego spadku kapitałów własnych znacznemu zwiększeniu uległ również wskaźnik ogólnego zadłużenia. W latach 2011-2012 wskaźnik ogólnego zadłużenia był na niskim poziomie głównie za sprawą wysokiej wartości kapitałów własnych z tyt. wniesionego aportu, natomiast w 2013 roku w wyniku ujemnej wartości kapitałów własnych wartość wskaźnika ogólnego zadłużenia wyniosła aż 9,34.

Ogólnie analiza wskaźnikowa przedstawiona negatywny obraz sytuacji finansowej przedsiębiorstwa. Na dodatek widoczne jest pogorszenie sytuacji finansowej podmiotu w kolejnych latach analizy.

Tabela 4. Wartość podstawowych wskaźników efektywności działania spółki w latach 2011-2013.

Wyszczególnienie	2011	2012	2013
Rentowność kapitałów własnych	-38,9%	-52,8%	644,7%
Rentowność aktywów	-36,4%	-44,5%	-5375,4%
Rentowność sprzedaży	-1185,4%	-2288,1%	-7806,7%
Płynność bieżąca	0,4	0,1	0,0
Płynność szybka	0,4	0,1	0,0
Rotacja zapasów w dniach	0	0	0
Rotacja zobowiązań bieżących ogółem w dniach	88	291	276
Rotacja zobowiązań handlowych w dniach	49	202	264
Rotacja należności bieżących ogółem w dniach	41	133	78
Rotacja należności handlowych w dniach	4	40	49
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	0,06	0,16	9,34

3. DŁUGOTERMINOWA STRATEGIA BUDOWY WARTOŚCI SPÓŁKI

Notowana od 4 maja 2011 roku spółka STI Group S.A. w wyniku błędnej strategii rozwoju generowała istotne straty, przez co sytuacja finansowa spółki uległa znaczącemu pogorszeniu, rodząc obawy o jej upadłość co miało swoje bezpośrednie odzwierciedlenie w kursie akcji na rynku NewConnect. Zmiany właścicielskie jakie nastąpiły w 2013 roku pozwoliły na zmianę profilu działalności oraz aktywne wdrożenie działań restrukturyzacyjnych. Samo odsunięcie ryzyka upadłości spółki w wyniku deklarowanych zmian pozwoliły na ustabilizowanie kursu akcji spółki. Podjęte przez nowe władze działania restrukturyzacyjne przyczyniły się do stopniowej odbudowy zaufania do spółki.

Dotychczas prowadzone działania restrukturyzacyjne można uznać za zgodne ze sztuką. W pierwszej kolejności władze spółki ustabilizowały sytuację bieżącą, ograniczyły deficytową działalność operacyjną oraz zaniechały działalności która nie rokowała szans na uzyskanie trwałej rentowności w przyszłości. Po ograniczeniu kosztów operacyjnych władze spółki podjęły działania zmierzające do renegotjowania zawartych umów, w tym najbardziej istotnej dla spółki umowy pożyczki. W wyniku podjętych działań renegotjowano warunki zawartych umów przez co spółka zdecydowanie obniżyła poziom zadłużenia a także dokonano odpisów z tytułu aktualizacji wartości niematerialnych i prawnych co urealniło wartość posiadanych przez spółkę aktywów. W efekcie spółka obecnie jest podmiotem niemal nie zadłużonym oraz posiadającym rynkowo wycenione aktywa.

Biorąc pod uwagę aktualną wartość sumy bilansowej oraz kapitałów własnych największą wartością spółki obecnie w opinii inwestorów (czego przejawem jest aktualna wycena spółki na rynku NewConnect) jest:

- posiadanie statutu spółki notowanej na rynku regulowanym,
- konsekwencja w dotychczas przeprowadzonych działaniach restrukturyzacyjnych,
- zapowiedź zmian w strategii inwestycyjnej skoncentrowanej na aktywnej działalności inwestycyjnej typu private equity,
- wiarygodność biznesowa osób zarządzających spółką oraz jej głównych akcjonariuszy,

Posiadanie statutu spółki notowanej na rynku regulowanym niesie szereg zalet, które aby można je było w pełni wykorzystać muszą zostać poprzedzone działaniami restrukturyzacyjnymi. Konsekwentnie realizowane działania pozwalają na stopniową odbudowę zaufania inwestorów oraz zwiększają szanse na powodzenie całego procesu.

Raportem 33/2014 Spółka opublikowała dokument pod nazwą „Strategia rozwoju Spółki Columbus Capital S.A. na lata 2014-2016” uchwalony przez Zarząd spółki w dniu 22 kwietnia 2014 r. oraz zatwierdzony przez Radę Nadzorczą uchwałą nr 1 z dnia 22 kwietnia 2014 r. który prezentuje główne założenia strategiczne spółki na najbliższe trzy lata.

Dokument ten zawiera główne założenia strategii rozwoju spółki na lata 2014–2016 do których należą takie działania jak:

- Reorganizacja bieżącej działalności Spółki.
- Wprowadzenie nowych usług oraz projektów inwestycyjnych.
- Kontynuacja procesu pozyskiwania portfela inwestorów skojarzonych ze Spółką w długim terminie w celu zagwarantowania realizacji strategii i wejścia na trwałą ścieżkę rentowności.
- Maksymalizacja zysków dla akcjonariuszy i zwiększanie wartości Spółki.

Z prezentowanego dokumentu wynika, że zmiana koncepcji działania Spółki jest następstwem zawężania się rynku dotychczasowych usług Spółki, co wymusza na zarządzie konieczność poszukiwania nowych gałęzi przychodu, w tym usług inwestycyjnych w celu wzmocnienia i przyspieszenia rozwoju Emitenta.

Dynamiczny rozwój Spółki jest obecnie możliwy z racji ogromnego doświadczenia w realizacji projektów biznesowych, jakie posiada zespół zarządczy i nadzorujący. Spółka rozpoznaje obecnie kilka atrakcyjnych wysokomarżowych projektów inwestycyjnych, których realizacja umożliwi wejście na trwałą ścieżkę rentowności.

Za kluczowe cele krótkoterminowe spółka uznaje:

- Dokończenie działań restrukturyzacyjnych Spółki oraz rozwój niezbędnych narzędzi zarządczych.
- Zweryfikowanie działalności regionalnych portali internetowych pod kątem możliwości wykorzystania konkretnej wartości niematerialnej i prawnej jako aktywa do generowania przychodów oraz pod kątem wysokości kosztów ponoszonych na stworzenie oraz utrzymanie portalu, jak również możliwości wykorzystania danego aktywa.
- Stabilizacja organizacyjna podmiotu, w tym stworzenie działu prawnego w Spółce oraz komitetu inwestycyjnego.
- Organizacja zarządzania przyszłą grupą kapitałową.
- Otwarcie procesu due diligence dla pierwszych projektów inwestycyjnych.

Do głównych celów długoterminowych zaliczono:

- Osiągnięcie pozycji stabilnej instytucji finansowej i miana wiodącego inwestora na rynku.
- Transparentność i wysoki poziom rozpoznawalności nowej marki.
- Promocja głównego hasła Spółki: „Jesteśmy dla Ciebie odkrywcami możliwości”.
- Zaangażowanie inwestycyjne w podmioty rodzinne i z sektora MŚP.
- Zwiększanie znaczenia relacji z partnerami biznesowymi.
- Rozpoczęcie procesu transferu nadwyżek finansowych pochodzących z realizowanych inwestycji własnych, świadczonych usług doradczych oraz rozpoczętych przedsięwzięć venture capital poprzez powołanie TFI COLUMBUS CAPITAL SA, a następnie tworzenie funduszy typu FIZ, opartych na strategiach fundamentalnych wycen niedowartościowanych projektów w drugiej połowie 2016 roku.

Według zapisów Strategii właściwa realizacja założeń na lata 2014–2016 pozwoli osiągnąć kapitalizację COLUMBUS CAPITAL SA na poziomie 12 mln euro wraz z końcem 2016 roku.

Wartość ta zostanie uzyskana przy założeniu, że emisja nowych akcji pozostanie na niskim poziomie, a jedną z podstaw prowadzenia przejrzystej polityki inwestycyjnej będzie rezygnacja z angażowania się w projekty nierentowne i te, których efekt ekonomiczny nie będzie możliwy do przewidzenia.

ZASOBY LUDZKIE

Realizacja przedmiotowej strategii wzrostu wartości spółki opiera się na posiadanych przez spółkę zasobach ludzkich, których filarem są następujące osoby:

Dawid Zieliński - Prezes Zarządu

- Od 2007 roku rozwijał swoje umiejętności managerskie poprzez pracę dla Heidelberg Technology Centre w Niemczech, Air BP w Londynie czy MARS Polska. Od 2009 roku związany bezpośrednio z biznesem. Tworzył i zarządzał przedsiębiorstwami w branżach budowlanej, reklamy outdoor oraz odnawialnych źródeł energii, będąc również członkiem zarządów w tych spółkach.
- Od czerwca 2014 związał się na stałe z grupą kapitałową Columbus Capital SA oraz JR Invest SA wprowadzając PIE Polskie Innowacje Energetyczne SA do grupy. Prowadzi przedsiębiorstwo inwestycyjne Zielinsky Sp. z o.o..
- Absolwent Akademii Górniczo-Hutniczej w Krakowie wydziału Elektrotechniki, Automatyki, Informatyki i Elektroniki o specjalizacji "Computer Engineering in electrical systems".

Piotr Brewczyński - Prokurent

- Od 1994 roku obecny na rynku kapitałowym. Od 1997 roku przedsiębiorca i manager związany z prywatnym biznesem.
- Doświadczenie zawodowe zdobywał jako manager w organizacjach w Polsce i za granicą.
- Jest bezpośrednio związany z Emitentem od maja 2013 roku. Początkowo pełnił funkcję Prezesa Zarządu obecnej COLUMBUS CAPITAL SA, gdzie był odpowiedzialny za oddłużenie Emitenta oraz restrukturyzację przedsiębiorstwa.
- Obecnie wspiera Zarząd Spółki w rozwoju i w realizacji strategii inwestycyjnej.

January Ciszewski - Prokurent

- Absolwent Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie na kierunku Finanse i Bankowość. Posiada wieloletnie doświadczenie związane z prowadzeniem działalności gospodarczej.
- W latach 1991-2005 prowadził działalność gospodarczą w zakresie pośrednictwa handlowego. W latach 2001-2002 obejmował stanowisko Wiceprezesa w firmie INVEST CAR Sp. z o.o., dodatkowo w latach 2004-2006 obejmował stanowisko Prezesa w kilku innych spółkach handlowych.
- W latach 2006-2011 został Wiceprezesem Zarządu JR INVEST Sp. z o.o. Od 2006 r. Prezes Zarządu i jedyny udziałowiec Kuźnica Centrum Sp. z o.o., a obecnie również Prezes Zarządu i główny akcjonariusz JR INVEST S.A.
- Od stycznia 2014 roku związany z Emitentem COLUMBUS CAPITAL SA. Jako główny akcjonariusz i prokurent spółki jest odpowiedzialny za budowę grupy kapitałowej COLUMBUS CAPITAL SA oraz wsparcie spółki w zakresie pozyskiwania finansowania projektów inwestycyjnych Emitenta.

DOTYCHCZASOWE DZIAŁANIA DOTYCZĄCE OPUBLIKOWANEJ STRATEGII ROZWOJU

Raportem 35/2013 spółka poinformowała o przystąpieniu do porozumienia kooperacyjnego Klaster Dolina Czystej Energii

Zarząd Columbus Capital S.A. w dniu 7 maja 2014 r. podpisał deklarację członkowską przystępując do Porozumienia kooperacyjnego Klaster Dolina Czystej Energii z siedzibą w Gdańsku, którego celem są innowacje w odnawialne źródła energii oraz wprowadzanie nowych technologii przyjaznych środowisku, takich jak m.in. fotowoltaika.

Raportem 43/2014 spółka poinformowała o zawarciu umowy dystrybucyjnej z Solar-Energy S.A.

Zarząd Columbus Capital S.A. w dniu 26 maja 2014 roku podpisał ze Spółką Solar-Energy S.A. z siedzibą w Warszawie jako Zlecającym umowę dystrybucyjną, której przedmiotem jest ustalenie warunków współpracy między Zlecającym, a Partnerem w zakresie sprzedaży produktów firmowych oferowanych przez Zlecającego. Umowa dystrybucyjna została zawarta na czas nieokreślony. Solar-Energy S.A. specjalizuje się w fotowoltaice, dostarczając klientom zaawansowane rozwiązania obejmujące projekty, produkcję, dystrybucję oraz utrzymanie urządzeń. Nowoczesne instalacje, tzw. farmy solarne (dachowe i wolnostojące), pozwalają nie tylko na obniżenie kosztów produkcji energii elektrycznej, ale także na ochronę środowiska.

Raportem 50/2014 spółka poinformowała o zawarciu umowy nabycia akcji

Zarząd Columbus Capital S.A. w dniu 4 czerwca 2014 roku podpisał umowę z osobą fizyczną nabycia 400.000 (słownie: czterysta tysięcy) akcji serii A na okaziciela, uprzywilejowanych co do głosu w ten sposób, iż posiadaczom jednej akcji uprzywilejowanej przysługuje prawo do oddania dwóch głosów na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy na każdą akcję uprzywilejowaną, Spółki Akcyjnej PIE Polskie Innowacje Energetyczne S.A. z siedzibą w Krakowie, wpisanej do rejestru przedsiębiorców KRS prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla Krakowa – Śródmieścia w Krakowie XI Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS 0000425536, o wartości nominalnej 0,10 zł (dziesięć groszy) każda akcja, co stanowi 40 % w kapitale zakładowym Spółki i uprawnia do 800.000 (słownie: ośmiuset tysięcy) głosów na Walnym Zgromadzeniu, co stanowi 40 % ogólnej liczby głosów na Walnym Zgromadzeniu Spółki. Spółka w której udziały zostały nabyte przez Columbus Capital S.A. prowadzi działalność w zakresie doradztwa energetycznego, wykonywania audytów energetycznych oraz sprzedaży odnawialnych źródeł energii, w szczególności instalacji fotowoltaicznych, pomp ciepła. Spółka w której udziały zostały nabyte przez Columbus Capital S.A. jest podmiotem specjalizującym się we wdrażaniu rozwiązań energooszczędnych dla domu oraz dla przemysłu poprzez wielu partnerów i współpracowników, którzy są liderem w swojej dziedzinie. Spółka doradza klientom w obniżaniu kosztów za wszelkie media i przy wdrażaniu nowych energooszczędnych technologii. Zgodnie z przyjętą przez Stronę strategią i biznesplanem, zakłada się, że przejęta Spółka Akcyjna po dofinansowaniu ze środków własnych Inwestora oraz po przeprowadzeniu emisji przed IPO powinna w okresie od 2014 roku do 2018 osiągnąć 420 000 000 zł przychodu ze sprzedaży oraz 70 000 000 zł zysku netto, a EBITDA powinna wynieść 85 000 000 zł. Columbus Capital S.A. jako Inwestor uzyska po nabyciu akcji w PIE Polskie Innowacje Energetyczne S.A. uprawnienia osobiste do powoływania trzech członków Rady Nadzorczej Spółki przejmowanej, co tym samym da mu możliwość wyboru zarządu w spółce przejmowanej oraz pozwoli realizować zaplanowaną strategię i przyjęty biznes plan.

Raportem 51/2014 spółka poinformowała o podpisaniu listu intencyjnego

Zarząd Columbus Capital S.A. w dniu 12 czerwca 2014 roku podpisał ze Spółką JR Invest Spółka Akcyjna z siedzibą w Krakowie, której akcje są notowane w alternatywnym systemie obrotu NewConnect, list intencyjny, potwierdzający rozpoczęcie współpracy, która ma prowadzić do realizacji zamierzonego celu, jakim jest prowadzenie i rozwój przedsiębiorstwa o charakterze niezależnego funduszu nieruchomości komercyjnych, pozyskiwaniu dla takiego funduszu dalszego finansowania, ewentualne wprowadzenie takiego podmiotu na Giełdę Papierów Wartościowych. Obaj Emitenci uzyskali zgody władz obu Spółek, aby Columbus Capital SA objęła w terminie do 31.07.2014 r. w spółce zależnej od JR Invest SA Ganador sp. z o.o. za wkład gotówkowy do 50% udziałów.

Ganador sp. z o.o. działa w formie funduszu nieruchomości, który kupuje nieruchomości komercyjne do 1 mln zł, a następnie w krótkim okresie czasu odsprzedaże je z dużą marżą. Głównym założeniem funduszu nieruchomości Ganador sp. z o.o. jest kupowanie nieruchomości komercyjnych za gotówkę, bez korzystania z kredytów bankowych. W ten sposób działalność spółka jest stabilna, a nabywanie nieruchomości nieobciążone.

Szczegółowe rozwiązania Strony listu intencyjnego uzgodnią w umowie inwestycyjnej lub w umowie objęcia udziałów spółki Ganador sp. z o.o. Zgodnie z uzgodnioną przez Strony strategią, Strony uzyskały zgodę władz obu Spółek aby Columbus Capital S.A. objęła w spółce Ganador sp. z o.o, gdzie obecnie jedynym współnikiem jest JR INVEST SA do 50% nowoutworzonych udziałów przez podwyższenie kapitału zakładowego spółki do kwoty 2 300 000 zł (dwa miliony trzysta tysięcy złotych) o wartości nominalnej 50,00 zł (pięćdziesiąt złotych) każdy udział obejmując do 23 000 (dwadzieścia trzy tysiące) udziałów. Columbus Capital S.A. może objąć nowoutworzone udiały wyłącznie za wkład gotówkowy.

Raportem 56/2014 spółka poinformowała o podpisaniu listu intencyjnego dotyczącego COLUMBUS TAX & LAW Sp. z o.o.

Zarząd Columbus Capital S.A. z siedzibą w Katowicach (zwanej dalej "Spółką" lub "Emitentem") informuje, iż w dniu 12 czerwca 2014 roku podpisał z Partnerem osobą fizyczną, posiadającą uprawnienia adwokata, List Intencyjny przedmiotem którego jest ustalenie warunków umożliwiających doprowadzenie do podjęcia współpracy pomiędzy stronami, w szczególności poprzez zawarcie pomiędzy stronami umowy inwestycyjnej, na mocy której będzie utworzona strategiczna spółka COLUMBUS TAX & LAW Sp. z o.o.. Podmiot ten w założeniu ma prowadzić działalność na skalę ogólnopolską. Strony przyjmują strategię budowy marki firmy COLUMBUS TAX & LAW Sp. z o.o. w zakresie doradztwa prawnego typu: fuzje, przejęcia; przekształcenia spółek; tworzenie i restrukturyzacja spółek; audyt prawny; sprzedaż spółek oraz obsługa prawna podmiotów gospodarczych.

Szczegółowe rozwiązania zawarte w niniejszym liście intencyjnym będą omówione w Umowie Inwestycyjnej oraz umowie Spółki, niemniej jednak Emitent z Partnerem postanowili iż:

- Emitent obejmie 90 % udziałów w nowo otworzonej spółce, a Partner 10% udziałów,
- Emitent wraz z Partnerem powołają Zarząd COLUMBUS TAX & LAW Sp. z o.o. na pierwszym zgromadzeniu wspólników.

II. OTOCZENIE RYNKOWE

Zmiana profilu działalności spółki spowodowała, że obecnie głównym obszarem działalności są inwestycje typu private equity oraz venture capital. Krótką charakterystykę branży oraz jej perspektyw przedstawiono poniżej.

Private equity to inwestycje kapitałowe w przedsiębiorstwa, które nie są notowane na giełdzie papierów wartościowych. Inwestycje tego typu mogą być wykorzystane w celu rozwoju nowych produktów i technologii, zwiększenia poziomu kapitału pracującego w przedsiębiorstwie, dokonania przejęć lub wzmocnienia struktury bilansu przedsiębiorstwa. Mogą one przyczynić się do rozwiązania kwestii własnościowych lub związanych z zarządzaniem.

Venture capital jest, ściśle mówiąc, częścią składową private equity i jest związane z inwestycjami kapitałowymi dokonywanymi w fazie rozpoczęcia działalności przez przedsiębiorstwo, we wczesnej fazie jego rozwoju oraz jego ekspansji.

Z samej istoty rynku niepublicznego wynika, iż w porównaniu do inwestycji giełdowych, inwestycje private equity charakteryzują się zazwyczaj większym ryzykiem i nie mogą być z reguły krótkoterminowe. Są one dokonywane we wszystkich sektorach gospodarki oraz wszystkich fazach rozwoju przedsiębiorstwa, często z zamiarem udziału w bezpośrednim zarządzaniu tym przedsiębiorstwem.

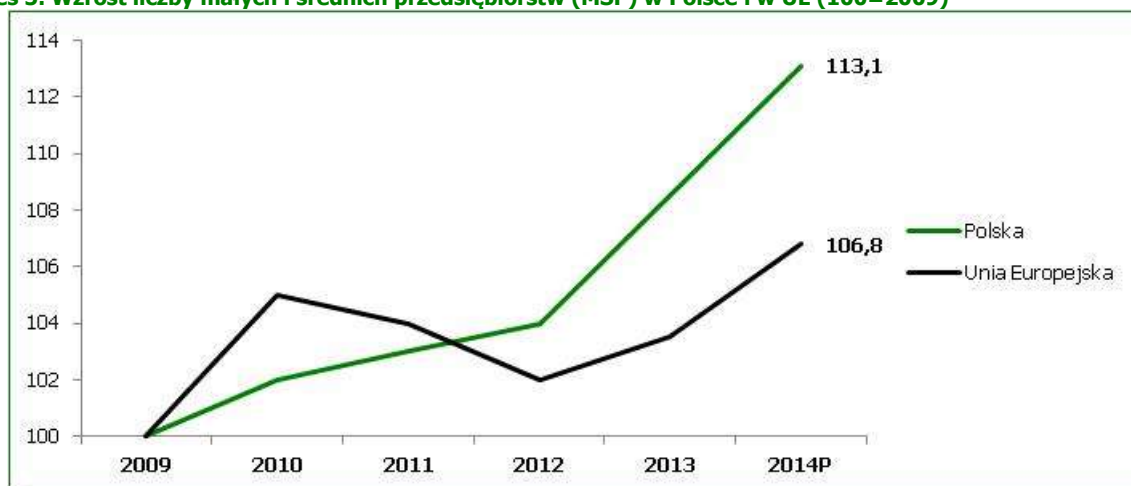
Inwestycje venture capital stanowią część private equity i obejmują inwestycje związane głównie z wczesną fazą rozwoju przedsiębiorstwa, niekoniecznie z sektora technologicznego.

Polska odgrywa wiodącą rolę w Europie Środkowo-Wschodniej. Jest największym i najludniejszym krajem w tym regionie. Także pod względem gospodarczym Polska jest niekwestionowanym liderem wśród państw CEE. W 2013 r. udział Polski w PKB wszystkich krajów CEE wyniósł 35%, przy 32-procentowym udziale w całkowitej liczbie ludności regionu. Wielkość rynku jest jednym z czynników, które sprawiają, że Polska stała się krajem pierwszego wyboru dla funduszy PE zainteresowanych inwestycjami w Europie Środkowo-Wschodniej. W 2012 r. na Polskę przypadło 46% wszystkich inwestycji PE w regionie CEE. Będąc największą gospodarką Europy Środkowo-Wschodniej, Polska jest jednocześnie jej centrum finansowym. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW) regularnie plasuje się w czołówce rankingu europejskich parkietów pod względem liczby debiutów giełdowych.

Innym atutem jest dobrze rozwinięty, nowoczesny i konkurencyjny sektor bankowy, który swojej strategii wyjścia z kryzysu finansowego nie opierał na pomocy rządowej. Zdrowe bilanse pozwalają bankom na aktywne rozwijanie akcji kredytowej. Potwierdzają to wyniki badania ankietowego przeprowadzonego wśród funduszy PE obecnych na polskim rynku. Znakomita większość funduszy nie ma żadnych problemów z pozyskiwaniem finansowania dłużnego dla realizacji inwestycji. Wyniki badania pokazują także, że na polskim rynku fuzji i przejęć istnieją rozwinięte ramy instytucjonalne dla działania inwestorów finansowych w postaci doradców finansowych, prawnych i podatkowych, jak i operacyjnych czy strategicznych.

Polska może się również pochwalić szybkim wzrostem gospodarczym, który zawdzięcza odważnym reformom rynkowym przeprowadzonym po upadku systemu komunistycznego w 1989 r. Szeroko zakrojona prywatyzacja, liberalizacja rynku i otwarcie na zewnętrzny kapitał pozwoliły znacznie skrócić dystans dzielący Polskę od bardziej rozwiniętych krajów Europy Zachodniej. Przejawem dynamizmu polskiej gospodarki jest m.in. wzrost liczby przedsiębiorstw w segmencie małych i średnich przedsiębiorstw (MSP), tempo wzrostu liczby przedsiębiorstw w Polsce jest zdecydowanie wyższe niż w krajach całej Unii Europejskiej.

Wykres 5. Wzrost liczby małych i średnich przedsiębiorstw (MŚP) w Polsce i w UE (100=2009)



Polska to jednocześnie nadal młody rynek private equity, który jest w fazie dynamicznego wzrostu i ma obiecującą perspektywę na przyszłość. Wartość inwestycji private equity w stosunku do PKB wciąż jest znacznie mniejsza w państwach CEE niż w Europie Zachodniej. Prognozuje się jednak, że wraz z dalszym wzrostem PKB per capita należy spodziewać się wzrostu inwestycji PE, w szczególności w Polsce.

W 2012 r. wartość inwestycji PE w stosunku do PKB wyniosła 0,13%. W przypadku większości pozostałych krajów CEE odsetek ten był jeszcze mniejszy. Przykładowo w Czechach wyniósł on 0,07%, a w krajach bałtyckich – 0,06%. Wśród krajów CEE wyróżniają się Węgry i Bułgaria. W 2012 r. wartość inwestycji PE wyniosła w tych krajach odpowiednio 0,17% i 0,21% PKB, była więc na podobnym poziomie jak w Irlandii, Luksemburgu czy Hiszpanii. Jednak wszystkie kraje CEE pozostają daleko w tyle za państwami znajdującymi się w europejskiej czołówce pod względem poziomu inwestycji PE: Szwecji (0,66% PKB), Wielkiej Brytanii (0,56% PKB) oraz Szwajcarii i Belgii (0,40% PKB). To świadczy o dużym potencjale rozwoju drzemącym w państwach CEE.

Polska – kraj pierwszego wyboru dla inwestorów PE w regionie CEE. Przedstawione dane nt. sytuacji makroekonomicznej Polski i aktywności funduszy PE pokazują, że pod wieloma względami Polska jest krajem, który stwarza idealne warunki dla inwestorów PE, oferując:

- dostęp do chłonnego rynku, który odpowiada za ponad jedną trzecią całego rynku CEE;
- jedną z najszybciej rosnących gospodarek w UE, przyciągającą inwestorów i strategicznych graczy z całego świata;
- najlepiej rozwinięty rynek kapitałowy w Europie Środkowo- -Wschodniej, ułatwiający wyjście z inwestycji poprzez IPO;
- stabilny, nowoczesny i konkurencyjny sektor bankowy, umożliwiający łatwe pozyskanie finansowania dłużnego dla realizacji transakcji;
- szybko, a zarazem stabilnie rosnącą konsumpcję, dającą wielu branżom perspektywę dynamicznego rozwoju;
- zakorzenioną w kulturze przedsiębiorczość i dużą liczbę menedżerów z międzynarodowym doświadczeniem, gotowych do podjęcia aktywnej współpracy z funduszami PE;
- pełną integrację z UE pod względem prawno-ustrojowym, gwarantującą inwestorom PE bezpieczne warunki działania (procedury i regulacje odpowiadające międzynarodowym standardom, system zapewniający ochronę praw inwestorów).

Obecny poziom inwestycji PE (0,13% w stosunku do wartości PKB) nie odpowiada licznym możliwościom, które polski rynek daje funduszom. W branżach takich jak produkcja przemysłowa, technologie i nowe media, handel detaliczny czy w sektorze medycznym działa wiele innowacyjnych, profesjonalnie zarządzanych i dynamicznie rozwijających się firm, które szukają doświadczonych partnerów biznesowych i kapitału dla zapewnienia dalszego wzrostu.

Polski rynek posiada wiele atutów, które w najbliższej przyszłości będą przyciągać więcej inwestorów nie tylko z Polski czy z regionu CEE ale de facto z całego świata, co pozytywnie wpłynie na poziom inwestycji PE.

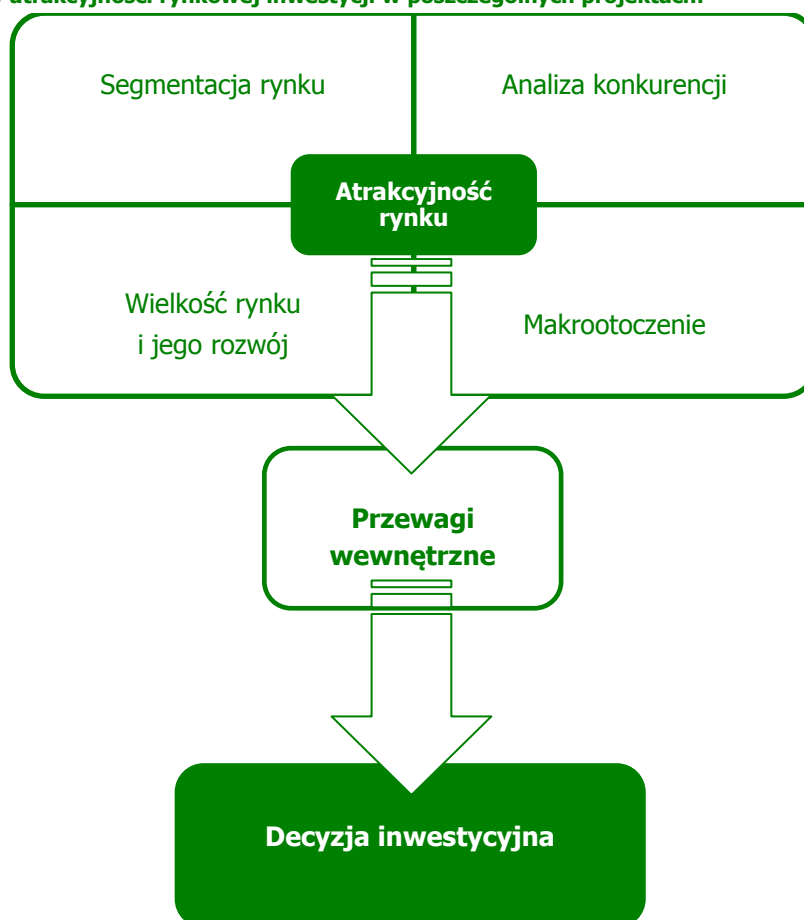
III. ANALIZA PROJEKTÓW INWESTYCYJNYCH

Spółka w ramach zaprezentowanej powyżej strategii rozwoju podjęła działania zmierzające do sfinalizowania wejść kapitałowych do trzech podmiotów:

- Spółki zajmującej się produkcją drukarek 3D oraz budową i zarządzaniem globalną platformą usługową w segmencie 3D,
- Spółki usługowo-montażowej w segmencie OZE,
- Spółki deweloperskiej w segmencie nieruchomości komercyjnych,

Ogólną analizę otoczenia rynkowego poszczególnych projektów stanowiącą punkt wyjścia do oszacowania wartości poszczególnych projektów i uwzględnienia ich wpływu na wartość spółki COLUMBUS CAPITAL przedstawiono w kolejnych podpunktach. Analizę poszczególnych projektów przeprowadzono wg przedstawionego schematu:

Schemat 1. Schemat oceny atrakcyjności rynkowej inwestycji w poszczególnych projektach.



1. INWESTYCJA W SPÓŁKĘ ZWIĄZANĄ Z DRUKOWANIEM PRZESTRZENNYM

ZAŁOŻENIA OGÓLNE

Zgodnie z uzyskanymi informacjami od zarządu spółki Emitent jest na ostatnim etapie negocjacji w zakresie zawarcia umowy inwestycyjnej z grupą pięciu osób fizycznych, zmierzającą do powołania nowej spółki akcyjnej do realizowania planu wspólnej inwestycji w rozwój technologii 3D, w tym: produkcji sprzętu drukującego w technologii 3D, przejęcia portali tematycznych obejmujących szeroki zakres zagadnień druku i technologii 3D oraz dalszego rozwoju technologii 3D.

Wspólnicy Columbus Capital w nowo utworzonym podmiocie to osoby posiadające kompetencje w zakresie projektowania drukarek 3D a także szerokie kompetencje programistyczne. Ponadto do aktywów wnoszonych przez wspólników Emitenta należy zarejestrowana platforma MakersCloud.com oraz 3FX.eu a także prawo do drukarki 3D Golem D. Columbus Capital obejmie w nowo utworzonym podmiocie 33% akcji wnosząc wkład własny w wysokości 300.150 zł.

DEFINICJA BRANŻY oraz OGÓLNY OPIS

Sektor druku 3D to branża, która coraz głębiej wchodzi w sferę biznesu i w życie codzienne i może znacząco wpłynąć na styl konsumowania i nabywania przez nas różnych dóbr.

Drukowanie przestrzenne (ang. 3D printing) to proces wytwarzania trójwymiarowych fizycznych obiektów na podstawie komputerowych modeli. Wywodzący się z metod szybkiego prototypowania (Rp – rapid prototyping) druk 3D jest obecnie elementem technik komputerowych skracających czas projektowania i wytwarzania - Time Compression Technologies (TCT)¹ do których należą:

- Virtual Prototyping - wirtualne prototypowanie (badanie prototypu istniejącego w komputerze)
- Rapid Prototyping - szybkie wytwarzanie rzeczywistych prototypów maszyn i urządzeń
- Rapid Manufacturing - szybka produkcja seryjna
- Rapid Tooling - szybkie wykonywanie narzędzi
- Reverse Engineering - inżynieria wsteczna, czyli tworzenie modelu bryłowego w komputerze na podstawie rzeczywistego obiektu

SEGMENTACJA RYNKU

Podział rynku wg charakteru użytkowników końcowych:

- Średnie i duże przedsiębiorstwa – Podmioty zainteresowane urządzeniami o wysokich parametrach technicznych wraz z pełną obsługą klienta, wsparciem i serwisem technicznym.
- Startupy, mikro i małe przedsiębiorstwa – Podmioty szukające urządzeń o relatywnie dużej wydajności do szybkiego i taniego prototypowania swoich projektów. Posiadają ograniczony budżet szukają rozwiązań dostosowanych do indywidualnych potrzeb.
- Klienci indywidualni – Klienci posiadający ograniczone budżety, zainteresowani niewielkimi projektami, urządzenia spełniające indywidualne wymagania o relatywnie niskiej wydajności.

¹ Na podstawie prezentacji Nowoczesne techniki przyspieszające wytwarzanie, Z. Rudnicki.

Podział rynku według zastosowań:

- Segment profesjonalny – duże, specjalistyczne urządzenia o relatywnie wysokiej wydajności i precyzji wykonania produktu gotowego oraz dużej powierzchni roboczej będącej obecnie jednym z głównych wyznaczników atrakcyjności urządzenia.
- Segment SOHO (Small Office / Home Office) i SMB (Small and medium businesses) – produkty nastawione na produkcję stosunkowo jednorodnych elementów o relatywnie dużej wydajności i średniej precyzji.
- Segment DIY (opensource) – najtańsze drukarki 3D o prostej konstrukcji do wykonywania jednorodnych produktów o stosunkowo niskiej precyzji wykonania posiadające głównie zastosowania hobbystyczne.

Druk 3D znajduje swoje zastosowanie w wytwarzaniu:

- prototypów elementów mechanicznych maszyn,
- prototypów wzornictwa przemysłowego,
- elementów konstrukcji i maszyn,
- prototypów form przemysłowych i produktów przed masową produkcją,
- przedmiotów codziennego użytku,
- gadżetów reklamowe,
- krótkich serii produktów,
- rzeźb i modeli kolekcjonerskich,
- modeli i pomocy naukowych,
- biżuterii i akcesoriów w modzie.

WIELKOŚĆ RYNKU

Prestiżowa organizacja badawcza Gartner zalicza technologie oparte o Druk 3D do dziesięciu strategicznych trendów technologicznych w 2014 roku. Według analiz Gartnera rynek rozwiązań 3D na świecie urośnie w ciągu najbliższego roku o 75%, a do 2015 r. o 200%. Lux Research, międzynarodowa agencja konsultingowa przeprowadziła rozległą analizę dla branży druku 3D w postaci raportu „Budowanie przyszłości: ocena możliwości i wyzwań dla druku 3D”. Raport zakłada znaczący wzrost wartości tego rynku, wskazując jako największych beneficjentów przede wszystkim na branżę przemysłową, medyczną i lotniczą, przy równocześnie marginalnym znaczeniu segmentu desktopowych drukarek 3D dla użytku domowego.

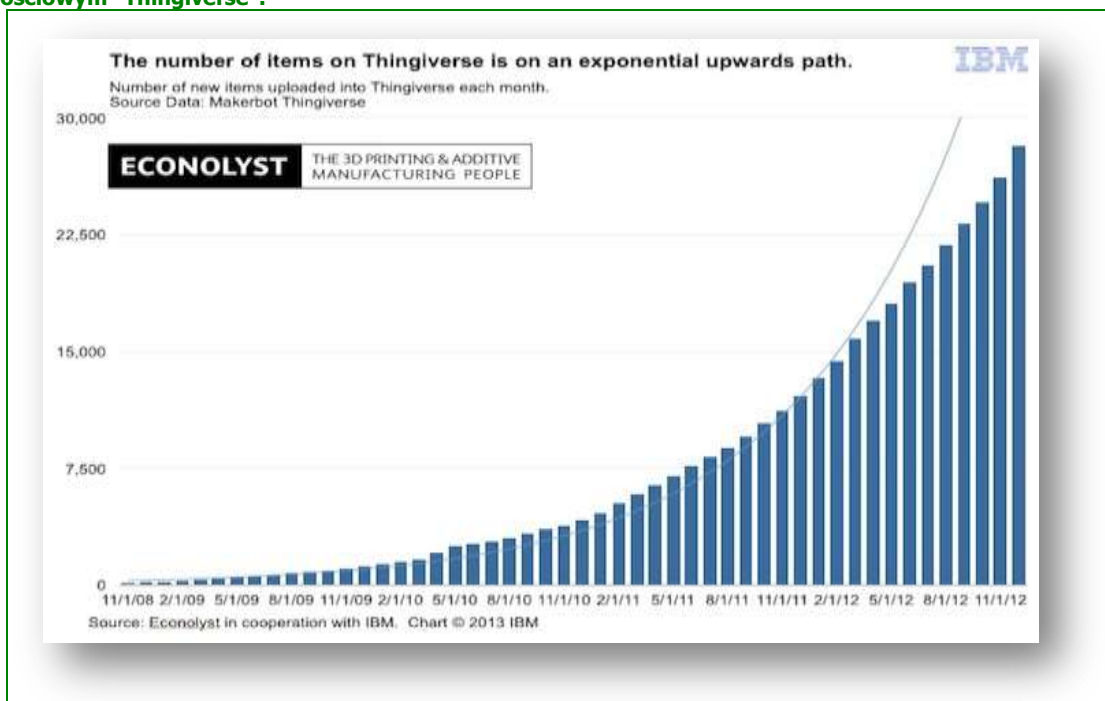
Na podstawie swoich badań, analitycy Lux Research wyliczyli, iż w roku 2025 wartość rynku drukarek 3D wyniesie aż 8,4 miliarda dolarów, podczas gdy w zeszłym roku był on szacowany na 777 milionów. 84% udziału w rynku będzie posiadać wielka trójka: przemysł samochodowy, medyczny i lotniczy.

Jeśli chodzi o rynek konsumencki, to raport przewiduje wzrost z 17 milionów dolarów z poziomu zeszłego roku, do 894 milionów w roku 2025 i udział w rynku na poziomie niespełna 10%. Ponadto analitycy zakładają systematyczny spadek cen materiałów do druku jak i samych urządzeń oraz wystąpienie boomu na produkcję nisko seryjną.

W podobnym tonie na temat rynku druku 3D wypowiada się Paul Brody, wiceprezes firmy IBM globalnego lidera elektroniki, w swoim wystąpieniu wygłoszonym na Globalnym Szczycie Innowacji Siemens. W opinii Paula Brody wzrost popularności druku 3D w najbliższych latach przybierze formę funkcji wykładniczej.

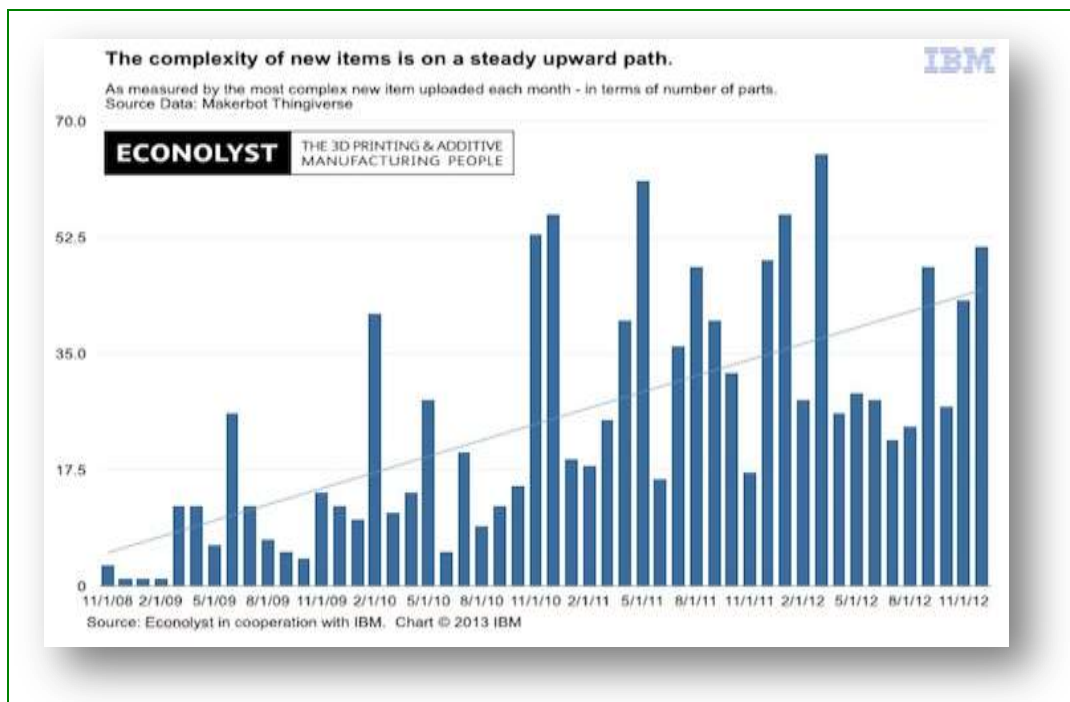
Potwierdzeniem tego zjawiska obecnie jest obserwacja najbardziej popularnej internetowej społeczności wymiany projektów "Thingiverse" w ramach której już obecnie następuje wykładniczy wzrost liczby współdzielonych projektów korzystających z technologii 3D.

Wykres 6. Wzrost liczby współdzielonych projektów korzystających z technologii 3D na portalu społecznościowym "Thingiverse".



Wzrost produkcji cyfrowej jest spowodowany nie tylko samym drukiem 3D, lecz również pojawieniem się lepszego oprogramowania umożliwiającego łatwiejsze przelewanie idei z umysłu na rzeczywisty projekt. Dowodem na to jest fakt, że liczba obiektów na Thingiverse wciąż rośnie, a coraz więcej z nich ma bardzo skomplikowany układ - więcej ruchomych części i bardziej skomplikowaną geometrię co przedstawia kolejny wykres.

Wykres 7. Wzrost liczby zaawansowanych projektów korzystających z technologii 3D na portalu społecznościowym "Thingiverse".



MAKROOTOCZENIE PROJEKTU

Druk 3D jak każda nowatorska technologia ma pewne ograniczenia. Dotychczas największym z nich jest materiał z którego powstają wydruki. Wykorzystywane w największych ilościach w drukowaniu materiały nie należą do najtrwalszych. Wydaje się, że dla tej technologii nie znaleziono jeszcze optymalnego zastosowania. Możliwości druku 3D są dużo większe od tych, które są obecnie wykorzystywane. Kolejnym ważnym wyzwaniem dla rozwoju druku 3D także sama dostępność drukarek. Globalnym liderem wśród producentów drukarek 3D jest *MakerBot*, która sprzedaje swoje urządzenia samodzielnie, ale także wykorzystuje do tego sklepy Microsoftu w Stanach Zjednoczonych. Liczba dostępnych drukarek na rynku jest nadal niewielka ponadto odbiorcy końcowi ze względu na niewielką grupę producentów tego typu urządzeń nie mają specjalnie dużego wyboru szczególnie w średnim przedziale cenowym przeznaczonym dla sektora MSP.

Według firmy konsultingowej Wohlers Associates, ponad 20 proc. przedmiotów, jakie drukowane są dziś na świecie w 3D to już gotowe produkty, które mogą trafić do sprzedaży, a nie zwykłe podzespoły czy repliki do celów naukowych. Zdaniem Terry'ego Wohlersa, szefa firmy, za dziesięć lat będą one stanowiły już 50 proc. towarów drukowanych w 3D. Dwa lata temu globalny rynek druku 3D wart był około 1,2 mld dol., a za pięć lat jego wartość się podwoi.

Druk 3D przyczyni się do istotnych zmian w zakresie planowania produkcji, gdyż pozwoli każdemu przedsiębiorcy na szybkie rozpoczęcie produkcji po niższych kosztach i szybkie osiągnięcie masowej skali. Dzięki zastosowaniu internetu będzie można wynająć fabrykę w dowolnym miejscu na świecie. Takie fabryki, zwane przez brytyjską firmę konsultingową Legerwood „**farmami 3D**”, będą się rozwijać i żyć ze zleceń na produkcję rzeczy wymyślonych przez designerów i przedsiębiorców. Dzięki temu, jak szacują analitycy Legerwood, czas od projektu do rozpoczęcia produkcji spadnie o 50-80 proc. w stosunku do czasu potrzebnego dziś.

Nie mniej istotne jest wygaśnięcie w 2014 roku kluczowych patentów dla rozwoju tej technologii. Metody drukowania przestrzennego do tej pory zarezerwowane dla przemysłu będą od 2014 r. dostępne powszechnie. Zmiany modeli biznesowych będą dotyczyć też druku 3D. Obecnie mamy do czynienia z biznesem sprzętowym, gdzie zarabia się na produkcji samych urządzeń. Z czasem jak każde tego typu przedsięwzięcie stanie się niskomargowe i produkcja alokuje się do najtańszych ośrodków model biznesowy nastawi się na oprogramowanie, które teraz przeznaczone jest dla specjalistów oraz repozytoria projektów. Ocenia się, że druk 3D nie zastąpi masowej produkcji przemysłowej. Z drugiej jednak strony, kończą się czasy długich serii takich samych produktów, ponieważ społeczeństwo będzie potrzebowało rosnącej indywidualizacji w obrębie przemysłu użytkowego.

KONKURENCJA

Na krajowym rynku działa kilkanaście firm zajmujących się produkcją drukarek 3D. Najbardziej znane to E-Prototypy, Zortrax, Omni3D, Zmorph

Wrocławska spółka **e-Prototypy** generująca ponad 4 mln przychodów w 2012 roku została przejęta przez belgijski koncern Materialise, koncentrujący się na produktach i usługach związanych z drukiem 3D. Kwota transakcji nie została ujawniona. Materialise to największa tego typu firma w Europie, istnieje od przeszło 20 lat, ma siedzibę w belgijskim Leuven. Na świecie ustępuje jedynie dwóm graczom: 3D System i Stratasys-MakerBot.

Omni3D. Firma powstała w 2013 r. i sprzedała do tej pory ok. 200 drukarek. Teraz jest w stanie wyprodukować kilkaset urządzeń rocznie. Firma planuje zwiększyć produkcję i sprzedaż do co najmniej kilku tysięcy w skali roku. Spółka w roku poprzednim została dokapitalizowana przez fundusz LMS Invest, który objął za nieujawnioną kwotę 20 proc. udziałów.

Zmorph Sp. z o.o. obecnie może wyprodukować 100 urządzeń miesięcznie. W najbliższym czasie chce dojść do poziomu kilkuset drukarek na miesiąc. Cel firmy to przede wszystkim dalszy rozwój sprzedaży zagranicą, gdzie generuje ok. 80 proc. sprzedaży. Spółka zamierza pozyskać nowych inwestorów prowadząc rozmowy z funduszami private equity oraz sondując możliwość wejścia na londyński rynek alternatywny bądź polski NewConnect.

Zortrax Sp. z o.o. jest polskim dostawcą kompleksowych rozwiązań w obszarze druku 3D. Spółka z powodzeniem działa na rynkach międzynarodowych, sprzedając swoje produkty m.in. w największych krajach europejskich oraz w USA i Kanadzie. Założycielem i Prezesem Zarządu Spółki jest Pan Rafał Tomasiak, który jest twórcą projektu Drukarki 3D Zortrax M200, a także głównym udziałowcem w Spółce.

Zortrax to pierwszy polski projekt, który odniósł międzynarodowy sukces na Kickstarterze. Kampania, która zbierała fundusze na zrealizowanie projektu drukarki 3D Zortrax M200, zakończyła się 21 czerwca 2013. Kwota fundowania osiągnęła założony target 100,000\$ przed wyznaczonym terminem, a ostateczna kwota dofinansowania inwestorów osiągnęła prawie 180,000\$.

Według Konrada Sierzputowskiego z Omni3D rynek Polski jest w stanie obecnie przyjąć kilkadziesiąt tysięcy drukarek. Marże na drukarkach są obecnie bardzo wysokie, sięgają według nieoficjalnych informacji 50 i więcej proc.

O tym, w jakim tempie rozwija się branża, mogą świadczyć dane amerykańskiej firmy analitycznej i konsultingowej Wohlers Associates, która szacuje, że w 2013 r. wartość światowego rynku druku 3D (produktów i usług) wzrosła o 34,9 proc. (CAGR - skumulowany roczny wskaźnik wzrostu) do 3,07 mld dolarów. To najwyższy poziom od 17 lat. Przed rokiem Wohlers Associates przewidywał, że do 2017 r. sprzedaż produktów i usług w segmencie 3D osiągnie 6 mld dolarów.

Główni uczestnicy rynku nie ukrywają jednocześnie, że dla firm, które na trwałe chcą wpisać się w krajobraz światowej branży drukarek 3D i wykroić z niej atrakcyjny kawałek tortu, to już niemal ostatni dzwonek na podjęcie odpowiednich działań.

Branża rozwija się obecnie w niezwykle szybkim tempie. Kluczem do utrzymania się na rynku jest oferowanie konkurencyjnego produktu i jak największa optymalizacja produkcji, m.in. przez zmniejszanie kosztów. Jeśli ktoś już teraz nie zaistnieje mocno w świadomości klientów, już wkrótce może zniknąć z rynku – wskazuje Karolina Boładź, współzałożycielka firmy Zortrax, która pieniądze na rozwój zbierała m.in. na serwisie Kickstarter.

PRZEWAGI WEWNĘTRZNE

Rozpatrując atrakcyjność inwestycyjną przedmiotowego przedsięwzięcia należy wziąć pod uwagę następujące kluczowe czynniki wewnętrzne istotne dla wartości projektu:

- Pięcioosobowy silnie zmotywowany zespół wspólników emitenta posiadający niezbędną wiedzę techniczną oraz sprzedażową, w tym uznane w środowisku kompetencje związane z projektowaniem drukarek 3D oraz wypracowaną koncepcję budowy platformy świadczącej usługi w tym zakresie,
- Rozpoznawalność drukarki przestrzennej Golem D na rynku polskim,
- Niezależną, pozytywną opinię globalnego serwisu branżowego na temat drukarki Golem D potwierdzającej wysoką jakość produktu,

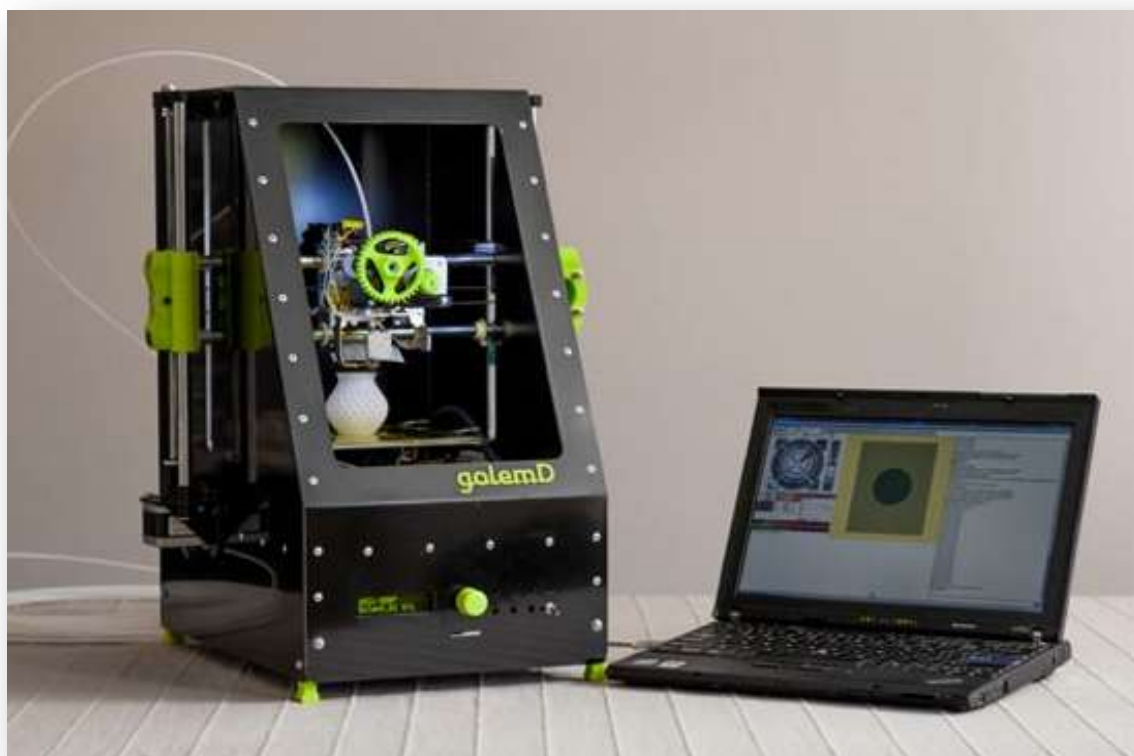
KRÓTKA INFORMACYJNA NA TEMAT DRUKARKI GOLEM D

GolemD – drukarka 3D zaprojektowana i wykonana przez Michała Liberdę (jednego ze wspólników Emitenta w projekcie) to wg polskich serwisów branżowych jedna z najlepszych polskich produkcji tego typu. Fakt ten został doceniony niedawno przez jeden z najważniejszych portali poświęconych drukowi 3D na świecie www.3ders.org. Jednocześnie w środowisku branżowym Pan Michał Liberda jest traktowany jako jeden z najbardziej utalentowanych konstruktorów.

Niezależnie od tego, GolemD jest drukarką open-source`ową, zatem projekty do niej można pobrać zupełnie niezależnie z Thingiverse (największej globalnej społeczności konstruktorów) i samodzielnie złożyć (link <http://www.thingiverse.com/thing:141321>)

Równocześnie, dzięki wspomnianemu artykułowi na www.3ders.org, GolemD Michała Liberda dołącza do CB Printer / RapCrafta, Zortraxa, ZMorpha oraz Wulfnora jako jedynych polskich producentów drukarek 3D, o których wspomniał ten tak ceniony na świecie przez branżę druku 3D portal.

Fotografia 1 Drukarka przestrzenna GolemD.



2. INWESTYCJA W SPÓŁKĘ ŚWIADCZĄCĄ KOMPLEKSOWE USŁUGI W SEGMENTCIE OZE

ZAŁOŻENIA OGÓLNE

W dniu 4 czerwca 2014 roku emitent podpisał umowę z osobą fizyczną nabycia 400.000 (słownie: czterysta tysięcy) akcji serii A na okaziciela, uprzywilejowanych co do głosu w ten sposób, iż posiadaczom jednej akcji uprzywilejowanej przysługuje prawo do oddania dwóch głosów na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy na każdą akcję uprzywilejowaną, Spółki Akcyjnej PIE Polskie Innowacje Energetyczne S.A. z siedzibą w Krakowie, wpisanej do rejestru przedsiębiorców KRS prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla Krakowa – Śródmieścia w Krakowie XI Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS 0000425536, o wartości nominalnej 0,10 zł (dziesięć groszy) każda akcja, co stanowi 40 % w kapitale zakładowym Spółki i uprawnia do 800.000 (słownie: ośmiuset tysięcy) głosów na Walnym Zgromadzeniu, co stanowi 40 % ogólnej liczby głosów na Walnym Zgromadzeniu Spółki

Spółka w której udziały zostały nabyte przez Columbus Capital S.A. prowadzi działalność w zakresie doradztwa energetycznego, wykonywania audytów energetycznych oraz sprzedaży odnawialnych źródeł energii, w szczególności instalacji fotowoltaicznych, pomp ciepła. Spółka doradza klientom w obniżaniu kosztów za wszelkie media i przy wdrażaniu nowych energooszczędnych technologii.

DEFINICJA BRANŻY oraz OGÓLNY OPIS

Rynek energii słonecznej stanowi subrynek odnawialnych źródeł energii (OZE). Odnawialne źródła energii to taki rodzaj źródeł, których używanie nie wiąże się z ich długotrwałym deficytem. Najważniejszym benefitem dla inwestorów w Odnawialne Źródła Energii jest wsparcie pieniężne sprzedaży energii elektrycznej wytworzonej przez ich źródła przez zielone certyfikaty jak i taryf gwarantowanych dla mniejszych źródeł energii.

Rynek fotowoltaiczny

- **Inwestorzy publiczni**, m.in. Ministerstwo Gospodarki, Narodowy Fundusz Ochrony Środowiska i Gospodarki Wodnej, inne resorty i instytucje,
- **Pozostali inwestorzy** tacy jak przedsiębiorstwa chcące ograniczyć koszty pozyskiwania energii elektrycznej lub dywersyfikujący źródła zysku, bądź dbający o pozytywny wizerunek zielonej firmy, a także przedsiębiorstwa energetyczne.
- **Przedsiębiorstwa produkcyjne**, producenci zajmujący się produkcją ogniw fotowoltaicznych oraz wszelakiego osprzętu związanego z funkcjonowaniem paneli fotowoltaicznych – stelaże, okablowanie, inwertery.
- **Przedsiębiorstwa dystrybucyjne**: dystrybutorzy i re dystrybutorzy.
- **Przedsiębiorstwa budowlane** zajmujące się montażem instalacji.
- **Konsumenci runku fotowoltaicznego** : indywidualni oraz konsumenci instytucjonalni.
- **Inne podmioty**: firmy usługowe, stowarzyszenia, instytucje promujące ekologię, prasa branżowa, festiwale ekologiczne, inne instytucje promujące odnawialne źródła energii.

SEGMENTACJA RYNKU

Popyt na rynku fotowoltaiki na razie jest na niskim poziomie. Powodem tego jest olbrzymi koszt inwestycji w ogniwa fotowoltaiczne oraz niewielki przychód w stosunku do wspomnianego wcześniej kosztu. Obliczając zwrot inwestycji z ogniw fotowoltaicznych przy sprzedaży energii elektrycznej po cenach rynkowych to okres rzędu ponad 20 lat.

Zakłada się, że ogniwa fotowoltaiczne będą montowane głównie na domach jednorodzinnych. Potencjalnych indywidualnych odbiorców w Polsce jest ok. 5.520 tys. klientów². Wg opinii fachowców średnio połąć dachu ma około 80 metrów kwadratowych do wykorzystania, co oznacza możliwość zainstalowania ponad 11kWp paneli słonecznych. Jako, że panele słoneczne i kolektory można zamontować na praktycznie każdym rodzaju dachu (między innymi przy pomocy specjalnych stelaży) można zakładać że ta liczba pozostanie bez zmian.

Oszacowany potencjalny popyt indywidualny, którego składowymi były domy jednorodzinne oraz gospodarstwa rolne daje wielkość ok. 7,7mln odbiorców w Polsce.

Poza popytem indywidualnym na rynku fotowoltaicznym występować będzie popyt instytucjonalny, który reprezentowany będzie przez firmy lub instytucje chcące inwestować swoje pieniądze w systemy fotowoltaiczne w różnych celach. Przesłanki takich inwestycji mogą być różne:

- Chęć dywersyfikacji pozyskiwania energii,
- Zielony marketing,
- Zwiększenie atrakcyjności firmy w odniesieniu do konkurencji,
- Dopłaty z instytucji europejskich bądź państwowych,
- Obniżenie kosztów funkcjonowania przedsiębiorstwa (niższe rachunki za energię),
- Zmiana wizerunku,
- Wymóg prawny,
- Zysk ze sprzedaży energii.

Obecny światowy trend wśród przedsiębiorstw nakazuje dążenie do jak największego ograniczenia szkodliwości względem środowiska, tzw. strategię prośrodowiskową. Dotychczasowe segregowanie śmieci, montowanie energooszczędnych żarówek z może zostać wzbogacone o pozyskiwanie energii z odnawialnych źródeł w tym z energii słonecznej.

WIELKOŚĆ RYNKU

Rok 2012, jak wynika z badań przeprowadzonych przez IEO, spowodował znaczne ożywienie na rynku fotowoltaicznym w Polsce. W minionym roku sprzedano na nim panele o łącznej mocy 22,9 MW. Część z nich została już oddana do użytku, jednak znaczna ich ilość jest dopiero instalowana. Obecnie w Polsce zbudowano wiele elektrowni fPV, a największa pod kątem mocy jest realizowana w Olsztynie (woj. warmińsko-mazurskie). Wkrótce zostanie oddana do użytku druga elektrownia PV o mocy 1,2 MW w miejscowości Czerniewice. Po zakończeniu wspomnianych inwestycji, czyli pod koniec 2013 r., w Polsce może działać nawet ponad 24 MW elektrowni PV.

² Ilość budynków jednorodzinnych w Polsce w latach 2002 i 2011 Źródło: Wyniki Narodowego Spisu Powszechnego Ludności i Mieszkań 2011, Warszawa 2012, GUS

Scenariusz rozwoju tego sektora do 2020 r., który ukazuje kolektory słoneczne jako obecnie najbardziej rozwiniętą i wiodącą technologię z grupy mikroinstalacji oraz innych rozwiązań prosumenckich, zaprezentowano w najnowszej ekspertyzie IEO i ZPFEO (z kwietnia 2013 br.) pt. „Krajowy plan rozwoju mikroinstalacji odnawialnych źródeł energii do 2020 roku”. Scenariusz ten, bazujący na rządowym Krajowym Planie Działania (KPD), przewiduje, że do 2020 r. ponad 2,5 mln prosumentów będzie wykorzystywać mikroinstalacje OZE, w tym ok. 500 tys. instalacje fotowoltaiczne. Krajowe obroty na rynku mikroinstalacji w 2020 r. wyniosą 26,5 mld zł, w tym 2,5 mld zł w branży PV. Dla porównywania wartość rynku kolektorów słonecznych w 2011 roku wynosiła 500 mln zł

Według szacunków opublikowanych w KPD, przy korzystnych regulacjach prawnych, do 2020 r. możemy odnotować zainstalowanie nawet 1,8 GW w słonecznych elektrowniach fotowoltaicznych.

MAKROOTOCZENIE PROJEKTU

Instalacje fotowoltaiczne, ze względu na swoją prostą budowę, cechują się krótkim czasem realizacji inwestycji. Dzięki temu od momentu podjęcia decyzji o budowie do momentu, kiedy elektrownia zacznie produkować prąd, mija ok. 3 – 18 miesięcy (w zależności od wielkości inwestycji). Jest to ważne szczególnie teraz, kiedy Polska stoi w obliczu potencjalnych problemów z zaspokojeniem potrzeb energetycznych. Wiele elektrowni jest już bowiem technologicznie przestarzałych i nie nadaje się do modernizacji. W kolejnych latach planowane są wyłączenia niektórych bloków na węgiel kamienny, stanowiących podstawę polskiej energetyki. Wskutek wciąż rosnącego zapotrzebowania na energię elektryczną oraz ubywania jednostek wytwórczych, już ok. 2016 r. możemy być zmuszeni do kosztownego importowania energii elektrycznej. Z pomocą mogą przyjść inwestycje w elektrownie fotowoltaiczne, ponieważ w krótkim czasie można dodać do krajowego systemu elektroenergetycznego znaczne szczytowe moce wytwórcze, które pomogą w pokryciu potrzeb w czasie największego zapotrzebowania.

Z analiz profili zapotrzebowania na energię elektryczną wielu dużych polskich miast można wywnioskować, iż duże zapotrzebowanie na energię elektryczną pokrywa się z maksymalnymi możliwościami produkcyjnymi elektrowni PV. Są więc one dobrym źródłem szczytowym, wpisującym się w standardowe profile zapotrzebowania na energię elektryczną. Szansę na rozwój mikroinstalacji PV w Polsce stwarza nowy program NFOSiGW o nazwie Prosument.

KONKURENCJA

Duże zainteresowanie fotowoltaiką nastąpiło w ciągu minionych dwóch lat, a największy przyrost nowych przedsiębiorstw można powiązać z przedstawionym przez Ministerstwo Gospodarki w grudniu 2011 r. projektem ustawy o odnawialnych źródłach energii. W 2007 r. w raporcie opracowanym przez Instytutu Energetyki Odnawialnej (IEO) na zlecenie Ministerstwa Gospodarki wskazano cztery firmy produkujące (montujące) moduły PV i dwie dostarczające komponenty do systemów fotowoltaicznych. Obecnie (2013 r.) na polskim rynku odnotowano działalność 198 firm, które zajmują się produkcją paneli fotowoltaicznych i dystrybucją elementów elektrowni PV.

Wśród wszystkich firm:

- 179 oferuje usługi dystrybucji modułów PV oraz urządzeń pomocniczych,
- 143 proponują kompleksowe podejście przy inwestycjach PV (doradztwo, sprzedaż, montaż, rozruch, serwis),
- 20 to przedsiębiorstwa deweloperskie,
- 14 produkuje moduły PV i sprzedaje na rynku polskim oraz zagranicznym.

Przedsiębiorstwa mają swoje siedziby głównie w województwach: mazowieckim, wielkopolskim, śląskim, małopolskim i pomorskim. Jak wynika z badań IEO, prawie 90% przedsiębiorstw funkcjonujących w sektorze fotowoltaiki to małe i średnie firmy, zatrudniające do 20 osób. Większość z nich odznacza się krótkim stażem na rynku. Prawie 60% z nich działa w branży krócej niż pięć lat. Natomiast ok. 70% firm prócz kompleksowych usług z zakresu fotowoltaiki w swojej ofercie ma także inne odnawialne źródła energii.

W Polsce w czerwcu 2012 działało ponad 100 firm, które w swojej ofercie posiadają moduły fotowoltaiczne oraz akcesoria przydatne przy instalacjach fotowoltaicznych. Ponad połowa z nich oficjalnie świadczy usługi montażowe oraz oferuje wsparcie przy projektowaniu całej instalacji, by jak najlepiej zaspokajała indywidualne potrzeby klienta.

Na polskim rynku pojawiają się moduły fotowoltaiczne pochodzące od producentów z różnych krajów, lecz w 2011 roku największe ilości pochodziły z:

- Chin (28%)
- Niemiec (24%)
- Kanady (17%)
- Japonii (9%)

Oprócz paneli fotowoltaicznych polscy dystrybutorzy oferują akumulatory, kontrolery ładowania, oprogramowanie dla instalatorów oraz inwertery (jedno i trójfazowe oraz wyspowe i sieciowe). Polscy dystrybutorzy również posiadają również w swojej ofercie stelaże wykorzystywane do montowania paneli fotowoltaicznych. Posiadają bogatą ofertę na każdą sytuację oferując stelaże zarówno te do montowania na dachu jak i te do tworzenia wielkich naziemnych elektrowni. Do tego dochodzą również wspomniane wcześniej trackery pozwalające na zwiększenie efektywności paneli.

W okresie przed Ustawą o OZE dominujące są zestawy typu off-grid. Spowodowane jest to brakiem doprecyzowania elementów formalno-prawnych. Nie zmienia to faktu, że dystrybutorzy w swojej ofercie posiadają instalacje typu on-grid, która będzie pozwalała na podłączanie instalacji do sieci elektrycznej.

Niektóre serwisy służące do porównywania cen w sklepach internetowych (przykładowo Ceneo) również mają w swoich strukturach zakładki dotyczące fotowoltaiki oraz całych systemów. To jest znak, że również w handlu internetowym coraz częściej pojawiają się produkty fotowoltaiczne.

W Polsce do roku 2012 (włącznie) nie było szczególnych ograniczeń co do wymagań zawodowych instalatorów paneli fotowoltaicznych. Jedynym standardowym wymaganiem jest obowiązkowym potwierdzanie kwalifikacji zawodowych na podstawie art. 54 ustawy Prawa energetycznego, który dotyczy wszystkich osób zajmujących się eksploatacją sieci oraz urządzeń i instalacji.

Według tego samego artykułu potwierdzeniem posiadania uprawnień zawodowych jest świadectwo kwalifikacyjne, które wydawane jest przez komisje kwalifikacyjne powoływane na okres 5 lat przez Prezesa Urzędu Regulacji Energetyki. Potwierdzanie spełnienia wymagań kwalifikacyjnych należy powtarzać co 5 lat. Jednakże, trzeba zauważyć, że z obowiązku potwierdzenia posiadania kwalifikacji w zakresie obsługi urządzeń i instalacji zwolnieni są użytkownicy eksploatujący niewielkie urządzenia lub instalacje (urządzenia elektryczne o napięciu nie wyższym niż 1 kV i mocy znamionowej nie wyższej niż 20 kW oraz urządzenia lub instalacje ciepłe o mocy zainstalowanej nie wyższej niż 50 kW).

PRZEWAGI WEWNĘTRZNE

O atrakcyjności projektu decyduje jasna wizja rozwoju podmiotu mająca na celu wykorzystania nadarzających się okazji wynikających ze zmian prawnych w zakresie funkcjonowania rynku OZE zaprezentowana przez głównego udziałowca spółki i prezesa zarządu w jednej osobie Pana Dawida Zielińskiego. Jednocześnie Pan Dawid Zieliński jako wiodący menager w projekcie posiada istotne dokonania branżowe zwiększające prawdopodobieństwo osiągnięcia zakładanych celów.

Pan Dawid Zieliński prezes Zarządu spółki, uprzednio zbudował na przestrzeni ostatniego roku podmiot który osiągnął niemal 5 mln zł przychodów ze sprzedaży przy zaangażowaniu zaledwie 120 tys. zł środków własnych. Powyższa firma jest obecnie liderem sprzedaży kolektorów słonecznych oraz kotłów klientom indywidualnym w dwóch województwach.

Główne elementy przewagi konkurencyjnej przedsiębiorstwa to:

- Wysokie kompetencje biznesowe głównego udziałowca,
- Dopracowana strategia rozwoju,
- Zbudowana efektywna struktura organizacyjna,
- Wysoka skalowalność biznesu,
- Kompleksowość usług oraz umiejętne połączenie cross-sellingu,

3. INWESTYCJA W SPÓŁKĘ DEWELOPERSKĄ W SEGMENTIE NIERUCHOMOŚCI KOMERCYJNYCH

ZAŁOŻENIA OGÓLNE

Zarząd Emitenta w dniu 12 czerwca 2014 roku podpisał ze Spółką JR Invest S.A. z siedzibą w Krakowie list intencyjny związany z prowadzeniem przedsiębiorstwa o charakterze niezależnego funduszu nieruchomości komercyjnych, pozyskiwaniu dla takiego funduszu dalszego finansowania, ewentualne wprowadzenie takiego podmiotu na Giełdę Papierów Wartościowych.

Ganador sp. z o.o. działa w formie funduszu nieruchomości, który kupuje nieruchomości komercyjne do 1 mln zł, a następnie w krótkim okresie czasu odsprzedaże je z dużą marżą. Głównym założeniem funduszu nieruchomości Ganador sp. z o.o. jest kupowanie nieruchomości komercyjnych za gotówkę, bez korzystania z kredytów bankowych. W ten sposób działalność spółka jest stabilna, a nabywanie nieruchomości nieobciążone. Emitent obejmie do 50% udziałów w spółce za wkład gotówkowy w kwocie 1,1 mln zł.

DEFINICJA BRANŻY oraz GŁÓWNE SEGMENTY

Jeden z ogólnych podziałów dzieli nieruchomości na nieruchomości przeznaczone do zaspokojenia potrzeb mieszkaniowych i na nieruchomości komercyjne, które uznane były za ten rodzaj nieruchomości, który z założenia powinien przynosić właścicielowi zysk netto.

Najczęstszym sposobem podziału nieruchomości komercyjnych jest ich podział ze względu na funkcję pełnioną przez te nieruchomości (sposób ich wykorzystania) w ramach której wyróżnia się następujące segmenty nieruchomości komercyjnych:

- Nieruchomości biurowe,
- Nieruchomości handlowe,
- Nieruchomości usługowe.

Nieruchomości biurowe to pojedyncze lokale lub budynki, w których są realizowane szczególne funkcje niezwiązane bezpośrednio z produkcją dóbr materialnych lub ich sprzedażą. Nieruchomości biurowe także można podzielić przyjmując różne kryteria. Jeden z podziałów wyróżnia biurowce zajęte przez jednego lub wielu najemców. Ten podział jest istotny z punktu widzenia zarządzania takim obiektem, gdyż każdy z najemców może mieć inne preferencje lokalowe. Najczęściej przyjętym podziałem biurowców jest rozróżnienie ich klas. Aby przyporządkować biurowce do danej klasy, trzeba wziąć pod uwagę ich szczególne cechy, do których można zaliczyć: wiek budynku, lokalizację i pozycję rynkową (wskaźnik najmu). Biorąc pod uwagę wyżej wymienione cechy, możemy wyróżnić następujące klasy biurowców:

1. Klasa A – oznacza obiekt relatywnie młody, z wysokim wskaźnikiem wynajętej powierzchni, znajdujący się w bardzo dobrej lokalizacji,
2. Klasa B – obiekt starszy, zmodernizowany do obecnych standardów, z wysokim wskaźnikiem najmu, w bardzo dobrej lokalizacji, do tej klasy zaliczyć można także obiekty nowe usytuowane w gorszej lokalizacji,
3. Klasa C – starszy obiekt niezmodernizowany, w dobrej kondycji technicznej, dobry wskaźnik najmu, ale niższy niż przeciętny w mieście,
4. Klasa D – obiekt charakteryzujący się wysokim zużyciem funkcjonalnym, w złej kondycji technicznej, charakteryzujący się niskim wskaźnikiem najmu oraz niskimi czynszami.

Zaznaczyć trzeba, że biurowce nie są przyporządkowane danej klasie na stałe. Szybki postęp techniczny, zużycie funkcjonalne oraz techniczne powoduje, że ranga biurowce nie jest stała w czasie i obiekt może zostać niejako zdegradowany do klasy o niższej wartości.

Kolejnym rodzajem nieruchomości komercyjnych są **nieruchomości handlowe**. Ten rodzaj nieruchomości skupia w sobie bardzo różne typy obiektów. Do tej grupy nieruchomości zaliczyć można wolnostojące obiekty handlowe, a także ciąg kilku lub kilkunastu obiektów (niekoniecznie z jednej branży), które nastawione są na sprzedaż detaliczną.

Do grona nieruchomości handlowych należą także „tradycyjne sklepy i centra handlowe (typu galerie handlowe np. Galeria Mokotów, Złote Tarasy), a nawet ponadlokalne (centrum handlowe Janki pod Warszawą). Inną kategorię tworzą outletry, factory czy też malls przypominające swoją strukturą miasteczka handlowe z wieloma funkcjami towarzyszącymi, zlokalizowane w strefach podmiejskich dużych aglomeracji”.

Tradycyjna klasyfikacja obiektów handlowych związana jest z ich powierzchnią oraz układem pionowym konstrukcji. Wyróżnia się następujące powierzchnie handlowe:

1. Sklepy tradycyjne (powierzchnia sprzedaży do 400 mkw., jednokondygnacyjne),
2. Supermarkety (powierzchnia sprzedaży 0,4 – 2,5 tys. mkw. jednokondygnacyjne),
3. Hipermarkety (powierzchnia sprzedaży powyżej 2,5 tys. mkw., jednokondygnacyjne),
4. Centra handlowe (powierzchnia sprzedaży powyżej 5 tys. mkw., jedno lub wielokondygnacyjne, zarządzane przez jednego operatora),
5. Galerie handlowe (powierzchnia sprzedaży powyżej 10 tys. mkw., wielokondygnacyjne z funkcjami uzupełniającymi gastronomiczno-rekreacyjnymi).

W dobie Internetu wspólną cechą centrów handlowych, niezależnie od przyjętego kryterium podziału, jest to, że muszą one być dopasowane do potrzeb klientów. Obecnie styl życia ludzi powoduje, że oczekują oni od centrów handlowych nie tylko funkcji czysto handlowej, lecz także funkcji towarzyszącej, a czasem wręcz rekreacyjnej.

Kolejnym rodzajem nieruchomości komercyjnych są **nieruchomości usługowe**. Do tego rodzaju nieruchomości zalicza się nieruchomości towarzyszące obiektom handlowym i biurowym np. parkingi, stacje benzynowe oraz restauracje, hotele, motele, centra sportowe, kluby, obiekty kulturalno-oświatowe szpitale, kliniki jeśli właściciel tych nieruchomości nastawiony jest na osiąganie zysku z ich użytkowania.

Do nieruchomości komercyjnych należą także centra logistyczne (magazynowe, przeładunkowe, dystrybucyjne), które są istotnymi obiektami z punktu widzenia rynku nieruchomości komercyjnych. Podział tych nieruchomości jest bardzo różny i uzależniony od przyjętego kryterium podziału.

W Polsce najczęściej przyjmuje się podział zaproponowany przez agencję Colliers International, który umiejscawia centra logistyczne w strefach, które uzależnione są od odległości centrum logistycznego od geograficznego centrum aglomeracji miejskiej. Gdy centrum logistyczne umiejscowione jest do 15 km od ścisłego centrum miasta znaczy to, że jest w strefie I, jeśli o 1-30 km to jest w strefie drugiej, jeśli o ponad 30 km zaliczane są do strefy III.

WIELKOŚĆ RYNKU

Polska nadal postrzegana jest jako atrakcyjny rynek dla inwestorów. Jej dominująca pozycja w Europie Środkowej i płynność rynku przekładają się na stały silny popyt na powierzchnię biurową zarówno ze strony najemców, jak i nowych podmiotów. Z kolei poprawiające się nastroje konsumentów i wzrost wydatków korzystnie wpływają na popyt na powierzchnie magazynowe.

Rynek inwestycyjny

W 2013 r. wartość transakcji zawartych na rynku inwestycyjnym w Polsce wyniosła 3,12 mld EUR. Największy, około 25%, udział w polskim rynku mieli inwestorzy niemieccy. Polscy inwestorzy nabyli nieruchomości o łącznej wartości ok. 263 mln EUR i z 8% udziałem w rynku byli czwartą co do wielkości grupą kupujących.

Umowy o największej wartości zawarto na rynku handlowym. Stanowiły one ok. 44% ogólnego wolumenu transakcji. Łącznie w tym sektorze inwestorzy zakupili obiekty za 1,38 mld EUR, co stanowi prawie 20% wzrost w stosunku do roku poprzedniego.

Największą transakcją było zakupienie CH Silesia City Center w Katowicach za 412 mln EUR przez międzynarodowe konsorcjum inwestorów, któremu przewodził niemiecki ubezpieczyciel Allianz. Udział sektora biurowego wyniósł 38% ogólnego wolumenu, przy czym to w nim zrealizowano najwięcej, bo aż 27 transakcji na łączną kwotę 1,19 mld EUR. Wzrasta liczba transakcji biurowych realizowanych poza Warszawą (0,19 mld EUR), jednak największą transakcję zawarto w stolicy, gdzie amerykański fundusz Hines Global REIT kupił budynki biurowe New City oraz NC2 za 127 mln EUR. Na sektor magazynowy przypadło 14% wolumenu transakcji. 0,44 mld EUR wydane na nieruchomości magazynowe jest wynikiem niższym o ok. 5% w stosunku do rekordowego dla tego rynku 2012 r. Największą transakcją było zakupienie 50% udziałów w portfelu Prologis przez Norges Bank Investment Management.

Nieruchomości biurowe

W Warszawie w ubiegłym roku oddano do użytku ponad 298.000 mkw. nowej powierzchni biurowej. W konsekwencji na koniec grudnia zasoby stolicy wyniosły 4,11 mln mkw. Około 50% tej powierzchni powstało w rejonie górnego Mokotowa. Największe oddane projekty to: Konstruktorska Business Center, Miasteczko Orange i Plac Unii. W ciągu bieżącego roku w lokalizacjach centralnych przybędzie ok. 80.000 mkw. biur, głównie dzięki oddaniu pierwszego budynku kompleksu Warsaw Spire i biurowca Powiśle Park. Wolumen transakcji na rynku warszawskim wyniósł 633.300 mkw. W stosunku do 2012 r. zmalała liczba umów przednajmu. Nowe transakcje stanowiły ok. 60% popytu. Największą transakcją było podpisanie przez Polkomtel umowy przednajmu (22.680 mkw.) w budynku Harmony Konstruktorska. W najlepszych budynkach w Warszawie stawki bazowe spadły do 25 EUR/mkw./miesiąc. Poza centrum w dobrze zlokalizowanych i nowoczesnych obiektach czynsze mieściły się w przedziale 14–16,5 EUR/mkw./miesiąc.

Kraków wciąż pozostaje największym ośrodkiem regionalnym pod względem zasobów nowoczesnej powierzchni biurowej wynoszącej obecnie blisko 634.700 mkw., przy czym różnica między nim a znajdującym się na drugim miejscu Wrocławiem wynosi już tylko 95.000 mkw. Duże zainteresowanie deweloperów i wysoki przyrost zatrudnienia w sektorze nowoczesnych usług biznesowych powinny sprawić, że różnica ta zmniejszy się jeszcze bardziej. To również we Wrocławiu ukończono najwyższy budynek i dokonano największej transakcji najmu spośród wszystkich miast regionalnych w 2013 r. W oddanym do użytku w zeszłym roku Sky Tower umowę na 11,7 tys. mkw. podpisały spółki z grupy Getin. Stawki bazowe dla głównych ośrodków regionalnych poza Warszawą (Kraków, Wrocław, Trójmiasto, Poznań, Katowice, Łódź) nie zmieniły się znacząco i wynoszą od 12-14 EUR/mkw./miesiąc w Łodzi do 14-16 EUR/mkw./miesiąc w Poznaniu.

Nieruchomości handlowe

W 2013 r. do użytku oddano 650.000 mkw. nowoczesnej powierzchni handlowej, czyli blisko 20% więcej niż w 2012 r. Centra handlowe stanowiły 74% całkowitej podaży. Do największych ukończonych w zeszłym roku galerii należą: Galeria Bronowice w Krakowie, Poznań City Center i Galeria Katowicka. Przeważająca liczba nowo oddanych inwestycji jest zlokalizowana w największych aglomeracjach miejskich. Wielkość podaży w 2014 r. szacuje się na blisko 640.000 mkw. GLA. Planowane są otwarcia m.in. Atrium Felicity w Lublinie (75.000 mkw. GLA) oraz Galerii Warmińskiej w Olsztynie (41.000 mkw. GLA). W grupie ośmiu aglomeracji miejskich największym nasyceniem powierzchnią centrów handlowych charakteryzuje się Wrocław i Poznań, a najmniejszym Szczecin. Najwyższe czynsze odnotowuje się w najlepszych warszawskich centrach handlowych, gdzie za lokal 100–150 mkw.

na potrzeby sklepu odzieżowego trzeba zapłacić 80–90 EUR/ mkw./miesiąc. W pozostałych siedmiu aglomeracjach czynsze wynoszą średnio 35–45 EUR/mkw./miesiąc, natomiast w miastach średniej wielkości i małych 21–27 EUR/mkw./miesiąc.

Spośród pozostałych rodzajów nieruchomości handlowych obecnie najintensywniej rozwija się segment parków handlowych. Największym obiektem tego typu ukończonym w 2013 r. była Europa Centralna w Gliwicach o powierzchni 40.000 mkw. GLA. W 2013 r. oddano do użytku również jedno centrum wyprzedażowe – Factory Annapol w Warszawie o powierzchni 19.700 mkw. Aktualnie najnowsza rozpoczęta inwestycja w tym sektorze to City Outlet Lublin, którego otwarcie planowane jest na 2014 r. W segmencie spożywczym na uwagę zasługuje ekspansja sieci dyskontowych. W 2013 r. powstało blisko 350 nowych sklepów dyskontowych, głównie sieci Biedronka (ponad 70%). Tempo to utrzyma się na podobnym poziomie również w roku bieżącym. Segment głównych ulic handlowych w Warszawie oczekuje na realizację kolejnych inwestycji: modernizację i rozbudowę domu towarowego Smyk w Al. Jerozolimskich, modernizację Holland Parku (budynek Ethos) przy pl. Trzech Krzyży czy adaptację na potrzeby handlu kamienic mieszkalnych na rogu Nowego Świata i Świętokrzyskiej.

Nieruchomości magazynowe

Zasoby nowoczesnej powierzchni magazynowej w Polsce na koniec 2013 r. wyniosły 7.942.000 mkw., czyli ok. 5% więcej niż na koniec 2012 r. Do użytku oddano 354.000 mkw., z czego najwięcej w regionie wrocławskim. Chociaż ilość nowej powierzchni była mniejsza o ok. 30% w porównaniu do 2012 r., znacznie wzrósł popyt. Wolumen transakcji najmu zwiększył się o ok. 42% i wyniósł ponad 2,1 mln mkw. Do największych realizacji należy powierzchnia w Prologis Park V we Wrocławiu (36.000 mkw.), BTS (build-to-suit) dla koncernu Lear w Legnicy (32.000 mkw., Panattoni) oraz kolejne etapy Tulipan Park Warszawa (24.000 mkw., SEGRO) i SEGRO Industrial Park Tychy (21.000 mkw.).

Rynek nowoczesnych powierzchni magazynowych od wielu lat jest skupiony wokół Warszawy (ok. 35% rynku) oraz kilku rynkach regionalnych. Ze względu na bardzo dużą liczbę podpisanych umów w 2013 r. należy się spodziewać znaczącego wzrostu podaży w kolejnych miesiącach. Na koniec grudnia 2013 r. w budowie pozostawało 535.000 mkw. powierzchni. Na rynku dostępne jest ok. 870.000 mkw. niewynajętych magazynów.

W 2013 r. czynsze utrzymały się na dotychczasowym poziomie lub nieznacznie spadły. Najdrożej jest w strefie miejskiej Warszawy (4,5–5,8 EUR/ mkw./miesiąc), a najtaniej w Polsce Centralnej oraz w okolicach stolicy (2,4–4 EUR/mkw./miesiąc). W pozostałych regionach stawki mieszczą się w przedziale 2,9–4 EUR/mkw./miesiąc.

MAKROOTOCZENIE PROJEKTU

Rynek nieruchomości podobnie jak inne rynki branżowe jest powiązany z tempem wzrostu gospodarczego kraju. W czasie ostatnich kilkunastu lat mieliśmy okazję przeżyć okresy lepszej i gorszej koniunktury w naszym kraju, obserwowaliśmy także wahania na rynku nieruchomości. Należy jednak zaznaczyć, iż przez cały wspomniany wyżej okres, ceny na rynku nieruchomości rosły a zainteresowanie nieruchomościami utrzymywało się na wysokim poziomie. Wynikało to przede wszystkim z niezaspokojonego, przez wiele lat, popytu na nieruchomości zarówno komercyjne jak i mieszkaniowe oraz z atrakcyjności naszego rynku dla potencjalnych inwestorów, zwłaszcza od momentu przystąpienia Polski do U.E.

Ważnym czynnikiem ekonomicznym, powiązaniem ze wzrostem gospodarczym jest aktywność gospodarcza. Ma ona wpływ na rynek nieruchomości przede wszystkim w zakresie popytu. Im szybciej, bowiem rozwija się gospodarka tym większe zainteresowanie rynkiem nieruchomości, szczególnie jego częścią komercyjną.

W szerszej perspektywie aktywność gospodarcza przekłada się na wzrost dochodów ludności, poziom oszczędności oraz sytuację na rynku pracy. Również te, mające charakter ekonomiczny czynniki mają wpływ na sytuację na rynku nieruchomości. Warto zauważyć, iż mimo nie zawsze sprzyjających warunków ekonomicznych, rynek nieruchomości rozwinął się przez kilkanaście ostatnich lat a liczba i wartość zmieniających właściciela nieruchomości rosła. Choć oczywiście z wielu względów daleko nam do stanu rynku nieruchomości jaki osiągnęły państwa wysokorozwinięte. Tempo w jakim będziemy wyrównywać różnice dzielące nas od społeczeństw Zachodniej Europy, może w najbliższych latach przyspieszyć.

KONKURENCJA

Spółka koncentruje swoją aktywność biznesową na segmencie nieruchomości biurowych klasy B i C. Segment nieruchomości biurowych klasy B i C, szczególnie w miastach regionalnych w której działa podmiot charakteryzuje się znacznym rozproszeniem. W tym segmencie działają przede wszystkim mniejsze podmioty lub osoby prywatne będące właścicielami nieruchomości oferujące usługi w stosunkowo wąskim zakresie.

PRZEWAGI WEWNĘTRZNE

Czynnikami decydującym o sukcesie w branży podmiotu jest optymalna relacja ceny do jakości. Nieruchomości biurowe z segmentu klasy B i C charakteryzują się niskim standardem oferowanych usług. Dla spółki ważnym elementem strategii jest dostarczanie kompleksowych usług najmu na najwyższym poziomie, przy utrzymaniu cen zbliżonych do konkurentów. Strategia inwestycyjna spółki ma charakter kompleksowy i składają się na nią następujące działania:

- Spółka zamierza nabywać dobrze zlokalizowane nieruchomości, których niska cena jest podyktowana niezadawalającym stanem technicznym. Celem spółki jest pozyskanie tanich aktywów w celu ich modernizacji, a tym samym podniesienie wartości rynkowej.
- Spółka zamierza również nabywać aktywa w sposób pośredni, czyli poprzez akwizycję podmiotów gospodarczych w upadłości lub w ciężkiej sytuacji finansowej. Na rynku nieruchomości często dochodzi do przymusowej sprzedaży atrakcyjnych aktywów, na przykład w wyniku postępowań upadłościowych.
- Modernizacja nieruchomości oraz skuteczne zarządzanie posiadanymi nieruchomościami - Po nabyciu nieruchomości, w ramach prowadzonych działań Spółka podnosi wartość posiadanych i nabywanych nieruchomości poprzez podwyższanie standardu budynków komercyjnych przeznaczonych pod wynajem. W tym celu wdraża strategię skutecznego zarządzania, poszukuje również i wykorzystuje możliwości rozwojowych każdej z nich.
- Ukierunkowanie działalności na nabywanie biurowców klasy B i C.
- W Polsce wciąż występuje niedobór powierzchni biurowych dla mniej wymagających firm sektora MSP. Dlatego też model biznesowy Spółki zakłada inwestycje w segment biur klasy B i C, co daje szersze możliwości działania ze względu na mniejszą konkurencję i koncentrację rynku spowodowane tym, że fundusze oraz duże firmy kierują swoje zainteresowanie na segment biurowców klasy A. Natomiast w klasie B i C działają głównie mniejsze firmy i pojedynczy właściciele nieruchomości, którzy oferują obsługę w bardzo wąskim zakresie.

IV. WYCENA WARTOŚCI RYNKOWEJ SPÓŁKI

1. CEL ANALIZY

Zgodnie z zawartą umową przedmiotem opracowania jest „wycena wartości rynkowej spółki” z uwzględnieniem realizacji trzech projektów inwestycyjnych w postaci:

- Zakupu udziałów w nowoutworzonej spółce w zakresie produkcji drukarek 3D,
- Zakupu udziałów w nowoutworzonej spółce w sektorze OZE,
- Zakupu udziałów w spółce deweloperskiej w segmencie nieruchomości komercyjnych.

W podejściu dochodowym metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych

2. DATA NA KTÓRĄ DOKONANO OSZACOWANIA

Wartość spółki oszacowano na dzień 31.03.2014 r.

Przyjęcie wartości spółki wg stanu na dzień 31.03.2014 wynika z faktu uzyskania ostatniego dostępnego sprawozdania spółki na tą datę.

3. DATA WYKONANIA OPRACOWANIA

Opracowanie ukończono 30.07.2014 r.

4. UZASADNIENIE WYBORU METODY WYCENY

Przedmiotowa wycena COLUMBUS CAPITAL SPÓŁKA AKCYJNA z siedzibą w Katowicach została przeprowadzona za pomocą metody:

- o **dochodowej - zdyskontowanych przepływów pieniężnych /DCF/**

Zastosowanie metody dochodowej do wyceny przedmiotowego przedsiębiorstwa jest wynikiem uwzględnienia w wycenie emitenta trzech nowych projektów inwestycyjnych, które będą stanowić trzon przyszłej wartości podmiotu. Zastosowanie w tych warunkach metody porównawczej bądź majątkowej nie uwzględniającej potencjału dochodowego przedmiotowych projektów inwestycyjnych istotnie zniekształcałoby przyszłą wartość spółki.

Metoda dochodowa - zdyskontowanych przyszłych przepływów pieniężnych pozwala określić wartość przedsiębiorstwa w oparciu o jego zdolność do generowania strumieni dochodów. Wyniki uzyskane tą metodą zależne są od kondycji finansowej powstałego podmiotu. Dochodowe podejście do wartości przedsiębiorstwa wiąże ją z sumą zysków lub inną postacią dochodu netto, jaką przyniesie ono swoim właścicielom w okresie funkcjonowania.

Stwierdzenie takie uzasadnia również prawny sposób postrzegania własności, który stanowi, iż nabywając przedsiębiorstwo nabywa się prawo jego własności oraz wszelkie pożytki z tego prawa płynące związane z efektem synergicznym generowanym przez działające wspólnie elementy przedsiębiorstwa.

Metoda ta pozwala na przekrojowe uwzględnienie ogółu zdarzeń gospodarczych w wymiarze finansowym. Czynniki ryzyka są ujęte w ramach dyskonta. W rzeczywistości poszczególne strumienie dochodów przypadają na mniej lub bardziej oddalone od chwili wyceny momenty czasowe, co powoduje konieczność ich korygowania wraz z upływem czasu.

Tym samym w metodzie tej zdyskontowane wartości przyszłych strumieni pieniężnych zostają powiększone po pierwsze o zdyskontowaną wartość rezydualną, czyli zdyskontowaną wartość renty wieczystej prognozowanych przepływów pieniężnych z ostatniego roku poddanego prognozie oraz o posiadane przez przedsiębiorstwo aktywa nieoperacyjne (np. gotówka i jej ekwiwalenty). Wartość przedsiębiorstwa jest również pomniejszana o wartość zadłużenia pozostającego do spłaty.

W obszarze sposobów szacowania wartości przedsiębiorstwa przyjmuje się następujące ogólne zasady:

- Wyceny dokonuje niezależny od stron podmiot,
- Przed podjęciem pierwszych działań musi być sformułowany cel wyceny, który umożliwia określenie zakresu wyceny, a także umożliwi dokonanie wyboru odpowiednich metod wyceny;
- Wycena musi być dokonana przy pomocy przynajmniej dwóch różnych metod uprzednio uzgodnionych z zainteresowanymi stronami.

5. WYCENA METODĄ DOCHODOWĄ

Metoda dochodowa, oparta na zdyskontowanych przyszłych przepływach finansowych (z ang. DCF – *Discounted Cash Flow*), odzwierciedla wartość rynkową przedsiębiorstwa w oparciu o spodziewaną zdolność do generowania przychodów.

Wartość rynkową przedsiębiorstwa wylicza się przy zastosowaniu następującego wzoru:

$$EV = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1 + R_e)^t} + \frac{RV}{(1 + R_e)^n} + An$$

gdzie:

- EV – wartość przedsiębiorstwa,
- FCFF – strumień wolnej gotówki dla stron finansujących w kolejnym roku projekcji,
- t – kolejny rok projekcji (1, 2, 3 ... n),
- n – długość okresu projekcji,
- R_e – stopa dyskontowa,
- RV – wartość rezydualna,
- An – aktywa nieoperacyjne pomniejszone o wartość zadłużenia.

Wartość rezydualną wylicza się przy zastosowaniu następującego wzoru

$$RV = \frac{FCFF_n (1 + g)}{(R_e - g)}$$

gdzie:

- $FCFF_n$ – przepływy w ostatnim roku prognozy,
- g – stabilna stopa wzrostu.

W zależności od wersji metody DCF, strumień przepływu gotówki dla przedsiębiorstwa, na podstawie których określana jest wartość dochodowa, mogą być szacowane w różny sposób. Jedną z najczęściej stosowanych formuł pozwala na wyliczenie ich wg następującego wzoru:

$$FCFF = EBIT(1 - T) + A \pm \Delta KO - NI$$

gdzie:

- $FCFF$ - kwota strumienia gotówki
- $EBIT$ – wynik operacyjny
- A - amortyzacja
- ΔKO - zmiana kapitału obrotowego
- NI - nakłady inwestycyjne

Dla zastosowania omawianej metody niezbędne jest sporządzenie prognozy strumieni Cash Flow w kolejnych latach analizowanego okresu w przyszłości. W praktyce jest to przedsięwzięcie pracochłonne i przeprowadzane w warunkach wielu niewiadomych. Podstawą wyliczeń są m. in.: analiza działalności podmiotu w okresie przeszłym (np. występujące wówczas relacje pomiędzy nakładami a wynikami, historyczny wzrost firmy, tendencje charakteryzujące przychody ze sprzedaży), plany przedsiębiorstwa, ocena warunków na rynku wraz z przewidywanymi trendami dotyczącymi wzrostu obrotów, kształtowania się cen, pozycji firmy na rynku, jej zyskowności, a także przewidywane wydatki na zwiększenie środków trwałych i obrotowych.

ZAŁOŻENIA PODSTAWOWE

Przyjęto założenie oddzielnej wyceny metodą dochodową każdego projektu inwestycyjnego a następnie zsumowania poszczególnych projektów z uwzględnieniem udziałów emitenta w każdym przedsięwzięciu. Do powyższych projektów dodano wartość pozostałych aktywów spółki.

Sporządzone projekcje finansowe opierają się na założeniach finansowych dostarczonych przez emitenta a uzyskanych od partnerów poszczególnych przedsięwzięć inwestycyjnych. Autor opracowania dokonał wyłącznie drobnych korekt założeń mających na celu bardziej czytelną formę ich prezentacji.

INWESTYCJA W SPÓŁKĘ DRUKU PRZESTRZENNEGO

Projekt zakłada realizację procesu produkcyjnego w modelu outsourcingu. Wspólnicy emitenta posiadają pełne rozpoznanie kosztów związanych z produkcją poszczególnych elementów urządzenia oraz kosztów montażu kompletnej drukarki w tym modelu produkcyjnym, rozpoznanie potencjalnych dostawców a także dostawców alternatywnych.

- Przedstawione przez pomysłodawców – wspólników emitenta założenia zakładają sprzedaż ok. 220 drukarek 3D w 2014 roku oraz 2.000 sztuk drukarek w 2015 roku. W 2016 roku zakłada się już sprzedaż ok. 6.330 drukarek. W kolejnych latach wzrost przyjęto na poziomie 5% rocznie. Średnią cenę sprzedaży drukarki przyjęto na poziomie 3.500 zł. Zakładana docelowa wielkość sprzedaży to ok. 6-10% udział w rynku.
- Poza sprzedażą drukarek 3D które będą miały największy udział w strukturze sprzedaży, spółka będzie sprzedawać usługi w zakresie druku 3D poprzez uruchomioną platformę internetową. Ostatnim elementem oferty będą szkolenia w zakresie druku przestrzennego.
- Ze względu na outsourcingowy model produkcji głównymi kosztami poza wynagrodzeniami będą usługi obce. Prognoza finansowa zakłada 2.574,9 tys. zł kosztów usług obcych w 2015 roku (35,6% wartości sprzedaży) oraz 2.610,3 tys. zł kosztów wynagrodzeń wraz z pochodnymi (36,1% wartości sprzedaży). Ponadto zakłada się poniesienie kosztów zużycia materiałów i energii w kwocie 405,7 tys. zł, pozostałych kosztów operacyjnych w kwocie 39,7 tys. zł oraz kosztów podatków i opłat w kwocie 9 tys. zł.
- Jednocześnie zakładamy, że ze względu na specyfikę rynku charakteryzującą się obecnie silną pozycją producentów czego przejawem jest system przedpłat oraz zaliczek na realizowane zamówienia, spółka nie będzie w początkowym okresie funkcjonowania wymagała dużego zasilenia w kapitał obrotowy.
- W kolejnych latach wraz ze wzrostem wielkości rynku, stopniowym powiększaniem mocy produkcyjnych przez głównych uczestników rynku będzie konieczne zwiększenie zapotrzebowania na kapitał obrotowy.
- Spółka zakłada ponoszenie rosnących kosztów inwestycji w B+R związanych ze stałym podnoszeniem jakości produktu oraz wprowadzeniem coraz to nowszych udoskonaleń oraz nowych modeli.
- Zakładamy wzrost nakładów inwestycyjnych na B+R z poziomu 50 tys. zł w 2015 r. do 200 tys. zł w 2018 r.
- Projekcję przychodów ze sprzedaży, kosztów operacyjnych, amortyzacji oraz nakładów inwestycyjnych a także zapotrzebowania na kapitał obrotowy przedstawiają kolejne tabele.

Tabela 5. Projekt druku przestrzennego - Prognoza przychodów ze sprzedaży w latach 2014-2018 w zł.

Przychody ze sprzedaży	2014	2015	2016	2017	2018
Drukarki 3D	766 500	7 000 000	22 155 000	23 275 000	24 430 000
<i>Ilość sprzedanych drukarek</i>	<i>219</i>	<i>2 000</i>	<i>6 330</i>	<i>6 650</i>	<i>6 980</i>
Sprzedaż usług za pomocą platformy 3D	23 069	208 197	662 345	683 212	726 123
Szkolenia	2 200	7 200	22 000	23 100	24 255
Ogółem	791 769	7 215 397	22 839 345	23 981 312	25 180 378

Tabela 6. Projekt druku przestrzennego - Prognoza kosztów operacyjnych bez amortyzacji w latach 2014-2018 w zł.

Koszty operacyjne bez amortyzacji	2014	2015	2016	2017	2018
Zużycie materiałów i energii	62 500	405 680	1 008 877	1 059 321	1 112 287
Usługi obce	489 841	2 574 946	5 800 016	6 090 017	6 394 518
Podatki i opłaty, w tym	4 000	9 000	9 450	9 923	10 419
Wynagrodzenia	304 457	2 088 209	5 948 008	6 245 408	6 557 679
Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	76 114	522 052	1 487 002	1 561 352	1 639 420
Pozostałe koszty rodzajowe	13 242	39 726	119 178	125 137	131 394
Wartość sprzedanych towarów i materiałów					
Ogółem	950 154	5 639 613	14 372 531	15 091 158	15 845 716

Tabela 7. Projekt druku przestrzennego - Prognoza nakładów inwestycyjnych oraz amortyzacji w latach 2014-2018 w zł.

NAKŁADY INWESTYCYJNE oraz AMORTYZACJA	2014	2015	2016	2017	2018
Capex (B+R)	-20 000	-50 000	-80 000	-120 000	-200 000
Amortyzacja	2 000	14 000	30 000	54 000	94 000

Tabela 8. Projekt druku przestrzennego - Prognoza zapotrzebowania na kapitał obrotowy w latach 2014-2018 w zł.

ZAPOTRZEBOWANIE NA KAPITAŁ OBROTOWY	2014	2015	2016	2017	2018
Zapasy	8 248	75 160	237 910	249 805	262 296
Należności	16 495	150 321	475 820	499 611	524 591
Zobowiązania	26 393	156 656	598 855	628 798	660 238
Kapitał obrotowy	1 650	-68 825	-114 874	-120 618	-126 649
Zmiana kapitału obrotowego	1 650	-70 476	-46 049	-5 744	-6 031

INWESTYCJA W SPÓŁKĘ KOMPLEKSOWYCH USŁUG W SEGMENTIE OZE

Projekt zakłada dokapitalizowanie spółki poprzez kolejną emisję akcji przeznaczoną dla inwestorów giełdowych w kwocie 4 mln zł. Zgodnie z parametrami emisji nowi udziałowcy mają objąć 28,6% kapitałów w spółce co oznacza, że dla celów transakcyjnych wartości spółki post-money wynosiłaby 13.986 tys. zł.

Wysokość wniesionego kapitału przez nowych inwestorów w kwocie 4 mln zł zaspakaja w pełni potrzeby spółki w zakresie finansowania bieżącej działalności oraz rozwoju biznesu.

Columbus Energy SA będzie sprzedawał swoje produkty w dwóch podstawowych liniach biznesowych:

- Klientom detalicznym:
 - Instalacje fotowoltaiczne,
 - Kolektory słoneczne,
 - Pompy ciepła,
 - Mikro elektrownie wiatrowe (tylko w pewnych regionach),
 - Inne pomniejsze usługi tj. uzdatniacze wody, ubezpieczenie instalacji etc.
- Klientom biznesowym:
 - Usługi badania efektywności energetycznej, której efektem jest dokument Raport Efektywności Energetycznej. Raport będzie kosztował 3 000zł, jednak jeśli badanie nie przyniesie oszczędności w pierwszym roku (po inwestycjach kapitałowych w pierwszym roku) 5 000zł, faktura będzie korygowana na 1 zł.
 - Koszyk produktów EE i GAZ: zmiana sprzedawcy energii elektrycznej i sprzedawcy gazu
 - Koszyk drobne inwestycje: magnetyzery, perlatory etc.
 - Koszyk produktów: kompensacja mocy biernej, modernizacja oświetlenia, modernizacja źródła ciepła
 - Koszyk OZE: montaż kolektorów słonecznych, ogniw fotowoltaicznych, pomp ciepła

Sprzedaż tych produktów cechuje wysoka marża i stabilne wskaźniki skuteczności sprzedaży. Firma będzie działać w systemie opartym o doświadczenie sprzedaży kolektorów słonecznych z dofinansowanie z NFOŚiGW pozyskane w latach 2012-2014.

Firma w segmencie detalicznym zbuduje:

- zespół 50 handlowców,
- 10 oddziałów,
- jakość usługi pozyskania dofinansowania i finansowania, obsługi,
- wypracuje swoją linię produktów (brand) w oparciu o najwyższe standardy.

W segmencie biznesowym spółka w pierwszych 12 miesiącach będzie dążyć do rozwinięcia struktury handlowej do 15 przedstawicieli handlowych w 4 oddziałach handlowych, mających mocne wsparcie telemarketingowe i techniczne.

Stworzy także system informatyczny do szybkiego i niezawodnego tworzenia Raportów Efektywności Energetycznej tak, aby ich jakość nie odbiegała od aktualnej, a czas ich tworzenia był satysfakcjonująco szybki.

Zaprezentowana przez spółkę projekcja finansowa zostanie nieznacznie zmodyfikowana na potrzeby sporządzenia niniejszej wyceny. Przyjęte założenia biznesowe są bardzo ambitne.

Spółka zakłada osiągnięcie w 2014 roku w okresie rozruchu 436 tys. zł przychodów, a następnie gwałtowny wzrost sprzedaży w 2015 roku do poziomu 58.930 tys. zł. W kolejnych latach zakłada się wzrost sprzedaży kolejno o 93,6% w 2016 r., 23,9% w 2017 r. oraz 0,7% w 2018 r. Głównym motorem sprzedaży będą w segmencie klientów detalicznych zestawy fotowoltaiczne na których boom w sprzedaży spółka liczy w związku ze uruchamianymi właśnie projektami wsparcia ze środków NFOŚiGW. Średnią wartość zestawu fotowoltaicznego oszacowano na kwotę 36 tys. zł. Zakłada się, że sprzedaż zestawów fotowoltaicznych będzie stanowić od 84% do 76% sprzedaży spółki w latach 2015-2018.

Podstawowymi kosztami operacyjnymi będą koszty zużycia materiałów i energii oraz usług obcych a także kosztów wynagrodzeń wraz z pochodnymi. Wartość kosztów zużycia materiałów i energii planowana w 2015 roku to 22.240,5 tys. zł co stanowi 37,7% wielkości planowanej sprzedaży, drugą pozycją kosztów pod względem wielkości są usługi obce zakładane na poziomie 23.812,5 tys. zł (40,4% sprzedaży) oraz koszty wynagrodzeń wraz z pochodnymi wynoszące 3.039 tys. zł (5,1% wielkości sprzedaży).

Zakładamy że spółka będzie ponosić niewielkie koszty inwestycyjne związane z nabyciem drobnego sprzętu pomiarowego oraz komputerów na kwotę rocznie ok. 30 tys. zł.

W przypadku kapitału obrotowego zakładamy niewielkie potrzeby związane z dostosowaniem cyklu rotacji należności do cyklu rotacji zobowiązań.

Tabela 9. Projekt OZE - Prognoza przychodów ze sprzedaży w latach 2014-2018 w zł.

Przychody ze sprzedaży	2014	2015	2016	2017	2018
KLIENT DETALICZNY					
Sprzedaż kompleksowej usługi związanej z zestawem fotowoltaicznym	0	49 500 000	90 720 000	108 000 000	108 000 000
<i>Ilość sprzedanych zestawów</i>	<i>0</i>	<i>1 375</i>	<i>2 520</i>	<i>3 000</i>	<i>3 000</i>
KLIENT BIZNESOWY					
Sprzedaż koszyk REE	91 000	2 002 000	4 879 000	7 021 000	7 231 000
Sprzedaż koszyk EE	39 000	858 000	2 091 000	3 009 000	3 099 000
Sprzedaż drobne inwestycje (Mag, Per)	66 000	1 020 000	2 460 000	3 540 000	3 648 000
Sprzedaż koszyk KMB, Ośw, Piece	150 000	3 480 000	8 610 000	12 390 000	12 765 000
Sprzedaż koszyk OZE (KS, PV, PC, TW) MUP	90 000	2 070 000	5 310 000	7 380 000	7 560 000
<i>Ilość sprzedanych zestawów - koszyk REE</i>	<i>26</i>	<i>572</i>	<i>1 394</i>	<i>2 006</i>	<i>2 066</i>
<i>Ilość sprzedanych zestawów - koszyk EE</i>	<i>13</i>	<i>286</i>	<i>697</i>	<i>1 003</i>	<i>1 033</i>
<i>Ilość sprzedanych zestawów - drobne inwestycje Mag, Per</i>	<i>11</i>	<i>170</i>	<i>410</i>	<i>590</i>	<i>608</i>
<i>Ilość sprzedanych zestawów - koszyk KMB, Ośw, Piece</i>	<i>10</i>	<i>232</i>	<i>574</i>	<i>826</i>	<i>851</i>
<i>Ilość sprzedanych zestawów - koszyk OZE (KS, PV, PC, TW) MUP</i>	<i>1</i>	<i>23</i>	<i>59</i>	<i>82</i>	<i>84</i>
Ogółem	436 000	58 930 000	114 070 000	141 340 000	142 303 000

Tabela 10. Projekt OZE - Prognoza kosztów operacyjnych bez amortyzacji w latach 2014-2018 w zł.

Koszty operacyjne bez amortyzacji	2014	2015	2016	2017	2018
SEGMENT KLIENTA DETALICZNEGO					
Zużycie materiałów i energii	247 400	21 182 400	38 053 180	45 080 000	45 080 000
Usługi obce	487 100	17 622 100	31 534 720	37 130 000	37 130 000
Podatki i opłaty, w tym					
Wynagrodzenia	270 000	1 441 500	2 262 000	2 412 000	2 412 000
Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	54 000	288 300	452 400	482 400	482 400
Pozostałe koszty rodzajowe	358 000	0	0	0	0
Wartość sprzedanych towarów i materiałów					
SEGMENT KLIENTA BIZNESOWEGO					
Zużycie materiałów i energii	55 860	1 058 120	2 604 940	3 682 060	3 792 522
Usługi obce	634 693	6 190 378	14 216 314	19 778 392	20 371 744
Podatki i opłaty, w tym					
Wynagrodzenia	140 400	1 091 000	2 150 000	2 945 000	3 033 350
Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	33 750	218 200	657 630	589 000	606 670
Pozostałe koszty rodzajowe	3 000	76 000	120 000	120 000	123 600
Wartość sprzedanych towarów i materiałów					
Ogółem	2 284 203	49 167 998	92 051 184	112 218 852	113 032 286

Tabela 11. Projekt OZE - Prognoza nakładów inwestycyjnych oraz amortyzacji w latach 2014-2018 w zł.

NAKŁADY INWESTYCYJNE oraz AMORTYZACJA	2014	2015	2016	2017	2018
Capex	-30 000	-30 000	-30 000	-30 000	-30 000
Amortyzacja	3 000	9 000	15 000	21 000	27 000

Tabela 12. Projekt OZE - Prognoza zapotrzebowania na kapitał obrotowy w latach 2014-2018 w zł.

ZAPOTRZEBOWANIE NA KAPITAŁ OBROTOWY	2014	2015	2016	2017	2018
Zapasy					
Należności	4 542	613 854	1 188 229	1 472 292	1 482 323
Zobowiązania	23 794	512 167	958 866	1 168 946	1 177 420
Kapitał obrotowy	19 252	-101 688	-229 363	-303 345	-304 903
Zmiana kapitału obrotowego	19 252	-120 940	-127 675	-73 983	-1 558

INWESTYCJA W SPÓŁKĘ DEWELOPERSKĄ W SEGMENTIE KOMERCYJNYM

GANADOR Sp. z o.o. to spółka celowa powołana przez JR Invest S.A. do inwestycji redeweloperskich. Obecnie spółka zawarła z osobą prawną przedwstępną umowę sprzedaży, na mocy której Strony zobowiązały się do zawarcia umowy przyrzeczonej, na podstawie której spółka GANADOR nabędzie w stanie wolnym od wszelkich obciążeń, praw i roszczeń osób trzecich prawa własności lub użytkowania wieczystego siedmiu nieruchomości na Śląsku.

- Przedmiotem wskazanej transakcji mają być nieruchomości handlowo-usługowe położone w Bytomiu, Jaworznie, dwie w Rudzie Śląskiej, Sosnowcu, Żąbkowicach Śląskich za łączną kwotę 2.200.000 zł. Nieruchomości te zgodnie z załączonymi operatami szacunkowymi (operaty zostały sporządzone w grudniu 2011 roku) wycenione zostały przez rzeczoznawcę majątkowego na kwotę ok. 7,5 mln zł. Łączna powierzchnia użytkowa nieruchomości to 2.630 m². Cena transakcyjna 1m² p.u. to 836,5 zł/m² p.u.
- Zgodnie z warunkami listu intencyjnego zawartego pomiędzy emitentem a JR INVEST emitent obejmie 50% udziałów w spółce za wkład gotówkowy w kwocie 1,1 mln zł.
- Zakładamy stopniową sprzedaż portfela nieruchomości w latach 2015-2016 z wysoką sięgającą 70% marżą oraz reinwestycje pozyskanych środków w nowe przedsięwzięcia.
- Zgodnie ze strategią spółki kolejne reinwestycje będą dotyczyć nieruchomości o istotnym z punktu widzenia procesu inwestycyjnego potencjale wzrostu wartości w wyniku transakcji oportunistycznych bądź nieruchomości wymagające istotnych nakładów modernizacyjnych.
- Zakładamy, że proces odbudowy wartości nowo nabytych nieruchomości będzie odbywał się w cyklu dwu-trzy letnim po czym spółka będzie dokonywać dezinvestycji. Zakładamy jednocześnie, że stopa zwrotu po poniesieniu dodatkowych nakładów inwestycyjnych powinna być niższa niż w przypadku pierwszych transakcji i wynieść nie mniej niż 40%.
- Średni czynsz netto (przychód netto bez uwzględnienia kosztów utrzymania) z 1 m² powierzchni przyjęto na poziomie 13,3 zł miesięcznie. Poziom czynszu w kolejnych latach stopniowo rósł osiągając w 2024 r. poziom 14 zł/m² p.u.
- Koszty utrzymania nieruchomości będące po stronie spółki (to jest nie obciążające najemców) przyjęto na poziomie 20% wartości sprzedaży.

Tabela 13. Projekt nieruchomościowy – wycena nabywanych przez spółkę GANADOR nieruchomości.

Charakterystyka nieruchomości							
Nieruchomość	Typ	Powierzchnia m2 p.u.	Metoda wyceny	Data wyceny	Cena 1 m2 p.u.	Premia/Dyskonto	Wycena
Bytom	Budynek handlowy	387,3	Porównawcza	gru-11	3 375,47	100%	1 307 000,00
Ząbkowice Śląskie	Budynek handlowy	272,5	Porównawcza	gru-11	1 922,94	100%	524 000,00
Jaworzno	Budynek handlowy	205,54	Porównawcza	gru-11	1 970,42	100%	405 000,00
Sosnowiec	Pawilon handlowy	634,2	Porównawcza	gru-11	3 420,06	100%	2 169 000,00
Zabrze	Grunt	721	Porównawcza	gru-11	80,44	100%	58 000,00
Ruda Śląska	Pawilon handlowy	637,5	Porównawcza	gru-11	2 310,59	100%	1 473 000,00
Ruda Śląska	Pawilon handlowo-usługowy	493,27	Porównawcza	gru-11	3 075,39	100%	1 517 000,00
OGÓŁEM							7 453 000,00

Tabela 14. Projekt nieruchomościowy - Prognoza przychodów oraz kosztów operacyjnych bez amortyzacji w latach 2014-2024 w zł.

Główne parametry finansowe	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Przychody z najmu netto	210 000	420 000	302 820	258 435	304 954	320 201	336 211	437 075	537 602	553 730	570 342
<i>Dynamika</i>		100,0%	-27,9%	-14,7%	18,0%	5,0%	5,0%	30,0%	23,0%	3,0%	3,0%
Koszty operacyjne działalności	42 000	84 000	59 623	51 286	60 517	63 543	66 720	86 736	106 685	109 886	113 182
<i>Dynamika</i>		100,0%	-29,0%	-14,0%	18,0%	5,0%	5,0%	30,0%	23,0%	3,0%	3,0%
EBITDA przychody z najmu	168 000	336 000	243 197	207 150	244 437	256 658	269 491	350 339	430 917	443 844	457 159
<i>Dynamika</i>		100,0%	-27,6%	-14,8%	18,0%	5,0%	5,0%	30,0%	23,0%	3,0%	3,0%
Użytkowana powierzchnia najmu na koniec roku	2 630,0	1 840,0	1 290,0	1 840,0	2 020,0	2 020,0	3 200,0	3 200,0	3 400,0	3 400,0	3 400,0
Średnioroczna p.u. w m2	1 315,0	2 630,0	1 840,0	1 560,0	1 840,0	1 930,0	2 020,0	2 600,0	3 200,0	3 300,0	3 400,0
Średnia miesięczna cena wynajmu 1m2 p.u.	13,3	13,3	13,7	13,8	13,8	13,8	13,9	14,0	14,0	14,0	14,0

Tabela 15. Projekt nieruchomościowy - Prognoza wartości dez inwestycji oraz nakładów inwestycyjnych w latach 2014-2024 w zł.

Główne parametry finansowe	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Sprzedaż obiektów brutto		2 124 105	2 124 105		3 800 000		5 550 000		6 840 000		8 280 000
Dochód ze sprzedaży obiektu netto		1 524 105	1 524 105		1 800 000		2 550 000		3 040 000		3 680 000
Nakłady inwestycyjne			1 600 000	400 000	2 400 000	600 000	3 000 000	800 000	3 600 000	1 000 000	3 600 000
Marża sprzedaży		71,8%	71,8%		47,4%		45,9%		44,4%		44,4%

OSZACOWANIE KOSZTU KAPITAŁU

Podstawowym zadaniem przy szacowaniu wartości przedsiębiorstwa metodą dochodową DCF jest ustalenie stopy dyskonta adekwatnej do ryzyka.

Potencjalni inwestorzy oczekują, że inwestycja przyniesie im korzyści nie mniejsze od alternatywnego sposobu zaangażowania kapitału. Punktem wyjścia jest więc stopa zwrotu z bezpiecznych inwestycji kapitałowych. Inwestorzy oczekują, że inwestycja osiągnie efektywność nie mniejszą od przeciętnej, rynkowej stopy zwrotu.

Do obliczeń przyjmuje się, że inwestowanie w przedsięwzięcie powinno przynieść większy dochód od wolnych od ryzyka długoterminowych lokat kapitałowych, a więc państwowych obligacji, bonów skarbowych, depozytów bankowych oraz dodatkowo opłacić ryzyko, które inwestor ponosi w związku z inwestowaniem własnych środków w niepewne przedsięwzięcie.

Jako stopę dyskonta w wycenie metodą dochodową przyjęto średnioważony koszt kapitału (WACC), finansujący aktywa przedmiotu wyceny.

$$WACC = k \times \frac{E}{E + D} + kd \times (1 - T) \times \frac{D}{E + D}$$

Gdzie:

- WACC – średnioważony koszt kapitału,
- E – wartość kapitału własnego,
- D – wartość kapitału oprocentowanego,
- k – koszt kapitału własnego,
- Kd – koszt długu,
- T – efektywna stopa podatkowa.

W teorii zarządzania finansami przedsiębiorstwa spotyka się trzy główne podejścia do szacowania wielkości kosztu kapitału własnego.

Podstawowymi podejściami do ustalenia wielkości kosztu kapitału własnego są:

- metoda stopy zwrotu z aktywów wolnych od ryzyka zwiększonej o premię za ryzyko,
- metoda oparta na modelu wyceny aktywów kapitałowych (CAPM – Capital Assets Pricing Model),
- metoda oparta na modelu zdyskontowanych dywidend (DDM – Discounted Dividend Model).

W opracowaniu przyjęto metodę pierwszą obliczenia wielkości kosztów kapitału własnego.

Metoda stopy zwrotu z aktywów wolnej od ryzyka powiększonej o premię za ryzyko jest ściśle związana z koncepcją tzw. alternatywnej stopy zwrotu, jaką mógłby otrzymać właściciel firmy inwestując swoje kapitały w inne przedsięwzięcia.

Tym alternatywnym przedsięwzięciem może być nabycie długoterminowych obligacji skarbowych, które mogą generować stały poziom dochodu. Możliwa do osiągnięcia stopa zwrotu z obligacji skarbowych jest odzwierciedleniem stopy zwrotu wolnej od ryzyka inwestycyjnego.

Biorąc to pod uwagę formuła na obliczenie kosztu kapitału własnego według tej metody ma następującą postać:

$$r_E = R_f + R_p$$

gdzie:

- R_f – wolna od ryzyka stopa zwrotu (stopa zwrotu z inwestycji w długoterminowe skarbowe instrumenty finansowe - obligacje skarbowe lub bony skarbowe);
- R_p – stopa premii za ryzyko inwestowania kapitałów w podmioty gospodarcze.

Stopę wolną od ryzyka oparto o nominalną rentowność dziesięcioletnich obligacji o terminie wykupu w roku 2023.

Charakterystyka instrumentu finansowego wolnego od ryzyka:

- Dziesięcioletnie obligacje skarbowe o oprocentowaniu stałym o terminie wykupu dnia 25 października 2023 r.
- Obligacje te zostały przyjęte ze względu na pewność realizacji przypadającej na nie stopy zwrotu w nie krótszym niż przyjętej prognozie finansowej horyzoncie czasowym.
- Oprocentowanie nominalne wybranych obligacji wynosi **4,00%**

Tabela 16. Rentowność obligacji.

seria obligacji	data wykupu	oproc. (%)	nominał (PLN)
DS1023	2023.10.25	4,00	1000

Premia za ryzyko - Ryzyko inwestycji określane jest najczęściej premią za ryzyko kapitałowe (ang. Equity Risk Premium, ERP). Jest to premia, której oczekują inwestorzy za ponoszenie dodatkowego ryzyka związanego z inwestowaniem w instrumenty ryzykowne, w porównaniu do inwestowania w aktywa wolne od ryzyka, za które uznaje się obligacje skarbowe. Innymi słowy, premia za ryzyko kapitałowe jest dodatkowym zwrotem z inwestycji ponad stopę zwrotu z aktywa wolnego od ryzyka.

Premia za ryzyko kapitałowe jest kluczowym parametrem w większości modeli wykorzystywanych do szacowania ryzyka i stopy zwrotu. Ponadto, premia za ryzyko kapitałowe jest istotnym komponentem kosztu kapitału własnego oraz średniego ważonego kosztu kapitału.

Koszt kapitału jest definiowany na różne sposoby:

- Określa się go jako wielkość oczekiwanej, skorygowanej ryzykiem stopy zwrotu z wszelkich inwestycji (przedsięwzięć) firmy finansowanych danym rodzajem kapitału.
- W najszerszym ujęciu jest to relacja dochodu oczekiwanego przez dawców kapitału z działalności przedsiębiorstwa i wartości zaangażowanego przez nich kapitału.

- Innymi słowy jest to cena, jaką powinna firma zapłacić za prawo do dysponowania każdą złotówką pozyskiwanego kapitału.
- Twierdzi się także, że koszt kapitału stanowi stopę zwrotu, którą powinna generować firma ze swoich inwestycji, aby utrzymywana była wartość przedsiębiorstwa.
- Koszt kapitału jest minimalną, uwzględniającą ryzyko stopą zwrotu, którą powinna firma osiągać z podejmowanych inwestycji, aby przedsięwzięcia te zostały zaakceptowane przez właścicieli.
- Koszt kapitału traktuje się także jako stawkę procentową wyrażającą minimalną rentowność, za jaką inwestorzy są gotowi zaangażować swój kapitał w dane przedsiębiorstwo, aby osiągnąć z niego oczekiwane korzyści.
- Koszt kapitału określa również graniczną stopę zwrotu niezbędną do zachowania wartości podmiotu gospodarczego dla jego właścicieli.

Wielkość rynkowej premii z tytułu ryzyka determinują trzy główne czynniki:

- zmienność danej gospodarki – im większa zmienność gospodarki, tym większa premia za ryzyko, dlatego premie za ryzyko w gospodarkach rozwijających się, charakteryzujących się wysoką dynamiką i jednocześnie bardzo ryzykownych, są wyższe niż w gospodarkach rozwiniętych;
- ryzyko polityczne – premie za ryzyko są wyższe w krajach zagrożonych brakiem politycznej stabilności, co finalnie oznacza również niestabilność gospodarczą;
- struktura rynku – niektóre rynki oferują niskie premie za ryzyko, ponieważ notowane na nich spółki są duże, zdywersyfikowane i stabilne (dobrym przykładem są Niemcy i Szwajcaria); ogólnie rzecz biorąc, występuje prawidłowość, mówiąca, że im mniejsze i bardziej ryzykowne spółki są notowane na danej giełdzie, tym wyższa premia za ryzyko.

Tabela 17. Wysokości premii za ryzyko wg A. Damodorana.

Charakterystyka rynku	Wysokość premii za ryzyko rynkowe
Rynki wschodzące z ryzykiem politycznej niestabilności	8,50%
Rynki wschodzące	7,50%
Rynki rozwinięte z dużą liczbą notowanych spółek (USA, Japonia, Wielka Brytania)	5,50%
Rynki rozwinięte z ograniczoną liczbą notowanych spółek (zachodnioeuropejskie bez Niemiec i Szwajcarii)	4,5-5,5%
Rynki rozwinięte z ograniczoną liczbą notowanych spółek i ustabilizowaną sytuacją (Niemcy, Szwajcaria)	3,5-4,0%

Ogólną premię za ryzyko związaną z inwestowaniem w aktywa obarczone ryzykiem dla rynku Polskiego przyjęto na poziomie **7,50%**.

Ogólna premia za ryzyko dla rynku Polskiego dotyczy podmiotów notowanych na giełdowym rynku publicznym a więc podmiotów transparentnych o niższym ryzyku inwestycyjnym.

Realizowane projekty inwestycyjne cechuje odmienny profil ryzyka. Projekty OZE oraz druku 3D to projekty start-up cechujące się wyższym ryzykiem inwestycyjnym, w związku z czym wartość premii za ryzyko podniesiono z 7,5% do 14%. Natomiast dla inwestycji redeweloperskiej ze względu na jej profil przyjęto obniżoną premię za ryzyko z 7,5% do 3%.

Dla projektów inwestycyjnych spółki przyjęto następujące założenia dotyczące wymaganej stopy zwrotu z inwestycji:

- Projekt produkcji i sprzedaży drukarek 3D oraz uruchmienia platformy usługowej w zakresie druku przestrzennego – Projekt typu start-up z wiarygodnym zweryfikowanym produktem (opinie o produkcie w postaci drukarki 3D GolemD ukazały się w kilku portalach branżowych w tym uznanym portalu o zasięgu globalnym), dużym potencjale rynkowym oraz uznanym zespołem menagerskim – wymagana stopa zwrotu **18%**.
- Projekt kompleksowych usług w zakresie rynku OZE – Projekt typu start up w jasno zdefiniowanej branży o dużym potencjale wzrostu, posiadający przewagi konkurencyjne oparte na efektywnym modelu biznesowym, z silnie umotywowanym liderem projektu posiadającym zweryfikowane dokonania w branży – wymagana stopa zwrotu **18%**.
- Projekt inwestycji redeweloperskich – Projekt w stabilnej branży, cechującej się relatywnie niskim ryzykiem inwestycyjnym, oparty o jasną strategię, rozwoju zakładający brak finansowania dłużnego, przy wsparciu kompetentnego zespołu inwestycyjnego – wymagana stopa zwrotu **7%**.
- Projekty nie zakładają udziału finansowania dłużnego.

WARTOŚĆ REZYDUALNA ORAZ AKTYWA NIEOPERACYJNE

Wartość rezydualna - wartość przedsięwzięcia na koniec ostatniego roku prognozy. Wiąże się ona z założeniem, że przedsięwzięcie nie przestanie funkcjonować w następnych latach po okresie prognozy, lecz będzie nadal przynosić dochody. Do oszacowania wartości rezydualnej poszczególnych projektów za powyższy dochód przyjmuje się wartość wolnych przepływów pieniężnych z ostatniego roku prognozy przy założeniu **3,00%** wzrostu wartości przedmiotowej nadwyżki w kolejnych latach dla projektu inwestycji redeweloperskich oraz druku 3D oraz **0,5%** tempo wzrostu dla projektu OZE. Przedsięwzięcia nie wykazują aktywów nieoperacyjnych.

OSZACOWANIE WARTOŚCI PROJEKTÓW METODĄ DOCHODOWĄ – ZESTAWIENIE ZBIORCZE

Po przyjęciu założeń opisanych w punkcie IV.5 wzór na wycenę wartości poszczególnych przedsięwzięć przedstawia się następująco:

$$EV = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+r)^t} + \frac{RV}{(1+r)^n} + An$$

Zgodnie z metodologią wyceny oraz opisanymi wcześniej założeniami, jako stopę dyskonta przyjęto oczekiwany średnioważony koszt kapitału. Poniżej zaprezentowano obliczenie wartości poszczególnych przedsięwzięć w podejściu dochodowym.

Tabela 18. Kalkulacja wartości projektu druku przestrzennego wg metody dochodowej w zł.

Główne parametry finansowe	2014	2015	2016	2017	2018
Przychody ze sprzedaży netto	791 769	7 215 397	22 839 345	23 981 312	25 180 378
<i>Dynamika</i>		811,3%	216,5%	5,0%	5,0%
Koszty operacyjne bez amortyzacji	950 154	5 639 613	14 372 531	15 091 158	15 845 716
<i>Dynamika</i>		493,5%	154,8%	5,0%	5,0%
EBITDA	-158 384	1 575 785	8 466 814	8 890 155	9 334 662
<i>Dynamika</i>		-1094,9%	437,3%	5,0%	5,0%
Capex (B+R)	-20 000	-50 000	-80 000	-120 000	-200 000
Amortyzacja	2 000	14 000	30 000	54 000	94 000
Podatek dochodowy	0	-296 739	-1 602 995	-1 678 869	-1 755 726
Zmiana kapitału obrotowego	1 650	-70 476	-46 049	-5 744	-6 031
Wolne przepływy pieniężne	-176 734	1 158 570	6 737 771	7 085 541	7 372 906
Wymagana stopa zwrotu dla projektu typu start-up	9,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%
Wskaźnik dyskonta	0,917	0,777	0,659	0,558	0,473
Zdyskontowane wolne przepływy pieniężne	-162 141	900 770	4 439 415	3 956 403	3 488 865
Tempo wzrostu po okresie prognozy szczegółowej	3%				
Wartość rezydualna	49 152 704				
Zdyskontowana wartość rezydualna	23 259 099				
Wycena projektu	35 882 410				
Udział Columbus Capital	33,35%				
Wartość udziałów w projekcie	11 966 784				

Wartość udziału Columbus Capital w projekcie druku przestrzennego oszacowano za pomocą metody dochodowej na kwotę **11.966,8 tys. zł**

Tabela 19. Charakterystyka podstawowych założeń do sporządzonej wyceny projektu druku przestrzennego.

Cecha	Ocena
Cykl życia rynku	Początkowa faza wzrostu w warunkach globalnych
Przewidywane tempo wzrostu rynku	Dynamiczny wzrost
Bariery wejścia	Średnie
Założenia finansowe	Optymistyczne
Ryzyko przeszacowania przyjętych założeń	Wysokie
Zależność od czynników zewnętrznych (prawnych, środowiskowych, finansowych, organizacyjnych)	Niskie

Tabela 20. Kalkulacja wartości projektu OZE wg metody dochodowej w zł.

Główne parametry finansowe	2014	2015	2016	2017	2018
Przychody ze sprzedaży netto	436 000	58 930 000	114 070 000	141 340 000	142 303 000
<i>Dynamika</i>		13416,1%	93,6%	23,9%	0,7%
Koszty operacyjne bez amortyzacji	2 284 203	49 167 998	92 051 184	112 218 852	113 032 286
<i>Dynamika</i>		2052,5%	87,2%	21,9%	0,7%
EBITDA	-1 848 203	9 762 002	22 018 816	29 121 148	29 270 714
<i>Dynamika</i>		-628,2%	125,6%	32,3%	0,5%
Capex	-30 000	-30 000	-30 000	-30 000	-30 000
Amortyzacja	3 000	9 000	15 000	21 000	27 000
Podatek dochodowy	351 729	-1 853 070	-4 180 725	-5 529 028	-5 556 306
Zmiana kapitału obrotowego	19 252	-120 940	-127 675	-73 983	-1 558
Wolne przepływy pieniężne	-1 507 222	7 757 992	17 680 416	23 488 137	23 682 851
Wymagana stopa zwrotu dla projektu typu start-up	9%	18%	18%	18%	18%
Wskaźnik dyskonta	0,917	0,777	0,659	0,558	0,473
Zdyskontowane wolne przepływy pieniężne	-1 382 773	6 031 715	11 649 357	13 115 234	11 206 744
Tempo wzrostu po okresie prognozy szczegółowej	0,5%				
Wartość rezydualna	135 330 576				
Zdyskontowana wartość rezydualna	64 038 537				
Wycena projektu	104 658 815				
Udział Columbus Capital po emisji	28,60%				
Wartość udziałów w projekcie	29 932 421				

Wartość udziału Columbus Capital w projekcie OZE oszacowano za pomocą metody dochodowej na kwotę **29 932,4 tys. zł**

Tabela 21. Charakterystyka podstawowych założeń do sporządzonej wyceny projektu OZE.

Cecha	Ocena
Cykl życia rynku	W warunkach polskich początkowa faza wzrostu
Przewidywane tempo wzrostu rynku	Dynamiczny wzrost
Bariery wejścia	Średnie
Założenia finansowe	Optymistyczne
Ryzyko przeszacowania przyjętych założeń	Wysokie
Zależność od czynników zewnętrznych (prawnych, środowiskowych, finansowych, organizacyjnych)	Średnie wysokie

Tabela 22. Kalkulacja wartości projektu nieruchomościowego wg metody dochodowej w zł.

Główne parametry finansowe	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Przychody z najmu netto	210 000	420 000	302 820	258 435	304 954	320 201	336 211	437 075	537 602	553 730	570 342
<i>Dynamika</i>		100,0%	-27,9%	-14,7%	18,0%	5,0%	5,0%	30,0%	23,0%	3,0%	3,0%
Koszty operacyjne działalności	42 000	84 000	59 623	51 286	60 517	63 543	66 720	86 736	106 685	109 886	113 182
<i>Dynamika</i>		100,0%	-29,0%	-14,0%	18,0%	5,0%	5,0%	30,0%	23,0%	3,0%	3,0%
EBITDA przychody z najmu	168 000	336 000	243 197	207 150	244 437	256 658	269 491	350 339	430 917	443 844	457 159
<i>Dynamika</i>		100,0%	-27,6%	-14,8%	18,0%	5,0%	5,0%	30,0%	23,0%	3,0%	3,0%
Sprzedaż obiektów brutto		2 124 105	2 124 105		3 800 000		5 550 000		6 840 000		8 280 000
Dochód ze sprzedaży obiektu netto		1 524 105	1 524 105		1 800 000		2 550 000		3 040 000		3 680 000
Łącznie EBITDA		1 860 105	1 767 302	207 150	2 044 437	256 658	2 819 491	350 339	3 470 917	443 844	4 137 159
Podatek dochodowy	31 920	353 420	335 787	39 358	388 443	48 765	535 703	66 564	659 474	84 330	786 060
Nakłady inwestycyjne			1 600 000	400 000	2 400 000	600 000	3 000 000	800 000	3 600 000	1 000 000	3 600 000
Wolne przepływy pieniężne	136 080	2 106 685	431 514	-232 209	1 255 994	-392 107	2 283 788	-516 226	3 011 442	-640 486	4 351 099
Wymagana stopa zwrotu dla projektu nieruchomościowego	3,5%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%
Wskaźnik dyskonta	0,966	0,903	0,844	0,789	0,737	0,689	0,644	0,602	0,562	0,526	0,491
Zdyskontowane wolne przepływy pieniężne	131 478	1 902 285	364 156	-183 142	925 789	-270 113	1 470 323	-310 608	1 693 417	-336 601	2 137 080
Tempo wzrostu po okresie prognozy szczegółowej	3%										
Wartość rezydualna	9 257 479										
Zdyskontowana wartość rezydualna	4 546 892										
Wycena projektu	12 070 957										
Udział Columbus Capital	50,00%										
Wartość udziałów w projekcie	6 035 478										

Wartość udziału Columbus Capital w projekcie nieruchomościowym oszacowano za pomocą metody dochodowej na kwotę **6.035,5 tys. zł**

Tabela 23. Charakterystyka podstawowych założeń do sporządzonej wyceny projektu nieruchomościowego.

Cecha	Ocena
Cykl życia rynku	Dojrzałość
Przewidywane tempo wzrostu rynku	Niskie
Bariery wejścia	Wysokie
Założenia finansowe	Ambitne (ryzyko powtarzalności)
Ryzyko przeszacowania przyjętych założeń	Średnie
Zależność od czynników zewnętrznych (prawnych, środowiskowych, finansowych, organizacyjnych)	Średnie

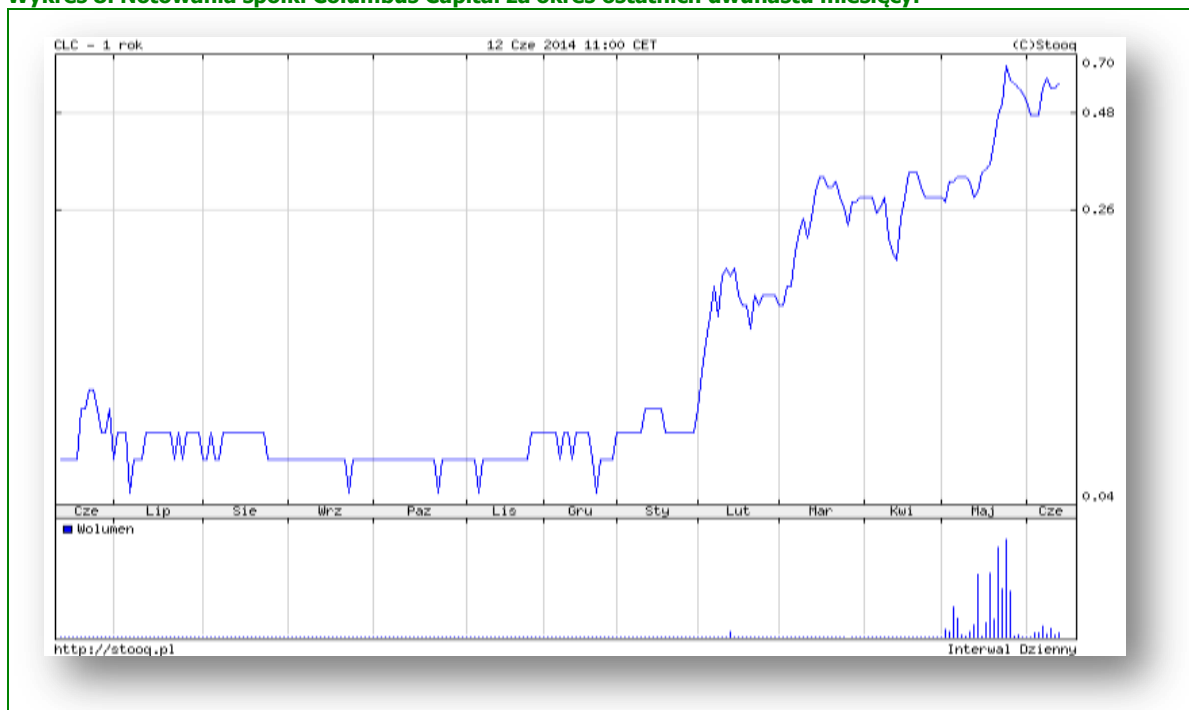
POZOSTAŁE AKTYWA SPÓŁKI

Na dzień 16 czerwca 2014 roku kapitalizacja spółki Columbus Capital wynosiła 9.601,4 tys. zł. Na przestrzeni okresu pięciu miesięcy wartość spółki wzrosła dziesięciokrotnie.

Obecna kapitalizacja spółki istotnie odbiega od wartości aktywów netto spółki oraz bieżących możliwości generowania dochodu opierając się głównie na przyszłych oczekiwanych dochodach lub alternatywnych możliwościach wykorzystania statusu spółki publicznej. Wraz z prezentacją nowej strategii rozwoju nastąpi dostosowanie wyceny spółki do zaprezentowanej strategii rozwoju

W głównej mierze wzrost wartości spółki to efekt zaangażowania grupy inwestorów zainteresowanych zmianą profilu działalności spółki. Następstwem wprowadzonych przez nowych inwestorów zmian w zarządzaniu spółką oraz stopniowemu prowadzeniu działań restrukturyzacyjnych jest stały wzrost zainteresowania spółką wśród inwestorów giełdowych.

Wykres 8. Notowania spółki Columbus Capital za okres ostatnich dwunastu miesięcy.



Obecna wycena spółki opiera się na oczekiwaniach inwestorów co do przyszłych kierunków rozwoju przedsiębiorstwa w następstwie zmiany struktury głównych akcjonariuszy, przeprowadzonej restrukturyzacji oraz zmianie profilu działalności.

Do głównych elementów składowych obecnej wyceny należy zaliczyć:

- Przeprowadzony proces restrukturyzacji,
- Brak zadłużenia,
- Sformułowaną nową czytelną strategię rozwoju,
- Mocny zespół inwestycyjny,
- Pozyskane pierwsze atrakcyjne projekty inwestycyjne,
- Wiara akcjonariuszy w zaprezentowaną strategię rozwoju oraz komunikowane rynkowi informacje bieżące,
- Status spółki notowanej na rynku publicznym,
- Opcję na realizację nowych przedsięwzięć inwestycyjnych,
- Przeprowadzony skup akcji własnych,
- Zadeklarowany lock-up przez głównych akcjonariuszy.

Na podstawie raportów 18/2014 oraz 24/2014 spółka poinformowała o umowach lock up z akcjonariuszem Januarym Ciszewskim oraz Dorotą Denis-Brewczyńską obejmujących łącznie 8.400 tys. akcji spółki to jest 52,5% kapitału zakładowego spółki. Traktując nabycie akcji Spółki jako długofalową inwestycję powyżsi akcjonariusze dobrowolnie zobowiązali się do ograniczenia zbywania posiadanych przez siebie akcji w okresie do 28.02.2016 r. Zgodnie z postanowieniami wskazanej umowy lock up akcjonariusz jest uprawniony do sprzedaży akcji, przeniesienia posiadania i praw do rozporządzania akcjami w inny sposób lub obciążania akcji tylko w wypadku otrzymania pisemnej zgody Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy Emitenta. Umowa nie dotyczy sprzedaży akcji przez akcjonariusza w przypadku ogłoszenia publicznego wezwania na sprzedaż lub zamianę akcji Emitenta lub ogłoszenia i wzięcia udziału w skupie akcji własnych Spółki.

Dzięki zawartym porozumieniom inwestycyjnym umożliwiającym objęcie udziałów w perspektywicznych projektach oraz wprowadzonym umowom lock-up zarząd COLUMBUS CAPITAL zamierza pozyskać długoterminowych inwestorów zainteresowanych nabyciem akcji emitenta należących do spółki. Spółka jest obecnie właścicielem 1.155.480 akcji własnych nabytych w cenie 0,03 zł/akcje.

Sprzedaż przedmiotowych akcji po cenie uwzględniającej z pewnym dyskontem wycenę przedmiotowych projektów inwestycyjnych umożliwi pozyskanie przez emitenta środków na sfinansowanie powyższych porozumień.

Przeprowadzona w niniejszym opracowaniu wycena udziałów spółki w trzech projektach inwestycyjnych szacuje ich wartość na kwotę 46.534.683,22 zł (wycena udziałów w projektach minus zobowiązania inwestycyjne wynoszące 1.400.000 zł) co daje **wartość jednej akcji na poziomie ok. 2,91 zł.**

- Przyjmując potencjalne dyskonto od przedmiotowej wyceny na poziomie **40%,**
- zakładamy sprzedaż posiadanych akcji własnych przy cenie **1,75 zł/akcje,**
- dzięki temu Spółka osiągnie przychód ze sprzedaży akcji własnych w wysokości **2.022.090 zł,**
- oraz dochód brutto w wysokości **1.987.425,60 zł.**
- po uwzględnieniu podatku dochodowego wartość dochodu netto wynosi **1.609.814,74 zł**

Do powyższej wartości dodajemy bilansową wartość aktywów netto, wartość ta wg bilansu wynosi na koniec I kwartału 2014 r. **2.353 zł.**

Szczegółowe oszacowanie wartości spółki przedstawia kolejna tabela.

Wycena wartości rynkowej spółki
COLUMBUS CAPITAL SPÓŁKA AKCYJNA
 40-005 Katowice, ul. Moniuszki 7,
 data dokumentu: 30 lipca 2014 r.

Tabela 24 Oszacowanie wartości spółki

Wycena udziałów w projektach inwestycyjnych	47 934 683,22
Projekt druku przestrzennego	11 966 783,68
Projekt OZE	29 932 421,16
Projekt nieruchomości komercyjnych	6 035 478,39
Zobowiązania inwestycyjne	1 400 000,00
Nabycie udziałów w projekcie druku przestrzennego	300 000,00
Nabycie udziałów w spółce nieruchomości komercyjnych	1 100 000,00
OGÓŁEM WYCENA NETTO PROJEKTÓW INWESTYCYJNYCH	46 534 683,22
Liczba akcji	16 002 400,00
Wycena jednej akcji	2,91
Liczba akcji własnych w posiadaniu spółki	1 155 480,00
Dyskonto dla długoterminowych inwestorów	40%
Wycena jednej akcji dla inwestorów długoterminowych	1,75
Przychód ze sprzedaży akcji własnych	2 022 090,00
Cena nabycia akcji własnych	0,03
Dochód brutto ze sprzedaży akcji własnych	1 987 425,60
Podatek	377 610,86
Zakładany dochód netto ze sprzedaży akcji własnych	1 609 814,74
Kapitał własny - środki pieniężne w spółce po spłacie zobowiązań	2 353,00
OGÓŁEM WYCENA POZOSTAŁYCH AKTYWÓW	1 612 167,74
OGÓŁEM WYCENA SPÓŁKI	48 146 850,00
OGÓŁEM WYCENA AKCJI	3,01

V. PODSUMOWANIE

Oszacowana metodą dochodową wartość COLUMBUS CAPITAL S.A. uwzględniająca wartość udziałów w trzech projektach inwestycyjnych wynosi:

48 146 850 zł

(słownie: czterdzieści osiem milionów sto czterdzieści sześć tysięcy osiemset pięćdziesiąt złotych 00/100)

w tym wartość udziałów w:

projekcie druku przestrzennego wynosi

11.966.784 zł

projekcie OZE wynosi:

29.932.421 zł

Projekcie nieruchomości komercyjnych wynosi:

6.035.478 zł

Inwestor rozpatrujący potencjalne zaangażowanie kapitałowe w przedmiotową spółkę powinien mieć na uwadze poniższe kwestie:

- Wycena podmiotów, które stosunkowo niedługo działają na rynku, nie posiadają ustabilizowanej pozycji rynkowej oraz nie osiągają regularnych, dodatnich wyników finansowych jest nie tylko bardzo trudna, ale również obarczona dużym ryzykiem. Dlatego też inwestor, który zamierza zainwestować w tego typu spółki powinien mieć świadomość, że będzie to inwestycja zdecydowanie mniej przewidywalna niż ta w firmy rozwijające się czy dojrzałe. Dotyczy to zwłaszcza podmiotów, których model biznesu opiera się na rozwiązaniach i technologiach bardzo obiecujących, ale jednocześnie o nieprzewidywalnych perspektywach.
- Należy także podkreślić, że założenia na których została sporządzona wycena poszczególnych projektów inwestycyjnych a tym samym także wycena samej spółki COLUMBUS CAPITAL są bardzo ambitne co rodzi dodatkowe ryzyko związane z ich wypełnieniem zgodnie z przyjętym planem.

VI. ZASTRZEŻENIA

- Wycena jest ważna dla celu określonego w zleceniu, na podstawie, którego została wykonana.
- Wycena jest ważna na datę określoną w niniejszym raporcie.
- Wszystkie informacje uzyskane w trakcie wyceny dostarczonych oraz udostępnionych dokumentów spółki przyjęto w dobrej wierze.
- Przedstawione dokumenty i zawarty w nich stan prawny i techniczny uznano za wiarygodne i nie były one przedmiotem odrębnego dochodzenia.
- Niniejsze opracowanie nie może być publikowane w całości lub w częściach w jakimkolwiek dokumencie bez zgody Autora i bez uzgodnienia z nim formy i treści tej publikacji.
- Autor nie ponosi odpowiedzialności za skutki nieuprawnionego wykorzystywania wyceny.
- Powyższa wycena w szczególności nie może być traktowana jako gwarancja uzyskania prognozowanych w niej wartości.
- Żadnego stwierdzenia zawartego w niniejszej wycenie nie należy traktować jako rękojmi, gwarancji lub zapewnienia dotyczącego przyszłości.

Niniejszy dokument nie stanowi oferty, w tym oferty w rozumieniu art. 66 oraz zaproszenia do zawarcia umowy w rozumieniu art. 71 ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. - Kodeks cywilny (Dz.U. Nr 16, poz. 93, z późn. zm.), ani oferty publicznej w rozumieniu art. 3 ust. 1 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (t.j.: Dz. U. z 2013 r., poz. 1382 późn. zm.), a także zaproszenia, usługi doradztwa prawnego, podatkowego, finansowego lub inwestycyjnego, związanego z inwestowaniem w jakiekolwiek papiery wartościowe.

Niniejszy dokument nie może stanowić podstawy do podjęcia decyzji o dokonaniu jakiejkolwiek inwestycji w papiery wartościowe, ani nie ma na celu nakłaniania do nabycia lub zbycia jakichkolwiek instrumentów finansowych i został sporządzony wyłącznie w celu informacyjnym. Sporządzający wycenę nie jest zobowiązany do zapewnienia czy instrumenty finansowe, do których odnosi się niniejszy dokument, są odpowiednie dla danego inwestora.

Autor Opracowania:

Robert Jaruga
Usługi Gospodarcze

41-500 Chorzów ul. Gałęczki 40 lok 119
NIP 548-118-57-76
+ 48 607 457 250