

Warszawa, 3 listopada 2009 roku

Wiesława Kępczyńska-Skiba
Ul. K. Pułaskiego 9
05-091 Ząbki
Biegły Rewident
Nr 7324

Sąd rejonowy dla
m.st. Warszawy
w Warszawie
XII Wydział Gospodarczy
Krajowego Rejestru Sądowego

Sygnatura akt: WA XII Ns-rej KRS 27096/09/833

OPINIA NIEZALEŻNEGO BIEGŁEGO REWIDENTA
z badania Sprawozdania Zarządu
Banku Ochrony Środowiska S.A

- I.** Opinię sporządzono na podstawie postanowienia Sądu Rejonowego dla m.st. Warszawy w Warszawie z dnia 29 września 2009 roku o wyznaczeniu biegłego w osobie Wiesławy Kępczyńskiej-Skiba, wpisanej na listę biegłych Rewidentów pod nr 7324, wydanego w celu zbadania sprawozdania Zarządu Banku Ochrony Środowiska S.A w zakresie jego prawdziwości i rzetelności jego sporządzenia oraz stwierdzenia czy wartość wkładu niepieniężnego, jaki ma być wniesiony odpowiada co najmniej wartości nominalnej obejmowanych za niego akcji.

Sprawozdanie Zarządu zawiera informacje w zakresie:

1. przedmiotu wkładów niepieniężnych,
2. liczby i rodzaju akcji wydanych w zamian za wkłady niepieniężne,
3. ceny emisyjnej,
4. podmiotu wnoszącego wkłady niepieniężne,
5. zastosowanych metod wyceny wkładów niepieniężnych,
6. uzasadnienia pokrycia akcji wkładami niepieniężnymi,

- II.** Za sporządzenie sprawozdania odpowiedzialny jest Zarząd Banku Ochrony Środowiska S.A

Moim zadaniem było wyrażenie opinii o załączonym sprawozdaniu, na podstawie przeprowadzonego badania.

Opinia jest przeznaczona wyłącznie do użytku Sądu Rejonowego dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego oraz Banku Ochrony Środowiska S.A i nie może być użyta w innym celu.

Biegły Rewident nie ponosi odpowiedzialności wobec osób trzecich z tytułu treści niniejszej opinii.

Badanie przeprowadziłam zgodnie z:

- przepisami ustawy z dnia 15 września 2000 roku Kodeks Spółek Handlowych (Dz. U. Nr 94, poz 1037 z późn. zm.) zwanego dalej KSH,
- normami wykonywania zawodu Biegłego Rewidenta,
- Międzynarodowymi Standardami Usług Atestacyjnych 3000

Badanie zaplanowałam i przeprowadziłam w taki sposób aby uzyskać wystarczającą (racjonalną) pewność, że sprawozdanie Zarządu nie zawiera istotnych uchybień i/lub zniekształceń i stanowi wystarczającą podstawę do wyrażenia miarodajnej opinii o tym sprawozdaniu.

W szczególności w trakcie badania dokonano :

- sprawdzenia czy sporządzone sprawozdanie Zarządu zostało przygotowane zgodnie z art. 311 KSH,
- sprawdzenia czy zastosowane metody wyceny w sprawozdaniu są odpowiednio dobrane do wycenianych akcji lub udziałów z uwzględnieniem ich specyfiki i ich uwarunkowań rynkowych , a uzyskane wartości wynikają z konsekwentnie wybranej metody.

Przeprowadzone badanie stanowi wystarczającą podstawę do wyrażenia miarodajnej opinii.

III. Moim zdaniem zbadane sprawozdanie Zarządu, sporządzone w związku z zamiarem podwyższenia kapitału zakładowego Banku Ochrony Środowiska SA w drodze emisji akcji serii „O” wydawanych za wkłady niepieniężne, na podstawie art. 311 §1 KSH w zw. z art. 431 §7 KSH,

zgodne jest z w/w przepisami i przedstawia prawdziwie i rzetelnie wymagane informacje

i

określona w nim wartość wkładu niepieniężnego, jaka ma być wniesiona odpowiada wartości godziwej przewyższającej wartość nominalną obejmowanych za nie akcji.

Uzasadnienie do opinii:**I. Ustalenia wstępne**

Na podstawie postanowienia Sądu Rejonowego dla m.st. Warszawy w Warszawie z dnia 29 września 2009 roku, sygnatura akt WA XII Ns-Rej KRS 27096/09/833 Sąd wyznaczył biegłego w osobie Wiesławy Kępczyńskiej-Skiba, wpisanej na listę biegłych rewidentów pod nr 7324, w celu zbadania sprawozdania Zarządu Banku Ochrony Środowiska SA, sporządzonego w związku z zamiarem podwyższenia kapitału zakładowego Banku Ochrony Środowiska SA oraz stwierdzenia czy wartość wkładu niepieniężnego, jaka ma być wniesiona odpowiada wartości godziwej i odpowiada co najmniej wartości nominalnej obejmowanych za nie akcji.

II. Ustalenia ogólne**1. Przedmiot wkładów niepieniężnych**

Przedmiotem wkładów niepieniężnych, którymi ma zostać pokryte podwyższenie kapitału zakładowego Spółki Akcyjnej BOŚ, będą akcje i udziały poniższych Spółek:

	Centrozap SA	Stalexport Autostrady SA	Lubelski Węgiel Bogdanka SA	Wodkan Przedsiębiorstw o Wodociągów i Kanalizacji SA	Kemipol Sp. z o. o	razem
przedmiot wkładu niepieniężnego						
liczba akcji	10 108 453,00	12 255 116,00	135 820,00	1 509 090,00	x	x
liczba udziałów	x	x	x	x	115,00	x
wartość nominalna jednej akcji/udziału	1,00	2,00	5,00	10,00	4 503,35	x
udział % w kapitale zakładowym Spółki	5,79%	4,96%	0,40%	29,65%	15,03%	x
udział % w prawach głosów na Walnym Zgromadzeniu	5,79%	4,96%	0,40%	29,65%	15,03%	x
wartość nominalna wnoszonych akcji/udziałów	10 108 453,00	24 510 232,00	679 100,00	15 090 900,00	517 885,25	x
wartość wnoszonych akcji/udziałów wg wyceny						
wycena	9 299 776,76	21 201 350,68	8 858 180,40	23 737 985,70	33 056 349,80	96 153 643,34

	Centrozap SA	Stalexport Autostrady SA	Lubelski Węgiel Bogdanka SA	Wodkan Przedsiębiorstw o Wodociągów i Kanalizacji SA	Kemipol Sp. z o. o	razem
akcje na okaziciela serii "O" które zostaną wydane w zamian za wkłady niepieniężne						
liczba wydanych akcji	127 691,00	291 107,00	121 628,00	325 936,00	453 883,00	1 320 245,00
wartość nominalna jednej akcji	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00	x
łączna wartość nominalna	1 276 910,00	2 911 070,00	1 216 280,00	3 259 360,00	4 538 830,00	13 202 450,00

2. Osoby wnoszące wkłady niepieniężne

Podwyższenie kapitału zakładowego nastąpi w drodze emisji akcji na okaziciela serii „O”. Wyemitowane akcje objęte zostaną w całości przez Narodowy Fundusz Ochrony Środowiska i Gospodarki Wodnej w zamian za wkład niepieniężny w postaci akcji i udziałów pięciu w/w spółek.

3. Zastosowane metody wyceny wkładu

Doradca finansowy dokonujący wyceny ww. wkładów niepieniężnych, uwzględniając specyfikę spółek, podzielił je na dwie grupy i zastosował odmienne podejście metodyczne do wyceny aportowanych pakietów akcji/udziałów.

Do wyceny akcji Spółek zastosowano metodę mieszaną obejmującą, w zależności od wycenianego podmiotu metodę rynkową i porównawczą lub metodę dochodową (zdyskontowanych strumieni pieniężnych) i porównawczą

Metoda rynkowa polega na określeniu wartości rynkowej.

Sprawiedliwa wartość rynkowa to wyrażona w pieniądzu lub odpowiednim ekwiwalencie cena, której kupujący mógłby w sposób uzasadniony oczekiwać, a sprzedający byłby gotów ją zaakceptować, o ile towar zostałby wystawiony na sprzedaż na otwartym rynku, i przy założeniu, że zarówno kupujący jak i sprzedający są w posiadaniu wszelkich związanych z transakcją informacji oraz żaden z nich nie działa pod jakimkolwiek przymusem¹.

Najczęściej wartość rynkowa to po prostu cena, która przeważa na aktywnym rynku składającym się z dużej liczby dobrze poinformowanych osób.

Metoda rynkowa w tym wypadku oparta została na poziomie notowań giełdowych, biorąc pod uwagę:

- średnią cenę akcji za okres 6 miesięcy, tj. od dnia 5 stycznia 2009 r. do 1 lipca 2009 r., wyliczoną jako średnia ważona, gdzie wagą była wielkość obrotów

¹ R.C. Miles: *op.cit.*, s. 19. Podobnie brzmi definicja tej kategorii podawana przez Internal Revenue Service – amerykański odpowiednik Urzędu Skarbowego (IRS Revenue Ruling 59-60, sekcja 2.02.).

- b) średnią cenę akcji za okres 3 miesięcy, tj. od dnia 2 kwietnia 2009 r. do 1 lipca 2009 r., wyliczoną jako średnia ważona, gdzie wagą była wielkość obrotów.

Metoda porównawcza wyprowadza wartość wycenianego podmiotu z odpowiednich porównań dotyczących, podobnych transakcji dokonujących się na rynku. Wycena porównawcza z zastosowaniem metod mnożnikowych to wycena przez analogię. Metoda ta polega na określeniu wartości wycenianego biznesu na podstawie dokonanych wcześniej podobnych transakcji kupna – sprzedaży.

Metoda porównawcza w tym przypadku oparta została na wybranych czterech mnożnikach rynkowych: EV/S - enterprise value (wartość całego biznesu przedsiębiorstwa) do przychodów ze sprzedaży, EV/EBITDA - enterprise value do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację, P/E - cena rynkowa akcji spółki do zysku netto, P/BV - cena rynkowa akcji spółki do wartości księgowej, które obliczono z próby transakcji porównywalnych zidentyfikowanych w bazie danych ZEPHYR, prowadzonej przez Bureau van Dijk Electronic Publishing.

Metoda dochodowa polega na dyskontowaniu na dzień wyceny, określonych strumieni.

Metoda określona jako DCF polega na odzwierciedleniu w bieżącej wartości przyszłych dochodów.

Model stanowiący podstawę wyceny składa się z kilku podstawowych modułów:

- moduł prognozujący rachunek wyników,
- moduł prognozujący strukturę bilansu w okresie prognozy,
- model prognozujący wartość wolnych przepływów finansowych w Spółce i FCF dla udziałowców,
- koszt kapitału – stopa dyskontowa dla wolnych przepływów pieniężnych.

III. Ustalenia szczegółowe

Dokonałam weryfikacji wyceny wartości wnoszonych akcji i udziałów, na podstawie sprawozdania Zarządu i uzyskanych dokumentów i informacji dotyczących wycenianych Spółek.

Doradca finansowy dokonujący wyceny ww. wkładów niepieniężnych, uwzględniając specyfikę spółek, podzielił je na dwie grupy i zastosował odmienne podejście metodyczne do wyceny aportowanych pakietów akcji/udziałów.

Dokonując podziału na grupy, kierował się kryterium:

- a) udziału aportowanego pakietu akcji/udziałów w kapitale wycenianej Spółki (do 10%, 10% i powyżej),
- b) transparentnego kształtowania się ceny wycenianych akcji na aktywnym rynku regulowanym.

Do wyceny akcji Spółek pierwszej grupy zastosowano metodę mieszaną obejmującą metodę rynkową (oparte na poziomie notowań giełdowych) i porównawczą.

Tą metodą wyceniono akcje spółek; Centrozap SA, Stalexport Autostrady SA, Bogdanka SA.

Natomiast dla drugiej grupy zastosowano metodę mieszaną obejmującą metodę dochodową (zdyskontowanych strumieni pieniężnych) i porównawczą. W tej grupie znalazły się Spółki Wodkan SA i Kemipol Sp. z o. o.

Zarówno kryteria kwalifikacji wycenianych aportów do poszczególnych grup jak i zastosowane metody wyceny dla nich, jak wskazuje literatura przedmiotu i praktyka, są dobrane trafnie.

Analiza wyceny poszczególnych akcji/udziałów będących przedmiotem aportu

1. Spółka Centrozap SA

Przesłanki wyboru metody wyceny i analiza zasadności jej zastosowania:

Do wyceny wybrano metodę mieszaną, w której uwzględniono wycenę pakietu akcji wg wartości rynkowej i wycenę wg metody porównawczej.

Spółka Centrozap jest spółką notowaną na giełdzie i najbliższą prawdą jest wartość, jaka jest notowana na giełdzie. Jednakże, żeby zweryfikować otrzymane wyniki i uniknąć przekłamań wynikających z wahań powyższych notowań, zdecydowano się na analizę wyceny metodą porównawczą.

Ogólnie przyjęte jest, zarówno przez ekspertów jak i w literaturze, że przy spółkach notowanych na giełdzie podstawą wyceny jest wartość wynikająca z notowań czyli preferowana jest metoda rynkowa. Jednakże stosując się do zasady ostrożności wskazane jest porównywanie tych wyników z wynikami uzyskiwanymi innymi metodami.

Zastosowana metoda wyceny:

Wycenę rynkową oparto na algorytmie określenia ceny, po jakiej akcje mają być skupowane w przypadku wezwania do sprzedaży.

Minimalna cena akcji proponowana w wezwaniu zostaje określona na poniższych zasadach:

1. Cena akcji proponowana w wezwaniu, o którym mowa w art. 72-74:²
 - 1) w przypadku gdy którekolwiek z akcji spółki są przedmiotem obrotu na rynku regulowanym, nie może być niższa od:
 - a) średniej ceny rynkowej z okresu 6 miesięcy poprzedzających ogłoszenie wezwania, w czasie których dokonywany był obrót tymi akcjami na rynku głównym, albo
 - b) średniej ceny rynkowej z krótszego okresu – jeżeli obrót akcjami spółki był dokonywany na rynku głównym przez okres krótszy niż określony w lit. a;
 - 2) w przypadku gdy nie jest możliwe ustalenie ceny zgodnie z pkt. 1 albo w przypadku spółki, w stosunku do której otwarte zostało postępowanie układowe lub upadłościowe – nie może być niższa od ich wartości godziwej.
2. Cena akcji proponowana w wezwaniach, o których mowa w art. 72-74, nie może być również niższa od:
 - 1) najwyższej ceny, jaką za akcje będące przedmiotem wezwania podmiot obowiązany do jego ogłoszenia, podmioty od niego zależne lub wobec niego

² Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych z dnia 29 lipca 2005 r. Dz. U. nr 184 poz. 1539 z późn. zmianami.

dominujące lub podmioty będące stronami zawartego z nim porozumienia, o którym mowa w art. 87 ust. 1 pkt 5, zapłaciły w okresie 12 miesięcy przed ogłoszeniem wezwania, albo

- 2) najwyższej wartości rzeczy lub praw, które podmiot obowiązany do ogłoszenia wezwania lub podmioty, o których mowa w pkt 1, wydały w zamian za akcje będące przedmiotem wezwania, w okresie 12 miesięcy przed ogłoszeniem wezwania.

3. Cena akcji proponowana w wezwaniu, o którym mowa w art. 74, nie może być również niższa od średniej ceny rynkowej z okresu 3 miesięcy obrotu tymi akcjami na rynku regulowanym poprzedzających ogłoszenie wezwania.

Akcje wyceniono na poziomie wyższej z dwóch wartości:

- a) średniej ceny akcji za okres 6 miesięcy, tj. od dnia 5 stycznia 2009 r. do 1 lipca 2009 r., wyliczonej jako średnia ważona, gdzie wagą była wielkość obrotów
b) średniej ceny akcji za okres 3 miesięcy, tj. od dnia 2 kwietnia 2009 r. do 1 lipca 2009 r., wyliczonej jako średnia ważona, gdzie wagą była wielkość obrotów.

Wartość 5,79 procentowego pakietu akcji Spółki wyliczona za pomocą średniej ważonej ceny akcji w hipotetycznym wezwaniu wynosiłaby:

- dla średniej ważonej cen akcji za okres 3 miesięcy 9 299 776,76 zł
- dla średniej ważonej cen akcji za okres 6 miesięcy 8 288 931,46 zł

Do dalszej analizy przyjęto wartość **9.299.776,76 zł.** (wartość jednej akcji 0,92 zł) jako spełniającą wyższe wymagania przepisów w/w ustawy.

Wycenę metodą porównawczą oparto na doborze transakcji, dla których wyceniano wartość rynkową firm o profilu zbliżonym do Centrozapu jak i doborze wskaźników, które zastosowano. Korzystając z bazy danych ZEPHYR wytypowano 27 transakcji.

Do sporządzenia wyceny wybrano cztery następujące mnożniki:

- ♦ EV/S – enterprise value (wartość całego biznesu przedsiębiorstwa) do przychodów ze sprzedaży;
- ♦ EV/EBITDA – enterprise value do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację
- ♦ P/E – wartość kapitałów własnych spółki do zysku netto
- ♦ P/BV – wartość kapitałów własnych spółki do wartości księgowej

Ostatecznie ze względu na to, że Centrozap wygenerował ujemny zysk operacyjny jak i stratę netto w okresie ostatnich 12-tu miesięcy poprzedzających datę wyceny, zrezygnowano z mnożników o charakterze efektywnościowym i skorzystano tylko ze wskaźników EV/S i P/E.

Finalnie otrzymano na podstawie tych dwóch mnożników, następujące wyniki, odpowiednio 50 393,6 tys. zł., 22 584,5 tys. zł. co dało średnią 36 489,1 tys. zł. – wartość firmy Centrozap SA (wartość jednej akcji 0,21 zł).

Do wyliczenia rekomendowanej wartości pakietu akcji Centrozap SA przyjęto dla wyceny rynkowej wagę równą „1”, a dla metody porównawczej równą „0”. Jest to uzasadnione, jeżeli weźmiemy pod uwagę, że

1. najwyższą wagę powinno się nadawać wartościom weryfikowanym przez rynek,
2. wiarygodność wyceny porównawczej, a w związku z tym i jej waga jest niższa z tego powodu, że można było przyjąć tylko dwa mnożniki jak i z tego, że szacunek dokonany metodą DCF - co prawda nie oparty na danych źródłowych - wskazywał diametralnie różną wycenę.

Biorąc powyższe pod uwagę rekomendowana wartość pakietu akcji Centrozap SA, znajdujących się w posiadaniu Narodowego Funduszu Ochrony Środowiska i Gospodarki Wodnej wynosi:

9.299.776,76 zł. (wartość jednej akcji 0,92 zł.)

Konkludując, uważam że metoda, jak i metodologia jej zastosowania oraz dane, z których korzystano przy wycenie są prawidłowe, a co za tym idzie wynik tej wyceny należy uznać za trafny.

2. Spółka Stalexport Autostrady SA

Przesłanki wyboru metody wyceny i analiza zasadności jej zastosowania:

Do wyceny wybrano metodę mieszaną, w której uwzględniono wycenę pakietu akcji wg wartości rynkowej i wycenę wg metody porównawczej.

Spółka Stalexport Autostrady SA jest spółką notowaną na giełdzie i najbliższą prawdą jest wartość jaka jest notowana na giełdzie. Jednakże, żeby zweryfikować otrzymane wyniki i uniknąć przekłamań wynikających z wahań powyższych notowań, zdecydowano się na analizę wyceny metodą porównawczą.

Ogólnie przyjęte jest, zarówno przez ekspertów jak i w literaturze, że przy spółkach notowanych na giełdzie podstawą wyceny jest wartość wynikająca z notowań czyli preferowana jest metoda rynkowa. Jednakże stosując się do zasady ostrożności wskazane jest porównywanie tych wyników z wynikami uzyskiwanymi innymi metodami.

Zastosowana metoda wyceny:

Wycenę rynkową oparto na algorytmie określenia ceny, po jakiej akcje mają być skupowane w przypadku wezwania do sprzedaży.

Minimalna cena akcji proponowana w wezwaniu zostaje określona na poniższych zasadach:

1. Cena akcji proponowana w wezwaniu, o którym mowa w art. 72-74:³

- 1) w przypadku gdy którekolwiek z akcji spółki są przedmiotem obrotu na rynku regulowanym, nie może być niższa od:

³ Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych z dnia 29 lipca 2005 r. Dz. U. nr 184 poz. 1539 z późn. zmianami.

- a) średniej ceny rynkowej z okresu 6 miesięcy poprzedzających ogłoszenie wezwania, w czasie których dokonywany był obrót tymi akcjami na rynku głównym, albo
 - b) średniej ceny rynkowej z krótszego okresu – jeżeli obrót akcjami spółki był dokonywany na rynku głównym przez okres krótszy niż określony w lit. a;
 - 2) w przypadku gdy nie jest możliwe ustalenie ceny zgodnie z pkt. 1 albo w przypadku spółki, w stosunku do której otwarte zostało postępowanie układowe lub upadłościowe – nie może być niższa od ich wartości godziwej.
2. Cena akcji proponowana w wezwaniach, o których mowa w art. 72-74, nie może być również niższa od:
- 1) najwyższej ceny, jaką za akcje będące przedmiotem wezwania podmiot obowiązany do jego ogłoszenia, podmioty od niego zależne lub wobec niego dominujące lub podmioty będące stronami zawartego z nim porozumienia, o którym mowa w art. 87 ust. 1 pkt 5, zapłaciły w okresie 12 miesięcy przed ogłoszeniem wezwania, albo
 - 2) najwyższej wartości rzeczy lub praw, które podmiot obowiązany do ogłoszenia wezwania lub podmioty, o których mowa w pkt 1, wydały w zamian za akcje będące przedmiotem wezwania, w okresie 12 miesięcy przed ogłoszeniem wezwania.
3. Cena akcji proponowana w wezwaniu, o którym mowa w art. 74, nie może być również niższa od średniej ceny rynkowej z okresu 3 miesięcy obrotu tymi akcjami na rynku regulowanym poprzedzających ogłoszenie wezwania.

Akcje wyceniono na poziomie wyższej z dwóch wartości:

- c) średniej ceny akcji za okres 6 miesięcy, tj. od dnia 5 stycznia 2009 r. do 1 lipca 2009 r., wyliczonej jako średnia ważona, gdzie wagą była wielkość obrotów
- d) średniej ceny akcji za okres 3 miesięcy, tj. od dnia 2 kwietnia 2009 r. do 1 lipca 2009 r., wyliczonej jako średnia ważona, gdzie wagą była wielkość obrotów.

Wartość 4,96 procentowego pakietu akcji Spółki wyliczona za pomocą średniej ważonej ceny akcji w hipotetycznym wezwaniu wynosiłaby:

- dla średniej ważonej cen akcji za okres 3 miesięcy 19 485 634,44 zł
- dla średniej ważonej cen akcji za okres 6 miesięcy 20 098 390,24 zł

Do dalszej analizy przyjęto wartość **20.098.390,24 zł.** (wartość jednej akcji 1,64 zł) jako spełniającą wyższe wymagania przepisów w/w ustawy.

Wycenę metodą porównawczą oparto na doborze transakcji, dla których wyceniano wartość rynkową firm o profilu zbliżonym do Spółki Stalexport Autostrady SA jak i doborze wskaźników, które zastosowano. Korzystając z bazy danych ZEPHYR wytypowano 27 transakcji.

Do sporządzenia wyceny wybrano cztery następujące mnożniki:

- ♦ EV/S – enterprise value (wartość całego biznesu przedsiębiorstwa) do przychodów ze sprzedaży;
- ♦ EV/EBITDA – enterprise value do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację

- ♦ P/E – wartość kapitałów własnych spółki do zysku netto
- ♦ P/BV – wartość kapitałów własnych spółki do wartości księgowej

Ze względu na to, że na dzień sporządzania wyceny Stalexport Autostrady SA nie opublikował jeszcze danych za I półrocze 2009 r., wycenę oparto na danych finansowych za okres 01.04.2008 – 31.03.2009 r.

Finalnie otrzymano na podstawie tych czterech mnożników wyniki odpowiednio: 444 392,0 tys. zł., 942 902,5 tys. zł., 233.356,8 tys. zł., 447.778,3 tys. zł., co dało średnią 517 107,4 tys. zł. – wartość firmy Stalexport Autostrady SA (wartość jednej akcji 2,09 zł).

Do wyliczenia rekomendowanej wartości pakietu akcji Stalexport Autostrady SA przyjęto dla wyceny rynkowej wagę równą „0,8”, a dla metody porównawczej równą „0,2”. Jest to uzasadnione, jeżeli weźmiemy pod uwagę, że najwyższą wagę powinno się nadawać wartościom weryfikowanym przez rynek,

Biorąc powyższe pod uwagę rekomendowana wartość pakietu akcji Stalexport Autostrady SA, znajdujących się w posiadaniu Narodowego Funduszu Ochrony Środowiska i Gospodarki Wodnej wynosi:

21.201.350,68 zł. (wartość jednej akcji 1,73 zł.)

Konkludując, uważam że metoda jak i metodologia jej zastosowania oraz dane z których korzystano przy wycenie są prawidłowe, a co za tym idzie wynik tej wyceny należy uznać za trafny.

3. Spółka Lubelski Węgiel „Bogdanka” SA

Przesłanki wyboru metody wyceny i analiza zasadności jej zastosowania:

Do wyceny wybrano metodę mieszaną, w której uwzględniono wycenę pakietu akcji wg wartości rynkowej i wycenę wg metody porównawczej.

Spółka Lubelski Węgiel „Bogdanka” SA jest spółką notowaną na giełdzie i najbliższą prawdą jest wartość jaka jest notowana na giełdzie. Jednakże, żeby zweryfikować otrzymane wyniki i uniknąć przekłamań wynikających z wahań powyższych notowań, zdecydowano się na analizę wyceny metodą porównawczą.

Ogólnie przyjęte jest, zarówno przez ekspertów jak i w literaturze, że przy spółkach notowanych na giełdzie podstawą wyceny jest wartość wynikająca z notowań czyli preferowana jest metoda rynkowa. Jednakże stosując się do zasady ostrożności wskazane jest porównywanie tych wyników z wynikami uzyskiwanymi innymi metodami.

Zastosowana metoda wyceny:

Wycenę rynkową oparto na algorytmie określenia ceny po, jakiej akcje mają być skupowane w przypadku wezwania do sprzedaży.

Minimalna cena akcji proponowana w wezwaniu zostaje określona na poniższych zasadach:

1. Cena akcji proponowana w wezwaniu, o którym mowa w art. 72-74:⁴
 - 1) w przypadku gdy którekolwiek z akcji spółki są przedmiotem obrotu na rynku regulowanym, nie może być niższa od:
 - a) średniej ceny rynkowej z okresu 6 miesięcy poprzedzających ogłoszenie wezwania, w czasie których dokonywany był obrót tymi akcjami na rynku głównym, albo
 - b) średniej ceny rynkowej z krótszego okresu – jeżeli obrót akcjami spółki był dokonywany na rynku głównym przez okres krótszy niż określony w lit. a;
 - 2) w przypadku gdy nie jest możliwe ustalenie ceny zgodnie z pkt. 1 albo w przypadku spółki, w stosunku do której otwarte zostało postępowanie układowe lub upadłościowe – nie może być niższa od ich wartości godziwej.
2. Cena akcji proponowana w wezwaniach, o których mowa w art. 72-74, nie może być również niższa od:
 - 1) najwyższej ceny, jaką za akcje będące przedmiotem wezwania podmiot obowiązany do jego ogłoszenia, podmioty od niego zależne lub wobec niego dominujące lub podmioty będące stronami zawartego z nim porozumienia, o którym mowa w art. 87 ust. 1 pkt 5, zapłaciły w okresie 12 miesięcy przed ogłoszeniem wezwania, albo
 - 2) najwyższej wartości rzeczy lub praw, które podmiot obowiązany do ogłoszenia wezwania lub podmioty, o których mowa w pkt 1, wydały w zamian za akcje będące przedmiotem wezwania, w okresie 12 miesięcy przed ogłoszeniem wezwania.
3. Cena akcji proponowana w wezwaniu, o którym mowa w art. 74, nie może być również niższa od średniej ceny rynkowej z okresu 3 miesięcy obrotu tymi akcjami na rynku regulowanym poprzedzających ogłoszenie wezwania.

Zgodnie z przywołanymi regulacjami prawnymi określenie ceny minimalnej powinno być ustalone na poziomie średniej ceny z okresu krótszego, jeżeli nie jest to możliwe we wskazanych okresach. W związku z tym, że do sporządzenia wyceny na dzień 01.07.2008 r. nie były one jeszcze notowane na giełdzie, posłużyły się notowaniami praw do akcji Lubelski Węgiel „Bogdanka” SA.

Oczywistym jest, że wartość praw do akcji może i powinna się różnić od wartości samej akcji. Niemniej jest to obiektywna, zweryfikowana przez rynek wartość, która może być odniesieniem i służyć do weryfikacji przyjętej wartości.

Jedyną obiektywną wartością jaką można się było posłużyć była cena akcji z pierwszego dnia notowań (22.07.2009 r.). Co prawda jest to data po dniu wyceny, ale dzieli je krótki okres, dlatego takie podejście metodologiczne można uznać za jedyne możliwe mające walor jedynej rynkowej wyceny, a więc obiektywnej.

Wartość 0,40 procentowego pakietu akcji Spółki wynikająca z pierwszego notowania tj. 61,10 zł za akcję wyniosła **8.298.602 zł**.

Wycenę metodą porównawczą oparto na doborze transakcji dla których wyceniano wartość rynkową firm o profilu zbliżonym do Spółki Lubelski Węgiel „Bogdanka” SA jak i doborze wskaźników, które zastosowano. Korzystając z bazy danych ZEPHYR wytypowano 168 transakcji.

⁴ Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych z dnia 29 lipca 2005 r. Dz. U. nr 184 poz. 1539 z późn. zmianami.

Do sporządzenia wyceny wybrano cztery następujące mnożniki:

- ♦ EV/S – enterprise value (wartość całego biznesu przedsiębiorstwa) do przychodów ze sprzedaży;
- ♦ EV/EBITDA – enterprise value do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację
- ♦ P/E – wartość kapitałów własnych spółki do zysku netto
- ♦ P/BV – wartość kapitałów własnych spółki do wartości księgowej

Finalnie otrzymano na podstawie tych czterech mnożników wyniki odpowiednio: 3 512 751,0 tys. zł., 2 520 311,7 tys. zł., 1 970 756,2 tys. zł., 3 112 936,90 tys. zł., co dało średnią 2 779 189,0 tys. zł. – wartość firmy Lubelski Węgiel „Bogdanka” SA (wartość jednej akcji 81,71 zł).

Do wyliczenia rekomendowanej wartości pakietu akcji Lubelski Węgiel „Bogdanka” SA przyjęto dla wyceny rynkowej wagę równą „0,8”, a dla metody porównawczej równą „0,2”. Jest to uzasadnione, jeżeli weźmiemy pod uwagę, że najwyższą wagę powinno się nadawać wartościom weryfikowanym przez rynek,

Biorąc powyższe pod uwagę rekomendowana wartość pakietu akcji Lubelski Węgiel „Bogdanka” SA, znajdujących się w posiadaniu Narodowego Funduszu Ochrony Środowiska i Gospodarki Wodnej wynosi:

8.858.180,40 zł. (wartość jednej akcji 65,22 zł.)

Konkludując, uważam że metoda jak i metodologia jej zastosowania oraz dane z których korzystano przy wycenie są prawidłowe, a co za tym idzie wynik tej wyceny należy uznać za trafny.

4. Spółka WODKAN Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji SA

Przesłanki wyboru metody wyceny i analiza zasadności jej zastosowania:

Do wyceny wybrano metodę mieszaną, w której uwzględniono wycenę pakietu akcji metodą dochodową i porównawczą.

Zrezygowano w tym wypadku z wyceny rynkowej, chociaż jest ona notowana na CeTO. W związku z tym, że obroty na rynku CeTO w I półroczu 2009 r. stanowiły tylko 0,02% liczby akcji Spółki nie możemy mówić, że jest to rynek aktywny i że wycena na nim dokonywana posiada walor obiektywności.

Zastosowana metoda wyceny:

Wycenę dochodową sporządzono przy wykorzystaniu metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych DCF.

Wycena przedsiębiorstwa przy wykorzystaniu metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) opiera się na założeniu, że wartość każdego podmiotu gospodarczego zależy od korzyści finansowych możliwych do uzyskania przez niego w przyszłości. Wartość firmy zgodnie z metodyką DCF jest równa zaktualizowanej na

dzień wyceny sumie przewidywanych nadwyżek pieniężnych oraz wartości rezydualnej spółki. Wartość ta powinna zostać powiększona o wartość rynkową aktywów o charakterze nieoperacyjnym (tj. nie wpływających na generowanie nadwyżek finansowych będących podstawą wyceny metodą DCF). Tak zdefiniowana wartość przedsiębiorstwa jest następnie pomniejszana o pasywa pozaoperacyjne, w szczególności oprocentowane zadłużenie. Wynikiem kalkulacji przeprowadzonych wg przedstawionego algorytmu jest rynkowa wartość kapitału własnego przedsiębiorstwa. Pomimo ograniczenia metody DCF (uzależnienie wyników wyceny od subiektywnej prognozy), należy przyjąć że za wyborem tej metody przemawiają następujące przesłanki:

- Spółka osiąga wysokie nadwyżki finansowe,
- osiąga także wysokie wskaźniki rentowności,
- majątek Spółki jest wykorzystywany w bieżącej działalności.

Ze względu na dostępność danych finansowych, wycenę sporządzono na dzień 31.03.2009 r.

Wartość Wodkan SA liczona metodą DCF wyniosła 79.446,9 tys. zł. co daje wartość pakietu akcji będących w posiadaniu Narodowego Funduszu Ochrony Środowiska 23.556,01 tys. zł.

Wycenę metodą porównawczą oparto na doborze transakcji, dla których wyceniano wartość rynkową firm o profilu zbliżonym do Spółki Wodkan SA. Wzięto pod uwagę transakcje dokonane po 01.01.2008 r., w których wielkość pakietu nie przekraczała 49%. Korzystając z bazy danych ZEPHYR wytypowano 19 transakcji.

Do sporządzenia wyceny wybrano cztery następujące mnożniki:

- | | |
|-------------|--|
| ♦ EV/S | – enterprise value (wartość całego biznesu przedsiębiorstwa) do przychodów ze sprzedaży; |
| ♦ EV/EBITDA | – enterprise value do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację |
| ♦ P/E | – wartość kapitałów własnych spółki do zysku netto |
| ♦ P/BV | – wartość kapitałów własnych spółki do wartości księgowej |

Finalnie otrzymano na podstawie tych czterech mnożników wyniki odpowiednio: 32.283,9 tys. zł., 59.609,1 tys. zł., 8.561,5 tys. zł., 224.427,2 tys. zł., co dało średnią 81.220,4 tys. zł. – wartość firmy Wodkan SA.

Do wyliczenia rekomendowanej wartości pakietu akcji Wodkan SA przyjęto dla wyceny metodą DCF wagę równą 2/3, a dla metody porównawczej równą 1/3. Jest to uzasadnione tym, że wyższą wagę powinno się nadawać wartościom weryfikowanym przez metodę dochodową, która uwzględnia faktyczne wyniki.

Biorąc powyższe pod uwagę rekomendowana wartość pakietu akcji Wodkan SA, znajdujących się w posiadaniu Narodowego Funduszu Ochrony Środowiska i Gospodarki Wodnej wynosi:

23.737.985,70 zł. (wartość jednej akcji 15,73 zł.)

Konkludując, uważam że metoda, jak i metodologia jej zastosowania oraz dane, z których korzystano przy wycenie są prawidłowe, a co za tym idzie wynik tej wyceny należy uznać za trafny.

5. Spółka KEMIPOL Sp. z o. o

Przesłanki wyboru metody wyceny i analiza zasadności jej zastosowania:

Do wyceny wybrano metodę mieszaną, w której uwzględniono wycenę pakietu udziałów metodą dochodową i porównawczą.

Dobór metody był oparty o założenie, że w przypadku efektywnie działających firm, głównym wyznacznikiem ich wartości dla potencjalnych inwestorów są dochody możliwe do uzyskania.

Wycena metodą rynkową nie była możliwa do zastosowania z uwagi na brak notowań na otwartym rynku.

Zastosowana metoda wyceny:

Wycenę dochodową sporządzono przy wykorzystaniu metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych DCF.

Wycena przedsiębiorstwa przy wykorzystaniu metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) opiera się na założeniu, że wartość każdego podmiotu gospodarczego zależy od korzyści finansowych możliwych do uzyskania przez niego w przyszłości. Wartość firmy zgodnie z metodyką DCF jest równa zaktualizowanej na dzień wyceny sumie przewidywanych nadwyżek pieniężnych oraz wartości rezydualnej spółki. Wartość ta powinna zostać powiększona o wartość rynkową aktywów o charakterze nieoperacyjnym (tj. nie wpływających na generowanie nadwyżek finansowych będących podstawą wyceny metodą DCF). Tak zdefiniowana wartość przedsiębiorstwa jest następnie pomniejszana o pasywa pozaoperacyjne, w szczególności oprocentowane zadłużenie. Wynikiem kalkulacji przeprowadzonych wg przedstawionego algorytmu jest rynkowa wartość kapitału własnego przedsiębiorstwa. Pomimo ograniczenia metody DCF (uzależnienie wyników wyceny od subiektywnej prognozy), należy przyjąć, że za wyborem tej metody przemawiają następujące przesłanki:

- Spółka osiąga wysokie nadwyżki finansowe,
- osiąga również wysokie wskaźniki rentowności,
- majątek Spółki jest wykorzystywany w bieżącej działalności.

Ze względu na dostępność danych finansowych, wycenę sporządzono na dzień 31.03.2009 r.

Wartość KEMIPOL Sp. z o. o, liczona metodą DCF wyniosła 268.255 tys zł., co daje wartość pakietu udziałów będących w posiadaniu Narodowego Funduszu Ochrony Środowiska : 40.318,73 tys. zł.

Wycenę metodą porównawczą oparto na doborze transakcji, dla których wyceniano wartość rynkową firm o profilu zbliżonym do Spółki KEMIPOL Sp. z o. o. Wzięto pod uwagę transakcje dokonane po 01.01.2008 r., w których wielkość pakietu nie przekraczała 49%. Korzystając z bazy danych ZEPHYR wytypowano 13 transakcji.

Do sporządzenia wyceny wybrano cztery następujące mnożniki:

- ♦ EV/S – enterprise value (wartość całego biznesu przedsiębiorstwa) do przychodów ze sprzedaży;
- ♦ EV/EBITDA – enterprise value do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację
- ♦ P/E – wartość kapitałów własnych spółki do zysku netto
- ♦ P/BV – wartość kapitałów własnych spółki do wartości księgowej

Finalnie otrzymano na podstawie tych czterech mnożników wyniki odpowiednio: 93.887,0 tys. zł., 141.512,5 tys. zł., 169.831,6 tys. zł., 87.489,5 tys. zł., co dało średnią 123.180,2 tys. zł. – wartość firmy KEMIPOL Sp. z o. o.

Do wyliczenia rekomendowanej wartości pakietu udziałów KEMIPOL Sp. z o. o. przyjęto dla wyceny metodą DCF wagę równą 2/3, a dla metody porównawczej równą 1/3. Jest to uzasadnione tym, że wyższą wagę powinno się nadawać wartościom weryfikowanym przez metodę dochodową, która uwzględnia faktyczne wyniki.

Biorąc powyższe pod uwagę rekomendowana wartość pakietu udziałów KEMIPOL Sp. z o. o. znajdujących się w posiadaniu Narodowego Funduszu Ochrony Środowiska i Gospodarki Wodnej wynosi:

33.056.349,80 zł. (wartość jednego udziału 287.446,52 zł.)

Konkludując, uważam że metoda, jak i metodologia jej zastosowania oraz dane, z których korzystano przy wycenie są prawidłowe, a co za tym idzie wynik tej wyceny należy uznać za trafny.

IV. Ustalenia końcowe

1. Podsumowanie wyników badania zawarte jest w punkcie III opinii
2. Opinia zawiera 15 kolejno ponumerowanych i zaparafowanych przez biegłego rewidenta stron.

Warszawa dnia 03.11.2009 r.

Załączniki:

1. Sprawozdanie Zarządu Banku Ochrony Środowiska SA

BIEGŁY REWIDENT
W. Kępczyńska-Skiba
nr wpisu 7324/3678