



R A P O R T

Z

oszacowania godziwej wartości rynkowej przedsiębiorstwa spółki

PRDiM w Bielsku Podlaskim Sp. z o.o.

oraz

wyznaczenia stosunku wymiany udziałów/akcji

SPIS TREŚCI:

1. Wstęp
2. Streszczenie
3. Prezentacja podmiotu
4. Metodologia i podejście
5. Metoda majątkowa
6. Metoda dochodowa
7. Podsumowanie Oszacowania Wartości
8. Stosunek wymiany udziałów/akcji spółek

Zastrzeżenia i ograniczenia

Niniejszy Raport a także wszystkie sformułowane opinie i zaprezentowane wnioski dotyczące PRDiM w Bielsku Podlaskim Sp. z o.o. podlegają i są zależne od wymienionych poniżej ogólnych zastrzeżeń i ograniczeń, wszelkich innych warunków, zastrzeżeń i ograniczeń, które mogły zostać wymienione w niniejszym Raporcie oraz warunków i zastrzeżeń wymienionych w Umowie z dnia 25 stycznia 2011 roku („Umowa”) zawartej pomiędzy spółką UNIBEP S.A. a Kancelarią Biegłego Rewidenta „BUCHALTER” Sp. z o.o.. Akceptacja lub wykorzystanie niniejszego Raportu stanowi zgodę na wszelkie warunki i zastrzeżenia wymienione w Raporcie i Umowie.

- **Dystrybucja Raportu** – Niniejszy Raport został sporządzony wyłącznie na potrzeby w nim wymienione – wyznaczenie godziwej wartości rynkowej przedsiębiorstwa spółki PRDiM w Bielsku Podlaskim Sp. z o.o. oraz stosunku wymiany udziałów spółek łączących się i nie powinien być wykorzystywany w żadnym innym celu. Wyrażamy zgodę na powoływanie się na Raport, który jednak nie może być cytowany, a jego publikacja, w oświadczeniu o rejestracji, prospekcie emisyjnym, oświadczeniu publicznym, umowie kredytowej, ani w innej umowie lub dokumencie, zarówno w całości jak i w części, jest zabroniona bez uprzedniej pisemnej zgody Kancelarii Biegłego Rewidenta „BUCHALTER” Sp. z o.o.. Ponadto, z wyjątkiem sytuacji wskazanych w Raporcie, nasza analiza i prezentacja w formie Raportu nie jest przeznaczona do użytku ogólnego lub publikacji bez naszej uprzedniej pisemnej zgody.
- **Założenie o kontynuowaniu działalności, brak nieujawnionych zobowiązań warunkowych** – Nasza analiza jest oparta na historycznej i bieżącej kondycji finansowej PRDiM w Bielsku Podlaskim Sp. z o.o. i stanie jej aktywów na Datę Oszacowania Wartości oraz historycznych wynikach finansowych PRDiM w Bielsku Podlaskim Sp. z o.o. nie ma żadnych nieujawnionych rzeczywistych lub warunkowych aktywów lub zobowiązań, żadnych nietypowych zobowiązań innych niż wynikające z prowadzonej działalności, ani nie jest podmiotem prowadzonych wobec niej postępowań karnych, które miałyby istotny wpływ na wyniki naszej analizy.
- **Prawa do znaku i patentów** – spółka PRDiM w Bielsku Podlaskim Sp. z o.o. nie posiada praw do znaków i patentów.
- **Natura opinii** – Ani nasza opinia ani Raport nie stanowią opinii o rzetelności warunków transakcji (*fairness opinion*), opinii o wypłacalności, ani rekomendacji inwestycji, ale jest oszacowaniem wartości przedsiębiorstwa spółki rozumianej jako wartość wszystkich przyszłych korzyści dla właścicieli akcji spółki oraz dostarcycieli finansowania dłużnego. Z różnych względów cena, po jakiej przedmiot transakcji może być sprzedany w ramach konkretnej transakcji pomiędzy określonymi stronami i w określonym dniu, może znacząco odbiegać od Godziwej Wartości Rynkowej określonej w naszym Raporcie. Na potrzeby analiz przedstawionych w Raporcie nie wzięto pod uwagę istnienia zainteresowania osób trzecich, ani nie podjęto żadnych działań mających na celu pozyskanie informacji o zainteresowaniu osób trzecich nabyciem części lub całości PRDiM w Bielsku Podlaskim Sp. z o.o.
- **Źródła informacji** – Dokonanie wyceny jakiegokolwiek instrumentu finansowego lub podmiotu gospodarczego powstaje w oparciu o ocenę uwzględniającą katalog dostępnych informacji. Niniejsze Oszacowanie Wartości zostało sporządzone z wykorzystaniem informacji i założeń przedstawionych w Raporcie, załącznikach oraz innych dokumentach roboczych i zawiera pewne ograniczenia i wyłączenia. Przedstawione w Raporcie liczby mogły w pewnych przypadkach podlegać zaokrągleniom w stosunku do danych szczegółowych.
- **Brak weryfikacji dostarczonych danych** – Założyliśmy, że wszystkie dostarczone nam informacje są zgodne ze stanem faktycznym i odpowiadają najlepszej wiedzy Zarządu, co do sytuacji obecnej i możliwości rozwoju PRDiM w Bielsku Podlaskim Sp. z o.o. na Datę Oszacowania Wartości z operacyjnego i finansowego punktu widzenia. W ramach zleconych nam prac wykorzystaliśmy również informacje ogólnie dostępne w uznanych źródłach informacji finansowych. Żadna z tych informacji nie podlegała audytowi, weryfikacji lub potwierdzeniu przez Kancelarię Biegłego Rewidenta „BUCHALTER” Sp. z o.o..
- **Dane prognozowane** – Nasze Oszacowanie Wartości zawiera pewne założenia i szacunki, które zostały przeanalizowane i zaakceptowane przez Spółkę. Użycie w naszych analizach prognoz lub projekcji przygotowanych przez UNIBEP S.A. - zlecającodawcę oraz PRDiM w Bielsku Podlaskim Sp. z o.o. nie stanowi oceny lub sporządzenia sprawozdania finansowego zgodnie z wymogami American Institute of Certified Public Accountants („AICPA”) lub podobnych standardów. Nie wyrażamy opinii ani innego rodzaju zapewnienia o poprawności założeń, ani o zgodności prognozowanych sprawozdań finansowych z AICPA lub podobnymi standardami. Ponadto, zwykle rzeczywiste wyniki finansowe mogą różnić się od założonych, z uwagi na nieprzewidywalność zdarzeń, przy czym różnice te mogą być istotne.
- **Wydarzenia po Dacie Oszacowania Wartości** – Warunki naszej Umowy nie zobowiązują nas do aktualizacji Raportu lub Oszacowania Wartości w związku z wydarzeniami mającymi miejsce po Dacie Oszacowania Wartości.
- **Kwestie prawne** – Kancelaria Biegłego Rewidenta „BUCHALTER” Sp. z o.o. nie przyjmuje żadnej odpowiedzialności prawnej odnośnie interpretacji prawa lub umów. Nie dokonaliśmy badania tytułów prawnych PRDiM w Bielsku Podlaskim Sp. z o.o. i założyliśmy ważność roszczeń właścicieli, co do jej majątku. Nie wzięto pod uwagę zastawów i obciążeń, o ile nie zaznaczono inaczej. Założyliśmy, że wszelkie wymagane prawem licencje, pozwolenia, itp. są w pełni obowiązujące i nie przeprowadziliśmy żadnych testów, co do występowania ryzyka związanego z ochroną środowiska naturalnego. Ocena przydatności niniejszego Oszacowania Wartości dla celów prawnych pozostaje w gestii UNIBEP S.A. i jej doradców prawnych. Ponadto, Kancelaria Biegłego Rewidenta „BUCHALTER” Sp. z o.o. nie przyjmuje na siebie żadnej odpowiedzialności ani zobowiązań za wszelkie skutki decyzji podjętych w oparciu o niniejszy Raport przez UNIBEP S.A. lub strony trzecie, a w szczególności za koszty, szkody, straty lub wydatki poniesione przez UNIBEP S.A. lub inne strony, które mogłyby być wynikiem użytkowania niniejszego Raportu/Oszacowania Wartości.
- **USPAP** – Jeżeli nie zaznaczono inaczej, przyjmuje się, iż nie jest wymagane, aby projekt ten został przeprowadzony zgodnie z wymogami Uniform Standards of Professional Appraisal Practice („USPAP”) lub innych podobnych standardów.
- **Tajemnica przedsiębiorstwa** – Raport stanowi tajemnicę przedsiębiorstwa Kancelarii Biegłego Rewidenta „BUCHALTER” Sp. z o.o. w rozumieniu Ustawy z dnia 15 grudnia 2000 roku o ochronie konkurencji i konsumentów (tekst jednolity Dz. U. nr 86 z 17 maja 2003 roku, z późn. zm.), został przygotowany na potrzeby UNIBEP S.A. i nie może być wykorzystywany w celach innych niż wskazano powyżej i w Umowie.

1. Wstęp

Zgodnie z zakresem prac określonym w Umowie z dnia 25 stycznia 2011 roku niniejszy raport („Raport”) przedstawia oszacowanie godziwej wartości rynkowej („Oszacowanie Wartości”) przedsiębiorstwa spółki PRDiM w Bielsku Podlaskim Sp. z o.o. (dalej PRDiM Sp. z o.o. lub „Spółka”) na dzień 1 stycznia 2011 roku oraz stosunku wymiany udziałów/akcji spółek się łączących. Nasza analiza została sporządzona zgodnie z warunkami przedstawionymi w Umowie i powinna być rozważana jedynie w kontekście tych warunków.

Dla potrzeb naszych szacunków godziwa wartość rynkowa zdefiniowana jest, jako cena możliwa do uzyskania na otwartym i nieograniczonym rynku, w transakcji zawartej pomiędzy poinformowanymi, rozważnymi i niepowiązanymi ze sobą stronami działającymi na zasadach rynkowych, a nie pod jakimkolwiek przymusem, wyrażona w wartościach pieniężnych.

Przy transakcji możliwe do osiągnięcia są pewne synergie. W wypadku zbycia kontrolnego pakietu udziałów, sprzedający może oczekiwać premii za kontrolę, w związku z tym cena ostatecznie zapłacona



za kontrolny pakiet udziałów Spółki może być wyższa od godziwej wartości rynkowej Spółki liczonej jako proporcja wartości wynikająca z Oszacowania Wartości. Takie ewentualne premie oraz dyskonta nie zostały uwzględnione w naszej analizie. Zgodnie z zakresem prac określonych w Umowie, niniejszy Raport przedstawia Oszacowanie Wartości przedsiębiorstwa spółki PRDiM w Bielsku Podlaskim Sp. z o.o. oraz wyznaczenie stosunku wymiany udziałów/akcji spółek się łączących. W rozumieniu niniejszego Raportu wartość przedsiębiorstwa zawiera także kapitał obrotowy oraz ewentualne aktywa nieoperacyjne, w tym nadwyżki wolnych środków pieniężnych znajdujące się na rachunkach Spółki. W przypadku, gdyby przedsiębiorstwo zostało określone jako suma innych aktywów i pasywów, wyniki naszych analiz mogłyby się różnić od przedstawionych w tym Raporcie.

Wycena przedsiębiorstwa Spółki nie bierze pod uwagę ewentualnych konfliktów pomiędzy udziałowcami PRDiM Sp. z o.o.. W przypadku istnienia takiego konfliktu, utrudniona może być możliwość zaoferowania przedmiotu transakcji na otwartym i nieograniczonym rynku, co jest istotną przesłanką definicji godziwej wartości rynkowej.

Na potrzeby niniejszego Raportu, nasze szacunki były przeprowadzane w oparciu o dane otrzymane od UNIBEP S.A. - zleceniodawcę. Nie ponosimy żadnej odpowiedzialności za przekazane nam dane, za które wyłączną odpowiedzialność ponosi zleceniodawca. Założenia dotyczące elementów bilansu oraz rachunku zysków i strat zostały przygotowane przez Spółkę i zostały przedyskutowane z reprezentantem Zarządu Spółki, przy czym Kancelaria Biegłego Rewidenta „BUCHALTER” Sp. z o.o. po przeprowadzonych krytycznych analizach i dyskusjach dokonała ich modyfikacji, zgodnie z wynikami tych analiz i wnioskami z dyskusji.

Uwzględniając przedmiot zlecenia nie szacowano korzyści generowanych z marki, znaku i patentów z uwagi, iż PRDiM Sp. z o.o. ich nie posiada.

Zarząd Spółki UNIBEP S.A. potwierdził, że dokumenty i dane przekazane Kancelarii Biegłego Rewidenta „BUCHALTER” Sp. z o.o. odzwierciedlały stan faktyczny w momencie ich przekazania. Zarząd Spółki potwierdził także, że zapoznał się z Raportem w wersji wstępnej i że potwierdza oświadczenia przypisane Zarządowi w Raporcie oraz, że nie posiada żadnych dodatkowych informacji (poza przekazanymi Kancelarii Biegłego Rewidenta „BUCHALTER” Sp. z o.o. na potrzeby sporządzenia niniejszego Raportu), które mogłyby istotnie wpłynąć na wynik Oszacowania Wartości przedsiębiorstwa Spółki i/lub wnioski przedstawione w Raporcie.

W trakcie prac nad Oszacowaniem Wartości opieraliśmy się na informacjach zawartych m.in. w następujących dokumentach przekazanych przez UNIBEP S.A. jako zleceniodawcę:

- Zaudytowanym sprawozdaniu finansowym PRDiM w Bielsku Podlaskim Sp. z o.o. na dzień i za rok kończące się 31 grudnia 2009 roku,
- Prognozach PRDiM Sp. z o.o. do 2014 o danych finansowych,
- Innych dokumentach i analizach przekazanych przez UNIBEP S.A. – zleceniodawcę na nasze życzenie.

Dodatkowo omówiliśmy szereg aspektów działalności PRDiM Sp. z o.o. z przedstawicielem Zleceniodawcy.

W trakcie prowadzonych prac związanych z Raportem założyliśmy, że otrzymane informacje przedstawiają najlepszą wiedzę i przekonanie kierownictwa Spółki UNIBEP S.A. odnośnie sytuacji obecnej i przyszłej oraz operacyjnych i finansowych prognoz rozwoju. Mimo, iż niniejszy Raport został przygotowany przez Kancelarię Biegłego Rewidenta „BUCHALTER” Sp. z o.o. z zachowaniem należytej staranności i dokładności, Kancelaria Biegłego Rewidenta „BUCHALTER” Sp. z o.o. w imieniu swoim nie będzie ponosiła odpowiedzialności za prawidłowość, rzetelność i kompletność informacji przekazanych przez UNIBEP S.A..

W trakcie realizacji zlecenia, dla celów niniejszego Raportu Kancelaria Biegłego Rewidenta „BUCHALTER” Sp. z o.o. nie przeprowadziła analizy podatkowej ani prawnej PRDiM Sp. z o.o. na dzień 1 stycznia 2011 roku, ani na żadną inną datę. W szczególności Kancelaria Biegłego Rewidenta „BUCHALTER” Sp. z o.o. nie dokonała analizy stanu prawnego majątku stanowiącego własność Spółki. Niniejsze Oszacowanie Wartości, zgodnie z zapisami Umowy, zostało sporządzone przy założeniu, że nie istnieją jakiegokolwiek uzasadnione roszczenia prawne do jakiegokolwiek istotnego składnika majątku PRDiM Sp. z o.o..

2. Streszczenie

Cel Oszacowania Wartości	Celem Oszacowania Wartości jest oszacowanie (według stanu na dzień 1 stycznia 2011 roku) wartości przedsiębiorstwa spółki PRDiM Sp. z o.o. zgodnie z zakresem prac określonym w Umowie z dnia 25 stycznia 2011 roku zawartej pomiędzy UNIBEP S.A. – zleceniodawcą a Kancelarią Biegłego Rewidenta „BUCHALTER” Sp. z o.o..
Zakres prac	Oszacowanie wartości przedsiębiorstwa spółki PRDiM Sp. z o.o., które zostało dokonane, zgodnie ze zleceniem, przy użyciu metod: - majątkowej – metoda skorygowanych aktywów netto, - dochodowej – metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF), oraz wyznaczenie stosunku wymiany udziałów/akcji spółek się łączących.
Kluczowe założenia	Przyjęto, między innymi, następujące kluczowe założenia: - przy metodzie DCF przyjęto założenie kontynuowania działalności przez PRDiM Sp. z o.o. po 1 stycznia 2011 roku przez czas nieokreślony, - brak uwzględnienia możliwych efektów synergii do zrealizowania przez potencjalnego nabywcę, a także brak uwzględnienia wpływu ewentualnego przyjęcia przez potencjalnego nabywcę innego modelu biznesowego dla PRDiM Sp. z o.o. niż obecny, - braku eliminacji niewykorzystanych mocy produkcyjnych i wynikających z nich kosztów, - rozwój PRDiM Sp. z o.o. w Okresie Prognozy zgodnie z założeniami przekazanymi przez przedstawicieli Zarządu Zleceniodawcy i przedyskutowanymi, - identyczności elementów sprawozdania finansowego na dzień 31.12.2010 i 01.01.2011 roku, - braku wadliwości elementów sprawozdania (m.in. bilans, rachunek zysków i strat, rachunek przepływów pieniężnych) sporządzonych zgodnie z przepisami prawa na dzień 31.12.2010 roku z uwagi na brak ich audytu, - możliwość pozyskania finansowania dłużnego w skali niezbędnej do samodzielnego prowadzenia działalności i realizacji założonych przedsięwzięć inwestycyjnych. W rozumieniu niniejszego Raportu, Przedsiębiorstwo obejmuje także kapitał obrotowy, w tym nadwyżki wolnych środków pieniężnych znajdujące się na rachunkach Spółki.
Wynik Oszacowania Wartości	W oparciu o zastosowaną metodologię Oszacowania Wartości oraz założenia (przedstawione szczegółowo w dalszej części Raportu) godziwą wartość rynkową przedsiębiorstwa netto spółki PRDiM w Bielsku Podlaskim Sp. z o.o. oszacowano na poziomie 5 797 500,00 zł. Powyższa wartość odpowiada godziwej wartości jednego udziału w wysokości 193,25 zł. Wartość kapitałów własnych spółki PRDiM w Bielsku Podlaskim Sp. z o.o. na dzień 1 stycznia 2010 roku wynosi 3 732 963,57 zł, co daje wartość księgową jednej akcji na poziomie 124,43 zł.
Wynik ustalenia stosunku (parytetu) wymiany udziałów/akcji spółek się łączących	Stosunek (parytet) wymiany udziałów/akcji spółek się łączących został ustalony poprzez podzielenie przez siebie oszacowanej wartości rynkowej jednego udziału PRDiM w Bielsku Podlaskim Sp. z o.o. (193,25 zł) przez oszacowaną wartość rynkową jednej akcji UNIBEP S.A. (9,25 zł) i zaokrąglenia otrzymanej wartości do dwóch miejsc po przecinku. Przedmiotowy stosunek (parytet) wyniósł 21 akcji UNIBEP S.A. za 1 udział PRDiM w Bielsku Podlaskim Sp. z o.o..
Zastrzeżenia i ograniczenia	Niniejszy Raport podlega zastrzeżeniom i ograniczeniom przedstawionym w rozdziale „Zastrzeżenia i ograniczenia”, a także w innych częściach Raportu oraz Umowie.

3. Prezentacja podmiotu

Przedsiębiorstwo Robót Drogowych i Mostowych w Bielsku Podlaskim powstało wskutek reorganizacji drogownictwa, w wyniku której od 1 stycznia 1992 roku działało jako przedsiębiorstwo państwowe pod nazwą Przedsiębiorstwo Robót Drogowych i Mostowych w Bielsku Podlaskim.

Z dniem 1 stycznia 2009 roku nastąpiła komercjalizacja Przedsiębiorstwa Robót Drogowych i Mostowych w Bielsku Podlaskim przekształcając je w Przedsiębiorstwo Robót Drogowych i Mostowych w Bielsku Podlaskim spółka z ograniczoną odpowiedzialnością, której jedynym wspólnikiem jest Skarb Państwa, zarejestrowanej w rejestrze przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego prowadzonym przez Sąd Rejonowy w Białymstoku, XII Wydział Gospodarczy KRS pod numerem 0000319267.

W dniu 14 stycznia 2010 roku pomiędzy Skarbem Państwa a UNIBEP S.A. z siedzibą w Bielsku Podlaskim podpisana została umowa sprzedaży 85% udziałów w kapitale zakładowym spółki Przedsiębiorstwo Robót Drogowych i Mostowych w Bielsku Podlaskim Sp. z o.o. z siedzibą w Bielsku Podlaskim.

Zgodnie z wpisem ujawnionym w Krajowym Rejestrze Sądowym oraz zapisami wynikającymi z umowy Spółki do zakresu jej działalności należą w szczególności:

- roboty związane z budową dróg i autostrad,
- roboty związane z budową mostów i tuneli,
- pozostałe specjalistyczne roboty budowlane, gdzie indziej niesklasyfikowane,
- wytwarzanie i zaopatrywanie w parę wodną, gorącą wodę i powietrze do układów klimatyzacyjnych,
- pozostała sprzedaż detaliczna prowadzona poza siecią sklepową, straganami i targowiskami,
- pozostała działalność usługowa, gdzie indziej niesklasyfikowana.

Faktyczny przedmiot działalności Spółki obejmuje:

- budowy i modernizacji dróg, ulic i placów,
- budowy nawierzchni mineralno – asfaltowe,
- budowy nawierzchni i chodników z kostki brukowej,
- budowy przepustów z prefabrykatów i wykonywanych na mokro,
- podbudowy i powierzchniowe utrwalenia,
- modernizację mostów,
- produkcję i sprzedaż betonów,
- zimowe utrzymanie ulic i dróg,
- usługi warsztatowe,
- produkcję i sprzedaż masy mineralno-bitumicznej.

Spółka świadczy również usługi sprzętowo-transportowe, wykonuje nawierzchnie asfaltowe oraz produkuje i sprzedaje mieszankę mineralno-asfaltowej z wytwórni Mas Bitumicznych w Lewkach. W okresie zimowym Spółka zajmuje się przystosowaniem do użytku nawierzchni drogowej. Głównymi klientami Spółki są samorządy. Jej udział w rynku lokalnym ocenia się na około 10-12 %.

4. Metodologia i podejście

- Dla potrzeb naszych szacunków godziwa wartość rynkowa zdefiniowana jest jako cena możliwa do uzyskania na otwartym i nieograniczonym rynku, w transakcji zawartej pomiędzy poinformowanymi, rozważnymi i niepowiązanymi ze sobą stronami działającymi na zasadach rynkowych, a nie pod jakimkolwiek przymusem, wyrażona w wartościach pieniężnych.
- Zgodnie z treścią Umowy z dnia 25 stycznia 2011 roku oszacowanie godziwej wartości rynkowej („Oszacowanie Wartości”) Przedsiębiorstwa PRDiM w Bielsku Podlaskim Sp. z o.o. zostało sporządzone na dzień 1 stycznia 2011 roku przy użyciu dwóch metod wyceny:
 - metody majątkowej z zastosowaniem podejścia skorygowanych aktywów netto,
 - metody dochodowej z zastosowaniem podejścia zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF),

Na podstawie w/w metod sporządzono wycenę metodą mieszaną uwzględniającą poniższe wagi dla metod wchodzących w jej skład:

- 50 % - metoda skorygowanych aktywów netto,
- 50 % - metoda DCF.

Przypisaliśmy wagę 50% dla podejścia dochodowego i zastosowaliśmy metodę zdyskontowanych przepływów netto DCF. Główną zaletą tej metody jest jej zorientowanie na przyszłe przepływy pieniężne generowane przez przedsiębiorstwo, co daje możliwość odzwierciedlenia potencjału przedsiębiorstwa i rynku, na którym ono działa oraz uwzględnienia cech specyficznych wycenianej spółki, a więc czynników branżowych pod uwagę przez inwestorów przy podejmowaniu decyzji o nabyciu akcji i o oferowanej za nie cenie.

Oszacowaną w powyższy sposób godziwą wartość rynkową przedsiębiorstwa spółki PRDiM w Bielsku Podlaskim Sp. z o.o. należy zdyskontować z uwagi na płynność. Podstawowym założeniem stosowania tej korekty jest twierdzenie, iż aktywo, na które istnieje aktywny rynek jest warte więcej od analogicznego aktywa, na które takiego rynku nie ma. Związane jest to z trudnością lub, w ekstremalnych przypadkach, niemożliwością realizacji wartości danego aktywa poprzez jego sprzedaż. Dyskonto to odzwierciedla także dodatkowy czas i koszty związane z transakcją, a także ryzyko jej wyceny.

W ramach podejścia majątkowego, dla którego przyjęliśmy wagę 50%, zastosowaliśmy metodę skorygowanych aktywów netto. Główną zaletą tej metody jest zorientowanie na wartość składników majątkowych będących w posiadaniu spółki.

- Poziom dyskonta za brak płynności został przyjęty na poziomie wynikającym z badań polskiego rynku m.in. PriceWaterHouseCoopers na poziomie 15%.
- Oszacowanie Wartości uwzględnia także wartość tzw. Aktywów Nieoperacyjnych, zidentyfikowanych przez Spółkę. Wartość rynkowa tych składników majątku została podana Kancelarii Biegłego Rewidenta „BUCHALTER” Sp. z o.o. przez Spółkę w oparciu o posiadane operaty szacunkowe przygotowane przez rzeczoznawcę majątkowego przygotowane na zlecenie Spółki. Zgodnie z Umową, Kancelaria Biegłego Rewidenta „BUCHALTER” Sp. z o.o. nie dokonywała weryfikacji powyższej wyceny.
- W rozumieniu niniejszego Raportu, na Przedsiębiorstwo składają się również kapitał obrotowy oraz ewentualne aktywa nieoperacyjne, w tym nadwyżki wolnych środków pieniężnych znajdujące się na rachunkach Spółki.
- Oszacowanie Wartości metodą dochodową dokonano w oparciu o Prognozy sporządzane przez Zarządy spółek UNIBEP S.A. i PRDiM w Bielsku Podlaskim Sp. z o.o. obejmujące okres do 31 grudnia 2014 roku, które zostały poddane krytycznej analizie przez Kancelarię Biegłego Rewidenta „BUCHALTER” Sp. z o.o. skutkującej pewnymi modyfikacjami.
- Założenia makroekonomiczne wykorzystane w Oszacowaniu Wartości odpowiadają warunkom otoczenia, w jakim działa Spółka w oparciu o informacje dostępne na Datę Oszacowania Wartości, a pochodzące z:
 - projekcji wielkości przyjętych w ustawie budżetowej na 2011 rok
 - opracowań Głównego Urzędu Statystycznego
 - prognoz Ministerstwa Finansów
 - opracowań instytucji finansowych – serwisów ekonomicznych
 - BRE Bank S.A.
 - Bankowy Dom Maklerski PKO BP S.A.
 - Centralny Dom Maklerski Pekao S.A.

- Credit Suisse First Boston (Europe) Limited
- Dom Maklerski BZ WBK SA
- Dom Maklerski Amer Brokers S.A.
- Na wybór powyższych metod wpływ miały, między innymi, następujące uwarunkowania:
 - PRDiM w Bielsku Podlaskim Sp. z o.o. prowadzi działalność operacyjną w zakresie przedstawionym w rozdziale 3 i możliwe jest racjonalne oszacowanie przyszłych przepływów pieniężnych.
 - W procedurze wyceny udziałów tej Spółki nie można zastosować porównawczej metody wyceny. Za takim stanem rzeczy przemawia:
 - brak publicznego obrotu akcjami Spółki,
 - brak notowanego na giełdzie podmiotu odpowiadającego jednoznacznie parametrami w zakresie profilu działalności, jej skali oraz sytuacji finansowej,
 - W wyniku przeprowadzonych analiz metod wyceny, najbardziej odpowiadającą metodą jest metoda mieszana, która z uwagi na specyfikę przedmiotu wyceny, będzie uwzględniała majątek będący w posiadaniu Spółki oraz perspektywę osiągnięcia dodatnich przepływów finansowych.
 - Założenia finansowe dla celów Oszacowania Wartości zostały sporządzone w PLN w wielkościach nominalnych (tj. uwzględniając bezpośrednio wpływ inflacji).

Charakterystyka poszczególnych wielkości makroekonomicznych przedstawia się następująco:

ZAŁOŻENIA MAKROEKONOMICZNE	wykonanie	wykonanie	prognoza	prognoza	prognoza	prognoza
	2009	2010	2011	2012	2013	2014
PKB (%)	1,70%	3,70%	4,10%	3,90%	3,60%	3,50%
Inflacja średnioroczna (%)	3,50%	2,60%	3,30%	3,20%	2,90%	2,50%
Podatek dochodowy (%)	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
Efektywna stopa podatkowa (%)	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
Stopa zwrotu wolna od ryzyka (%)	4,54%	3,96%	3,96%	4,61%	4,74%	5,02%
Premia za ryzyko (%)	9,46%	10,04%	10,04%	9,39%	9,26%	8,98%
Współczynnik Beta odlewarowana	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Współczynnik Beta lewarowana	1,00	1,04	1,72	1,71	1,41	1,25
Nominalny koszt kredytu (%)	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%
Realny koszt kredytu (%)	2,10%	2,99%	2,29%	2,39%	2,69%	3,09%
Udział finansowania zewnętrznego - oprocentowanego (%)	0,00%	4,53%	47,08%	46,64%	33,50%	23,54%
Koszt kapitału własnego (%)	14,00%	14,39%	21,24%	20,65%	17,78%	16,24%
Udział finansowania wewnętrznego (%)	100,00%	95,47%	52,92%	53,36%	66,50%	76,46%
Koszt kapitału - WACC (%)	14,00%	13,87%	12,32%	12,13%	12,72%	13,14%

- Produkt Krajowy Brutto oraz inflacja (przyjęta tutaj jako PPI – zmiana cen konsumpcyjnych) są prognozami przyjętymi w ustawie budżetowej oraz prognoz instytucji finansowych,
- nominalna stopa opodatkowania dochodów została ustalona na poziomie stawki podatku dochodowego od osób prawnych z 2010 roku, nie przewiduje się przy tym, aby w okresie prognozy stawka ta uległa zmianie,
- stopa zwrotu wolna od ryzyka jest rentownością 52-tygodniowych bonów skarbowych oraz rentowności obligacji państwowych o okresie zapadalności zbieżnym z okresem prognozy. Na 2010 rok przyjęliśmy 3,96%. Wartość ta wynika z ostatniego przetargu ministerstwa finansów przed dokonaniem wyceny. Projekcja na kolejne okresy wiązała się z przyjęciem stopy zwrotu wolnej od ryzyka w 2014 roku na poziomie rentowności obligacji zapadalnych w tym okresie (obligacji 5-letnich),
- wyjściowy współczynnik beta – odlewarowany, przyjęliśmy na poziomie neutralnym, tj. 1,0. Ustalenie właściwego wskaźnika beta – lewarowanego wyliczone zostało za pomocą metody Hamady,
- nominalny koszt kredytu ustalony został na podstawie średniej ważonej kredytów finansujących działalność PRDiM w Bielsku Podlaskim Sp. z o.o. i ich kosztów,
- premia za ryzyko w Polskich realiach ekonomicznych przyjmowana jest w przedziale 5,00% - 10,0%. Z ekonomicznego punktu widzenia premia za ryzyko powinna odpowiadać skorygowanej różnicy pomiędzy nominalnym kosztem kredytu, a stopą zwrotu wolną od ryzyka. Korekta przyjęta w niniejszym opracowaniu to plus 7,00%. W wyniku przyjętych obliczeń, prognoza mieści się w standardach oprócz 2010 roku.

5. Metoda majątkowa

Metody majątkowe zakładają, że przedsiębiorstwo to przede wszystkim składniki majątku. Przyjmuje się zatem, że przedsiębiorstwo jest warte tyle, ile jest wart jego majątek pomniejszony o zobowiązania. Metoda skorygowanych aktywów netto opiera się na metodzie wartości księgowej, z tą różnicą, że zamiast księgowej wartości aktywów przyjmuje się wartość skorygowanych aktywów. W metodzie skorygowanych aktywów netto korekta wartości dotyczy najczęściej: wartości nieruchomości i prawa wieczystego użytkowania gruntów, wartości niematerialnych i prawnych, nominalnej wartości udziałów w innych spółkach, wartości zapasów, należności (pod kątem ich ściągalności), zobowiązań (pod kątem konieczności kalkulacji karnych odsetek).

W celu dokonania wyceny metodą skorygowanych aktywów netto jednostka PRDiM w Bielsku Podlaskim Sp. z o.o. przedłożyła elementy sprawozdania finansowego w postaci bilansu, rachunku zysków i strat oraz rachunku przepływów pieniężnych na dzień 31.12.2010, które to uznaliśmy, iż jest tożsame ze stanem na dzień 1.01.2011 roku. W/w elementy sprawozdania finansowego sporządzone są zgodnie z MSR/MSSF.

W celu oszacowania godziwej wartości rynkowej przedsiębiorstwa spółki PRDiM w Bielsku Podlaskim Sp. z o.o. dokonano przeglądu analitycznego składników majątkowych spółki. W wyniku tych działań zidentyfikowano składniki majątkowe, które wymagają korekt doprowadzające ich wartość do godziwej wartości rynkowej:

- Prawo wieczystego użytkowania gruntu Dubiny	
a). wartość księgowa	31 132,20 zł
b). wartość rynkowa	248 676,00 zł
- Prawo wieczystego użytkowania gruntu Lewki i Hołowiesk	
a). wartość księgowa	152 973,15 zł
b). wartość rynkowa	439 799,00 zł
- Prawo wieczystego użytkowania gruntu Bielsk Podlaski	
a). wartość księgowa	85 785,70 zł
b). wartość rynkowa	285 210,00 zł
Razem wartość księgowa:	269 891,05 zł
Razem wartość rynkowa:	973 685,00 zł
Różnica wartości:	+ 703 793,95 zł

Wartość rynkową prawa wieczystego użytkowania gruntu ustalono na podstawie decyzji o wysokości opłat za wieczyste użytkowanie gruntu wydanych przez właściwe jednostki samorządu terytorialnego w których to ustalono wartość przedmiotowych nieruchomości.

Wartość księgowa pozostałych aktywów i zobowiązań PRDiM w Bielsku Podlaskim Sp. z o.o. reprezentuje, co do istoty godziwą wartość rynkową i nie wymaga żadnych korekt.

Wyliczenie godziwej wartości rynkowej przedsiębiorstwa spółki PRDiM w Bielsku Podlaskim Sp. z o.o. metodą skorygowanych aktywów netto przedstawia się następująco:

I. Wartość kapitałów własnych przed korektami (1-2)	3 732 963,57 zł
1. Wartość aktywów	7 629 597,96 zł
2. Wartość zobowiązań i rezerw na zobowiązania	3 896 634,39 zł
II. Korekty wynikające z doprowadzenia do wartości rynkowej:	703 793,95 zł
III. Wartość kapitałów własnych po korektach (I-II)	4 436 757,52 zł
IV. Liczba udziałów	30 0000 szt
V. Wartość jednego udziału	147,89 zł

Uwzględniając wszystkie wyżej opisane założenia oraz stosując przedstawioną metodologię wyceny oszacowano godziwą wartość rynkową przedsiębiorstwa spółki PRDiM w Bielsku Podlaskim Sp. z o.o. metodą skorygowanych aktywów netto na poziomie **4 436 757,52 zł**, co odpowiada wartości jednego udziału w kwocie **147,89 zł** na dzień 1 stycznia 2011 roku.

6. Metoda dochodowa

Wartość przedsiębiorstwa można określić, jako wartość wszystkich przyszłych korzyści dla udziałowców i dostarczycieli kapitału dłużnego wynikających z zaangażowania kapitałowego w przedsiębiorstwo.

Metoda dochodowa jest najczęściej wykorzystywana przez inwestorów i uwzględnia m.in. technikę zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF), która obejmuje:

- podział aktywów netto na składniki pracujące i niepracujące (zbędne),
- ocenę perspektyw działania przedsiębiorstwa,
- ocenę poziomu ryzyka związanego z realizacją prognozowanych przepływów pieniężnych.

Wartość przedsiębiorstwa zależy od jego przyszłych wyników; stąd teoretycznie poprawna metoda oszacowania wartości powinna brać pod uwagę przyszłe zyski i potencjał generowania przepływów pieniężnych. W metodzie zdyskontowanych przepływów pieniężnych prognozowane przepływy pieniężne są dyskontowane na datę wyceny, dając w wyniku wartość bieżącą strumienia przepływów pieniężnych generowanych przez przedsiębiorstwo. Następnie określa się wartość rezydualną na koniec okresu prognozy, która jest również dyskontowana na datę wyceny i powiększa łączną wartość przedsiębiorstwa.

W analizie metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych, długość okresu prognozy powinna odpowiadać czasowi, w jakim przedsiębiorstwo może osiągnąć stabilny poziom zysków lub odpowiadać długości całego cyklu operacyjnego w przemysłach charakteryzujących się cyklicznością przepływów. Zwykle wymaga się, co najmniej pięcioletniego okresu prognozy, jednakże może on różnić się w zależności od rodzaju przemysłu i sektora, w jakim działa przedsiębiorstwo. Na potrzeby Oszacowania Wartości przyjęto Okres Prognozy do 31 grudnia 2014 roku.

Założono, że w Okresie Prognozy, struktura finansowania Spółki będzie ulegała zmianom. Przyjęto również, że wartość Przedsiębiorstwa dla udziałowców i dostarczycieli kapitału dłużnego jest równa sumie obecnej wartości wolnych przepływów pieniężnych przynależnych właścicielom kapitału własnego i wierzycielom (FCFF) powiększonych o wartość rezydualną zdyskontowanych średnioważonym kosztem kapitału pro forma (WACC). Tak oszacowana wartość została skorygowana o wartość zadłużenia oprocentowanego netto na dzień dokonania wyceny (tj. zobowiązań oprocentowanych pomniejszonych o środki pieniężne będące na rachunkach bankowych Spółki).

Przepływy pieniężne przynależne właścicielom kapitału własnego i wierzycielom (FCFF) zostały obliczone w sposób następujący:

$$FCFF = \text{Zysk operacyjny pomniejszony o teoretyczny podatek} - \text{Nakłady inwestycyjne} + \text{Amortyzacja} - \text{Zmiana w kapitale obrotowym.}$$

Prognozowane wolne przepływy pieniężne oraz wartość rezydualna zostały zdyskontowane przy użyciu stopy dyskontowej – średnioważonego kosztu kapitału (WACC). Ogólnie rzecz biorąc, stopa dyskontowa powinna odzwierciedlać poziom ryzyka związanego z dyskontowanymi przepływami pieniężnymi, a więc powinna zależeć zarówno od ogólnego ryzyka związanego z krajem, w którym dokonywana jest inwestycja, jak i od ryzyka ogólnego związanego ze specyfiką samego przedsięwzięcia.

Przy ustalaniu kosztu kapitału własnego przyjęliśmy Model Wyceny Aktywów Kapitałowych (ang. *Capital Asset Pricing Model*), gdzie:

- stopa zwrotu wolna od ryzyka w ujęciu nominalnym, mierzona za pomocą referencyjnej rentowności 52-tygodniowych bonów skarbowych wynoszącej na Datę Oszacowania Wartości 3,96%.
- β (wskaźnik Beta) odzwierciedla ryzyko rynkowe danego przedsiębiorstwa. Z uwagi na profil działalności jednostki w procedurze wyceny przyjęliśmy współczynnik odlewarowany na poziomie 1,0 (czyli neutralny). Następnie zgodnie z równaniem Hamady współczynnik ten został przetransformowany na beta lewarowany (uwzględniający strukturę finansowania).
- premia za ryzyko związane z inwestycjami kapitałowymi w Polsce. Z ekonomicznego punktu widzenia premia za ryzyko powinna odpowiadać skorygowanej różnicy pomiędzy nominalnym kosztem kredytu, a stopą zwrotu wolną od ryzyka. Korekta przyjęta w niniejszym opracowaniu to plus 7,00%. Osiągnięte wielkości premii za ryzyko są zbieżne z wynikami osiągniętymi przy użyciu metodologii i badań Aswath Damodaran'a.
- Koszt zadłużenia (kapitału obcego) oparto na podstawie średniej ważonej kredytów finansujących działalność PRDiM w Bielsku Podlaskim Sp. z o.o. i ich kosztów,

Można się spodziewać, że na stopę dyskonta po okresie prognozy wpływ będzie miał potencjalny spadek stopy wolnej od ryzyka oraz premii za ryzyko związane z inwestycjami kapitałowymi w Polsce, który

będzie jednak równoważony przez większe ryzyko związane z realizacją przepływów pieniężnych planowanych w bardziej odległej przyszłości. Na potrzeby Oszacowania Wartości, na podstawie powyższych kalkulacji, do zdyskontowania wolnych przepływów pieniężnych w Okresie Prognozy oraz dla Wartości Rezydualnej został zastosowany zmienny średnioważony koszt kapitału (WACC).

Założyliśmy wzrost nominalnej stopy zmiany wolnych przepływów finansowych po ostatnim roku prognozy na poziomie 2,5%, tj oscylujący pomiędzy planowanym PKB oraz inflacją. Tak dobrany wskaźnik wynika z analogii do prognoz dla przedsiębiorstw z branży oraz z sytuacji gospodarczej regionu oraz kraju.

Wycena podejściem dochodowym, metodą DCF opiera się na prognozach przygotowanych przez Zarządy spółek UNIBEP S.A. i PRDiM w Bielsku Podlaskim Sp. z o.o..

Prognozowany Bilans:

BILANS	wykonanie	wykonanie	prognoza	prognoza	prognoza	prognoza
	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Aktywa trwałe	3 221 296	3 356 767	8 878 488	9 731 029	8 641 733	7 845 955
Wartości niematerialne i prawne	0	0	50 000	43 333	33 333	20 000
Rzeczowe aktywa trwałe	2 790 609	2 794 807	8 283 208	9 157 049	8 090 488	7 319 020
Środki trwałe w budowie	0	98 426	98 426	98 426	98 426	98 426
Aktywa finansowe dostępne do sprzedaży	0	0	0	0	0	0
Pożyczki udzielone	0	0	0	0	0	0
Kaucje z tytułu umów o budowę	22 621	19 074	19 647	20 236	20 843	21 468
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	113 639	174 570	179 807	185 201	190 757	196 480
Prawo wieczystego użytkowania gruntów	294 427	269 891	247 400	226 783	207 885	190 561
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0	0	0	0	0	0
Aktywa obrotowe	2 760 864	4 272 830	2 518 701	2 276 294	2 350 216	2 399 661
Zapasy	486 418	519 925	535 523	589 075	647 983	712 781
Należności z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe należności	46 484	287 579	431 368	647 052	970 579	796 087
Kaucje z tytułu umów o budowę	30 969	11 925	12 282	12 651	13 030	13 421
Kwoty należne od odbiorców z tytułu umów o budowę	88 621	116 620	120 119	123 722	127 434	131 257
Należności z tytułu bieżącego podatku dochodowego	127 284	68 797	68 241	71 910	75 735	84 558
Pożyczki udzielone	0	0	0	0	0	0
Aktywa finansowe dostępne do sprzedaży	0	0	0	0	0	0
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	1 900 877	3 179 452	1 265 129	743 263	424 177	567 539
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	17 551	83 533	86 039	88 621	91 279	94 018
Aktywa przeznaczone do sprzedaży	62 661	5 000	0	0	0	0
AKTYWA OGÓLEM	5 982 160	7 629 598	11 397 189	12 007 322	10 991 948	10 245 616
Kapitały własne	3 727 718	3 732 964	4 023 885	4 330 448	4 653 316	4 993 180
Kapitał podstawowy	1 500 000	1 500 000	1 500 000	1 500 000	1 500 000	1 500 000
Udziały własne	0	0	0	0	0	0
Pozostałe kapitały	542 115	690 287	981 209	1 287 771	1 610 639	1 950 503
Zyski (straty) zatrzymane	1 685 603	1 542 677	1 542 677	1 542 677	1 542 677	1 542 677
Zobowiązania długoterminowe	1 065 879	1 176 382	4 569 076	4 756 297	3 267 500	2 358 389
Rezerwy na zobowiązania długoterminowe i rozliczenia międzyokresowe bierne	327 869	316 887	326 394	336 185	346 271	356 659
Kredyty, pożyczki i inne zobowiązania finansowe	0	105 909	3 473 860	3 635 595	2 120 549	1 201 431
Rezerwy z tytułu podatku odroczonego	467 452	494 119	508 943	524 211	539 937	539 104
Kaucje z tytułu umów o budowę	0	13 775	14 189	14 614	15 053	15 504
Przychody przyszłych okresów	270 558	245 691	245 691	245 691	245 691	245 691
Zobowiązania krótkoterminowe	1 188 564	2 720 253	2 804 227	2 920 578	3 071 132	2 894 046
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe zobowiązania	1 030 653	2 381 379	2 429 007	2 501 877	2 576 933	2 286 999
Kaucje z tytułu umów o budowę	0	1 531	1 577	1 624	1 673	1 723
Kwoty należne odbiorcom z tytułu umów o budowę	0	0	0	0	0	0
Kredyty, pożyczki i inne zobowiązania finansowe	0	71 095	106 643	149 300	223 949	335 924
Zobowiązania z tytułu bieżącego podatku dochodowego	0	0	0	0	0	0
Rezerwy na zobowiązania krótkoterminowe i rozliczenia międzyokresowe bierne	132 547	241 132	241 132	241 132	241 132	241 132
Przychody przyszłych okresów	25 364	25 115	25 869	26 645	27 444	28 268
PASYWA OGÓLEM	5 982 160	7 629 598	11 397 189	12 007 322	10 991 948	10 245 616

Prognozowany Rachunek Zysków i Strat:

RACHUNEK ZYSKÓW I STRAT	wykonanie	wykonanie	prognoza	prognoza	prognoza	prognoza
	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Przychody ze sprzedaży, w tym:	7 196 321	19 075 365	22 184 838	22 850 383	23 535 895	24 241 971
Koszty operacyjne	6 946 312	19 189 199	21 843 280	22 486 445	23 148 661	23 830 497
Zysk (strata) ze sprzedaży	250 009	-113 834	341 558	363 938	387 233	411 475
Pozostałe przychody operacyjne	417 962	386 044	120 000	120 000	120 000	120 000
Pozostałe koszty operacyjne	93 267	213 582	72 196	74 362	76 593	78 891
Zysk (strata) z działalności operacyjnej	574 704	58 628	389 362	409 577	430 641	452 584
Wynik na operacjach finansowych	38 189	-23 171	-30 199	-31 105	-32 038	-32 999
Zysk (strata) z działalności gospodarczej	612 893	35 458	359 163	378 472	398 603	419 585
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0	0	0	0	0	0
Zysk/strata Brutto	612 893	35 458	359 163	378 472	398 603	419 585
Podatek dochodowy	167 453	30 212	68 241	71 910	75 735	79 721
Zysk/strata Netto	445 440	5 246	290 922	306 562	322 868	339 864

Prognozowane Przepływy Pieniężne:

PRZEPLYY ŚRODKÓW PIENIĘŻNYCH	wykonanie	wykonanie	prognoza	prognoza	prognoza	prognoza
	2009	2010	2011	2012	2013	2014
A. Przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej						
I. Zysk (strata) netto			290 922	306 562	322 868	339 864
II. Korekty razem			190 767	736 230	808 442	920 641
1. Amortyzacja			283 599	922 493	1 105 459	1 112 126
2. Przyrost (+) / spadek (-) zobowiązań z tytułu dostaw robót i usług			47 628	72 870	75 056	-289 934
3. Przyrost (+) / spadek (-) zobowiązań budżetowych			0	0	0	0
4. Przyrost (+) / spadek (-) pozostałych zobowiązań krótkoterminowych			15 283	15 741	16 213	-331
5. Przyrost (+) / spadek (-) stanu rozliczeń międzyokresowych			3 247	-1 805	-1 859	-1 915
6. Przyrost (+) / spadek (-) rezerw			9 507	9 792	10 086	10 388
7. Przyrost (+) / spadek (-) zapasów			15 598	53 552	58 908	64 798
8. Przyrost (+) / spadek (-) należności z tytułu dostaw i usług			143 789	215 684	323 526	-174 491
9. Przyrost (+) / spadek (-) pozostałych należności			4 429	4 561	4 698	4 839
10. Przyrost (+) / spadek (-) należności z tytułu podatków, dotacji i ubezpieczeń społecznych			4 681	9 063	9 381	14 547
III. Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej			481 689	1 042 792	1 131 311	1 260 505
B. Przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej						
1. Przyrost (+) / spadek (-) wartości niematerialnych i prawnych			50 000	10 000	10 000	10 000
2. Przyrost (+) / spadek (-) składników rzeczowych aktywów trwałych			5 749 510	1 759 050	0	300 000
3. Przyrost (+) / spadek (-) wartości środków trwałych w budowie			0	0	0	0
4. Przyrost (+) / spadek (-) długoterminowe aktywa finansowe			0	0	0	0
II. Przepływy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej			-5 799 510	-1 769 050	-10 000	-310 000
C. Przepływy środków pieniężnych z działalności finansowej						
1. Przyrost (+) / spadek (-) długoterminowych kredytów i pożyczek			3 367 951	161 735	-1 515 047	-919 117
2. Przyrost (+) / spadek (-) krótkoterminowych kredytów i pożyczek			35 548	42 657	74 650	111 975
3. Przyrost (+) / spadek (-) pozostałych zobowiązań długoterminowych			0	0	0	0
4. Przyrost (+) / spadek (-) kapitałów własnych			0	0	0	0
II. Przepływy pieniężne netto z działalności finansowej			3 403 498	204 392	-1 440 397	-807 143
D. Przepływy pieniężne netto razem (I+II+III)			-1 914 323	-521 866	-319 086	143 362
F. Środki pieniężne na początek okresu			3 179 452	1 265 129	743 263	424 177
G. Środki pieniężne na koniec okresu (F+D)			1 265 129	743 263	424 177	567 539

Przedłożona prognoza w zakresie wyników ekonomicznych z działalności operacyjnej na lata 2011-2014 stanowi istotne źródło danych dla dokonanej wyceny i w dużym stopniu wpływa na jej wynik. Naszym zdaniem opracowane założenia charakteryzują się dużym stopniem wiarygodności.

W związku z powyższymi ustaleniami należy stwierdzić, że dokonana wycena przedsiębiorstwa PRDiM w Bielsku Podlaskim Sp. z o.o., obarczona jest niskim ryzykiem w zakresie realności przyjętych założeń oraz nieprawidłową prezentacją niektórych danych o składnikach aktywów i pasywów, przychodach, kosztach i wynikach finansowych w sporządzonej sprawozdawczości finansowej stanowiącej jeden z istotnych źródeł danych wykorzystanych w opracowanej wycenie.

Uwzględniając przyjęte założenia oraz przyjmując powyższą projekcję Bilansu, Rachunku zysków i strat oraz Przepływów pieniężnych oszacowano godziwą wartość rynkową netto przedsiębiorstwa spółki PRDiM w Bielsku Podlaskim Sp. z o.o. metodą DCF na poziomie 7 157 952,00 zł, co odpowiada wartości jednego udziału w kwocie 238,60 zł na dzień 1 stycznia 2011 roku.

DCF	wykonanie 2009	wykonanie 2010	prognoza 2011	prognoza 2012	prognoza 2013	prognoza 2014
Zysk (strata) z działalności operacyjnej (EBIT)			389 362	409 577	430 641	452 584
Efektywna stopa podatkowa			19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
Opodatkowanie EBIT			73 979	77 820	81 822	85 991
NEOPLAT			315 383	331 757	348 819	366 593
Amortyzacja			283 599	922 493	1 105 459	1 112 126
Inwestycje			5 799 510	1 769 050	10 000	310 000
Zmiana stanu rezerw			9 507	9 792	10 086	10 388
Zmiana w stanie zapasów			15 598	53 552	58 908	64 798
Zmiana w stanie należności bieżących			152 899	229 308	337 605	-155 105
Zmiana w stanie zobowiązań bieżących			62 910	88 611	91 270	-290 265
Zmiana stanu rozliczeń międzyokresowych			3 247	-1 805	-1 859	-1 915
Zmiana wartości zapotrzebowania na kapitał obrotowy			92 832	186 263	297 017	191 485
Wolne przepływy pieniężne dla firmy (FCFF)			-5 107 695	-328 538	1 741 295	1 360 204
Stopa dyskonta			12,32%	12,13%	12,72%	13,14%
Współczynnik dyskonta			0,89033	0,79399	0,70436	0,62253
Zdyskontowane FCFE			-4 547 550	-260 856	1 226 505	846 773
Suma zdyskontowanych FCFE		-2 735 128				
Wartość rezydualna (ReV)		13 097 765				
Zdyskontowana wartość rezydualna		8 153 801				
Wartość brutto przedsiębiorstwa		5 418 672			Wzrost po prognozie:	2,50%
Dług netto		-3 002 447			WACC po prognozie:	13,14%
Wartość kapitału własnego		8 421 120			Dyskonto z tyt. braku płynności akcji:	15,00%
Dyskonto z tytułu braku płynności aktywów w postaci udziałów PRDiM Sp. z o.o.		1 263 168				
Ostateczna Godziwa Wartość Rynkowa Przedsiębiorstwa Spółki PRDiM Sp. z o.o.		7 157 952				
Liczba udziałów		30 000				
Wartość 1 udziału (w zł)		238,60				

Wrażliwość wyniku wyceny godziwej wartości rynkowej jednej akcji przedsiębiorstwa spółki PRDiM w Bielsku Podlaskim Sp. z o.o. na zmianę:

- stopy wzrostu po okresie prognozy,
 - średnioważonego kosztu kapitału,
- przedstawia poniższa tabela:

		Stopa wzrostu FCFF po prognozie				
		1,50%	2,00%	2,50%	3,00%	3,50%
WACC + 0,2 pkt procent	13,34%	208,68	220,58	233,59	247,84	263,55
WACC + 0,1 pkt procent	13,24%	210,74	222,84	236,07	250,59	266,60
WACC	13,14%	212,83	225,14	238,60	253,39	269,71
WACC - 0,1 pkt procent	13,04%	214,96	227,48	241,18	256,24	272,88
WACC - 0,2 pkt procent	12,94%	217,13	229,86	243,80	259,15	276,12

7. Podsumowanie Oszacowania Wartości

Z uwzględnieniem wszystkich wyżej opisanych warunków i zastrzeżeń oraz stosując przedstawioną we wstępie metodologię wyceny ostatecznie szacujemy godziwą wartość rynkową netto przedsiębiorstwa spółki PRDiM w Bielsku Podlaskim Sp. z o.o. na dzień 01.01.2011 roku na poziomie **5 797 500,00 zł**, co daje wartość jednego udziału w kwocie **193,25 zł** (tj.: 50% x 147,89 zł + 50% x 238,60 zł).

Należy wspomnieć, iż wartość kapitałów własnych spółki PRDiM w Bielsku Podlaskim Sp. z o.o. na w/w dzień wynosi 3 732 963,57 zł, co daje wartość księgową jednego udziału na poziomie 124,43 zł.

8. Stosunek wymiany udziałów/akcji

Zgodnie z zakresem prac określonym w Umowie z dnia 25 stycznia 2011 roku niniejszy raport („Raport”) przedstawia oszacowanie godziwej wartości rynkowej („Oszacowanie Wartości”) przedsiębiorstwa spółki PRDiM w Bielsku Podlaskim Sp. z o.o. (dalej PRDiM Sp. z o.o. lub „Spółka”) na dzień 1 stycznia 2011 roku oraz stosunku wymiany udziałów/akcji spółek się łączących.

Planowana jest transakcja połączenia, w ramach której UNIBEP S.A. przejmie majątek PRDiM w Bielsku Podlaskim Sp. z o.o. w zamian za akcje, które wyda udziałowcom PRDiM w Bielsku Podlaskim Sp. z o.o..

W celu ustalenia stosunku (parytetu) wymiany udziałów/akcji, w oparciu o informacje przekazane nam przez Zarządy Spółek oraz przy zastosowaniu przedstawionej w poprzednich punktach metodologii i procedur dokonaliśmy oszacowania godziwej wartości rynkowej netto przedsiębiorstwa spółki PRDiM w Bielsku Podlaskim Sp. z o.o. na dzień 1 stycznia 2011 roku.

Do wyznaczenia godziwej wartości rynkowej netto przedsiębiorstwa spółki UNIBEP S.A. posłużono się zapisem art. 417 § 1 KSH (cyt.: Wykupu akcji dokonuje się po cenie notowanej na rynku regulowanym, według przeciętnego kursu z ostatnich trzech miesięcy przed powzięciem uchwały...). Powyższe rozwiązanie zapewni wysoki stopień obiektywizmu, co do wartości, gdyż przyjmuje wartość przedsiębiorstwa wycenionego przez rynek oraz zapewni eliminację okresowych wahań wartości.

W wyniku zastosowania średniej ważonej wolumenem z dziennych kursów zamknięcia z ostatnich trzech miesięcy przed dniem na jaki dokonujemy wyceny wyznaczamy wartość jednej akcji 9,25 zł co przekłada się na godziwą wartość rynkową przedsiębiorstwa spółki UNIBEP S.A. w wysokości 313 826 452,00 zł.

	<u>ilość</u> <u>udziałów/akcji</u>	<u>wartość 1</u> <u>udziału/akcji</u>	<u>Wartość</u> <u>przedsiębiorstwa</u>
UNIBEP S.A.	33 927 184	9,25 zł	313 826 452,00 zł
PRDiM Sp. z o.o.	30 000	193,25 zł	5 797 500,00 zł

Stosunek wymiany (parytet) udziałów/akcji spółek się łączących został ustalony poprzez podzielenie przez siebie oszacowanej wartości jednego udziału PRDiM w Bielsku Podlaskim Sp. z o.o. przez oszacowaną wartość jednej akcji UNIBEP S.A. i zaokrąglenie otrzymanej wartości do dwóch miejsc po przecinku. Przedmiotowy, wstępny stosunek wymiany (parytet) wyniósł 20,89 akcji UNIBEP S.A. za 1 udział PRDiM w Bielsku Podlaskim Sp. z o.o..

Uwzględniając liczbę wszystkich udziałów PRDiM w Bielsku Podlaskim Sp. z o.o. oraz wszystkich akcji UNIBEP S.A. rekomendujemy Zarządom Spółek ustalenie stosunku wymiany (parytetu) na poziomie **21 akcji UNIBEP S.A. za 1 udział PRDiM w Bielsku Podlaskim Sp. z o.o..**

Raport niniejszy zawiera 14 stron, kolejno ponumerowanych i zaparafowanych.

Integralną część raportu stanowią załączniki:

1. arkusz wyceny PRDiM w Bielsku Podlaskim Sp. z o.o. metodą Skorygowanych Aktywów Netto
2. arkusz wyceny PRDiM w Bielsku Podlaskim Sp. z o.o. metodą DCF
3. arkusz wyceny UNIBEP S.A.

PODPISY

**BIEGŁY REWIDENT
PRZEPROWADZAJĄCY WYCENĘ**

Piotr Beszterda
nr ewid. 11102



Białystok, dnia 21 lutego 2011 r.

**PODMIOT UPRAWNIONY DO
BADANIA SPRAWOZDAŃ FINANSOWYCH
NR 2693**

Kancelaria Biegłego Rewidenta
„BUCHALTER” Sp. z o.o.
15-048 Białystok, ul. Skorupska 22
tel. 7-461-461, Nr ewid. 2693
NIP 542-27-65-555

WICEPREZES

Piotr Beszterda
Biegły Rewident Nr ewid. 11102



Wartość aktywów na dzień 01.01.2011:

Aktywa trwałe	3 356 767,47
Korekty aktywów trwałych	703 793,95
Aktywa trwałe po korektach	4 060 561,42
Aktywa obrotowe	4 267 830,49
Korekty aktywów obrotowych	-
Aktywa obrotowe po korektach	4 267 830,49
Aktywa przeznaczone do sprzedaży	5 000,00
Korekty aktywów przeznaczonych do sprzedaży	-
Aktywa obrotowe po korektach	5 000,00
AKTYWA RAZEM	7 629 597,96
AKTYWA RAZEM po korektach	8 333 391,91
Kapitał własny	3 732 963,57
Korekty kapitału własnego (wynikające z korekt aktywów)	703 793,95
Kapitał własny po korektach	4 436 757,52
Zobowiązania długoterminowe	1 176 381,62
Korekty zobowiązań długoterminowych	-
Zobowiązania długoterminowe po korektach	1 176 381,62
Zobowiązania krótkoterminowe	2 720 252,77
Korekty zobowiązań krótkoterminowych	-
Zobowiązania krótkoterminowe po korektach	2 720 252,77
PASYWA RAZEM	7 629 597,96
PASYWA RAZEM po korektach	8 333 391,91
Wartość przedsiębiorstwa metodą księgową	3 732 963,57
Wartość przedsiębiorstwa metodą skorygowanych aktywów netto	4 436 757,52
Liczba udziałów	30 000,00
Wartość 1 udziału metodą księgową	124,43
Wartość 1 udziału metodą skorygowanych aktywów netto	147,89



<TICKER>	<DTYYYYMMDD>	<OPEN>	<HIGH>	<LOW>	<CLOSE>	<VOL>	<VOL wartość>
UNIBEP	2010-10-01	8,48	8,51	8,33	8,51	1 593	13 556,43
UNIBEP	2010-10-04	8,60	8,60	8,50	8,50	200	1 700,00
UNIBEP	2010-10-05	8,52	8,52	8,41	8,48	974	8 259,52
UNIBEP	2010-10-06	8,55	8,69	8,47	8,54	800	6 832,00
UNIBEP	2010-10-07	8,55	8,55	8,40	8,54	3 285	28 053,90
UNIBEP	2010-10-08	8,54	8,54	8,35	8,45	1 470	12 421,50
UNIBEP	2010-10-11	8,40	8,40	8,30	8,30	2 765	22 949,50
UNIBEP	2010-10-12	8,30	8,39	8,22	8,39	4 538	38 073,82
UNIBEP	2010-10-13	8,39	8,45	8,39	8,45	500	4 225,00
UNIBEP	2010-10-14	8,47	8,50	8,30	8,48	1 119	9 489,12
UNIBEP	2010-10-15	8,45	8,50	8,28	8,50	8 634	73 389,00
UNIBEP	2010-10-18	8,30	8,30	8,28	8,28	975	8 073,00
UNIBEP	2010-10-19	8,44	8,44	8,44	8,44	100	844,00
UNIBEP	2010-10-20	8,28	8,34	8,19	8,34	651	5 429,34
UNIBEP	2010-10-21	8,34	8,44	8,10	8,44	5 421	45 753,24
UNIBEP	2010-10-22	8,30	8,40	8,30	8,32	203 274	1 691 239,68
UNIBEP	2010-10-25	8,40	8,49	8,32	8,49	6 668	56 611,32
UNIBEP	2010-10-26	8,48	8,48	8,26	8,26	600	4 956,00
UNIBEP	2010-10-27	8,26	8,48	8,17	8,48	949	8 047,52
UNIBEP	2010-10-28	8,47	8,50	8,32	8,50	2 193	18 640,50
UNIBEP	2010-10-29	8,49	9,27	8,28	8,99	21 333	191 783,67
UNIBEP	2010-11-02	8,75	8,99	8,75	8,90	2 910	25 899,00
UNIBEP	2010-11-03	8,60	8,75	8,60	8,75	1 789	15 653,75
UNIBEP	2010-11-04	8,90	8,90	8,60	8,60	500	4 300,00
UNIBEP	2010-11-05	8,60	8,61	8,49	8,60	1 304	11 214,40
UNIBEP	2010-11-08	8,60	8,60	8,39	8,58	5 953	51 076,74
UNIBEP	2010-11-09	8,61	9,12	8,61	9,08	237 630	2 157 680,40
UNIBEP	2010-11-10	9,05	9,07	9,01	9,07	3 081	27 944,67
UNIBEP	2010-11-12	9,00	9,90	9,00	9,80	23 759	232 838,20
UNIBEP	2010-11-15	9,79	10,20	9,56	10,00	8 912	89 120,00
UNIBEP	2010-11-16	9,90	9,90	9,40	9,60	45 035	432 336,00
UNIBEP	2010-11-17	9,60	9,60	9,21	9,47	6 350	60 134,50
UNIBEP	2010-11-18	9,48	9,90	9,48	9,90	30 179	298 772,10
UNIBEP	2010-11-19	10,09	10,09	9,50	9,80	43 343	424 761,40
UNIBEP	2010-11-22	9,90	10,00	9,50	9,69	5 495	53 246,55
UNIBEP	2010-11-23	9,69	9,69	9,50	9,50	10 132	96 254,00
UNIBEP	2010-11-24	9,51	9,84	9,35	9,35	13 772	128 768,20
UNIBEP	2010-11-25	9,75	9,75	9,50	9,71	13 560	131 667,60
UNIBEP	2010-11-26	9,80	9,80	9,50	9,50	39 505	375 297,50
UNIBEP	2010-11-29	9,50	9,85	9,50	9,85	13 207	130 088,95
UNIBEP	2010-11-30	9,84	9,85	9,84	9,85	13 975	137 653,75
UNIBEP	2010-12-01	9,95	9,95	9,50	9,65	19 950	192 517,50
UNIBEP	2010-12-02	9,75	9,95	9,75	9,94	7 583	75 375,02
UNIBEP	2010-12-03	9,98	9,98	9,98	9,98	441	4 401,18
UNIBEP	2010-12-06	9,98	9,98	9,92	9,98	2 281	22 764,38
UNIBEP	2010-12-07	9,98	9,98	9,90	9,97	5 352	53 359,44
UNIBEP	2010-12-08	9,95	9,98	9,95	9,98	8 974	89 560,52
UNIBEP	2010-12-09	10,23	10,50	10,16	10,30	27 668	284 980,40
UNIBEP	2010-12-10	10,15	10,15	9,90	9,99	2 666	26 633,34
UNIBEP	2010-12-13	9,85	9,95	9,85	9,95	413	4 109,35
UNIBEP	2010-12-14	9,95	9,95	9,65	9,74	2 960	28 830,40
UNIBEP	2010-12-15	9,81	9,81	9,40	9,68	4 694	45 437,92
UNIBEP	2010-12-16	9,77	9,77	9,30	9,65	23 765	229 332,25
UNIBEP	2010-12-17	9,68	9,70	9,67	9,67	9 980	96 506,60
UNIBEP	2010-12-20	9,48	9,48	9,40	9,44	48 627	459 038,88
UNIBEP	2010-12-21	9,35	9,57	9,35	9,57	23 821	227 966,97
UNIBEP	2010-12-22	9,77	9,79	9,65	9,70	54 909	532 617,30
UNIBEP	2010-12-23	9,72	9,78	9,61	9,78	5 281	51 648,18
UNIBEP	2010-12-27	9,70	9,70	9,70	9,70	774	7 507,80
UNIBEP	2010-12-28	9,70	9,84	9,70	9,80	26 287	257 612,60
UNIBEP	2010-12-29	9,94	9,95	9,66	9,95	2 520	25 074,00
UNIBEP	2010-12-30	9,95	9,95	9,90	9,90	26 621	263 547,90
UNIBEP	2010-12-31	9,90	9,90	9,82	9,82	505	4 959,10

Razem: 1 094 505 10 118 817
Średnia ważona: 9,25
Średnia arytmetyczna: 9,23

Art. 417. § 1. Wykupu akcji dokonuje się po cenie notowanej na rynku regulowanym, według przeciętnego kursu z ostatnich trzech miesięcy przed powzięciem uchwały albo też, gdy akcje nie są notowane na rynku regulowanym, po cenie ustalonej przez biegłego wy