

**STANOWISKO NIEZALEŻNEGO BIEGŁEGO REWIDENTA DO
SPRAW SZCZEGÓLNYCH**

**OKREŚLONYCH PRZEZ NADZWYCZAJNE WALNE ZGROMADZENIE PBO
ANIOŁA S.A.**

W TREŚCI UCHWAŁ NUMER 7 ORAZ 8

PODJĘTYCH W DNIU 19 KWIETNIA 2012 ROKU

**O PRZYSTĄPIENIU PBO ANIOŁA S.A. DO TERRA PROMESSA
PERFECTA SPÓŁKA Z OGRANICZONĄ ODPOWIEDZIALNOŚCIĄ SPÓŁKA
KOMANDYTOWA**

ORAZ

**UZASADNIAJĄCĄ ZAWARCIE UMOWY INWESTYCYJNEJ Z DNIA
3.10.2011 ROKU POMIĘDZY PBO ANIOŁA S.A., A PROTEA
DEVELOPMENT SP. Z O.O. ORAZ UNAMARE COMPANY LIMITED**

Poznań, dnia 19 kwietnia 2013 roku



think global · think tcs

Spis treści

STANOWISKO NIEZALEŻNEGO BIEGŁEGO REWIDENTA DO SPRAW SZCZEGÓLNYCH OKREŚLONYCH PRZEZ NADZWYCZAJNE WALNE ZGROMADZENIE PBO ANIOŁA S.A. W TREŚCI UCHWAŁY NUMER 7 PODJĘTEJ W DNIU 19 KWIETNIA 2012 ROKU	4
I. WPROWADZENIE.....	4
II. ZBADANIE PRZYSTĄPIENIA PBO ANIOŁA S.A. DO TERRA PROMESSA PERFECTA	6
1. ZASTOSOWANE PROCEDURY ORAZ PRZEDSTAWIONE DO ANALIZY DOKUMENTY	6
2. PRZYSTĄPIENIE DO TERRA PROMESSA PERFECTA W ŚWIELE DOKUMENTÓW WEWNĘTRZNYCH SPÓŁKI.....	7
3. ISTOTNE WARUNKI PRZYSTĄPIENIA PRZEZ SPÓŁKĘ DO TERRA PROMESSA PERFECTA	8
4. BIZNES PLAN DOT. INWESTYCJI PRZY UL. GÓRNA WILDA W POZNANIU – TERRA PROMESSA PERFECTA	10
5. WNIOSKI Z BADANIA DOSTARCZONYCH NA PODSTAWIE UCHWAŁY NR 7 NWZ SPÓŁKI DOKUMENTÓW	12
STANOWISKO NIEZALEŻNEGO BIEGŁEGO REWIDENTA DO SPRAW SZCZEGÓLNYCH OKREŚLONYCH PRZEZ NADZWYCZAJNE WALNE ZGROMADZENIE PBO ANIOŁA S.A. W TREŚCI UCHWAŁY NUMER 8 PODJĘTEJ W DNIU 19 KWIETNIA 2012 ROKU	14
I. WPROWADZENIE.....	14
I. EKONOMICZNE UZASADNIENIE ZAWARCIA UMOWY INWESTYCYJNEJ Z DNIA 3 PAŹDZIERNIKA 2011 R. POMIĘDZY PBO ANIOŁA S.A. A PROTEA DEVELOPMENT SP. Z O.O. ORAZ UNAMARE COMPANY LIMITED ORAZ WARUNKÓW NA JAKICH ZOSTAŁA ZAWARTA.....	15
1. OPIS POSZCZEGÓLNYCH ETAPÓW TRANSAKCJI – STAN FAKTYCZNY	15
2. RYNEK POWIERZCHNI HANDLOWYCH W POLSCE W II POŁOWIE 2011 ROKU	19
II. ISTNIENIE INTERESU SPÓŁKI W WYŁĄCZENIU PRAWA POBORU DOTYCHCZASOWYCH AKCJONARIUSZY 20	
III. PRAWIDŁOWOŚĆ WYCENY CENY ZA JEDNĄ AKCJĘ NOWEJ EMISJI.....	20
1. ANALIZA STRUKTURY TRANSAKCJI	20
2. PODSUMOWANIE ANALIZY ZAWARTEJ UMOWY	22
IV. WNIOSKI Z ANALIZY WYCENY WARTOŚCI GODZIWEJ SPÓŁKI PROTEA DEVELOPMENT PRZEPROWADZONEJ NA 30 CZERWCA 2011 ROKU STANOWIĄCEJ JEDNĄ Z PRZESŁANEK PODJĘTEJ PRZEZ ZARZĄD SPÓŁKI DECYZJI	23
1. DOKUMENT WYCENY WARTOŚCI GODZIWEJ SPÓŁKI PROTEA DEVELOPMENT.....	23
3. SPRAWOZDANIE FINANSOWE PROTEA DEVELOPMENT	24
4. PROGNOZA PRZYCHODÓW	24
5. PROGNOZA KOSZTÓW	25
6. KOSZT KAPITAŁU	25
7. ZASTOSOWANE METODY WYCENY	27
1) Charakterystyka metod dochodowych	27
2) Metoda Skorygowanych Aktywów Netto (SAN).....	28
3) Metoda szwajcarska.....	29
8. DYSKONTO Z TYTUŁU BRAKU PŁYNNOŚCI	30
9. PODSUMOWANIE.....	30

V. OŚWIADCZENIE O NIEZALEŻNOŚCI	31
SPIS TABEL	32
LISTA DOKUMENTÓW NA PODSTAWIE PRZEDSTAWIONO STANOWISKO	32

**STANOWISKO NIEZALEŻNEGO BIEGŁEGO REWIDENTA DO SPRAW SZCZEGÓLNYCH
OKREŚLONYCH PRZEZ NADZWYCZAJNE WALNE ZGROMADZENIE PBO ANIOŁA S.A. W TREŚCI UCHWAŁY NUMER 7
PODJĘTEJ W DNIU 19 KWIETNIA 2012 ROKU DOTYCZĄCE BADANIA PRZYSTĄPIENIA PBO ANIOŁA S.A. DO TERRA
PROMESSA PERFECTA SPÓŁKA Z OGRANICZONĄ ODPOWIEDZIALNOŚCIĄ SPÓŁKA KOMANDYTOWA**

**DLA WALNEGO ZGROMADZENIA PBO ANIOŁA SPÓŁKA AKCYJNA Z SIEDZIBĄ W KOSTRZYNIĘ PRZY ULICY
WRZESIŃSKIEJ 70, WPISANEJ DO REJESTRU PRZEDSIĘBIORCÓW POD NUMEREM KRS 0000316682 (DALEJ
PBO ANIOŁA, ZAMAWIAJĄCY)**

I. WPROWADZENIE

1. Stosownie do postanowień zlecenia nr 1/05/2012 otrzymanego w dniu 26 kwietnia 2012 roku od PBO ANIOŁA spółka akcyjna z siedzibą w Kostrzynie (PBO ANIOŁA, Zamawiający, Spółka) dla 4AUDYT spółka z ograniczoną odpowiedzialnością z siedzibą w Poznaniu (4AUDYT, Wykonawca), na podstawie Uchwały nr 7 Nadzwyczajnego Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy PBO ANIOŁA z dnia 19 kwietnia 2012 roku, przeprowadziliśmy badanie (analizę) przystąpienia PBO Anioła S.A. do Terra Promessa Perfecta spółka z ograniczoną odpowiedzialnością spółka komandytowa (dalej Terra Promessa Perfecta).
2. Badanie to przeprowadziliśmy stosownie do postanowień:
 - a. Uchwały nr 7 Nadzwyczajnego Walnego Zgromadzenia PBO ANIOŁA S.A. z dnia 19 kwietnia 2012 roku powołującej biegłego rewidenta do spraw szczególnych,
 - b. art. 84 ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych,
 - c. Krajowych standardów rewizji finansowej, wydanych przez Krajową Radę Biegłych Rewidentów w Polsce.
3. Badanie przeprowadzono na podstawie postanowień uchwały nr 7 Nadzwyczajnego Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy PBO ANIOŁA S.A. z dnia 19 kwietnia 2012 roku. Zgodnie w podjętą uchwałą niniejsze badanie (analiza) miała na celu zbadanie przystąpienia PBO ANIOŁA S.A. do spółki Terra Promessa Perfecta w treści zaproponowanej przez Zarząd PBO ANIOŁA.

Badanie przeprowadziliśmy na podstawie następujących dokumentów:

- Uchwała zarządu,
- Biznes plan,
- Protokół Rady nadzorczej,
- Umowa warunkowa sprzedaży części parterowej nieruchomości położonej w Poznaniu, przy ul. Różanej, do Netto sp. z o.o. (dalej Netto),
- Umowa objęcia udziałów bądź analogiczna umowa w zakresie przystąpienia do Spółki,
- Protokół z badania wpisu KRS i przeglądu umowy spółki.

Zwracamy uwagę, że do dnia sporządzenia niniejszego stanowiska nie otrzymaliśmy pisma z kontroli ksiąg rachunkowych Terra Promessa Perfecta. Z informacji otrzymanych od Spółki wynika, iż takie pismo nie zostało na okoliczność kontroli ksiąg rachunkowych Terra Promessa Perfecta sporządzone, a sama czynność kontroli była wykonana przy wykorzystaniu zasobów ludzkich PBO Anioła, bez wykorzystania w tym celu podmiotów zewnętrznych. Według oświadczenia Spółki ze sprawozdaniem Terra Promessa Perfecta zapoznał się ówczesny dyrektor finansowy Spółki pan Paweł Cyrson (Przedstawiciel Spółki),

a analiza tego dokumentu miała potwierdzić, iż Terra Promessa Perfecta była spółką celową, która wcześniej nie realizowała żadnych przedsięwzięć.

4. Za przekazane nam informacje, na podstawie których przeprowadziliśmy badanie przystąpienia PBO ANIOŁA do Terra Promessa Perfecta oraz wydaliśmy niniejsze stanowisko odpowiedzialny jest Zamawiający.

Naszym zadaniem było, na podstawie otrzymanych od PBO ANIOŁA informacji i dokumentów, zbadać oraz wydać stanowisko na temat przystąpienia PBO ANIOŁA do Terra Promessa Perfecta.

5. Nasze prace zaplanowaliśmy i przeprowadziliśmy w taki sposób, aby móc wyrazić opinię na temat transakcji przystąpienia PBO ANIOŁA do Terra Promessa Perfecta, w szczególności czy została ona zawarta na warunkach, które nie były niekorzystne z punktu widzenia dotychczasowych akcjonariuszy.

W szczególności weryfikacja polegała na wykonaniu następujących procedur:

- a. Opisie przebiegu kolejnych etapów transakcji,
- b. Opisie panującej ówczesnie sytuacji rynkowej oraz perspektyw co do jej rozwoju,
- c. Analizie struktury transakcji,
- d. Analizie dokumentów na podstawie Zarząd PBO ANIOŁA podjął decyzję o przystąpieniu do Terra Promessa Perfecta, w szczególności:
 - Biznes planu,
 - Umowy warunkowej sprzedaży części parterowej nieruchomości położonej w Poznaniu, przy ul. Różanej, do Netto,
 - Protokołu z badania wpisu KRS i przeglądu umowy spółki Terra Promessa Perfecta spółka z ograniczoną odpowiedzialnością spółka komandytowa,
- e. Syntezie oraz prezentacji wniosków co do poszczególnych obszarów objętych weryfikacją.

Prace przeprowadziliśmy w oparciu o otrzymane dokumenty oraz informacje obejmujące swoim zakresem m.in.:

- a. Uchwały zarządu w sprawie przystąpienia do spółki Terra Promessa Perfecta spółka z ograniczoną odpowiedzialnością spółka komandytowa,
- b. Biznes plan dot. planowanej inwestycji przy ul. Górna Wilda (ul. Różana) w Poznaniu przygotowanego przez Marka Bogumiła Krzymińskiego,
- c. Protokół Rady Nadzorczej Spółki,
- d. Umowa warunkowa sprzedaży części parterowej nieruchomości położonej w Poznaniu, przy ul. Różanej, do Netto,
- e. Umowa objęcia udziałów bądź analogiczna umowa w zakresie przystąpienia do Spółki,
- f. Protokół z badania wpisu KRS i przeglądu umowy spółki
- g. Statut Spółki PBO Anioła,
- h. Regulaminy Zarządu, Rady Nadzorczej oraz Walnego Zgromadzenia PBO Anioła,
- i. Podjęte uchwały przez Radę Nadzorczą PBO Anioła,
- j. Podjęte uchwały przez Zarząd PBO Anioła,
- k. kopi umowy o roboty budowlane w systemie generalnego wykonawstwa zawartej pomiędzy PBO Anioła, a Terra Promessa Perfecta;
- l. kopi umowy inwestycyjnej zawartej pomiędzy PBO Anioła, a Terra Promessa Perfecta;

- m. kopi dokumentów umów kredytowych i umów poręczenia kredytu przez PBO Anioła dla Terra Promessa Perfecta;
- n. protokołów posiedzeń Zarządu i Rady Nadzorczej Spółki oraz uchwał podejmowanych poza tymi posiedzeniami,
- o. otrzymanych dodatkowych wyjaśnień od Zarządu PBO ANIOŁA S.A. oraz Przewodniczącego Rady Nadzorczej Spółki.

II. Zbadanie przystąpienia PBO Anioła S.A. do Terra Promessa Perfecta

1. Zastosowane procedury oraz przedstawione do analizy dokumenty

Nasze prace zaplanowaliśmy i przeprowadziliśmy w taki sposób, aby uzyskać wystarczającą pewność o sposobie przystąpienia PBO ANIOŁA do Terra Promessa Perfecta.

Na podstawie postanowień Uchwały nr 7 Walnego Zgromadzenia z dnia 19 kwietnia 2012 roku Zarząd Spółki był zobowiązany do udostępnienia biegłemu następujących dokumentów umożliwiających przeprowadzenie badania w powyższym zakresie:

- Uchwały Zarządu,
- Biznes plan,
- Protokół Rady nadzorczej,
- Umowy warunkowej sprzedaży części parterowej nieruchomości położonej w Poznaniu, przy ul. Różanej, do Netto,
- Umowy objęcia udziałów bądź analogicznej umowy w zakresie przystąpienia do Spółki,
- Pismo z kontroli ksiąg rachunkowych Terra Promessa Perfecta Sp. z o.o. spółka komandytowa,
- Protokół z badania wpisu KRS i przeglądu umowy spółki.

W związku z zakresem prac oraz z uwagi na udostępnione przez Zarząd Spółki dokumenty zastosowane przez 4AUDYT procedury polegały m.in. na:

- a. Opisie panującej ówczesnie sytuacji rynkowej oraz perspektyw co do jej rozwoju,
- b. Analizie struktury transakcji,
- c. Analizie Statutu Spółki, regulaminów Walnego Zgromadzenia, Rady Nadzorczej oraz Zarządu,
- d. Analizie uchwał Zarządu oraz Rady Nadzorczej,
- e. Weryfikacji założeń przyjętych w dokumencie „Biznes Plan, Business Plan ul. Górna Wilda, Poznań, autorstwa Marka Bogumiła Krzywińskiego oraz wniosków końcowych,
- f. Analizie zapisów:
 - przedwstępnej umowy ustanowienia odrębnej własności i sprzedaży lokalu (Repertorium A nr 5058/2010 z dnia 7 grudnia 2010 roku),
 - umowy sprzedaży praw i obowiązków wynikających z przedwstępnej umowy ustanowienia odrębnej własności i sprzedaży lokalu (Repertorium A nr 5510/2011 z dnia 13 grudnia 2011 roku),
- g. Analizie zapisów zmiany umowy spółki komandytowej i przeniesienia własności nieruchomości (Repertorium A nr 2702/2011 z dnia 9 czerwca 2011 roku),
- h. Weryfikacji otrzymanych dokumentów rejestrowych Terra Promessa Perfecta
- i. Syntezie oraz prezentacji wniosków co do poszczególnych obszarów objętych badaniem.

Do dnia sporządzenia niniejszej opinii nie otrzymaliśmy dokumentu analizy kontroli ksiąg rachunkowych Terra Promessa Perfecta. Zgodnie z otrzymanymi od Pana Pawła Cyrsona (osoby oddelegowanej przez Zarząd do kontaktów z 4AUDYT) informacjami, w wyniku przeprowadzonej przez PBO ANIOŁA analizy ksiąg rachunkowych Terra Promessa Perfecta nie powstał formalny dokument określający zastosowane przez kontrolujących procedury oraz wnioski z zastosowanych procedur. Dokument wyniku kontroli ksiąg rachunkowych Terra Promessa Perfecta został zastąpiony elementami sprawozdania finansowego Terra Promessa Perfecta sporządzonego na dzień 31 grudnia 2011 roku. Zgodnie ze stanowiskiem Przedstawiciela Spółki, analiza tych dokumentów miała potwierdzić, iż Terra Promessa Perfecta była spółką celową, która wcześniej nie realizowała żadnych przedsięwzięć.

2. Przystąpienie do Terra Promessa Perfecta w świetle dokumentów wewnętrznych Spółki

Zgodnie z ówczesnymi postanowieniami § 19 ust. 2 Statutu Spółki do wyłącznych kompetencji Rady Nadzorczej, oprócz wynikających z przepisów Kodeksu spółek handlowych oraz innych postanowień Statutu należało wyrażenie zgody na rozporządzenie prawem lub zaciągnięcia zobowiązania o wartości przekraczającej 10 000 000,00 (dziesięć milionów) złotych netto oraz przystąpienie przez Spółkę do organizacji gospodarczej lub innej Spółki.

W dniu 9 czerwca 2011 roku pan Waldemar Andrzej Anioła, działający w imieniu i na rzecz PBO Anioła oświadczył, że Spółka przystępuje do Terra Promessa Perfecta jako komplementariusz i wnosi wkład pieniężny w kwocie 2 460 000,00 (dwa miliony czterysta sześćdziesiąt tysięcy złotych) oraz zobowiązał się go wpłacić przelewem na wskazane konto w terminie do dnia 30 czerwca 2011 roku.

Pan Waldemar Anioła oświadczył przy podpisywaniu aktu notarialnego, Repertorium A nr 2702/2011 przed notariusz Beatą Spaczyńską, w siedzibie Kancelarii Notarialnej w Poznaniu, przy ul. Nowowiejskiego 10/14, w którym złożył powyższe oświadczenie, że na przystąpienie do Terra Promessa Perfecta nie ma wymogu uzyskania zgody żadnych innych organów Spółki, poza zgodą Rady Nadzorczej. W dniu tym Zarząd Spółki nie posiadał takiej zgody Rady Nadzorczej.

Zgodę taką udzieliła Zarządowi Spółki Rada Nadzorcza w dniu 29 września 2011 roku na podstawie uchwały nr 46 Rady Nadzorczej Spółki, podejmując uchwałę o następującej treści:

„Rada Nadzorcza spółki PBO Anioła S.A. po zapoznaniu się z relacją członków Zarządu co do okoliczności przystąpienia w dniu 9 czerwca 2011 roku spółki PBO Anioła S.A. do spółki Terra Promessa Perfecta sp. z o.o. spółka komandytowa z siedzibą w Poznaniu, na podstawie zapisów §19 pkt 2 ust. d) Statutu spółki oraz § 2 pkt 10 ust. b) Regulaminu Rady Nadzorczej spółki zatwierdza przystąpienie w dniu 9 czerwca 2011 roku spółki PBO Anioła S.A. do spółki celowej pod firmą Terra Promessa Perfecta sp. z o.o. spółka komandytowa z siedzibą w Poznaniu na warunkach opisanych w umowie inwestycyjnej z dnia 9 czerwca 2011 roku oraz postanowieniach zawartych w umowie zmieniającej „umowę spółki komandytowej i przenoszącej własność nieruchomości”, umowy spółki komandytowej, sporządzonej w formie aktu notarialnego w Kancelarii Notarialnej notariuszy Aleksandry Błazejczak – Żdźarskiej i Beaty Spaczyńskiej (Rep.A numer 2702/2011)”.

Jednocześnie w § 2 Rada Nadzorcza zobowiązała Zarząd do realizowania postanowień Statutu spółki oraz Regulaminu Zarządu w sprawach wymagających uchwały Rady Nadzorczej.

Z przeprowadzonego wywiadu z Zarządem Spółki oraz p. Rafałem Szymkowiakiem, ówczesnym Przewodniczącym Rady Nadzorczej Spółki wynika, iż 10 czerwca 2011 roku Kierownictwo Jednostki poinformowało Przewodniczącego Rady Nadzorczej o podpisaniu dokumentów związanych z objęciem

udziałów Terra Promessa Perfecta, wnioskując o zwołanie posiedzenia Rady Nadzorczej w dniu 17 czerwca 2011 roku.

Zarząd Spółki poinformował nas, iż planował uzyskać zgodę na zawarcie ww. transakcji na posiedzeniu Rady Nadzorczej, które miało odbyć się w dniach 17 czerwca 2011 roku, następnie 1 lipca 2011 roku (powiadomienie o porządku obrad z 24 czerwca 2011 roku).

Z informacji uzyskanych na podstawie przeprowadzonego wywiadu z panem Pawłem Cyrsonem oraz Rafałem Szymkowiakiem, w dniu 17 czerwca 2011 roku przedmiotem obrad organu nadzorczego Spółki nie było przystąpienie PBO Anioła do Terra Promessa Perfecta na wniosek dwóch członków Rady Nadzorczej, panów Tomasza Tylińskiego oraz Ewdarda Kozickiego wnioskujących o dodatkowe informacje nt. przedmiotowej operacji.

Z uwagi na złożoną w dniu 29 czerwca 2011 roku rezygnacją dwóch członków Rady Nadzorczej, Pana Edwarda Kozickiego oraz Pana Tomasza Tylińskiego, co zostało przekazane do publicznej wiadomości w formie raportu bieżącego nr 26/2011, Rada Nadzorcza zgodnie z art. 385 § 1 Ksh nie mogła wykonywać swoich obowiązków do czasu uzupełnienia jej składu.

Uzupełnienie składu Rady Nadzorczej nastąpiło w dniu 26 lipca 2011 roku kiedy to Zwyczajne Walne Zgromadzenie Spółki powołało w skład Rady Nadzorczej Spółki nowej kadencji następujące osoby:

- Panią Alinę Białas,
- Pana Piotra Jurkiewicza,
- Pana Krzysztofa Korbacza,
- Pana Michała Lachowicza,
- Pana Rafała Szymkowiaka,
- Pana Błażeja Ziętka.

Pierwsze posiedzenie Rady Nadzorczej w nowym składzie odbyło się zgodnie z otrzymanymi od Spółki informacjami w dniu 26 lipca 2011 roku. Następnie zgodnie z informacją otrzymaną od p.Rafała Szymkowiaka temat przystąpienia przez PBO ANIOŁA do Terra Promessa Perfecta miał być przedmiotem obrad Rady Nadzorczej Spółki w dniu 23 września 2011 roku, jednak na skutek sprzeciwu p.Michała Lachowicza temat ten został przeniesiony na kolejne posiedzenie Rady Nadzorczej.

Na posiedzeniu w dniu 29 września 2011 roku Rada Nadzorcza zatwierdziła przystąpienie przez Spółkę do Terra Promessa Perfecta.

Zwracamy jednocześnie uwagę, iż wpis do KRS zmieniający treść umowy spółki Terra Promessa Perfecta na podstawie którego jej komplementariuszem stała się Spółka nastąpił 16 września 2011 roku, tj. przed uzyskaniem zgody na przystąpienie do spółki przez Radę Nadzorczą.

Zgoda taka została przez Radę Nadzorczą wydana w dniu 29 września 2011 roku, tym samym warunek formalny uzyskania zgody na przystąpienie Spółki do innej spółki został spełniony dopiero w tym dniu.

3. Istotne warunki przystąpienia przez Spółkę do Terra Promessa Perfecta

Spółka przystąpiła do Terra Promessa Perfecta w dniu 9 czerwca 2011 roku (Akt notarialny Repertorium A nr 2702/2011). W tym samym dniu podpisując umowę inwestycyjną (dalej: Umowa Inwestycyjna) z Terra Promessa Perfecta sp. z o.o. (dalej: Strony) o czym Akcjonariusze Spółki zostali poinformowali publicznie w drodze komunikatu bieżącego nr 16/2011 w dniu 13 czerwca 2011 roku.

Zgodnie z deklaracją Zarządu Spółki zamiarem wspólników Terra Promessa Perfecta było, aby przedmiotem i celem działalności jej działalności było zrealizowanie inwestycji polegającej na wybudowaniu obiektu mieszkaniowo-handlowego na terenie nieruchomości położonych w Poznaniu przy ul. Górna Wilda 74 i 76 oraz sprzedaż mieszczących się w nim lokali.

Zgodnie z ustaleniami dokonanymi między wspólnikami, Terra Promessa Perfecta sp. z o.o. jako komplementariusz Terra Promessa Perfecta miała wnieść w terminie do dnia 1 lipca 2011 roku wkład niepieniężny w postaci nieruchomości położonych w Poznaniu przy ul. Górna Wilda 74 i 76, stanowiących działki o numerach 142 i 143, dla których Sąd Rejonowy Poznań-Stare Miasto w Poznaniu prowadzi księgi wieczyste o numerach KW: PO2P/00003713/3 i PO2P/00000959/8, wraz z projektem budowlanym wykonanym przez Biuro Architektoniczne N.O.2 S. Bulikowska A. Kałużny Spółka Cywilna z siedzibą w Poznaniu i prawami autorskimi do tego projektu. Ponadto zobowiązała się ponadto do przeniesienia praw i obowiązków z przedwstępnej umowy ustanowienia odrębnej własności i sprzedaży lokalu zawartej z Netto sp. z o.o. do Terra Promessa Perfecta (Akt notarialny Repertorium A nr 5058/2010 z dnia 7 grudnia 2010 roku). W ramach realizacji w/w inwestycji Terra Promessa Perfecta sp. z o.o. zobowiązała się zapewnić obsługę prawną, obsługę sprzedaży oraz obsługę nadzoru inwestorskiego.

PBO Anioła S.A. zobowiązała się natomiast do przystąpienia do Spółki jako komplementariusz i wniesienia wkładu pieniężnego w wysokości 2,46 mln zł (dwa miliony czterysta sześćdziesiąt tysięcy złotych) w terminie do dnia 30 czerwca 2011 roku. Ponadto w ramach realizacji w/w inwestycji PBO Anioła S.A. zobowiązała się do zapewnienia wykonania inwestycji budowlanej na podstawie odrębnej umowy zawartej z Terra Promessa Perfecta oraz zapewnienia finansowania w/w inwestycji tj. doprowadzenia do zawarcia przez Terra Promessa Perfecta umowy o kredyt do wysokości niezbędnej do realizacji budowy obiektu.

W przypadku niewykonania przedmiotowego zobowiązania w terminie do dnia 30 czerwca 2011 roku, PBO Anioła S.A. zobowiązała się do zbycia w terminie do dnia 31 lipca 2011 roku na rzecz Terra Promessa Perfecta sp. z o.o. przysługującego mu udziału w spółce za cenę 2,46 mln zł (dwa miliony czterysta sześćdziesiąt tysięcy złotych) na podstawie pkt. 4.2.3 Umowy inwestycyjnej.

Ewentualnie brakujące środki pieniężne niezbędne dla uzyskania 20% wkładu własnego dla w/w inwestycji miały zostać wniesione przez wszystkich wspólników Terra Promessa Perfecta proporcjonalnie do wniesionych wkładów.

Warunkiem wejścia w życie zawartej umowy inwestycyjnej miała być zmiana dotychczasowej umowy spółki Terra Promessa Perfecta w następującym zakresie:

- 1) zmiana § 4 umowy Spółki, dodając nowego komplementariusza PBO ANIOŁA S.A. oraz umieszczając postanowienie o wniesieniu przez Terra Promessa Perfecta sp. z o.o. wkładu niepieniężnego o wartości 8,2 mln zł (osiem milionów dwieście tysięcy złotych) w postaci nieruchomości gruntowych położonych w Poznaniu przy ul. Górna Wilda 74 i 76, stanowiących działki o numerach 142 i 143, dla których Sąd Rejonowy Poznań-Stare Miasto w Poznaniu prowadzi księgi wieczyste o numerach KW: PO2P/00003713/3 i PO2P/00000959/8, wraz z projektem budowlanym wykonanym przez Biuro Architektoniczne N.O.2 S. Bulikowska A. Kałużny Spółka Cywilna z siedzibą w Poznaniu i prawami autorskimi do tego projektu,
- 2) zmiana § 5 umowy Spółki dodając, że za zobowiązania spółki bez ograniczenia odpowiada również PBO ANIOŁA S.A.,
- 3) zmiana § 8 ust. 1 umowy Spółki w ten sposób, że prawo reprezentowania spółki będzie przysługiwać wyłącznie komplementariuszom działającym łącznie lub z prokurentem, przy czym strony zobowiązują się, iż czynności przekraczające zwykły zarząd będą dokonywane na podstawie uchwały komplementariuszy, a w przypadku braku zgody, przez komplementariusza i prokurenta,

- 4) zmiana § 9 umowy Spółki określając w następujący sposób udziały poszczególnych wspólników w zysku Spółki:
 - a) Terra Promessa Perfecta sp. z o.o. – 4%
 - b) PBO Anioła S.A. – 30%
 - c) Grzegorz Piasecki – 22%
 - d) Paweł Żdźarski – 22%
 - e) Jarosław Gorzelańczyk – 22%
- 5) zmiana § 15 umowy Spółki dodając, że rozwiązanie spółki może nastąpić z przyczyn określonych w umowie spółki,
- 6) zmiana treści § 17 nadając mu następującą brzmienie: „Umowa spółki ulega rozwiązaniu po zakończeniu i rozliczeniu inwestycji polegającej na budowie obiektu handlowo-mieszkalnego, realizowanej przez Spółkę na nieruchomościach położonych w Poznaniu przy ul. Górna Wilda 74 i 76, stanowiących działki nr 142 i 143, dla których Sąd Rejonowy Poznań-Stare Miasto w Poznaniu prowadzi księgę wieczyste o numerach KW: PO2P/00003713/3 i PO2P/00000959/8.”

Postulowane zmiany w umowie spółki Terra Promessa Perfecta zostały wpisane do KRS w dniu 16 września 2011 roku.

W umowie inwestycyjnej Strony postanowiły ponadto, iż zysk osiągnięty przez Terra Promessa Perfecta z w/w inwestycji zostanie wypłacony komplementariuszom wyłącznie w formie pieniężnej. Jednocześnie docelowi Komplementariusze Terra Promessa Perfecta wyrazili zgodę na pobranie przez komandytariuszy zysku osiągniętego przez Spółkę w postaci praw do lokali mieszkalnych usytuowanych na ostatniej kondygnacji obiektu będącego przedmiotem inwestycji realizowanej przez spółkę, poprzez sprzedaż tych lokali w kwocie 5,5 tys. zł netto za jeden metr kwadratowy i potrącenie ich z należnych udziałem w zysku.

Zapisy § 17 z uwagi na postanowienia § 15 umowy spółki Terra Promessa Perfecta determinowały, iż spółka ta stała się spółką celową, związaną z jednym działaniem inwestycyjnym w Poznaniu przy ul. Górna Wilda 74 i 76.

Postanowienia zawartej między Stronami umowy inwestycyjnej przewidywały możliwość wycofania się Spółki z inwestycji w Terra Promessa Perfecta do końca lipca 2011 roku bez dodatkowych warunków lub wpływu korzyści ekonomicznych ze spółki.

4. *Biznes Plan dot. inwestycji przy ul. Górna Wilda w Poznaniu - Terra Promessa Perfecta*

Zgodnie z postanowieniami Umowy Inwestycyjnej zawartej między Spółką, a Terra Promessa Perfecta sp. z o.o. w dniu 9 czerwca 2011 roku Terra Promessa Perfecta miała być spółką celową związaną z jednym działaniem inwestycyjnym w Poznaniu przy ul. Górna Wilda 74 i 76 i po jej zakończeniu i rozliczeniu miała zostać rozwiązana na podstawie docelowego brzmienia § 17 z uwagi na postanowienia § 15 umowy spółki.

Analiza opłacalności ekonomicznej planowanego przedsięwzięcia inwestycyjnego podlegała m.in. na weryfikacji przyjętych założeń oraz wniosków końcowych zawartych w treści dokumentu „Business Plan ul. Górna Wilda, Poznań” autorstwa p. Marka Bogumiła Krzywińskiego (dalej również Biznes Plan) przy uwzględnieniu zobowiązania Spółki do zapewnienia wykonania inwestycji budowlanej na podstawie odrębnej umowy zawartej z Terra Promessa Perfecta oraz zapewnienia finansowania w/w inwestycji tj. doprowadzenia do zawarcia przez Terra Promessa Perfecta umowy o kredyt do wysokości niezbędnej do realizacji budowy obiektu.

Przedmiotowy Biznes Plan zawiera informacje nt. analizy terenu inwestycji, lokalizacji nieruchomości, jej parametrów wraz z jej opisem, analizę otoczenia, sytuację prawną i własnościową nieruchomości, syntetyczną analizę rynku i konkurencji, elementy strategii konkurencyjności koncentrując się głównie na analizie finansowej.

Analiza finansowa została zbudowana przez autora Biznes Planu w oparciu o 8 scenariuszy różniących się między sobą założeniami dotyczącymi:

- a) ceny sprzedaży jednego m2 powierzchni mieszkalnej,
- b) ceny sprzedaży miejsca parkingowego,
- c) ceny za najem jednego m2 powierzchni handlowo – usługowej (z podziałem na parter oraz piętro),
- d) kosztu budowy jednego m2 powierzchni,
- e) opcji sprzedaży lokalu handlowego.

Zgodnie z przeprowadzonymi szacunkami przez p. Marka Bogumiła Krzywińskiego inwestycja miała dużą szansę powodzenia i zrealizowania zadowalającego zwrotu z inwestycji (ROI) mieszczącego się po dziesięciu latach w przedziale od 21,19% zgodnie z scenariuszem nr 1 do 65,94% charakteryzujących scenariusz nr 8.

Zakładając, iż przyjęte przez autora Biznes Planu założenia odpowiadały ówczesnej sytuacji na rynku nieruchomości, weryfikacja poprawności obliczeń wykonanych przez autora Biznes Planu nie wykazała nieprawidłowości.

Przedstawione przez p. Marka Bogumiła Krzywińskiego w dokumencie „Business Plan ul. Górna Włda, Poznań” założenia, w szczególności koszty procesu budowy, inwestora zastępczego oraz komercyjne, jak również szacunek przyszłych przychodów ze sprzedaży mieszkań, miejsc parkingowych, supermarketu oraz usług najmu zdaniem Zarządu Spółki odpowiadały ówczesnym warunkom rynkowym.

Dodatkowo możliwy do uzyskania przychód ze zbycia supermarketu został potwierdzony treścią Przedwstępnej umowy ustanowienia odrębnej własności i sprzedaży lokalu (Akt notarialny Repertorium A nr 5058/2010 z dnia 7 grudnia 2010 roku) zawartej między Terra Promessa Perfecta sp. z o.o. a Netto sp. z o.o. z uwagi na wynikające z postanowień zawartej Umowy Inwestycyjnej zobowiązanie do przeniesienia praw i obowiązków z tej umowy. Cena sprzedaży lokalu handlowego wraz z udziałem w nieruchomości wspólnej strony ustaliły na łączną kwotę 8 950 000,00 zł (osiem milionów dziewięćset pięćdziesiąt tysięcy złotych).

W dniu 4 grudnia 2012 zwróciliśmy uwagę na brak zgodności między niektórymi danymi liczbowymi prezentowanymi w biznesplanie oraz w założeniach przyjętych przez PBO ANIOŁA w zakresie kosztów prac budowlanych (w przesłanym nam do analizy przez Spółkę arkuszu kalkulacyjnym w dniu 30.11.2012 roku) oraz rentowności projektów mając na uwadze wycenę aportu w postaci nieruchomości wraz z projektem na 8,2 mln zł przy zakładanych w biznesplanie 4,1 mln zł łącznie z projektem, który to projekt budowlany opisany w umowie inwestycyjnej nie stanowił w okresie późniejszym podstawy do realizacji umowy generalnego wykonawcy (nastąpiła zmiana projektu).

W odpowiedzi na wskazane rozbieżności dotyczących przyjętych założeń przedstawiciel Spółki przesłał nam poprawioną kalkulację zakładanej rentowności projektu. Na dzień 10 stycznia 2012 roku Przedstawiciel oświadczył, iż Terra Promessa Perfecta sprzedała około 34 mieszkań (przy zakładanych w biznesplanie 64 mieszkaniach) osiągając łączny przychód ze sprzedaży mieszkań, garaży i lokali użytkowych na poziomie 20 173 tys. zł.

5. Wnioski z badania dostarczonych na podstawie Uchwały nr 7 NWZ Spółki dokumentów

Dostarczone przez Zarząd Spółki informacje finansowe na temat planowanych przychodów i kosztów spółki celowej jaką była i jest Terra Promessa Perfecta wskazywały w sposób racjonalny na zasadność ekonomiczną tego przedsięwzięcia.

Gwarantowany udział Spółki w 30% wyniku finansowego (§ 9 umowy spółki) oraz docelowo przy likwidacji Spółki w 30% jej wartości aktywów netto wskazywał na zwrot z inwestycji w zależności od realizacji wygranego scenariusza na poziomie (ROI) od 21,19% do 65,94% w ciągu 10 lat.

Ponadto przystąpienie do Terra Promessa Perfecta jako komplementariusz zagwarantowało zdaniem Zarządu Spółki możliwość realizacji przez PBO Anioła kontraktu na wykonanie robót budowlanych w systemie generalnego wykonawstwa o wartości 17 mln zł netto (siedemnaście milionów złotych). Przedmiotem tego kontraktu było, o czym akcjonariusze zostali publicznie powiadomieni w formie komunikatu 18/2011 w dniu 13 czerwca 2011 roku, wykonanie prac związanych z wybudowaniem obiektu mieszkalno-usługowego zlokalizowanego w Poznaniu, o łącznej powierzchni 3 313,78 m² zabudowy wraz z infrastrukturą oraz przyłączeniami do sieci. Warunki umowy zobowiązywały Spółkę także do opracowania dokumentacji powykonawczej oraz realizacji prac związanych z przygotowaniem terenu budowy i wybudowania stosownych połączeń drogowych.

Z uwagi na podpisaną umowę na wykonawstwo z Terra Promessa Perfecta Zarząd Spółki wystąpił do Rady Nadzorczej o wyrażenie zgody na udzielenie przez PBO Anioła poręczenia do kredytów udzielonych Terra Promessa Perfecta przez Poznański Bank Spółdzielczy (dalej również PBS):

- kredytu rewolwingowego w kwocie 3 580 000,00 zł,
- kredytu obrotowego w kwocie 15 000 000,00 zł.

Zgodę taką Zarząd Spółki uzyskał w dniu 29 września 2011 roku na podstawie uchwały Rady Nadzorczej nr 44.

Mając na uwadze analizę stanu faktycznego określonego w niniejszym opracowaniu, czynności podjęte przez Kierownictwo Jednostki mające na celu weryfikację zasadności ekonomicznej inwestycji, a także planowany przez Zarząd Spółki zwrot z inwestycji (ROI) nie znajdujemy podstawy negatywnej oceny przystąpienia PBO Anioła S.A. do Terra Promessa Perfecta.

Zwracamy jednocześnie uwagę, iż Zarząd Spółki otrzymał zgodę Rady Nadzorczej na przystąpienie do Terra Promessa Perfecta po dacie przeprowadzenia operacji. Sama jednak zgoda potwierdziła spełnienie przez Zarząd warunków formalnych.

W naszej opinii zasadnym byłoby, aby Zarząd Spółki poza czynnościami oraz ustaleniami które poczynił w sprawie we własnym zakresie w przyszłości rozważył korzystanie ze specjalistów w zakresie szacowania ryzyka związanego z przejęciami oraz przystąpieniem do innych przedsięwzięć w procesie due diligence.

Ponadto wskazujemy, iż zarówno umowa, jak i inne postanowienia nie regulowały zagadnień związanych z ryzykiem na jakie narażona jest Terra Promessa Perfecta z uwagi na istniejące ówczesne obciążenia hipoteczne na wniesionych aportem nieruchomościach.

Terra Promessa Perfecta sp. z o.o. nabyła nieruchomość przy ul. Różana ze środków z kredytu inwestycyjnego udzielonego przez PBS (umowa kredytowa numer 23/2010 z dnia 07.05.2010 r. plus aneks z dnia 29.06.2012 r.) na kwotę 3 000 000,00 zł, który był płatny w dwóch ratach tj., pierwsza rata w kwocie 540 000,00 zł do dnia 31.08.2010 roku, druga rata w kwocie 2 460 000,00 zł płatna do dnia 31.05.2013 roku (stanowiąca zobowiązanie Terra Promessa Perfecta sp. z o.o. do PBS). Na poczet tej umowy kredytowej ustanowiono hipoteki w KW PO2P/00000959/8 i PO2P/00003713/3:

- łączna zwykła 3 000 000,00 zł

- łączna kaucyjna na % kapitałowe i inne należności do wysokości 900 000,00 zł

Stan taki mógłby wywołać negatywne skutki dla PBO ANIOŁA, w przypadku niepowodzenia ekonomicznego podjętej inwestycji oraz w sytuacji nieregulowania zobowiązań kredytowych, które były zabezpieczone na przedmiotowej nieruchomości hipoteką przez wnoszącego aport przedmiotowej nieruchomości.

Przedstawiciel Zarządu PBO ANIOŁA na pytanie w jaki sposób Zarząd zabezpieczył Spółkę przed ryzykiem związanym z ww. ustanowieniem hipotek, w szczególności czy istniało / istnieje jakiekolwiek porozumienie, umowa, zlecenie lub inny dokument, który wskazywałoby, iż Terra Promessa Perfecta sp. z o.o. przy podziale osiągniętego przez Terra Promessa Perfecta wyniku finansowego lub podziale majątku w wyniku likwidacji tej spółki celowej w pierwszej kolejności przeznaczy otrzymane środki na spłatę ww. kredytu, lub istniał lub istnieje inny dokument lub umowa, która zabezpieczała interesy akcjonariuszy PBO ANIOŁA, zwrócił w dniu 10 stycznia 2013 roku uwagę, iż „zgodnie z ustaleniami jakie zostały poczynione z Bankiem PBS, który sfinansował zakup nieruchomości oraz obecnie finansuje całą inwestycję z udziałowcami, w przedmiotowym projekcie wszystkie umowy sprzedaży lokali znajdujących się w przedmiotowej budowie będą zawierać zapis, że płatności za lokale będą kierowane na rachunek zablokowany. Środki zgromadzone na tym rachunku będą przeznaczone na spłatę kredytów. Nie mniej jednak Bank zobowiązał się wyrazić zgodę na bezzieçarowe odłączenie lokali umożliwiające wyodrębnienie nie obciążonych hipoteką ksiąg wieczystych po spełnieniu warunków określonych w promesie a następnie potwierdzonych w umowie.”

Ponadto Zarząd Spółki przedstawił nam w dniu 10 stycznia 2013 roku dokument „Promesa zgody na bezzieçarowe odłączenie lokali” z dnia 1 grudnia 2011 roku otrzymany od Poznański Bank Spółdzielczy (PBS/ZAK/3395/2011), w którym PBS oraz SGB – Bank S.A. oświadczyły, iż wyrażają zgodę na bezzieçarowe odłączenie każdego lokalu wraz z przynależnym każdemu lokalowi udziałem w gruncie, spod obciążenia hipotekami wpisanymi na rzecz PBS (w tym z tytułu umowy 23/2010 z dnia 7.05.2010 roku zawartej przez Terra Promessa Perfecta sp. z o.o.) oraz udzielonych przez PBS i SGB – Bank S.A. pod warunkiem:

- Przedłożenia aktu notarialnego umowy kupna – sprzedaży każdego lokalu, w którym rachunkiem wskazanym nabywcy lokalu do przelewu środków za zakupiony lokal będzie wyodrębniony rachunek Terra Promessa Perfecta prowadzony przez PBS,
- Przekazaniu co najmniej 100% ceny netto sprzedaży lokalu na spłatę kredytu obrotowego udzielonego przez PBS oraz SGB – Bank S.A. (uczestników konsorcjum na podstawie umowy nr 205/OP/2011).

W opinii Zarządu Spółki gwarantowało to w pierwszej kolejności spłatę zobowiązań kredytowych przed podziałem wyniku finansowego.

W naszej opinii pomimo otrzymania ww. promesy bankowej, nie ograniczało to w pełni ryzyka związanego z istniejącymi ówczesnie hipotekami, które obciążały przedmiotową nieruchomość w związku z zaciągniętym przez Terra Promessa Perfecta sp. z o.o. (komplementariusza) kredytem bankowym.

**STANOWISKO NIEZALEŻNEGO BIEGŁEGO REWIDENTA DO SPRAW SZCZEGÓLNYCH
OKREŚLONYCH PRZEZ NADZWYCZAJNE WALNE ZGROMADZENIE PBO ANIOŁA S.A. W TREŚCI UCHWAŁY NUMER 8
PODJĘTEJ W DNIU 19 KWIETNIA 2012 ROKU DOTYCZĄCE:**

- EKONOMICZNEGO UZASADNIENIA ZAWARCIA UMOWY INWESTYCYJNEJ Z DNIA 3 PAŹDZIERNIKA 2011 ROKU POMIĘDZY PBO ANIOŁA S.A., A PROTEA DEVELOPMENT SP. Z O.O. ORAZ UNAMARE COMPANY LIMITED ORAZ WARUNKÓW NA JAKICH ZOSTAŁA ZAWARTA,
- ISTNIENIA INTERESU SPÓŁKI W WYŁĄCZENIU PRAWA POBORU DOTYCHCZASOWYCH AKCJONARIUSZY,
- PRAWIDŁOWOŚCI WYCENY CENY ZA JEDNĄ AKCJĘ NOWEJ EMISJI.

**DLA WALNEGO ZGROMADZENIA PBO ANIOŁA SPÓŁKA AKCYJNA Z SIEDZIBĄ W KOSTRZYNIE PRZY ULICY
WRZESIŃSKIEJ 70, WPISANEJ DO REJESTRU PRZEDSIĘBIORCÓW POD NUMEREM KRS 0000316682 (DALEJ
PBO ANIOŁA, ZAMAWIAJĄCY)**

I. WPROWADZENIE

1. Stosownie do postanowień zlecenia nr 1/05/2012 otrzymanego w dniu 26 kwietnia 2012 roku od PBO ANIOŁA spółka akcyjna z siedzibą w Kostrzynie (PBO ANIOŁA, Zamawiający, Spółka) dla 4AUDYT spółka z ograniczoną odpowiedzialnością z siedzibą w Poznaniu, na podstawie Uchwały nr 8 Nadzwyczajnego Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy PBO ANIOŁA z dnia 19 kwietnia 2012 roku, przeprowadziliśmy badanie (analizę):
 - a. ekonomicznego uzasadnienia zawarcia umowy inwestycyjnej z dnia 3 października 2011 roku pomiędzy PBO ANIOŁA S.A., a Protea Development sp. z o.o. oraz Unamare Company Limited oraz warunków na jakich została zawarta,
 - b. istnienia interesu spółki w wyłączeniu prawa poboru dotychczasowych akcjonariuszy,
 - c. prawidłowości wyceny ceny za jedną akcję nowej emisji.
2. Badanie to przeprowadziliśmy stosownie do postanowień:
 - a. Uchwały nr 8 Nadzwyczajnego Walnego Zgromadzenia PBO ANIOŁA S.A. z dnia 19 kwietnia 2012 roku powołującej biegłego rewidenta do spraw szczególnych,
 - b. art. 84 ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych,
 - c. Krajowych standardów rewizji finansowej, wydanych przez Krajową Radę Biegłych Rewidentów w Polsce.
3. Badanie przeprowadziliśmy na podstawie następujących dokumentów:
 - a. Umowy inwestycyjnej,
 - b. Uchwały Rady Nadzorczej w przedmiocie,
 - c. Wyceny spółki Protea Development sp. z o.o.,
 - d. Zmiany umowy spółki i oświadczenie o objęciu udziałów Protea Development sp. z o.o.,
 - e. Umowy sprzedaży udziałów Protea Development sp. z o.o.,
 - f. Umowy objęcia akcji Spółki,
 - g. Dodatkowych wyjaśnieniach złożonych przez PBO ANIOŁA S.A.
4. Za przekazane nam informacje, na podstawie których przeprowadziliśmy badanie:



- a. ekonomicznego uzasadnienia zawarcia umowy inwestycyjnej z dnia 3 października 2011 roku pomiędzy PBO ANIOŁA S.A., a Protea Development sp. z o.o. oraz Unamare Company Limited oraz warunków na jakich została zawarta,
- b. istnienia interesu spółki w wyłączeniu prawa poboru dotychczasowych akcjonariuszy,
- c. prawidłowości wyceny ceny za jedną akcję nowej emisji,

oraz wydaliśmy niniejsze stanowisko odpowiedzialny jest Zamawiający.

Naszym zadaniem było, na podstawie otrzymanych od Zarządu PBO ANIOŁA informacji i dokumentów, zbadać oraz wydać stanowisko w przedmiocie i zakresie określonym w Uchwale nr 8 Nadzwyczajnego Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy PBO ANIOŁA z dnia 19 kwietnia 2012 roku.

5. Nasze prace zaplanowaliśmy i przeprowadziliśmy w taki sposób, aby móc wyrazić opinię w przedmiocie i zakresie określonym w Uchwale nr 8 Nadzwyczajnego Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy PBO ANIOŁA z dnia 19 kwietnia 2012 roku.

W szczególności weryfikacja polegała na wykonaniu następujących procedur:

- a. Analizie przedstawionych przez Zarząd PBO ANIOŁA dokumentów, w szczególności:
 - Umowy inwestycyjnej,
 - Uchwały Rady Nadzorczej w przedmiocie,
 - Wyceny spółki Protea Development sp. z o.o.,
 - Zmiany umowy spółki i oświadczenie o objęciu udziałów Protea Development sp. z o.o.,
 - Umowy sprzedaży udziałów Protea Development sp. z o.o.,
 - Umowy objęcia akcji Spółki.
- b. Analizie dodatkowych wyjaśnień złożonych przez PBO ANIOŁA S.A.,
- c. Syntezie oraz prezentacji wniosków co do poszczególnych obszarów objętych weryfikacją.

I. Ekonomiczne uzasadnienie zawarcia umowy inwestycyjnej z dnia 3 października 2011 r. pomiędzy PBO Anioła S.A. a Protea Development Sp. z o.o. oraz Unamare Company Limited oraz warunków na jakich została zawarta

1. Opis poszczególnych etapów transakcji – stan faktyczny

Zgodnie z ówczesnymi postanowieniami § 19 ust. 2 Statutu Spółki do wyłącznych kompetencji Rady Nadzorczej, oprócz wynikających z przepisów Kodeksu spółek handlowych oraz innych postanowień Statutu należało wyrażenie zgody na rozporządzenie prawem lub zaciągnięcia zobowiązania o wartości przekraczającej 10 000 000,00 (dziesięć milionów) złotych netto oraz przystąpienie przez Spółkę do organizacji gospodarczej lub innej Spółki.

Zarząd Spółki otrzymał zgodę Rady Nadzorczej na przystąpienie do PROTEA DEVELOPMENT z siedzibą w Poznaniu na warunkach określonych w projekcie umowy inwestycyjnej z dnia 12 września 2011 roku (Uchwała nr 40) w dniu 23 września 2011 roku o czym poinformował publicznie w raporcie nr 46/2011 z dnia 27 września 2011 roku.

Umowa ostatecznie została zawarta w dniu 3 października 2011 roku pomiędzy:

- UNAMARE COMPANY LIMITED z siedzibą w Nikozji (Wspólnik),
- PROTEA DEVELOPMENT Sp. z o.o. z siedzibą w Poznaniu (PROTEA DEVELOPMENT),

- PBO ANIOŁA S.A. (Inwestor).

Zgodnie z powyższą umową oraz późniejszymi aneksami proces inwestycji PBO ANIOŁA w spółkę PROTEA DEVELOPMENT miał nastąpić w sześciu kolejnych etapach.

Etap I

UNAMARE COMPANY LIMITED oraz PROTEA DEVELOPMENT zobowiązały się do podwyższenia kapitału zakładowego PROTEA DEVELOPMENT o kwotę 10 tys. zł poprzez utworzenie 20 nowych udziałów o wartości nominalnej 500 zł każdy udział, przy czym prawo pierwszeństwa UNAMARE COMPANY LIMITED do objęcia udziałów w podwyższonym kapitale zakładowym miało zostać wyłączone.

UNAMARE COMPANY LIMITED oraz PROTEA DEVELOPMENT zobowiązały się złożyć PBO ANIOŁA ofertę przystąpienia do PROTEA DEVELOPMENT i objęcia wszystkich nowych udziałów w podwyższonym kapitale zakładowym PROTEA DEVELOPMENT, za cenę 4 000 tys. zł, tj. 200 tys. zł za jeden udział.

PBO ANIOŁA zobowiązał się w dniu otrzymania w/w oferty złożyć oświadczenie o przystąpieniu do PROTEA DEVELOPMENT i objęciu wszystkich nowych udziałów w podwyższonym kapitale PROTEA DEVELOPMENT, pod warunkiem zgodności z rzeczywistością wszystkich oświadczeń UNAMARE COMPANY LIMITED i PROTEA DEVELOPMENT zawartych w umowie inwestycyjnej w dniu złożenia oferty, a także dokonać zapłaty na rzecz PROTEA DEVELOPMENT w/w ceny objęcia udziałów.

W wyniku realizacji tej transakcji struktura własnościowa w kapitale zakładowym PROTEA DEVELOPMENT (120 udziałów o wartości nominalnej 500,00 zł każdy) miała wyglądać następująco:

- UNAMARE COMPANY LIMITED – 100 udziałów, 83,3% udziału w kapitale zakładowym,
- PBO ANIOŁA – 20 udziałów, 16,7% udziału w kapitale zakładowym.

Etap II

UNAMARE COMPANY LIMITED zobowiązał się złożyć PBO ANIOŁA ofertę sprzedaży 5 udziałów PROTEA DEVELOPMENT o wartości nominalnej 500 zł każdy udział, o łącznej wartości nominalnej 2,5 tys. zł, za cenę 1 000 tys. zł, tj. 200 tys. zł za jeden udział.

W wyniku realizacji tej transakcji struktura udziałów w kapitale zakładowym PROTEA DEVELOPMENT miała wyglądać następująco:

- UNAMARE COMPANY LIMITED – 95 udziałów, 79,2% udziału w kapitale zakładowym,
- PBO ANIOŁA – 25 udziałów, 20,8% udziału w kapitale zakładowym.

Zgodnie z raportem bieżącym nr 59/2011 opublikowanym przez PBO ANIOŁA, w dniu 19 grudnia 2011 roku zakończono realizację etapu I i II umowy inwestycyjnej.

Etap III ¹

W dniu 24 stycznia 2012 roku UNAMARE COMPANY LIMITED złożył PBO ANIOŁA ofertę sprzedaży 36 udziałów PROTEA DEVELOPMENT o wartości nominalnej 500 zł każdy udział, o łącznej wartości nominalnej 18 tys. zł, za cenę 10 000 tys. zł, tj. 277,7 tys. zł za jeden udział.

PBO ANIOŁA przyjęła ofertę w terminie 7 dni od daty jej otrzymania. W/w cena sprzedaży udziałów miała zostać uregulowana poprzez jej potrącenie z wierzytelnością PBO ANIOŁA w stosunku do UNAMARE COMPANY LIMITED w związku z objęciem przez UNAMARE COMPANY LIMITED akcji serii nowej emisji (D) PBO ANIOŁA.

¹ Pełna treść uchwał NWZA PBO ANIOŁA z dnia 10 stycznia 2012 roku znajduje się w załączniku do niniejszego dokumentu.

W dniu 10 stycznia 2012 roku NWZA PBO ANIOŁA podjęło uchwałę NWZA o podwyższeniu kapitału zakładowego PBO ANIOŁA S.A. w drodze emisji 869 566 nowych akcji imiennych serii D, o cenie emisyjnej 11,50 zł każda, z wyłączeniem prawa poboru akcji nowej emisji przez dotychczasowych akcjonariuszy.

Cena nominalna jednej akcji została ustalona na 0,10 zł. W wyniku emisji akcji podwyższono kapitał zakładowy o kwotę 86,96 tys. zł, tj. do wysokości 760,96 tys. zł.

Objęcie akcji serii D nastąpiło w drodze subskrypcji prywatnej przez UNAMARE COMPANY LIMITED.

Akcje serii D miały zostać pokryte wkładami pieniężnymi².

W dniu 24 stycznia 2012 roku PBO ANIOŁA złożyła UNAMARE COMPANY LIMITED ofertę objęcia w/w akcji. UNAMARE COMPANY LIMITED przyjęło ofertę objęcia akcji. Cena objęcia akcji została uregulowana poprzez jej potrącenie z wierzytelnością UNAMARE COMPANY LIMITED w stosunku do PBO ANIOŁA wynikającą z zapisów Etapu III realizacji inwestycji³.

W wyniku realizacji tej transakcji struktura udziałów w kapitale zakładowym PROTEA DEVELOPMENT miała wyglądać następująco:

- UNAMARE COMPANY LIMITED – 59 udziałów, 49,2% udziału w kapitale zakładowym,
- PBO ANIOŁA – 61 udziałów, 50,8% udziału w kapitale zakładowym.

Po zakończeniu Etapu III inwestycji i uzyskaniu przez PBO ANIOŁA 51% udziałów w PROTEA DEVELOPMENT, nastąpić miały następujące zmiany w Zarządzie PROTEA DEVELOPMENT:

- na stanowisko Prezesa Zarządu miał zostać powołany pan Waldemar Anioła,
- na stanowiska Członków Zarządu powołani mieli zostać panowie Grzegorz Piasecki oraz Paweł Żdźarski.

Do dnia przygotowania niniejszego raportu wcześniejsze postanowienia dotyczące etapów od I do III zostały zrealizowane.

**Etap IV – w terminie do 6 miesięcy od dnia rejestracji podwyższenia kapitału zakładowego PBO ANIOŁA
dokonanego w ramach realizacji etapu III⁴**

PBO ANIOŁA zobowiązała się nabyć od UNAMARE COMPANY LIMITED 8 udziałów o wartości nominalnej 500 zł, o łącznej wartości nominalnej 4 tys. zł, za cenę 2 000 tys. zł, tj. 250 tys. zł za 1 udział, pod warunkiem, że za 2011 rok PROTEA DEVELOPMENT oraz spółki od niej zależne osiągną zysk co najmniej w wysokości 3 000 tys. zł albo obrót netto co najmniej 30 000 tys. zł.

W wyniku tej transakcji struktura własnościowa PROTEA DEVELOPMENT będzie kształtowała się w następujący sposób:

- UNAMARE COMPANY LIMITED – 51 udziałów, 42,5% udziału w kapitale zakładowym,
- PBO ANIOŁA – 69 udziałów, 57,5% udziału w kapitale zakładowym.

² Umowa objęcia akcji z 24 stycznia 2012 roku, par.6 „Inwestor (Unamare Company Limited) zobowiązał się do zapłaty ceny emisyjnej za akcje nie później niż w terminie 30 stycznia 2012 roku; (§ 3 Umowy: „Unamare sprzedaje a PBO nabywa 36 udziałów w Protea Development za cenę 10 mln zł. Zapłata nastąpi poprzez jej potrącenie z wierzytelnością Nabywcy do Zbywcy w kwocie 10 mln zł z tytułu objęcia akcji przez Zbywcę akcji w spółce PBO”).

³ Umowa sprzedaży udziałów w Spółce Protea Development Sp. z o.o. z siedzibą w Poznaniu z dnia 24 stycznia 2012 roku.

⁴ Zgodnie z aneksem z dnia nr 3 do umowy inwestycyjnej zawartej w dniu 3 października 2011 roku z 17 maja 2012 roku, pierwotnie do 30 czerwca 2012 roku.

Etap V – w terminie do 18 miesięcy od dnia rejestracji podwyższenia kapitału zakładowego przez PBO ANIOŁA o emisję akcji w ramach realizacji etapu III umowy inwestycyjnej⁵

PBO ANIOŁA zobowiązała się nabyć od UNAMARE COMPANY LIMITED 9 udziałów o wartości nominalnej 500 zł, o łącznej wartości nominalnej 4,5 tys. zł, za cenę 2 250 tys. zł, tj. 250 tys. zł za 1 udział, pod warunkiem, że za 2012 rok PROTEA DEVELOPMENT oraz spółki od niej zależne osiągną zysk co najmniej w wysokości 3 000 tys. zł albo obrót netto co najmniej 30 000 tys. zł.

W wyniku realizacji tej transakcji struktura udziałów w kapitale zakładowym PROTEA DEVELOPMENT będzie następująca:

- UNAMARE COMPANY LIMITED – 42 udiały, 35% udziału w kapitale zakładowym,
- PBO ANIOŁA – 78 udziałów, 65% udziału w kapitale zakładowym.

Etap VI – w terminie do 30 miesięcy od dnia rejestracji podwyższenia kapitału zakładowego przez PBO ANIOŁA o emisję akcji w ramach realizacji etapu III umowy inwestycyjnej⁶

PBO ANIOŁA zobowiązała się nabyć od UNAMARE COMPANY LIMITED 12 udziałów o wartości nominalnej 500 zł, o łącznej wartości nominalnej 6 tys. zł, za cenę 3 000 tys. zł, tj. 250 tys. zł za 1 udział, pod warunkiem, że za 2013 rok PROTEA DEVELOPMENT oraz spółki od niej zależne osiągną zysk co najmniej w wysokości 3 000 tys. zł albo obrót netto co najmniej 30 000 tys. zł.

W wyniku realizacji tej transakcji struktura udziałów w kapitale zakładowym PROTEA DEVELOPMENT będzie następująca:

- UNAMARE COMPANY LIMITED – 30 udziałów, 25% udziału w kapitale zakładowym,
- PBO ANIOŁA – 90 udziałów, 75% udziału w kapitale zakładowym.

UNAMARE COMPANY LIMITED i PBO ANIOŁA zobowiązały się nie zbywać udziałów w PROTEA DEVELOPMENT na rzecz osób trzecich bez zgody drugiego współnika. Powyższe zobowiązanie wiąże UNAMARE COMPANY LIMITED i PBO ANIOŁA do dnia 30 czerwca 2015 roku.

Ponadto podpisany w dniu 17 maja 2012 roku aneks do umowy inwestycyjnej stanowił, że ulega ona rozwiązaniu w przypadku, gdy uchwała o podwyższeniu kapitału zakładowego PBO ANIOŁA w ramach realizacji etapu III umowy inwestycyjnej nie zostanie podjęta, bądź takie podwyższenie kapitału zakładowego nie zostanie skutecznie zarejestrowane do dnia 31 grudnia 2017 roku. W przypadku podjęcia przedmiotowej uchwały, lecz nie zarejestrowania podwyższenia, Spółka zobowiązała się w nim do podjęcia wszelkich koniecznych kroków, aby walne zgromadzenie podjęło kolejną uchwałę w przedmiocie podwyższenia kapitału zakładowego w ramach realizacji etapu III umowy inwestycyjnej, nie później niż w terminie 3 miesięcy od dnia odmowy rejestracji. W razie rozwiązania umowy, Unamare Co. Ltd. zobowiązało się do nabycia od PBO ANIOŁA 36 udziałów Protea Development za ceną 10 000 tys. zł, a PBO ANIOŁA zobowiązał się do sprzedaży przedmiotowych udziałów. Cena nabycia udziałów w wysokości 10 000 tys. zł ma w takiej sytuacji zostać uregulowana poprzez potrącenie z wierzytelnością Unamare Co. Ltd. w stosunku do PBO ANIOŁA w kwocie 10 000 tys. zł z tytułu ceny sprzedaży 36 udziałów Protea Development na podstawie umowy z dnia 24 stycznia 2012 roku, stanowiącej realizację etapu III umowy inwestycyjnej.

⁵ Zgodnie z aneksem z dnia nr 3 do umowy inwestycyjnej zawartej w dniu 3 października 2011 roku z 17 maja 2012 roku, pierwotnie do 30 czerwca 2013 roku.

⁶ Zgodnie z aneksem z dnia nr 3 do umowy inwestycyjnej zawartej w dniu 3 października 2011 roku z 17 maja 2012 roku, pierwotnie do 30 czerwca 2014 roku.

2. Rynek powierzchni handlowych w Polsce w II połowie 2011 roku

Spółka PROTEA DEVELOPMENT działa głównie w obszarze budowy oraz najmu powierzchni handlowych. Swoje usługi świadczyła (i wg oświadczenia świadczy) na rzecz sieci handlowych, w szczególności Netto, Biedronka oraz Tesco. Z tego względu w celu potwierdzenia założeń co do przyszłych wyników finansowych, będących podstawą sporządzonej wyceny Spółki metodami dochodowymi, zweryfikowaliśmy dane na temat perspektyw rynku powierzchni handlowych w Polsce po II połowie 2011 roku, opierając się na dostępnych w okresie sporządzania wyceny informacjach.

Według raportu „Rynek handlowy w Polsce w 2011” opublikowanego przez Jones Lang LaSalle rynek powierzchni handlowych w Polsce miał przed sobą perspektywy rozwoju. Wynikało to z jednej strony ze stosunkowo dobrej kondycji polskiej gospodarki na tle gospodarek krajów Europy Zachodniej, z drugiej strony z niższego nasycenia powierzchnią handlową w przeliczeniu na jednego mieszkańca oraz stosunkowo wysokiej i stabilnej konsumpcji wewnętrznej.

Za dobrą sytuacją gospodarczą Polski przemawiała ówczesnie dynamika wzrostu PKB, która w 2011 roku wyniosła 4,1% oraz dynamika sprzedaży detalicznej, która w okresie styczeń-listopad 2011 roku wyniosła 11,2%. Kolejnym czynnikiem przemawiającym za dobrymi perspektywami branży handlowej jest najwyższa od 1990 roku liczba pracujących Polaków, wynikająca z faktu, iż roczniki wyżu demograficznego weszły na rynek pracy w przeciągu ostatnich kilku lat. Czynnikiem negatywnie przemawiającym za sytuacją gospodarczą w kolejnych latach była niepewna sytuacja związana z kryzysem zadłużenia w krajach strefy Euro. W ostatnich latach jednakże umocnił się wizerunek Polski jako kraju stosunkowo odpornego na sytuację zagranicą, o silnym popycie wewnętrznym i z tego względu jest coraz częściej postrzegana odrębnie od krajów Europy Środkowej i Wschodniej, jako kraj bardziej stabilny.

W efekcie dobrej kondycji rynkowej oraz przyśpieszenia po okresie spowolnienia w roku 2011 do użytku oddano 487 tys. m² nowej powierzchni handlowej, o 17% więcej niż w roku 2010. W kontekście specyfiki działalności PROTEA DEVELOPMENT zwracamy uwagę, iż rósł ówczesnie udział nowopowstających obiektów w miastach poniżej 100 tys. mieszkańców w stosunku do największych miast. Autorzy raportu podkreślali, iż najbardziej preferowane były działki usytuowane w centralnych rejonach miast. Nowa powierzchnia stanowiła tam 53% całej nowej powierzchni oddanej do użytku w 2011 roku, 36% stanowiła powierzchnia na obrzeżach miast, natomiast 11% w projektach podmiejskich.

W 2012 roku planowane było oddanie 496 tys. m² powierzchni w centrach handlowych, w tym co istotne z punktu widzenia charakteru działalności PROTEA DEVELOPMENT, najwięcej nowej powierzchni (45%) miało przypaść na najmniejsze miasta, poniżej 100 tys. mieszkańców. Kolejne 29% powierzchni miało pojawić się w aglomeracjach. Wartym odnotowania faktem jest również, iż w 2012 roku obiekty małe i średnie, o wielkości poniżej 40 tys. m² miały stanowić 72% nowo otwartych obiektów⁷, zarówno centra osiedlowe, jak i małe galerie śródmiejskie. Według ówczesnych prognoz miało to być efektem coraz większej konkurencji na rynku handlu detalicznego pomiędzy największymi podmiotami na rynku, w tym głównie Biedronką, Tesco, Carrefour oraz pozostałymi sieciami. Według zapowiedzi Biedronka do 2015 roku planuje zwiększyć liczbę sklepów z obecnych około 1750 do 3000, głównie w mniejszych miejscowościach, gdzie konkurencja nie jest tak wysoka jak w większych ośrodkach. Tesco również planuje ekspansywną politykę inwestycyjną, podwajając obecną liczbę sklepów i tym samym uzyskać pozycję lidera pod względem wolumenu sprzedaży. Co warto zauważyć, Tesco również upatruje swój rozwój w otwieraniu większej liczby mniejszych powierzchniowo placówek. Także Carrefour, według zapowiedzi, zamierza otworzyć do 200 sklepów osiedlowych Carrefour Express⁸.

Zatem za dobrymi perspektywami rynku powierzchni handlowych w Polsce przemawiały zarówno czynniki makroekonomiczne, w tym głównie stosunkowo wysoki wzrost PKB oraz stabilny i rosnący popyt wewnętrzny,

⁷ Raport Jones Lang LaSalle „Rynek handlowy w Polsce w 2011”, <http://qbusiness.pl/uploads/Raporty/illretail2011.pdf>

⁸ <http://www.hotmoney.pl/artykul/sieci-handlowe-atakuj-niesamowite-plany-na-2011-rok-18036>

jak i mikroekonomiczne, oddawanie do użytku nowych powierzchni handlowych w wyniku zaostrożonej konkurencji podmiotów dominujących na rynku handlu detalicznego i związanych z tym nowych inwestycji. Ze względu na fakt, iż inwestycje planowane były głównie w mniejszych miejscowościach, o niższym nasyceniu powierzchnią handlową, miało to wpłynąć pozytywnie na perspektywy PROTEA DEVELOPMENT, mając na uwadze jej specyfikę działalności.

II. Istnienie interesu Spółki w wyłączeniu prawa poboru dotychczasowych akcjonariuszy

Uzasadnienie wyłączenia prawa poboru dotychczasowych akcjonariuszy Zarząd Spółki przedstawił, działając w trybie art. 433 § 2 Kodeksu spółek handlowych, w dokumencie „OPINIA ZARZĄDU PBO ANIOŁA S.A. w sprawie wyłączenia prawa dotychczasowych akcjonariuszy do poboru akcji serii D oraz proponowanej ceny emisyjnej”, który stanowił załącznik do Uchwały Nr 10 Nadzwyczajnego Walnego Zgromadzenia Spółki z dnia 10 stycznia 2012 roku w sprawie podwyższenia kapitału zakładowego w drodze emisji akcji serii D, z wyłączeniem prawa poboru dotychczasowych akcjonariuszy oraz zmiany § 7 Statutu Spółki.

W opinii Zarządu Spółki pozbawienie dotychczasowych Akcjonariuszy prawa poboru Akcji serii D było uzasadnione i podyktowane ważnym interesem Spółki w związku z koniecznością realizacji zawartej z Protea Development sp. z o.o. z siedzibą w Poznaniu oraz Unamare Company Limited z siedzibą w Nikozji umowy inwestycyjnej z dnia 03 października 2011 roku (o której Spółka informowała raportem bieżącym nr 53/2011 z dnia 05 października 2011 roku) a tym samym realizacją projektów Spółki związanych z długofalową strategią jej rozwoju. Zawarcie przedmiotowej umowy inwestycyjnej miało bowiem, w opinii Zarządu Spółki, na celu współdziałanie w ramach kontynuowania działalności gospodarczej Protea Development sp. z o.o., polegającej przede wszystkim na budowie obiektów handlowych na nabytych wcześniej gruntach, w zaakceptowanych przez określoną sieć handlową lokalizacjach oraz ich sprzedaż sieciom handlowym, bądź też oddanie wybudowanych powierzchni handlowych w takich obiektach w wieloletni najem. Wysokość ceny emisyjnej akcji serii D została ustalona zgodnie z postanowieniami przedmiotowej umowy inwestycyjnej.

Podwyższenie kapitału zakładowego Spółki w drodze oferty prywatnej akcji, jako jednego z etapów realizacji umowy inwestycyjnej miało, w ocenie Zarządu, pozwolić Spółce umocnić jej pozycję na rynku oraz przyczynić się do dalszego jej rozwoju. W wyniku realizacji umowy inwestycyjnej PBO ANIOŁA S.A. miała posiadać 51% udziałów Protea Development sp. z o.o. a opcjonalnie maksymalnie 75% udziałów oraz głosów na zgromadzeniu wspólników, co w opinii Zarządu miało spowodować powiększenie i rozwój Grupy Kapitałowej PBO ANIOŁA S.A.

III. Prawdliwość wyceny ceny za jedną akcję nowej emisji

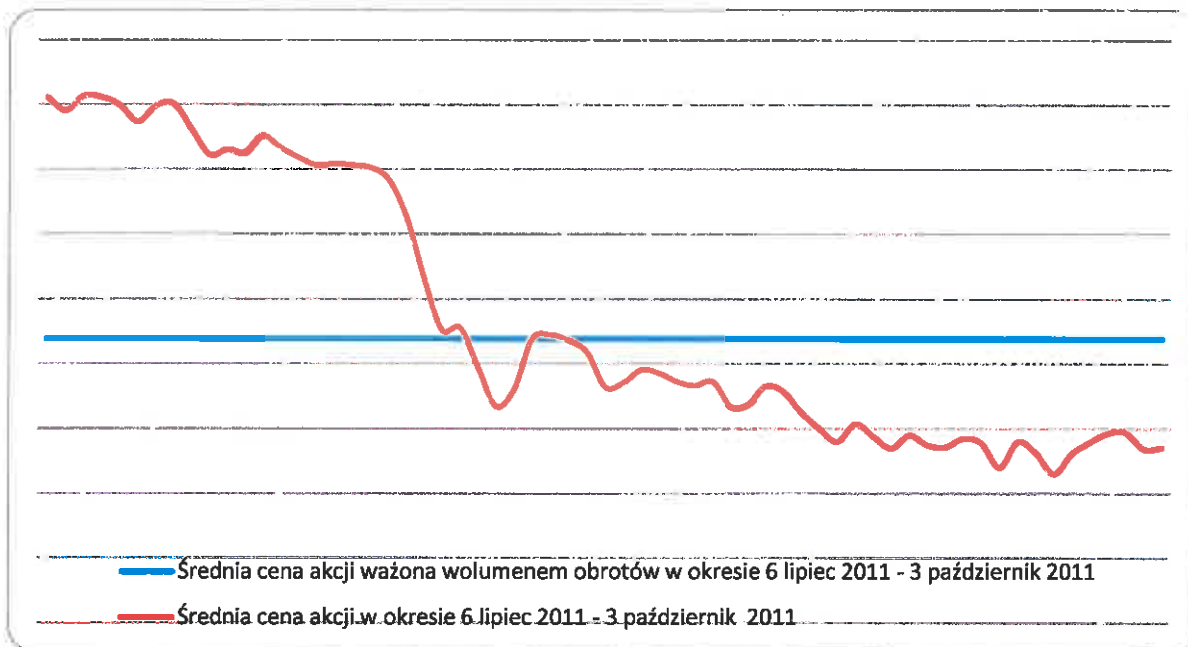
1. Analiza struktury transakcji

Spółka PBO ANIOŁA zadebiutowała na GPW w Warszawie 18 maja 2011 roku. Przedmiotem emisji było 1,4 mln akcji zwykłych, po cenie emisyjnej równej 11,50 zł za akcję. Od dnia 6 lipca 2011 roku w obrocie na rynku giełdowym są akcje PBO ANIOŁA, wcześniej, począwszy od 18 maja 2011 roku w obrocie były Prawa do akcji.

- Cena akcji po kursie zamknięcia w dniu 6 lipca 2011 roku wynosiła 7,00 zł,
- Cena akcji liczona po kursie zamknięcia sesji z dnia dokonania transakcji, czyli 3 października 2011 roku wynosiła 3,87 zł,
- Średnia cena akcji ważona wolumenem obrotu w okresie notowań akcji PBO ANIOŁA do dnia 3 października 2011 roku wyniosła 5,19 zł,
- Cena emisyjna akcji serii C w drodze publicznej subskrypcji została oszacowana na 11,50 zł za akcję,
- Cenę emisyjną akcji serii D ustalono na 11,50 zł za akcję.

Poniższy wykres przedstawia kurs akcji PBO ANIOŁA w okresie od początku notowań akcji na rynku 6 lipca 2011 roku do dnia podpisania umowy inwestycyjnej, czyli 3 października 2011 roku oraz średnią cenę akcji ważoną wolumenem obrotu.

Rysunek 1 Kurs akcji PBO ANIOŁA i średnia cena akcji w okresie 6 lipiec 2011 – 3 październik 2011



Źródło: Opracowanie własne na podstawie notowań akcji PBO Anioła.

Cena emisyjna akcji serii C PBO ANIOŁA będących przedmiotem oferty na rynku publicznym została ustalona w oparciu o analizę popytu na akcje oferowane inwestorom w trakcie procesu budowania księgi popytu (book-building). Przed rozpoczęciem przyjmowania zapisów na akcje Zarząd Spółki ustalił przedział cenowy pomiędzy 10,50 a 12,50 zł za akcję⁹. Cena akcji serii C oszacowana przez Oferującego (DM AMER BROKERS) w raporcie IPO PBO ANIOŁA wynosiła 12,81 zł za akcję. Cenę oszacowano jako średnią z wycen metodą dochodową 18,21 zł za akcję oraz porównawczą 11,92 zł za akcję, przy uwzględnieniu dyskonta za niepubliczność na poziomie 15%¹⁰.

Na podstawie złożonych przez inwestorów Deklaracji Nabycia Akcji w przedziale cenowym zaproponowanym przez Zarząd PBO ANIOŁA, uzyskano informacje na temat wyceny rynkowej akcji będących przedmiotem emisji, która została ustalona na poziomie 11,50 zł za akcję - informacja uzyskana od Zarządu PBO Anioła S.A.¹¹

Mając na uwadze fakt, iż cena emisyjna akcji nowej emisji PBO ANIOŁA, które zgodnie z umową z 3 października 2011 roku, w zamian za 36 udziałów spółki PROTEA DEVELOPMENT miała objąć UNAMARE COMPANY LIMITED wynosiła 11,50 zł za akcję, podczas gdy:

- Cena akcji PBO ANIOŁA w pierwszym dniu notowań (7 lipca 2011 roku) po kursie zamknięcia wynosiła 7,00 zł;

⁹ Aneks nr 2 z dnia 28 marca 2011 roku do Prospektu emisyjnego PBO ANIOŁA S.A. zatwierdzonego dnia 11 marca 2011 r.

¹⁰ Na podstawie raportu IPO PBO ANIOŁA Domu Maklerskiego Amer Brokers z dnia 25 marca 2011 roku.

¹¹ Cena ta została określona na poziomie niższym aniżeli wynikającym z raportu analitycznego AmerBrokers S.A. Dom Maklerski z 25 marca 2011 roku, który wycenił akcję spółki na poziomie 12,81 zł.

- Cena akcji PBO ANIOŁA w dniu zawarcia umowy (3 października 2011 roku) po kursie zamknięcia wynosiła 3,87 zł;
- Średnia cena rynkowa akcji¹² PBO ANIOŁA w okresie od pierwszego dnia notowań do dnia zawarcia umowy wynosiła 5,19 zł¹³;

należy stwierdzić, iż z punktu widzenia dotychczasowych akcjonariuszy cena objęcia akcji przez UNAMARE COMPANY LIMITED na poziomie 11,50 zł była **korzystna**.

Wynika to z faktu, iż gdyby cena akcji nowej emisji została ustalona na poziomie średniej rynkowej ceny akcji z okresu od początku notowań akcji PBO ANIOŁA do dnia zawarcia umowy, tj. 5,19 zł, ilość wyemitowanych akcji nowej serii wystarczająca na zaspokojenie zobowiązania wobec UNAMARE COMPANY LIMITED w kwocie 10 000 tys. zł musiałaby być ponad dwa razy większa (1 926 874 akcji nowej emisji po cenie 5,19 zł wobec 869 566 akcji po cenie 11,50 zł).

Emisja akcji po średniej rynkowej cenie w okresie od pierwszego dnia notowań akcji do zawarcia umowy skutkowałaby większym rozwodnieniem akcji będących w posiadaniu dotychczasowych akcjonariuszy.

W efekcie emisji 1 926 874 akcji po cenie 5,19 zł za akcję udział UNAMARE LIMITED w kapitale zakładowym PBO ANIOŁA wyniósłby 22,23%, podczas gdy przy emisji 869 566 akcji po cenie 11,50 zł za akcję udział UNAMARE w kapitale zakładowym PBO ANIOŁA wyniósłby 11,43%.

Ze względu, iż cena emisyjna akcji nowej emisji serii D przeznaczonych do objęcia przez UNAMARE COMPANY LIMITED wyznaczona została na poziomie 11,50 zł za akcję, czyli w sposób istotny powyżej średniej ceny rynkowej wynoszącej 5,19 zł za akcję, liczonej zgodnie z zapisami Ustawy o obrocie z 29 lipca 2005 roku, skutkującej koniecznością wyemitowania przez PBO ANIOŁA mniejszej liczby akcji, co wpływa na mniejsze rozwodnienie akcji posiadanych przez dotychczasowych akcjonariuszy **stwierdzamy, że nie występują przesłanki pozwalające stwierdzić, iż warunki na jakich zawarta została umowa inwestycyjna z dnia 3 października 2011 roku naruszałaby interesy dotychczasowych akcjonariuszy PBO ANIOŁA.**

2. Podsumowanie analizy zawartej umowy

Zawarta umowa inwestycyjna jest podzielona na 6 etapów, z których decydującym jest realizacja etapu III. Po tym etapie bowiem PBO ANIOŁA obejmowała większość udziałów w PROTEA DEVELOPMENT (kontrolę w myśl przepisów prawa bilansowego ustalając wartość firmy przy transakcji nabycia kontroli nad PROTEA DEVELOPMENT Spółka posiadała już wcześniej, w związku z objęciem jednoosobowego zarządu przez p. Waldemara Anioła – Prezesa Zarządu PBO ANIOŁA)¹⁴.

¹² Zgodnie z Art. 79 pkt 7 Ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych z dnia 29 lipca 2005 r. średnia cena rynkowa definiowana jest jako *cena będącą średnią arytmetyczną ze średnich, dziennych cen ważonych wolumenem obrotu*.

¹³ Ustawa o ofercie dnia 29 lipca 2005 roku określa minimalną cenę akcji w przypadku wezwania na akcje, zgodnie z Art. 79 pkt 1 cena akcji zaproponowana na wezwaniu 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;

Z tego względu, mając na uwadze zbliżony charakter transakcji, wyznaczyliśmy średnią cenę rynkową w oparciu o zapisy Art. 79 pkt 1b) w/w ustawy, biorąc pod uwagę okres od pierwszego dnia notowań akcji na rynku GPW, tj. 7 lipca 2011 roku do dnia zawarcia umowy, tj. 3 października 2011 roku.

¹⁴ Nadzwyczajne Zgromadzenie Wspólników Protea Development postanowiło w dniu 7 października 2011 roku o odwołaniu z funkcji Prezesa Zarządu Pana Grzegorza Piaseckiego, powołując na to stanowisko Pana Waldemara Anioła.

Umowy dotyczące objęcia kontroli nad innym podmiotem, w szczególności w sytuacji gdy spółka przejmująca i przejmowana posiadają wysoki potencjał rozwojowy oraz ich wyceny nie odbiegają od siebie w sposób skrajny, są transakcjami niestandardowymi i trudnymi od dnia rozpoczęcia wstępnych negocjacji do momentu finalizacji.

Żadne przepisy prawa nie określają jedynej prawidłowej ogólnie akceptowalnej formy przejęcia kontroli nad inną spółką. Praktyka funkcjonowania rynku kapitałowego w Polsce oraz na świecie wskazuje, iż sposobów objęcia kontroli nad inną jednostką może być wiele, począwszy od standardowego nabycia pakietu większościowego udziałów lub akcji w innym podmiocie, poprzez możliwość wymiany udziałów lub akcji, jak również m.in. w wyniku tworzenia nowego podmiotu.

Ponadto najczęściej umowy inwestycyjne są objęte szeregiem warunków, które są istotne zarówno dla nabywcy jak i sprzedającego uzależniając często cenę końcową za udziały lub akcje od ich spełnienia. Przejęcie kontroli nad spółką może odbywać się poprzez transakcje pieniężne, rozliczane instrumentami kapitałowymi spółki przejmującej lub innymi z grupy kapitałowej spółki przejmującej, rozliczane dłużnymi papierami wartościowymi z wbudowanym instrumentem kapitałowym lub bez. Cena może być stała, zmienna uzależniona od spełnienia konkretnych warunków, uzależniona od premii za objęcie kontroli, itp. W końcowym efekcie spełnia definicję wartości godziwej, jeżeli Strony znajdą konsensus, nie będąc podmiotem powiązanych.

W wyniku przeprowadzonej analizy zapisów umowy nie znaleźliśmy w niej żadnych zapisów, które rażąco naruszałby równość Stron. Ponadto nie stwierdziliśmy zapisów, które byłyby co do zasady szkodliwe dla Spółki, a tym samym dla jej akcjonariuszy. Poszczególne zapisy dot. realizacji poszczególnych etapów oraz warunków, które muszą zostać spełnione przy ich realizacji (poziom przychodów lub wyniku finansowego) są miernikami standardowo wykorzystywanymi przy umowach o takim charakterze poza aktywami netto oraz EBITDA.

Porównanie na gruncie prawnie obowiązujących warunków umowy inwestycyjnej datowanej na 3 października 2011r., pomiędzy PBO Anioła, a Protea Deveopment i Unamare Company Limited z siedzibą w Nikozji oraz ich analiza pozwoliła nam stwierdzić, iż nie zawiera ona zapisów, które w sposób rażący byłyby niekorzystne dla Spółki, a także takich które nie byłyby stosowane w praktyce życia gospodarczego.

Kompetencje Zarządu, Rady Nadzorczej oraz Walnego Zgromadzenia Spółki określa Statut.

Zgodnie z ówczesnymi postanowieniami § 19 ust. 2 Statutu Spółki m.in. do wyłącznych kompetencji Rady Nadzorczej, oprócz wynikających z przepisów Kodeksu spółek handlowych oraz innych postanowień Statutu należało wyrażenie zgody na rozporządzenie prawem lub zaciągnięcia zobowiązania o wartości przekraczającej 10 000 000,00 (dziesięć milionów) złotych netto oraz przystąpienie przez Spółkę do organizacji gospodarczej lub innej Spółki.

Zawarcie w dniu 3 października 2011 roku umowy inwestycyjnej, której projekt (z dnia 12 września 2011 roku) określał warunki przejęcia PROTEA DEVELOPMENT nastąpiło po uzyskaniu takiej zgody. Rada Nadzorcza bowiem podjęła w dniu 23 września 2011 roku uchwałę nr 40 wyrażającą zgodę na przystąpienie Spółki do PROTEA DEVELOPMENT na warunkach określonych w projekcie umowy inwestycyjnej.

IV. Wnioski z analizy wyceny wartości godziwej spółki Protea Development przeprowadzonej na 30 czerwca 2011 roku stanowiącej jedną z przesłanek podjętej przez Zarząd Spółki decyzji

1. Dokument wyceny wartości godziwej spółki Protea Development

Zarząd Zamawiającego w celu oceny ekonomicznej zasadności inwestycji polegającej na przejęciu kontroli nad Protea Development zlecił przeprowadzenie przez 4Consulting sp. z o.o. (4Consulting) wycenę rynkowej wartości udziałów Protea Development.

4Consulting jako podstawę wyceny przyjęła metodę opartą na zdyskontowanych przepływach pieniężnych DCF, metodę skorygowanej wartości netto oraz metodę mieszaną (szwajcarską). Wycena została przeprowadzona na podstawie przedstawionych przez Protea Development, sprawozdań finansowych na dzień 31 grudnia 2010 roku¹⁵ oraz za okres od 1 stycznia do 30 czerwca 2011 roku oraz zaakceptowanych przez Spółkę, projekcji przychodów ze sprzedaży, kosztów działalności operacyjnej oraz nakładów inwestycyjnych Protea Development w okresie od lipca 2011 roku do grudnia 2015 roku.

Dokonujący wyceny zwrócili uwagę, iż przedstawione w wycenie projekcje informacji finansowych dotyczą zdarzeń, które mogą, ale nie muszą zdarzyć się w przyszłości, a rzeczywiście osiągnięte przez Protea Development wyniki finansowe w okresie objętym projekcją, która stanowi podstawę wyceny mogą różnić się od przedstawionych w opracowaniu przygotowanym przez 4Consulting.

3. Sprawozdanie finansowe PROTEA DEVELOPMENT

Podstawą sporządzonej wyceny było sprawozdanie finansowe Protea Development na dzień 31 grudnia 2010 roku oraz na 30 czerwca 2011 roku.

Bilans na dzień 31 grudnia 2010 roku zamykał się po stronie aktywów i pasywów sumą 20 239 tys. zł, natomiast na dzień 30 czerwca 2011 roku wykazywał sumę bilansową równą 27 637 tys. zł.

Rachunek zysków i strat za okres od 1 stycznia do 31 grudnia 2010 roku wykazywał zysk netto w wysokości 3 006 tys. zł. Za okres od 1 stycznia 2011 roku do 30 czerwca 2011 roku natomiast w wysokości 46 tys. zł.

4. Prognoza przychodów

Prognozy przychodów oraz kosztów oparte były na planie finansowym przedstawionym przez Protea Development oraz zaakceptowanym przez Zamawiającego.

Prognoza przychodów obejmowała okres od II połowy 2011 roku do końca 2015 roku, zakładając wzrost przychodów netto ze sprzedaży z 63 970 tys. zł w 2012 roku do 97 290 tys. zł w 2015 roku, na który składały się:

- Prognozowane przychody netto ze sprzedaży produktów i usług – zakładany wzrost z 49 520 tys. zł w 2012 do 75 314 tys. zł w 2015 roku,
- Prognozowane przychody ze sprzedaży towarów i materiałów – zakładany wzrost z 14 450 tys. zł w 2012 roku do 21 977 tys. zł w 2015 roku.

Przeciętna dynamika wzrostu przychodów netto ze sprzedaży w latach 2012-2015 zgodnie z prognozą miała wynieść 15% rocznie.

Zakładane przychody netto ze sprzedaży w roku 2011 wynosiły 38 423 tys. zł, co oznaczało wzrost w stosunku do roku 2010 (21 149 tys. zł) o 81,7%.

W planie finansowym przyjęto założenie, iż pozostała działalność operacyjna nie będzie miała wpływu na wynik finansowy w latach 2012-2015, w związku z tym pozostałe przychody operacyjne będą równe 0.

Prognoza przychodów finansowych, zakładająca przychody finansowe w wysokości 5% od stanu gotówki na koniec okresu roku poprzedniego, co dało 184 tys. zł w roku 2012 oraz 668 tys. zł w roku 2015.

¹⁵ Jednostkowe sprawozdanie finansowe za rok obrotowy, który zakończył się 31 grudnia 2010 roku zostało zbadane przez Biegłego Rewidenta Annę Paryzek (numer ewidencyjny 12138), działającego w imieniu ECA Seredyński i Partnerzy sp. z o.o. podmiotu uprawnionego do badania, numer ewidencyjny 3115 i uzyskało opinię biegłego rewidenta bez zastrzeżeń.

5. Prognoza kosztów

Prognoza kosztów, obejmująca okres od II połowy 2012 roku do końca roku 2015 zakładała dynamikę wzrostu kosztów działalności operacyjnej na poziomie zbliżonym do dynamiki wzrostu przychodów netto ze sprzedaży, tj. około 15% rocznie w latach 2012-2015. W roku 2011 tempo przyrostu kosztów działalności operacyjnej w stosunku do roku 2010 miało wynieść 106%. Oznaczało to wyższą dynamikę wzrostu kosztów działalności operacyjnej w stosunku do dynamiki wzrostu przychodów netto ze sprzedaży o 25%.

Na zakładany wzrost kosztów działalności operacyjnej z 55 128 tys. zł w 2012 roku do 83 611 tys. zł w 2015 roku w głównej mierze miały mieć wpływ:

- koszty usług obcych – zakładany wzrost z 39 068 tys. zł w 2012 r. do 59 418 tys. zł w 2015 r.,
- wartość sprzedanych towarów i materiałów – wzrost z 14 450 tys. zł w 2012 r. do 21 977 tys. zł w 2015 r.

Udział powyższych pozycji w kosztach działalności operacyjnej w okresie prognozy kształtowała się na poziomie około 97%. Dynamika pozostałych pozycji kosztów działalności operacyjnej miała być zbliżona i wynosić około 15% rocznie.

Podobnie jak w przypadku przychodów, założono iż pozostała działalność operacyjna w okresie prognozy nie będzie miała wpływu na wynik finansowy generowany przez spółkę, zatem pozycja pozostałych kosztów operacyjnych nie będzie występować w prognozie finansowej.

Zgodnie z planem finansowym przedstawionym przez spółkę oraz zaakceptowanym przez Zamawiającego¹⁶ zakładano, iż spółka w latach 2012-2015 nie będzie korzystać z finansowania kapitałem obcym. Całość zobowiązań z tytułu kredytów i pożyczek zostanie spłacona w II połowie 2011 roku. W związku z tym, w latach 2012-2015 nie prognozowano pozycji kosztów finansowych.

6. Koszt kapitału

Koszt kapitału własnego PROTEA DEVELOPMENT został oszacowany za pomocą metody CAPM. Zgodnie z tą metodologią na koszt kapitału własnego, który został wykorzystany przy szacowaniu wartości godziwej udziałów Protea Development, składały się:

- Stopa wolna od ryzyka – przyjęta jako rentowność 5-letnich obligacji Skarbu Państwa z września 2011 roku, tj. 5,18%,
- Premia za ryzyko – uwzględniająca nadwyżkę spodziewanej stopy zwrotu na rynku kapitałowym ponad stopę wolną od ryzyka w warunkach rynku Środkowej Europy - przyjęta na poziomie 5,50%,
- Beta – miara ryzyka rynkowego uwzględniająca ryzyko zmienności stopy zwrotu z akcji danej spółki w odniesieniu do stopy zwrotu z portfela rynkowego – przyjęta na poziomie 1,00 – podobnie jak Beta przyjmowana przez domy maklerskie przy sporządzaniu wycen spółek notowanych na rynku papierów wartościowych,
- Ryzyko specyficzne spółki – uwzględniające ryzyko związane ze specyfiką danej spółki, wynikające m.in. z obszaru działalności oraz pozostałych uwarunkowań charakterystycznych dla danego biznesu - przyjęto trzy scenariusze uwzględniające różny poziom ryzyka specyficznego, od 1% do 3%.

Zgodnie z powyższymi założeniami koszt kapitału własnego PROTEA DEVELOPMENT oszacowano, w zależności od scenariusza dla ryzyka specyficznego, od 11,66% do 13,66%.

¹⁶ Oświadczenie to stanowi załącznik nr 2 do niniejszego dokumentu

Poniższa tabela przedstawia zestawienie spółek z branży budowlanej i deweloperskiej, notowanych na GPW w Warszawie wraz z kosztem kapitału własnego oraz średnioważonym kosztem kapitału oszacowanym przez biura maklerskie, prezentowanych w raportach analitycznych publikowanych w II - IV kwartale 2011 roku.

Tabela 1 Koszt kapitału własnego i WACC spółek z branży budowlanej oraz deweloperskiej w roku 2011

Spółka	Stopa wolna od ryzyka	Premia za ryzyko	Beta	Koszt kapitału własnego	WACC	Data wydania raportu
BUDIMEX	5,8%	5,0%	1,0	10,8%	10,8%	25 październik 2011
ERBUD	5,8%	5,0%	1,0	10,8%	10,8%	18 sierpień 2011
MOSTOSTAL WARSZAWA	5,6%	5,0%	1,0	10,6%	10,6%	8 wrzesień 2011
PBG	5,8%	5,0%	1,0	10,8%	9,1%	11 sierpień 2011
POLIMEX MOSTOSTAL	6,1%	5,0%	1,0	11,1%	9,8%	20 lipiec 2011
MIRBUD	6,1%	5,0%	1,0	11,5%	9,4%	17 maj 2011
UNIBEP	6,1%	5,0%	1,0	11,7%	10,7%	20 maj 2011
ECHO INVESTMENT	6,3%	5,0%	1,0	11,3%	8,7%	5 kwiecień 2011
PA NOVA	6,1%	5,0%	1,0	11,1%	10,0%	17 maj 2011
ŚREDNIA				11,1%	10,0%	

Źródło: raporty analityczne DM BRE Bank, DM BDM

Koszt kapitału własnego, w zależności od spółki szacowany był w granicach 10,6% dla Mostostal Warszawa, do 11,7% dla Unibep. Premię za ryzyko przyjmowano na poziomie 5%. Współczynnik Beta dla wszystkich spółek przyjęto na poziomie 1,0. Należy zauważyć, iż powyższe spółki były ówczesnymi podmiotami będącymi liderami w branży, o znacznie większych przychodach, bardziej zdywersyfikowanej działalności, co przekładało się na niższe ryzyko i niższy koszt kapitału własnego w porównaniu do mniejszych i skupionych na ograniczonym obszarze działalności spółek. Z tego względu koszt kapitału własnego PROTEA DEVELOPMENT uwzględniający charakterystykę skali i obszaru działalności spółki powinien być wyższy aniżeli koszt kapitału własnego prezentowanych spółek giełdowych, co znalazło swoje odzwierciedlenie w raporcie 4CONSULTING.

Koszt kapitału obcego przyjęto na poziomie oprocentowania limitów kredytowych wykorzystywanych przez spółkę, gdzie oprocentowanie było równe WIBOR 1M w wysokości 4,22% powiększony o marżę banku w wysokości 2,0%. Tak uzyskaną stopę oprocentowania powiększono premię za ryzyko długu w wysokości 2,0 p.p. Koszt kapitału obcego w wysokości 8,12% skorygowano o efekt tarczy podatkowej na odsetkach, przy założeniu stopy podatku dochodowego na poziomie 19%, uzyskując w ten sposób efektywny koszt kapitału obcego w wysokości 6,58%.

Koszt kapitału obcego spółek budowlanych notowanych na GPW w Warszawie, wyszczególnionych w powyższej tabeli, nieuwzględniający efektu tarczy podatkowej, kształtował się na poziomie od 7,3% do 9,1%.

Średnioważony koszt kapitału WACC determinowany jest jednej strony czynnikami kształtującymi koszt kapitału własnego oraz obcego, z drugiej natomiast strukturą finansowania spółki. Dla porównywalnych spółek z branży budowlanej i deweloperskiej WACC kształtował się w przedziale 8,7% dla Echo Investment do 10,8% dla Budimex oraz Erbud.

Dla PROTEA DEVELOPMENT średnioważony koszt kapitału oszacowano w przedziale 17,97% do 19,97% w II połowie 2011 roku oraz 11,66% do 13,66% w latach 2012-2015, w zależności od przyjętego scenariusza ryzyka specyficznego spółki. Różnica w WACC pomiędzy wyznaczonym dla II połowy 2011 roku oraz dla lat 2012-2015 wynikał ze zmiany w strukturze finansowania spółki, związanej ze spłatą całości zobowiązań odsetkowych w roku 2011. W latach 2012-2015 założono finansowanie działalności w całości kapitałem własnym. Biorąc pod uwagę powyższe okoliczności oraz wspomniany wcześniej fakt, iż koszt kapitału spółki o znacznie mniejszej skali działalności i związanym z tym wyższym poziomem ryzyka powinien być wyższy

aniżeli dojrzałych spółek giełdowych, co miało swoje odzwierciedlenie wycenie sporządzonej przez 4CONSULTING, stwierdzamy, iż nie mamy zastrzeżeń co do ustalonego poziomu średnioważonego kosztu kapitału PROTEA DEVELOPMENT oszacowanego przez 4CONSULTING.

Mając na uwadze metodologię szacowania kosztu kapitału własnego i WACC oraz fakt, iż został on przyjęty w wycenie PROTEA DEVELOPMENT na poziomie wyższym niż spółek z sektora budowlanego notowanych na giełdzie stwierdzamy, iż nie wystąpiły nieprawidłowości w tym zakresie.

7. Zastosowane metody wyceny

Wycenę wartości rynkowej PROTEA DEVELOPMENT przeprowadzono w oparciu o metody dochodowe APV oraz FCFF, majątkową – skorygowanych aktywów netto oraz mieszaną – szwajcarską.

1) Charakterystyka metod dochodowych

Wycena metodą Zdyskontowanych Przepływów Pieniężnych DCF (Discounted Cash Flow) opiera się na założeniu, że wartość przedsiębiorstwa jest równa wartości wszystkich przyszłych przepływów pieniężnych, jakie spółka jest w stanie wygenerować, zdyskontowanych na moment wyceny za pomocą odpowiedniej stopy procentowej, odzwierciedlającej ryzyko danego przepływu.

a. Metoda Skorygowanej Wartości Bieżącej APV (Adjusted Present Value)

Metoda APV zakłada, iż na wartość przedsiębiorstwa składa się jego wartość operacyjna oraz wartość tarczy podatkowej. Wartość operacyjna wynika ze zdolności do generowania wolnych przepływów pieniężnych, natomiast wartość tarczy podatkowej jest pochodną struktury finansowania i stopnia wykorzystania kapitału obcego w finansowaniu działalności przedsiębiorstwa. W odróżnieniu od metody FCFF, metoda APV dostarcza informacji o wartości poszczególnych składników składających się na wartość całego przedsiębiorstwa.

Przy szacowaniu wartości przedsiębiorstwa metodą APV, po oszacowaniu bieżącej wartości operacyjnej oraz bieżącej wartości tarczy podatkowej należy uwzględnić także wartość aktywów nieoperacyjnych.

b. Metoda prognozowanych wolnych przepływów pieniężnych dla firmy FCFF (Free Cash Flow to the Firm)

Metodologia FCFF zakłada, iż wartość przedsiębiorstwa jest równa zdyskontowanym przepływom pieniężnym przynależnym wszystkim stronom finansującym, dostawcom zarówno kapitału własnego jak i obcego.

W odróżnieniu od metody APV, w metodzie FCFF w celu obliczenia bieżącej wartości przyszłych przepływów pieniężnych dyskontuje się je za pomocą średnioważonego kosztu kapitału (WACC), będącego pochodną struktury finansowania oraz kosztów poszczególnych kapitałów (własnego i obcego).

Jako, że metoda FCFF bazuje na przepływach przynależnych wszystkim stronom finansującym, po ustaleniu wartości bieżącej przyszłych przepływów pieniężnych, aby uzyskać wartość kapitału własnego należy pomniejszyć otrzymaną wartość całego przedsiębiorstwa o rynkową wartość długu, a także uwzględnić wartość aktywów nieoperacyjnych.

Przyjęte przez 4Consulting założenia do metod dochodowych

- 1) Przy szacowaniu wartości rezydualnej, odzwierciedlającej wartość wolnych przepływów pieniężnych generowanych przez Spółkę po okresie szczegółowej prognozy, przyjęto stopę wzrostu przepływów na poziomie 3%. Długoterminowe prognozy dotyczące inflacji w Polsce zakładały stabilizację na poziomie około 2,5% (cel inflacyjny zapisany w polityce NBP);
- 2) Koszt kapitału własnego spółki niezadłużonej oszacowany dla metody APV w zależności od przyjętego scenariusza ryzyka specyficznego Spółki zamykał się w przedziale od 11,66% do 13,66% w latach 2012-2015. Ze względu na wysoki udział zadłużenia odsetkowego w stosunku do kapitału własnego w 2011 roku, średnioważony koszt kapitału własnego (WACC) oszacowany dla metody FCFF w zależności od przyjętego scenariusza ryzyka specyficznego Spółki zawierał się pomiędzy 17,97% do 19,97%, w kolejnych latach prognozy miał się zamykać w przedziale od 11,66% do 13,66%;
- 3) Założono w wycenie 4CONSULTING, iż cykl rotacji zapasów oraz należności z tytułu dostaw i usług ulegnie skróceniu, odpowiednio z 382 dni w I połowie 2011 roku do 300 dni w 2015 roku oraz z 77 dni w I połowie 2011 roku do 65 dni w 2015 roku. Rotacja pozostałych należności i pozostałych zobowiązań pozostanie na poziomie z I połowy 2011 roku. Przyjęto spadek rotacji zobowiązań z tytułu dostaw i usług ze 132 dni w I połowie 2011 roku do 90 dni w 2015 roku.;
- 4) Inwestycje w środki trwałe wzrastające z poziomu 20 tys. zł w 2012 roku do 50 tys. zł w 2015 roku, po okresie szczegółowej prognozy oszacowano nakłady w wysokości odpowiadającej kosztom amortyzacji;
- 5) Spłata całości zaciągniętych kredytów i pożyczek w roku 2012 w kwocie 10 301 tys. zł;

Wartość PROTEA DEVELOPMENT oszacowana metodą:

- zdyskontowanych wolnych przepływów pieniężnych FCFF wyniosła 56 674 tys. zł,
- skorygowanej wartości bieżącej APV wyniosła 56 310 tys. zł.

Wartość PROTEA DEVELOPMENT oszacowana metodą dochodową, jako średnia z metody APV oraz FCFF wyniosła 56 492 tys. zł.

2) Metoda Skorygowanych Aktywów Netto (SAN)

4Consulting w Raporcie z wyceny zwrócił Zarządowi uwagę, iż Metoda Skorygowanych Aktywów Netto jako jedna z metod majątkowych, które wiążą wartość spółki wyłącznie z jej aktywami, nie uwzględnia w wyniku wyceny:

- organizacji spółki,
- efektów synergicznych połączenia poszczególnych składników majątku,
- efektów finansowych funkcjonowania spółki,
- stanu i wpływu otoczenia.

Wycena spółki metodą skorygowanych aktywów netto polega bowiem na ustaleniu na podstawie aktualnych zapisów w księgach handlowych, a także na podstawie operatów szacunkowych rzeczoznawców wartości aktywów wycenianej spółki i ich zweryfikowaniu o składniki majątkowe wymagające korekty wartości, a następnie obniżeniu tak skalkulowanych wartości aktywów o wielkość kapitałów obcych zaangażowanych w finansowanie działalności firmy (również uprzednio urealnionych).

Korekty wartości aktywów netto zaproponowane przez 4CONSULTING

Rzeczowe aktywa trwałe

Korekta dotyczyła urealnienia wartości samochodu posiadanego przez Spółkę do jego wartości rynkowej, wartość korekty (+) 41 tys. zł.

Zapasy

Korekta dotyczyła urealnienia wartości nieruchomości wykazywanych przez Spółkę w pozycji zapasy do wartości rynkowej na podstawie operatów szacunkowych. Kwota korekty (+) 7 623 tys. zł.

Rozliczenia międzyokresowe

Korekta dotyczyła wydatków faktycznie poniesionych przez Spółkę, lecz dotyczących przyszłych okresów, wykazywanych w pozycji Rozliczenia międzyokresowe czynne. Kwota korekty (-) 1 tys. zł.

Rezerwa z tytułu odroczonego podatku dochodowego

Ze względu na wprowadzone korekty zwiększające wartość samochodu oraz posiadanych nieruchomości do ich wartości rynkowej, oszacowano rezerwę z tytułu odroczonego podatku dochodowego w kwocie (+) 1 456 tys. zł

Wartość PROTEA DEVELOPMENT oszacowana metodą skorygowanych aktywów netto, uwzględniająca powyższe korekty wyniosła 10 528 tys. zł.

3) Metoda szwajcarska

Metoda szwajcarska wyceny wartości przedsiębiorstwa (metoda mieszana) łączy wyniki uzyskane przy zastosowaniu metod dochodowych i majątkowych.

Zgodnie z metodologią tej wyceny wartość firmy ustala się na podstawie poniższej formuły:

$$W = M + x \times (D - M)$$

gdzie:

W – poszukiwana wartość przedsiębiorstwa

M – wartość przedsiębiorstwa obliczona metodą majątkową

D – wartość przedsiębiorstwa obliczona metodą dochodową

x – parametr rachunku opisujący stopień uwzględnienia przez metodę szwajcarską wartości reputacji przedsiębiorstwa (x = 2/3)

Wartość PROTEA DEVELOPMENT oszacowana metodą szwajcarską przez 4CONSULTING wyniosła 41 292 tys. zł.

W trakcie weryfikacji wyceny przeprowadzonej przez 4CONSULTING stwierdzono, iż przy szacowaniu wartości Spółki metodą szwajcarską, jako wartość przedsiębiorstwa obliczoną metodą dochodową (D) przyjęto wartość wynikającą wyłącznie z wyceny metodą FCFF. Na tym etapie wyceny należało w naszej opinii jako wartość dochodową przyjąć średnią z wycen metodą APV oraz FCFF. Różnica w oszacowanej wartości PROTEA DEVELOPMENT metodą szwajcarską, przy uwzględnieniu uwagi 4AUDYT nie stanowiłaby jednak kwoty istotnej przy podejmowaniu decyzji dotyczącej inwestycji w tę spółkę (wycena na poziomie 41 171 tys. zł).

8. Dyskonto z tytułu braku płynności

Szacując wartość rynkową spółki PROTEA DEVELOPMENT metodami dochodowymi uwzględniono w wycenie dyskonto z tytułu braku płynności. Wiąże się ono z procesem wyjścia z inwestycji w spółkę nie notowaną na rynku giełdowym i potencjalną koniecznością przeprowadzenia czasochłonnego i złożonego pod względem prawnym, finansowym oraz organizacyjnym procesu sprzedaży przedsiębiorstwa. W przypadku spółek notowanych, proces ten jest znacznie bardziej uproszczony, co przekłada się na krótszy czas oraz konieczność angażowania mniejszych zasobów niezbędnych do przeprowadzenia transakcji. Z tego względu spółki nie notowane na rynku giełdowym wyceniane są z dyskontem w stosunku do spółek giełdowych.

Dyskonto za brak płynności stosowane w praktyce gospodarczej jest najczęściej szacowane w przedziale od 10% do 30% wartości przedsiębiorstwa. Szacując wartość rynkową PROTEA DEVELOPMENT, spółki nie notowanej na rynku giełdowym, autorzy Raportu z wyceny zastosowali dyskonto za brak płynności na poziomie 15%.

Dyskonto przyjęte przez 4CONSULTING mieściło się w górnej granicy przedziału dyskonta stosowanego w praktyce gospodarczej, co należy uznać za czynnik pomniejszający wycenę PROTEA DEVELOPMENT w sposób zgodny z zasadą ostrożności.

9. Podsumowanie

Oszacowana przez 4CONSULTING wartość rynkowa PROTEA DEVELOPMENT na 30 czerwca 2011 roku, za pomocą metody mieszanej – szwajcarskiej, bazując na wynikach uzyskanych metodą dochodową - FCFF oraz majątkową – skorygowanych aktywów netto, wyniosła 41 292 tys. zł. Z uwagi na fakt, iż przy szacowaniu wartości Spółki metodą szwajcarską, jako wartość przedsiębiorstwa obliczoną metodą dochodową (D) należało w naszej opinii przyjąć wartość wynikającą ze średniej z metod dochodowych FCFF oraz APV, wartość rynkowa PROTEA DEVELOPMENT wynikająca z zastosowania metody szwajcarskiej wynosić powinna 41 171 tys. zł.

Różnica w wycenie wartości rynkowej PROTEA DEVELOPMENT metodą szwajcarską zarekomendowaną przez 4CONSULTING, a zweryfikowaną przez 4AUDYT wynosi 121 tys. zł. Oznacza to, iż wycena wartości Spółki wynikająca z wyceny przeprowadzonej przez 4CONSULTING jest wyższa o 0,29% od wyceny rekomendowanej przez 4AUDYT, po dokonaniu weryfikacji obliczeń.

Z uwagi, iż zgodnie z zapisami umowy inwestycyjnej z dnia 3 października 2011 roku, warunkiem podjęcia inwestycji PBO ANIOŁA w PROTEA DEVELOPMENT była wycena Spółki na poziomie co najmniej 30 000 tys. zł stwierdzamy, iż pomimo błędu rachunkowego wycena PROTEA DEVELOPMENT znacznie przekraczała wartość graniczną warunkującą dokonanie transakcji.

Weryfikacja zastosowanych metod wyceny spółki PROTEA DEVELOPMENT, uwzględniając charakter prowadzonej działalności, pozwala stwierdzić, iż dobór metod wyceny był prawidłowy. Zastosowano kombinację metod dochodowych i majątkowych, co pozwala w większym stopniu uniknąć ryzyka związanego z nieuwzględnianiem pewnych czynników przez poszczególne metody. Jak już wspomniano w części szczegółowej metody majątkowe nie obrazują wartości Spółki wynikającego z jej potencjału co do generowania gotówki w przyszłości, szczególnie w branżach, których funkcjonowanie nie opiera się na majątku trwałym. Z kolei metody dochodowe wrażliwe są na przyjęte założenia przyszłych zjawisk.

Z tego względu zastosowanie metody szwajcarskiej było naszym zdaniem zasadne.

Po weryfikacji założeń co do poszczególnych obszarów mających wpływ na końcową wycenę Spółki oraz poprawności przeprowadzenia obliczeń i ich zgodności z metodologią sporządzania wycen stwierdzamy, iż:

- Założenia co do przyszłych wyników finansowych znajdowały uzasadnienie w danych dotyczących perspektyw rozwoju rynku powierzchni handlowych w Polsce w najbliższych latach,
- Wycena opierała się na założonych wynikach finansowych, które miały zostać osiągnięte w przyszłości,

- Zgodnie z otrzymanymi informacjami sprawozdanie finansowe oraz plany finansowe przedstawione przez PROTEA DEVELOPMENT będące podstawą wyceny zostały przekazane zgodnie z najlepszą wiedzą i przekonaniem o realności prognoz finansowych. Ponadto zostały zaakceptowane przez PBO ANIOŁA, co znajduje odzwierciedlenie w oświadczeniu do wyceny,
- Obliczenia przeprowadzone przez 4CONSULTING za wyjątkiem oszacowania wartości Spółki metodą szwajcarską były poprawne. Wartość spółki oszacowana metodą szwajcarską, po wyeliminowaniu błędu rachunkowego opisanego w części szczegółowej wyniosłaby 41 171 tys. zł.

Po zweryfikowaniu warunków transakcji będącej przedmiotem niniejszej analizy, w szczególności ceny akcji nowej emisji serii D PBO ANIOŁA skierowanej do UNAMARE CORPORATION LIMITED stwierdzamy, iż nie znaleźliśmy przesłanek co to faktu, iż cena emisji byłaby niekorzystna z punktu widzenia dotychczasowych akcjonariuszy.

Zwracamy ponadto uwagę, iż w przypadku ustalenia ceny niższej niż faktycznie zaproponowana (średni rynkowy kurs akcji – 5,19 zł za akcję był znacznie poniżej ceny emisyjnej – 11,50 zł za akcję), konieczne byłoby zaoferowanie ponad dwukrotnie większej liczby akcji (1 926 874 akcji wobec faktycznie wyemitowanych 869 566 akcji) przez PBO ANIOŁA, pozwalających pokryć zobowiązanie wobec UNAMARE CORPORATION LIMITED w związku ze sprzedażą 36 udziałów w PROTEA DEVELOPMENT. Spowodowałoby to większe rozwodnienie udziału w kapitale zakładowym dotychczasowych akcjonariuszy, co z ich punktu widzenia można by uznać za niekorzystne.

V. Oświadczenie o niezależności

4AUDYT sp. z o.o. posiada wiedzę fachową i kwalifikacje niezbędne do zbadania sprawy określonej uchwałami nr 7 oraz 8 Nadzwyczajnego Zgromadzenia z dnia 19 kwietnia 2012 roku, które zapewnią sporządzenie niezależnego i obiektywnego sprawozdania z badania.

4AUDYT sp. z o.o. nie jest:

- podmiotem świadczącym w okresie objętym badaniem usługi na rzecz spółki, jej podmiotu zależnego lub dominującego, jak również jej jednostki dominującej lub znaczącego inwestora,
- podmiotem, który należy do tej samej grupy kapitałowej co podmiot, który w okresie objętym badaniem świadczył usługi na rzecz spółki, jej podmiotu zależnego lub dominującego, jak również jej jednostki dominującej lub znaczącego inwestora.


Marcin Haufla
Wiceprezes Zarządu


Łukasz Motuła
Wiceprezes Zarządu

4AUDYT sp. z o.o.

60-538 Poznań, ul. Kościelna 18/4

podmiotu uprawniony do badania sprawozdań finansowych
wpisany na listę podmiotów uprawnionych prowadzoną przez
KRBR, pod numerem ewidencyjnym 3363

Poznań, dnia 19 kwietnia 2013 roku

SPIS TABEL

Rysunek 1 Kurs akcji PBO ANIOŁA i średnia cena akcji w okresie 6 lipiec 2011 – 3 październik 2011.....	21
Tabela 1 Koszt kapitału własnego i WACC spółek z branży budowlanej oraz deweloperskiej w roku 2011.....	26

LISTA DOKUMENTÓW NA PODSTAWIE PRZEDSTAWIONO STANOWISKO

1. Uchwała zarządu w sprawie przystąpienia do spółki Terra Promessa Perfecta;
2. Biznes plan dot. planowanej inwestycji przy ul. Górna Wilda (ul. Różana) w Poznaniu przygotowanego przez Marka Bogumiła Krzywińskiego;
3. Protokół Rady Nadzorczej Spółki z dnia 29 września 2011 roku;
4. Umowa warunkowa sprzedaży części parterowej nieruchomości położonej w Poznaniu, przy ul. Różanej, do Netto;
5. Umowa objęcia udziałów bądź analogiczna umowa w zakresie przystąpienia do Terra Promessa Perfecta;
6. Kopia umowy o roboty budowlane w systemie generalnego wykonawstwa zawartej pomiędzy PBO Anioła, a Terra Promessa Perfecta;
7. Kopia umowy inwestycyjnej zawartej pomiędzy PBO Anioła, a Terra Promessa Perfecta;
8. Kopia dokumentów umów kredytowych i umów poręczenia kredytu przez PBO Anioła dla Terra Promessa Perfecta;
9. Treść uchwały NWZA PBO ANIOŁA z dnia 10 stycznia 2012 roku;
10. Raport z wyceny wartości spółki PROTEA DEVELOPMENT na dzień 30 czerwca 2011 roku sporządzony przez 4CONSULTING;
11. Umowa objęcia akcji zawarta 24 stycznia 2012 roku przez PBO ANIOŁA S.A. oraz UNAMARE COMPANY LIMITED, w związku z emisją akcji serii D i realizacją postanowień Umowy inwestycyjnej z dnia 3 października 2011 roku;
12. Umowa sprzedaży 36 udziałów w Spółce PROTEA DEVELOPMENT Sp. z o.o. z siedzibą w Poznaniu zawarta w dniu 24 stycznia 2012 roku pomiędzy UNAMARE COMAPNY LIMITED (Zbywca), a PBO ANIOŁA S.A. (Nabywca);
13. Zwrócenie się o dokonanie zapłaty ceny nabycia 5 udziałów w spółce PROTEA DEVELOPMENT przez PBO ANIOŁA z dnia 19 grudnia 2011 roku;
14. Oferta objęcia 869.566 sztuk akcji serii D PBO ANIOŁA S.A. przez UNAMARE COMPANY LIMITED z dnia 11 stycznia 2012 roku;
15. Oświadczenie Zarządu PBO ANIOŁA S.A. z dnia 24 stycznia 2012 roku o wniesieniu wkładów na kapitał zakładowy w związku z emisją akcji serii D;
16. Porozumienie zawarte w dniu 24 stycznia 2012 roku pomiędzy PBO ANIOŁA S.A. a UNAMARE COMPANY LIMITED w sprawie wzajemnej kompensaty zobowiązań;

17. Akt notarialny, Repetytorium A nr 5631/2011 z dnia 19 grudnia 2011 roku w sprawie podwyższenia kapitału zakładowego spółki, zmiany umowy spółki oraz przyjęcia tekstu jednolitego umowy spółki PROTEA DEVELOPMENT;
18. Oświadczenie o przystąpieniu PBO ANIOŁA S.A. do spółki PROTEA DEVELOPMENT oraz objęciu udziałów w Spółce (Repetytorium A nr 5636/2011 z dnia 19 grudnia 2011 roku);
19. Umowa inwestycyjna zawarta w dniu 3 października 2011 roku pomiędzy UNAMARE COMPANY LIMITED a PROTEA DEVELOPMENT Sp. z o.o. oraz PBO ANIOŁA S.A.;
20. Aneks nr 1 z dnia 28 października 2011 roku do Umowy inwestycyjnej z dnia 3 października 2011 roku;
21. Aneks nr 2 z dnia 19 listopada 2011 roku do Umowy inwestycyjnej z dnia 3 października 2011 roku;
22. Umowa sprzedaży 5 udziałów w Spółce PROTEA DEVELOPMENT Sp. z o.o. z siedzibą w Poznaniu zawarta w dniu 19 grudnia 2011 roku pomiędzy UNAMARE COMPANY LIMITED (Zbywca), a PBO ANIOŁA S.A. (Nabywca);
23. Protokół z ósmego posiedzenia Zarządu PBO ANIOŁA z dnia 3 czerwca 2011 roku;
24. Protokół z jedenastego posiedzenia Zarządu PBO ANIOŁA z dnia 20 lipca 2011 roku;
25. Protokół z czternastego posiedzenia Zarządu PBO ANIOŁA z dnia 9 września 2011 roku;
26. Uchwała nr 40 Rady Nadzorczej Zarządu PBO ANIOŁA z dnia 23 września 2011 roku w sprawie wyrażenia zgody na przystąpienie spółki PBO ANIOŁA S.A. do spółki PROTEA DEVELOPMENT;