Załącznik nr 3 do Planu Połączenia spółek „CZARNA GÓRA" S.A. i Biała Woda sp. z o.o.

Ustalenie wartości majątku

„CZARNA GÓRA" Spółka Akcyjna

według stanu na dzień 31 października 2026 r.

Zarząd spółki „CZARNA GÓRA" Spółka Akcyjna z siedzibą w Siennej, adres: Sienna 11, 57-550 Stronie Śląskie, KRS 0000095948, NIP 8811003048, o kapitale zakładowym 19 430 600,00 zł, działając w związku z planowanym połączeniem „CZARNA GÓRA" S.A. jako spółki przejmującej z Biała Woda sp. z o.o. jako spółką przejmowaną oraz w nawiązaniu do art. 499 § 2 pkt 3 Kodeksu spółek handlowych, przedstawia poniższe ustalenie wartości majątku Spółki Przejmującej.

1. Podstawa ustalenia wartości

Dla określenia stanu majątku na dzień 31 października 2026 r. wykorzystano bilans Spółki sporządzony na tę datę. Dla celów ustalenia ekonomicznych relacji wartości łączących się spółek oraz parytetu wymiany wykorzystano dodatkowo niezależny raport VOLANTE sp. z o.o. z 21 października 2026 r., opracowany według stanu na 31 lipca 2026 r. przez dra Bartosza Góralskiego. Daty obu podstaw są różne, a raport VOLANTE nie stanowi aktualizacji wyceny rynkowej do dnia 31 października 2026 r.

2. Księgowa wartość majątku na dzień 31 października 2026 r.

Pozycja	Wartość (zł)
Aktywa według bilansu	78 508 476,68
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	35 228 586,71
Wartość księgowa aktywów netto	**43 279 889,97**

Księgowa wartość aktywów netto na dzień 31 października 2026 r. wynosi 43 279 889,97 zł. Stanowi ona punkt odniesienia do informacji o sytuacji majątkowej na dzień wskazany w planie połączenia, lecz nie jest tożsama z rynkową wartością kapitału własnego wynikającą z raportu VOLANTE.

3. Metoda i wynik niezależnej wyceny VOLANTE

Do ustalenia wartości ekonomicznej przyjętej w kalkulacji parytetu zastosowano metoda skorygowanych aktywów netto (SAN). W metodzie SAN oszacowano bieżącą wartość majątkową Spółki poprzez skorygowanie pozycji aktywów i zobowiązań do wartości przyjętych przez rzeczoznawcę, a następnie zastosowano dyskonto z tytułu ograniczonej płynności akcji.

Pozycja wyceny VOLANTE na 31.07.2026 r.	Wartość (zł)
Wartość przed dyskontem płynnościowym	40 967 000,00
Wartość po dyskoncie płynnościowym	36 060 000,00
Wartość alternatywną metodą DCF (po dyskoncie)	**35 229 000,00**

Dyskonto płynnościowe odzwierciedla ograniczenia w możliwości sprawnego zbycia niepublicznych akcji lub udziałów oraz związane z tym ryzyko inwestora. Wartość po

uwzględnieniu tej korekty jest wartością wykorzystaną w kalkulacji parytetu. Zastosowanie korekty nie oznacza odpisu księgowego ani zmiany danych bilansowych.

4. Powiązanie wyceny z kalkulacją parytetu połączenia

Parametr parytetu	Wartość
Wartość 100% akcji CG przyjęta w parytecie	36 060 000,00 zł
Liczba akcji CG przed połączeniem	194 306
Wartość jednej akcji (dokładna: 36 060 000 / 194 306)	ok. 185,58 zł
Akcje CG w posiadaniu BW	183 254
Wartość pakietu BW według wyceny CG	**34 008 930,45 zł**

Parytet wymiany udziałów BW na akcje CG opracowano na podstawie ekonomicznej wartości obu spółek. Przy obliczaniu wartości pakietu BW zastosowano dokładny iloraz 36 060 000 zł / 194 306 akcji, a wartość 185,58 zł jest jedynie zaokrągloną prezentacją wartości pojedynczej akcji.

W uzgodnionym mechanizmie połączenia 183 254 istniejące akcje CG posiadane przez BW zostaną przydzielone wspólnikom BW, a dodatkowo przewidziano emisję 9 100 nowych akcji CG. Po emisji kapitał CG będzie dzielił się na 203 406 akcji. Szczegółowy przydział znajduje się w Załączniku nr 10 do planu połączenia. Liczba nowych akcji jest uzgodnioną wielkością całkowitą i wynika z zastosowanych zasad zaokrąglenia oraz uzgodnionego podziału między wspólników.

5. Informacje istotne dla interpretacji wyceny

Raport Volante dla „CZARNA GÓRA" S.A. uwzględnia planowane wcześniejsze połączenie ze spółką HIG sp. z o.o. W raporcie jednoznacznie zastrzeżono konieczność weryfikacji wyceny, gdyby połączenie z HIG nie nastąpiło. Przyjęcie wartości 36 060 000,00 zł w dokumentacji parytetu wymaga utrzymania tego założenia albo potwierdzenia jego wpływu przez wyceniającego.

Niezależny raport VOLANTE zawiera szczegółowe założenia, ograniczenia i zastrzeżenia, z którymi niniejszy skrót należy interpretować łącznie. Dane bilansowe na 31 października 2026 r. nie zostały przez sam raport VOLANTE ponownie wycenione na ten dzień. Zarząd zweryfikował i potwierdza brak zdarzeń pomiędzy 31 lipca 2026 r. a 31 października 2026 r., które wymagałyby aktualizacji wartości stosowanych dla wyceny i parytetu.

6. Ustalenie wartości i oświadczenie Zarządu

Zarząd Spółki oświadcza, że według jego najlepszej wiedzy, na podstawie analizy dostępnych informacji o sytuacji majątkowej, finansowej i działalności Spółki, w okresie od 31 lipca 2026 r. do 31 października 2026 r. nie wystąpiły istotne zdarzenia ani zmiany okoliczności, które miałyby wpływ na założenia, metodologię lub wyniki wyceny sporządzonej przez VOLANTE sp. z o.o. według stanu na dzień 31 lipca 2026 r., przyjętej do ustalenia wartości majątku „Czarna Góra" S.A., służącej następnie kalkulacji parytetu wymiany udziałów na akcje. W ocenie Zarządu nie powstały w tym okresie przesłanki uzasadniające zmianę wartości przyjętych do tej kalkulacji.

Zarząd wskazuje, że **przyjmuje jako wartość majątku „Czarna Góra" S.A. na dzień 31.10.2026 r. rekomendowaną przez VOLANTE wartość majątku „CZARNA GÓRA" S.A. w wysokości 36 060 000,00 zł,** określoną metodą skorygowanych aktywów netto (SAN) po uwzględnieniu korekty płynnościowej, na dzień 31 lipca 2026 r.

Zarząd informuje ponadto, że proces połączenia „CZARNA GÓRA" S.A. ze spółką HIG sp. z o.o. jest w trakcie realizacji, uchwały w przedmiocie połączenia spółek mają zostać podjęte w dniu 30 listopada 2026 r. a data wpisu tego połączenia do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego przewidywana jest w miesiącu grudniu 2026 r. Wskazana data ma charakter planowany i jest uzależniona od przebiegu postępowania rejestrowego. Okoliczność ta odpowiada założeniu przyjętemu w raporcie VOLANTE dotyczącym wartości „CZARNA GÓRA" S.A.; w przypadku niezrealizowania połączenia z HIG przed podjęciem uchwał w przedmiocie połączenia spółek „Czarna Góra" S.A. i Biała Woda Sp. z o.o. należy ponownie zweryfikować aktualność wyceny stanowiącej podstawę parytetu wymiany.

Niniejsze ustalenie sporządzono na podstawie danych udostępnionych Zarządowi oraz wskazanego raportu niezależnego rzeczoznawcy.

Integralną część niniejszego dokumentu stanowi Raport z wyceny CZARNA GÓRA S.A. z dnia 21 października 2026 r.

Sienna, dnia 26 listopada 2026 r.

ZARZĄD „CZARNA GÓRA" S.A.

CZŁONEK ZARZĄDU
Monika Garnier

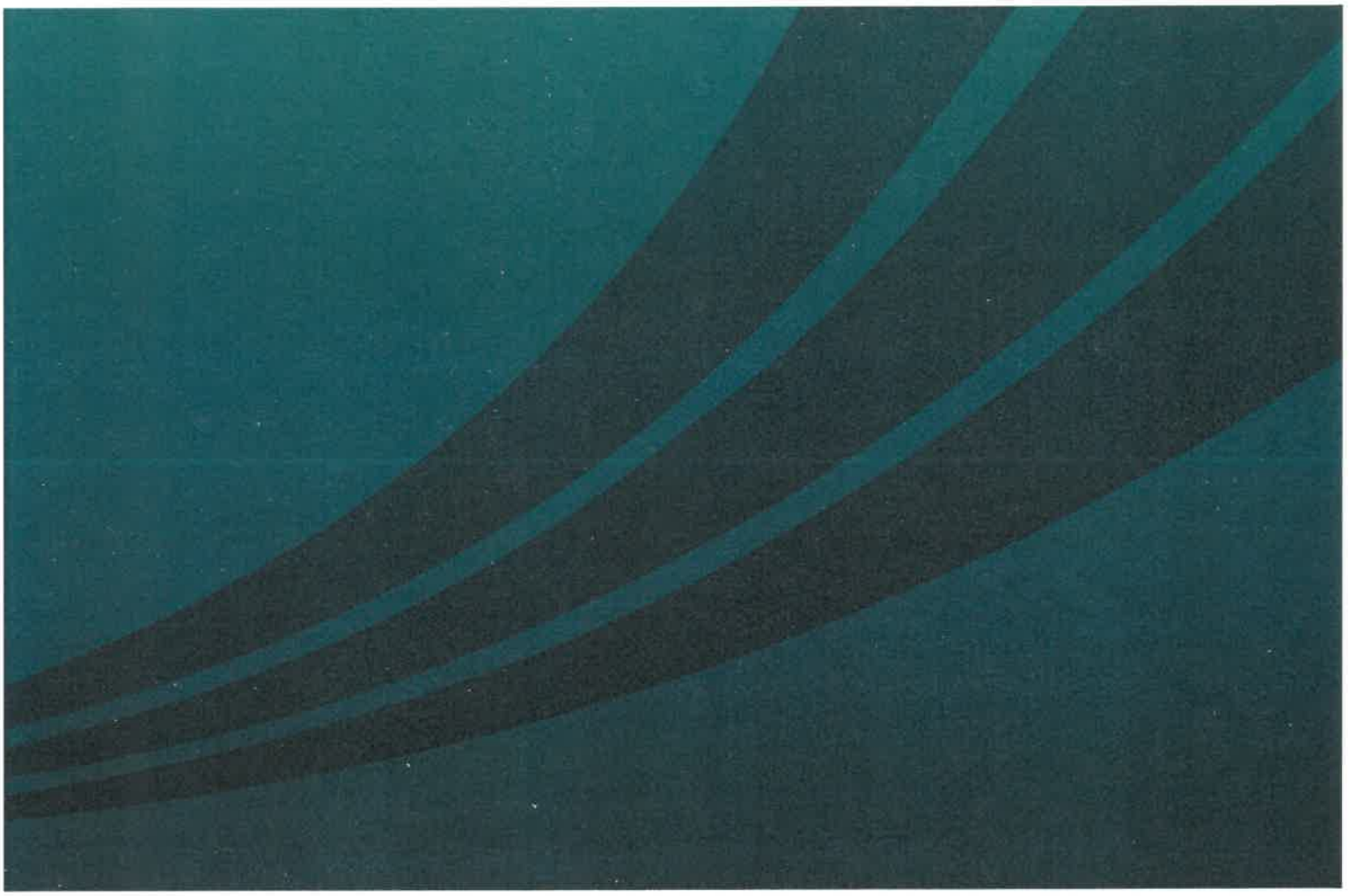
Monika Garnier .....

Mateusz Herman .....

CZŁONEK ZARZĄDU

Dokumenty źródłowe: (1) bilans na 31.10.2026 r.; (2) Raport z wyceny VOLANTE sp. z o.o. na 31.07.2026 r., sporządzony 21.10.2026 r.; (3) Załącznik nr 10 – zestawienie przydziału akcji.

VOLANTE



Raport z wyceny
CZARNA GÓRA S.A.

na dzień 31 lipca 2026 r.

Wrocław, 21 października 2026 r.

VOLANTE

VOLANTE sp. z o.o.
ul. Paprotna 12a
51-117 Wrocław
http://www.volante.pl

21 października 2026 r.

„CZARNA GÓRA" S.A.
ul. Sienna 11
57-550 Stronie Śląskie

Szanowni Państwo,

Niniejszy raport prezentuje oszacowanie wartości przedsiębiorstwa CZARNA GÓRA S.A. sporządzone na dzień 31 lipca 2026 roku. Raport z wyceny może zawierać założenia co do przyszłych wyników finansowych lub opinie stanowiące pogląd wyceniającego zgodne z przesłankami posiadanymi w określonym czasie. Informacje te - zarówno założenia, jak i opinie - nie są przedstawiane jako przewidywania lub jako zapewnienie, że zostaną osiągnięte określone przychody bądź zyski. Faktyczne wyniki uzyskane w omawianym okresie mogą się różnić od opisanych w niniejszym raporcie, a różnice te mogą być istotne.

Z poważaniem,

Góralski

.....
dr Bartosz Góralski

Dokument podpisany
przez Bartosz Góralski
Data: 2026.10.21
09:29:39 CEST

Spis treści

Wprowadzenie **4**

Zastrzeżenia **5**

1. Ogólna charakterystyka przedsiębiorstwa **9**
1.1. Podstawowe informacje o Spółce 9
1.2. Przedmiot działalności 9
1.3. Sytuacja finansowa 10
1.4. Analiza otoczenia rynkowego 15

2. Projekcja finansowa na lata 2026-2031 ..... **22**
2.1. Założenia 22
2.2. Prognozowane sprawozdania finansowe 28

3. Wycena przedsiębiorstwa metodą dochodową **31**
3.1. Metodyka 31
3.2. Oszacowanie stopy dyskontowej 33
3.3. Oszacowanie wartości dochodowej 34
3.4. Analiza wrażliwości 36

4. Wycena przedsiębiorstwa metodą skorygowanych aktywów netto **37**
4.1. Metodyka 37
4.2. Uzasadnienie możliwości wykorzystania metody skorygowanych aktywów netto 38
4.3. Oszacowanie wartości majątkowej 38

Podsumowanie **45**

Raport niniejszy stanowi całość i żadna jego część lub strona nie może być czytana i interpretowana bez zapoznania się z całością Raportu

Wprowadzenie

Prezentowany raport powstał w ramach umowy zawartej przez **„CZARNA GÓRA" S.A.** z siedzibą: ul. Sienna 11, 57-550 Stronie Śląskie a **VOLANTE sp. z o.o.** z siedzibą przy ul. Paprotnej 12a we Wrocławiu.

Przedmiotem niniejszego raportu jest oszacowanie godziwej wartości rynkowej 94,31% akcji **CZARNA GÓRA S.A.** z siedzibą: ul. Sienna 11, 57-550 Stronie Śląskie, wpisaną do rejestru przedsiębiorców KRS pod nr 0000095948 (dalej również: Spółka lub Przedsiębiorstwo) sporządzone na potrzeby transakcyjne. Wskazane akcje należą do jednostki powiązanej Biała Woda sp. z o.o.

W niniejszej wycenie uwzględniono fakt planowanego połączenia spółki CZARNA GÓRA S.A. z HIG sp. z o.o. z siedzibą w Siennej, adres: Sienna 11, 57-550 Stronie Śląskie, wpisanej do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0001166307. Zgodnie z planem połączenia, przy uwzględnieniu rynkowej wartości aktywów i pasywów, wartość skorygowanych aktywów netto majątku spółki przejmowanej wyniesie 920.970,69 zł. W efekcie w przypadku, gdyby do tego połączenia nie doszło, niniejsza wycena wymagałaby weryfikacji, zarówno pod kątem prognoz finansowych wykorzystanych do wyceny w podejściu dochodowym, jak również wartości aktywów i pasywów uwzględnionych w podejściu majątkowym

Godziwa wartość rynkowa (ang. *Fair Market Value*) - to wyrażona w pieniądzu lub odpowiednim ekwiwalencie wartość przedmiotu wyceny, przy szacowaniu której zakłada się, że w transakcji biorą udział typowy hipotetyczny kupujący i typowy hipotetyczny sprzedający, zainteresowani przeprowadzeniem transakcji i niedziałający pod przymusem (nakazem). Przyjmuje się, że wyceniający ma odpowiedni zasób informacji nt. stron transakcji oraz kupujący i sprzedający posiadają odpowiedni zasób wiedzy nt. przedmiotu wyceny. Wartość wyznaczona w oparciu o kategorię godziwej wartości rynkowej jest akceptowana przez kupującego i sprzedającego. Opisane warunki transakcji są bardzo zbliżone do wymogów definicyjnych Wartości Rynkowej stosowanej w Międzynarodowych Standardach Wyceny.

Oszacowanie wartości Spółki dokonane zostało dwiema metodami: dochodową (zdyskontowanych przepływów pieniężnych) oraz majątkową (skorygowanych aktywów netto). Wycenę wartości Spółki sporządzono na dzień 31 lipca 2026 roku.

Do przeprowadzenia wyceny wykorzystano w szczególności:

- Sprawozdania finansowe Spółki za lata obrotowe kończące się od 2021 roku do 2024 roku;
- Wstępne sprawozdanie finansowe Spółki sporządzonego za okres od 1 maja 2024 roku do 31 lipca 2026 roku;
- Zestawienia obrotów na kontach syntetycznych i analitycznych za lata obrotowe kończące się od 2022 roku do 2024 roku oraz za okres od 1 maja 2024 roku do 31 lipca 2026 roku;
- Zestawienia środków trwałych oraz wartości niematerialnych i prawnych na dzień 31 lipca 2026 roku;

- Załącznik nr 3 do Planu Połączenia spółek „CZARNA GÓRA" S.A. i HIG Sp. z o.o. „Ustalenie wartości majątku HIG spółka z ograniczoną odpowiedzialnością według stanu na dzień 30.09.2026 r. (na postawie informacji na dzień 31.07.2026);
- Operat szacunkowy dotyczący nieruchomości gruntowej zabudowanej obiektem o funkcji gastronomiczno-hotelowej, zlokalizowanej w miejscowości Sienna nr 11, oznaczonej geodezyjnie jako dz. nr 48/1, AM-1, obręb 0011, z dnia 19 maja 2025 roku sporządzony przez rzeczoznawcę majątkowego Łukasza Kaluska;
- Operat szacunkowy dotyczący nieruchomości lokalowych w postaci samodzielnych lokali użytkowych nr 01, 02 i 03 położonych w miejscowości Biała Woda przy ul. Na Skarpie nr 4 z dnia 6 maja 2026 roku sporządzony przez rzeczoznawcę majątkowego Łukasza Kaluska;
- Pozostałe materiały i informacje ustne uzyskane od Zlecającego.

Treść raportu została zawarta w czterech rozdziałach, które należy traktować jako spójną i jednolitą całość. Żaden element, część lub strona raportu nie może być wykorzystywana bądź interpretowana bez zapoznania się z jego całością. Rozdział pierwszy obejmuje przedstawienie podstawowych informacji o Spółce i przedmiocie jego działalności. Rozdział drugi obejmuje założenia do projekcji finansowych i sprawozdania finansowe pro-forma, które w rozdziale trzecim wykorzystane zostały do wyceny Spółki metodą dochodową. W ostatnim rozdziale przedstawiono zaś wycenę Spółki metodą majątkową – skorygowanych aktywów netto. Raport zakończony jest podsumowaniem, w którym zawarto komentarz do uzyskanych wyników i wskazano rekomendowaną wartość 100% akcji Spółki.

Niniejsze oszacowanie zostało sporządzone przez dra Bartosza Góralskiego, który od ponad 20 lat specjalizuje się w wycenie zasobów niematerialnych i prawnych, wycenie przedsiębiorstw a także przeprowadzaniu analiz finansowych związanych ze sprawozdawczością przedsiębiorstw. Członek Stowarzyszenia Biegłych Wycen Przedsiębiorstw w Polsce. Od czasu, kiedy w 2003 r. rozpoczął studia doktoranckie w zakresie pomiaru i wyceny zasobów niematerialnych na Uniwersytecie Ekonomicznym we Wrocławiu, brał udział w ponad 600 projektach związanych z wycenami zasobów niematerialnych i przedsiębiorstw m.in. na zlecenie Amica, Apart, CCC, Enea, Grupy Azoty, P4 (właściciela marki „Play"), Kruk, Mennicy Polskiej, Polskiej Wytwórni Papierów Wartościowych, czy Tauron. Na studiach podyplomowych Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu prowadzi autorskie warsztaty z zakresu kształtowania i wyceny wartości przedsiębiorstw, wyceny zasobów niematerialnych, analizy zasobów przedsiębiorstwa, a także budowania systemów informacyjnych dla rachunkowości zarządczej. Jest autorem wielu publikacji z zakresu wyceny zasobów niematerialnych przedsiębiorstwa.

Autor niniejszego raportu oświadcza, że:

1. Nie pozostaje w jakimkolwiek konflikcie interesów w stosunku do przedmiotu oszacowania, a także znanych mu odbiorców niniejszego oszacowania.
2. Wynagrodzenie z tytułu przygotowania niniejszego oszacowania nie pozostaje w jakimkolwiek związku z wynikiem oszacowania.
3. Przygotowując niniejsze oszacowania zmierzał do osiągnięcia maksymalnej zgodności z zapisami następujących dokumentów:

- International Valuation Standards 2025 wydanymi przez International Valuation Standards Council;
- Powszechne Krajowe Zasady Wycen – Krajowy Standard Wyceny Specjalistyczny „Ogólne zasady wyceny przedsiębiorstw";
- Standardy wycen opracowane przez Stowarzyszenie Biegłych Wycen Przedsiębiorstw w Polsce.

Raport niniejszy stanowi całość i żadna jego część lub strona nie może być czytana i interpretowana bez zapoznania się z całością Raportu

Zastrzeżenia

1. Przyjęto założenie, że otrzymane dane i informacje oraz udzielone wyjaśnienia przekazywane przez Spółkę są rzetelne oraz prawdziwe i w związku z tym nie weryfikowano ich niezależnie, w szczególności Volante sp. z o.o. nie weryfikowało sprawozdań finansowych oraz zapisów księgowych. Za poprawność sprawozdań finansowych oraz dokumentów przedstawiających sytuację finansową Spółki odpowiedzialna jest Spółka.

2. Informacje wykorzystane przez Volante sp. z o.o. podczas prac nad Raportem zostały pozyskane z wielu źródeł. Prace obejmowały analizę otrzymanych informacji finansowych oraz zapisów księgowych, jednak nie obejmowały, zgodnie z Umową i obowiązującymi standardami, badania sprawozdań finansowych lub *due diligence*. Tym samym Volante sp. z o.o. nie przyjmuje odpowiedzialności za dokładność i kompletność jakiejkolwiek otrzymanej od Spółki lub w jej imieniu informacji. W związku z czym nie wystawiono żadnych dodatkowych opinii z nimi związanych.

3. Wszelkie wnioski dotyczące wartości zawarte w Raporcie są oparte na faktach i danych dostępnych na Datę Wyceny. Przy dokonywaniu kalkulacji wartości Spółki nie zostały wzięte pod uwagę żadne wydarzenia ani okoliczności, poza opisanymi w Raporcie, które mogły mieć miejsce między Datą Wyceny a datą przekazania Raportu.

4. W analizie ujęto wszystkie istotne informacje znajdujące się w źródłach, które wymieniono w Raporcie jako źródła informacji. W niniejszej analizie nie uwzględniono żadnych dodatkowych informacji dotyczących Spółki, które pochodzą ze źródeł niewskazanych w niniejszym dokumencie.

5. Otrzymany wynik prac nie uwzględnia żadnych znaczących zdarzeń i nieujawnionych umów czy zobowiązań, w tym aktywów i zobowiązań pozabilansowych, o których istnieniu Volante sp. z o.o. w momencie sporządzania oszacowania nie wiedziało, lub co do których, z uwagi na ograniczony zakres informacji, nie było w stanie określić ryzyka z nimi związanego, a których ewentualne istnienie może mieć znaczący wpływ na wyniki prac.

6. W szczególności Raport może zawierać stwierdzenia będące ocenami, opisami planów, zamierzeń i projekcji odnoszącymi się do przyszłości. Volante sp. z o.o. nie deklaruje, że przedstawione oceny są uprawnione a plany, zamierzenia i projekcje zostaną w rzeczywistości osiągnięte. Odbiorca Raportu nie powinien polegać na przedstawionych ocenach, planach, opisach zamierzeń i projekcjach bez poddania ich dalszej niezależnej analizie. W każdym wypadku Odbiorca Raportu powinien polegać na własnych badaniach i analizach zmierzających do podjęcia decyzji inwestycyjnej.

7. Raport nie uwzględnia skutków wydarzeń i okoliczności, które mogły mieć miejsce lub informacji, które mogły zostać ujawnione po Dacie Wyceny. Volante sp. z o.o. nie gwarantuje, iż w przypadku, gdyby takie prace i badania były kontynuowane, ich efekt dla Raportu byłby istotny.

8. Raport został przygotowany wyłącznie na potrzeby Zamawiającego, które zostały opisane w Umowie i nie może być użyty, w całości lub w części, w celach innych niż ujęte w Umowie, bez pisemnej zgody Volante sp. z o.o. Raport stanowi całość i żadna jej część nie powinna być odczytywana, bądź interpretowana bez przeczytania całości Raportu, w szczególności zastrzeżeń i ograniczeń, w tym dotyczących warunków uzyskania dostępu.

9. Analizy, opinie i konkluzje zawarte w Raporcie są profesjonalnymi, bezstronnymi i obiektywnymi analizami, opiniami i konkluzjami osoby sporządzającej Raport i konkluzje zawarte w Raporcie są ograniczone jedynie przez przyjęte założenia oraz warunki ograniczające.

1. Ogólna charakterystyka przedsiębiorstwa

1.1. Podstawowe informacje o Spółce

Firma (nazwa):	**CZARNA GÓRA S.A.**
Forma prawna:	**Spółka akcyjna**
Adres:	**ul. Sienna 11** **57-550 Stronie Śląskie**
Data rejestracji Spółki:	**28 lutego 2002 r.**
Numer Rejestru:	**KRS 0000095948** – rejestr przedsiębiorców prowadzony przez w Sąd Rejonowy dla Wrocławia Fabrycznej we Wrocławiu, IX Wydział Gospodarczy KRS
NIP:	**8811003048**
REGON:	**890348343**
Kapitał zakładowy:	**19 430 600,00 zł**
Akcjonariusze:	Zgodnie ze sprawozdaniem finansowym na dzień 30 kwietnia 2024 roku, głównym akcjonariuszem jest spółka **Biała Woda sp. z o.o. posiadająca 94,32% akcji w kapitale podstawowym, zaś CGA Invest sp. z o.o. w restrukturyzacji posiada 2,91% akcji w kapitale podstawowym.**
Zarząd:	**Monika Garnier** – członek zarządu **Mateusz Herman** – członek zarządu
Rada nadzorcza:	**Stanisław Anioł** **Dorota Haczkiewicz** **Lech Kawecki**

1.2. Przedmiot działalności

Zgodnie z wyciągiem z KRS z dnia 2 października 2026 roku, przedmiotem działalności Spółki jest:

- **Pozostały transport lądowy pasażerski, gdzie indziej niesklasyfikowany (kod PKD: 49.39.Z) - przeważająca działalności Spółki;**
- Roboty związane z budową pozostałych obiektów inżynierii lądowej i wodnej, gdzie indziej niesklasyfikowane (kod PKD: 42.99.Z);
- Naprawa i konserwacja maszyn (kod PKD: 33.12.Z).

Zgodnie z informacjami zamieszczonymi na stronie internetowej Spółki[1] Czarna Góra S.A. to spółka prowadząca działalność związaną z zarządzaniem całorocznym ośrodkiem górskim, który znajduje się w masywie Śnieżnika w Sudetach Wschodnich, w województwie dolnośląskim.

[1] Strona internetowa https://czarnagora.pl/o-nas/, stan na dzień 14.05.2025.

Raport niniejszy stanowi całość i żadna jego część lub strona nie może być czytana i interpretowana bez zapoznania się z całością Raportu

Ośrodek oferuje szeroką gamę usług zarówno zimą, jak i latem. W sezonie zimowym dostępne są liczne trasy narciarskie o łącznej długości 14,7 km, w tym trasy oświetlone i wyposażone w system sztucznego naśnieżania, oraz wyciągi narciarskie, w tym nowoczesna kolej linowa Luxtorpeda. Z kolei latem ośrodek przyciąga turystów szlakami pieszymi oraz rowerowymi, oferując również takie atrakcje jak park linowy, spływy kajakowe czy zjeżdżalnię grawitacyjną. Czarna Góra S.A. posiada także rozbudowaną bazę noclegową, obejmującą hotele i pensjonaty o wysokim standardzie, a także kompleksy wellness. Spółka dynamicznie rozwija swoją infrastrukturę, inwestując w nowe obiekty oraz rozszerzając ofertę o dodatkowe atrakcje i usługi. Jej celem jest zapewnienie kompleksowej oferty turystycznej, przyciągającej zarówno miłośników sportów zimowych, jak i turystów preferujących aktywny wypoczynek latem.

1.3. Sytuacja finansowa

W poniższych tabelach przedstawiono rachunki zysków i strat oraz bilanse Spółki za okres od 1 maja 2021 roku do 31 lipca 2026 roku.

Rachunek zysków i strat Spółki za okres od 01.05.2021 do 31.07.2026 [tys. zł]

Rachunek zysków i strat	V.2021-IV. 2022	V.2022-IV. 2023	V.2023-IV. 2024	V.2024-IV. 2025	V.2025-IV. 2026	V-VII. 2026E
Przychody ze sprzedaży	**27 283**	**25 033**	**27 253**	**27 954**	**33 008**	**2 183**
od jednostek powiązanych	-	-	-	-	-	-
Przychody netto ze sprzedaży produktów	27 196	25 010	27 162	27 935	32 884	2 108
Zmiana stanu produktów	-	-	-	-	-	-
Koszt wytworzenia produktów na własne potrzeby jednostki	-	-	-	-	-	-
Przychody netto ze sprzedaży towarów i materiałów	88	23	91	19	124	75
Koszty działalności operacyjnej	**20 830**	**20 450**	**26 063**	**22 905**	**28 211**	**4 634**
Amortyzacja	2 598	2 561	2 626	2 847	2 826	347
Zużycie materiałów i energii	2 933	3 086	4 901	2 913	3 671	493
Usługi obce	11 372	10 238	12 173	9 855	11 249	1 868
Podatki i opłaty	828	930	1 204	798	997	206
Wynagrodzenia	2 124	2 241	3 385	3 606	5 781	1 341
Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	519	564	686	724	1 107	244
Pozostałe koszty rodzajowe	457	815	1 042	799	812	84
Wartość sprzedanych towarów i materiałów	-	14	46	1 363	1 769	50
Zysk (strata) netto ze sprzedaży	**6 453**	**4 583**	**1 189**	**5 048**	**4 797**	**(2 451)**
Pozostałe przychody operacyjne	1 069	2 102	1 407	4 266	1 846	368
Zysk z tytułu rozchodu niefinansowych aktywów trwałych	61	-	105	337	139	-
Dotacje	300	183	186	149	79	-
Aktualizacja wartości aktywów niefinansowych	26	55	-	3	4	0
Inne przychody operacyjne	682	1 864	1 116	3 777	1 625	368
Pozostałe koszty operacyjne	1 794	2 836	1 251	1 674	2 419	382
Strata z tytułu rozchodu niefinansowych aktywów trwałych	1 120	-	-	-	-	-
Aktualizacja wartości aktywów niefinansowych	14	-	-	-	-	-
Inne koszty operacyjne	660	2 836	1 251	1 674	2 419	382
Wynik na działalności operacyjnej	**5 728**	**3 849**	**1 345**	**7 640**	**4 224**	**(2 464)**
Przychody finansowe	9	1 224	1 222	916	853	-
Koszty finansowe	451	943	820	839	723	115
Wynik na działalności gospodarczej	**5 285**	**4 130**	**1 747**	**7 717**	**4 354**	**(2 579)**
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	-	-	-	-	-	-
Wynik brutto	**5 285**	**4 130**	**1 747**	**7 717**	**4 354**	**(2 579)**
Podatek dochodowy	1 101	936	425	1 445	-	-
Wynik netto	**4 184**	**3 194**	**1 322**	**6 272**	**4 354**	**(2 579)**

Źródło: opracowanie VOLANTE na podstawie danych przekazanych przez Spółkę.

Przychody Spółki w latach obrotowych zakończonych w okresie od 2022 do 2025 roku utrzymywały się na zbliżonym poziomie w przedziale od 25 do 27 mln zł, po czym w 2026 rok nastąpił wzrost do poziomu 33 mln zł. We wskazanym okresie dochodziło do znacznych zmian rentowności, która na poziomie EBITDA w 2022 roku wyniosła 30,5%, w 2024 roku zaledwie 14,6%, w 2025 roku wzrosła aż do 37,5% aby w 2026 spaść do 21,4%. Analiza okresu od 1 maja do 31 lipca 2026 roku nie pozwala na właściwą ocenę wyników Spółki, gdyż w przypadku turystyki górskiej największe przychody realizowane są w okresie I i IV kwartału.

Analiza zyskowności za okres od 01.05.2021 do 31.07.2026 [tys. zł]

Analiza zyskowności	V.2021-IV. 2022	V.2022-IV. 2023	V.2023-IV. 2024	V.2024-IV. 2025	V.2025-IV. 2026	V-VII. 2026E
Sprzedaż	27 283	25 033	27 253	27 954	33 008	2 183
Wynik ze sprzedaży	6 453	4 583	1 189	5 048	4 797	(2 451)
Marża na sprzedaży	*23,7%*	*18,3%*	*4,4%*	*18,1%*	*14,5%*	*-112,2%*
EBITDA	8 326	6 410	3 971	10 487	7 050	(2 117)
Marża EBITDA	*30,5%*	*25,6%*	*14,6%*	*37,5%*	*21,4%*	*-97,0%*
EBIT	5 728	3 849	1 345	7 640	4 224	(2 464)
Marża EBIT	*21,0%*	*15,4%*	*4,9%*	*27,3%*	*12,8%*	*-112,9%*
Zysk netto	4 184	3 194	1 322	6 272	4 354	(2 579)
Marża zysku neto	*15,3%*	*12,8%*	*4,9%*	*22,4%*	*13,2%*	*-118,1%*

Źródło: opracowanie VOLANTE na podstawie danych Spółki

Analiza struktury kosztów rodzajowych za okres od 01.05.2021 do 31.07.2026 [tys. zł]

Struktura kosztów rodzajowych	V.2021-IV. 2022	V.2022-IV. 2023	V.2023-IV. 2024	V.2024-IV. 2025	V.2025-IV. 2026	V-VII. 2026E
Amortyzacja	12,5%	12,5%	10,1%	12,4%	10,0%	7,5%
Zużycie materiałów i energii	14,1%	15,1%	18,8%	12,7%	13,0%	10,6%
Usługi obce	54,6%	50,1%	46,7%	43,0%	39,9%	40,3%
Podatki i opłaty	4,0%	4,5%	4,6%	3,5%	3,5%	4,5%
Wynagrodzenia	10,2%	11,0%	13,0%	15,7%	20,5%	28,9%
Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	2,5%	2,8%	2,6%	3,2%	3,9%	5,3%
Pozostałe koszty rodzajowe	2,2%	4,0%	4,0%	3,5%	2,9%	1,8%
Wartość sprzedanych towarów i materiałów	0,0%	0,1%	0,2%	5,9%	6,3%	1,1%

Źródło: opracowanie VOLANTE na podstawie danych Spółki

W badanym okresie koszty działalności operacyjnej ulegały niewielkim zmianom pod względem struktury z ciągłą przewagą wartości zużycia materiałów i energii, usług obcych i wynagrodzeń, które łącznie odpowiadały za około 76% kosztów Spółki.

Raport niniejszy stanowi całość i żadna jego część lub strona nie może być czytana i interpretowana bez zapoznania się z całością Raportu

Bilans Spółki – aktywa za okres od 01.05.2021 do 31.07.2026 [tys. zł]

Bilans - aktywa	V.2021-IV. 2022	V.2022-IV. 2023	V.2023-IV. 2024	V.2024-IV. 2025	V.2025-IV. 2026	V-VII. 2026E
Aktywa	**57 462**	**57 645**	**62 571**	**65 122**	**79 798**	**76 329**
Aktywa trwałe	**34 364**	**37 934**	**35 833**	**35 827**	**46 625**	**47 211**
Wartości niematerialne i prawne	-	-	21	6	6 794	6 794
Rzeczowe aktywa trwałe	29 331	29 712	26 349	28 716	32 296	32 882
Środki trwałe	28 672	27 234	25 642	27 862	28 622	30 849
grunty (w tym prawo wieczystego użytkowania)	311	311	311	311	311	311
budynki, lokale i obiekty inżynierii lądowej i wodnej	22 382	21 396	20 882	22 067	21 560	21 556
urządzenia techniczne i maszyny	4 970	4 736	4 000	3 442	4 525	5 061
środki transportu	1 008	740	409	2 015	1 666	1 660
inne środki trwałe	-	51	39	27	560	2 261
Środki trwałe w budowie	219	2 448	392	531	1 614	907
Zaliczki na środki trwałe w budowie	441	30	315	322	2 060	1 126
Należności długoterminowe	500	500	500	500	500	500
Inwestycje długoterminowe	4 377	7 250	8 456	6 361	6 668	6 668
udziały	-	100	100	100	205	205
udzielone pożyczki	4 377	7 150	8 356	6 261	6 463	6 463
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	155	472	506	244	367	367
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	145	462	498	236	236	236
Inne rozliczenia międzyokresowe	10	10	7	7	130	130
Aktywa obrotowe	**23 098**	**19 710**	**26 738**	**29 295**	**33 173**	**29 118**
Zapasy	199	67	96	121	136	374
Materiały	192	29	31	17	23	23
Półprodukty i produkty w toku	-	-	-	-	-	-
Produkty gotowe	-	-	-	-	-	-
Towary	7	37	66	105	102	350
Zaliczki na dostawy	-	0	-	-	11	1
Należności krótkoterminowe	4 732	8 768	17 576	15 620	18 795	15 752
Należności od jednostek powiązanych	2 334	4 938	8 674	12 735	12 323	11 540
Należności od pozostałych jednostek	2 399	3 830	8 902	2 885	6 472	4 212
z tytułu dostaw i usług	2 087	3 151	8 326	2 050	4 548	2 586
z tytułu podatków, dotacji, ceł, ubezp. społ.	141	374	476	694	870	1 085
inne	170	305	100	141	1 054	541
dochodzone na drodze sądowej	-	-	-	-	-	-
Inwestycje krótkoterminowe	17 334	10 108	8 276	12 754	12 910	12 026
środki pieniężne w kasie i na rachunkach	4 627	111	1	133	1 165	216
inne krótkoterminowe aktywa finnasowe	12 707	9 996	8 275	12 621	11 744	11 810
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	832	768	790	799	1 333	966

Źródło: opracowanie VOLANTE na podstawie danych Spółki.

Wśród aktywów Spółki na koniec lipca 2026 roku większy udział miały aktywa trwałe (61,9% udziału w aktywach ogółem), wśród których największą pozycję stanowiły rzeczowe aktywa trwałe. Wśród aktywów obrotowych największą pozycję stanowią należności od jednostek powiązanych (11 540 tys. zł; 39,6% udziału w aktywach obrotowych) oraz pożyczki udzielone podmiotom powiązanym (11 810 tys. zł; 40,6% udziału w aktywach obrotowych). Spółka zanotowała na ten dzień bardzo niski stan środków pieniężnych w kwocie 216 tys. zł.

Raport niniejszy stanowi całość i żadna jego część lub strona nie może być czytana i interpretowana bez zapoznania się z całością Raportu

Bilans Spółki – pasywa za okres od 01.05.2021 do 31.07.2026 [tys. zł]

Bilans - pasywa	V.2021-IV. 2022	V.2022-IV. 2023	V.2023-IV. 2024	V.2024-IV. 2025	V.2025-IV. 2026	V-VII. 2026E
Pasywa	**57 462**	**57 645**	**62 571**	**65 122**	**79 798**	**76 329**
Kapitał własny	**35 050**	**38 080**	**39 402**	**45 405**	**49 759**	**45 833**
Kapitał podstawowy	19 431	19 431	19 431	19 431	19 431	19 431
Kapitały zapasowy	7 057	12 826	16 020	17 342	17 342	17 342
Kapitał z aktualizacji wyceny	-	-	-	-	-	-
Pozostałe kapitały rezerwowe	2 794	2 794	2 794	2 794	2 794	2 794
Zysk (strata) z lat ubiegłych	1 585	(165)	(165)	(433)	5 838	8 845
Zysk (strata) netto	4 184	3 194	1 322	6 272	4 354	(2 579)
Odpisy z zysku netto w ciągu roku obrotowego	-	-	-	-	-	-
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	**22 412**	**19 565**	**23 169**	**19 717**	**30 039**	**30 496**
Rezerwy na zobowiązania	173	1 808	1 950	656	656	656
Rezerwa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	173	408	550	656	656	656
Rezerwa na świadczenia emerytalne i podobne	-	-	-	-	-	-
Pozostałe rezerwy	-	1 400	1 400	-	-	-
długoterminowe	-	1 400	1 400	-	-	-
krótkoterminowe	-	-	-	-	-	-
Zobowiązania długoterminowe	12 300	11 003	10 277	11 247	11 721	11 721
Wobec jednostek powiązanych	4 792	4 721	5 018	5 095	5 268	5 268
Wobec pozostałych jednostek	7 508	6 282	5 260	6 153	6 453	6 453
kredyty i pożyczki	6 781	5 556	3 822	3 189	4 614	4 614
inne zobowiązania finansowe	57	57	768	2 294	1 839	1 839
inne	670	670	670	670	-	-
Zobowiązania krótkoterminowe	7 963	4 967	9 341	6 229	15 852	16 527
Wobec jednostek powiązanych	2 375	294	4 139	3 816	4 934	4 962
Wobec pozostałych jednostek	5 588	4 673	5 202	2 413	10 918	11 565
kredyty i pożyczki	1 370	1 341	638	585	4 284	4 231
inne zobowiązania finansowe	-	-	-	-	-	-
z tytułu dostaw i usług	1 220	1 106	3 159	878	2 763	4 695
zaliczki otrzymane na dostawy	1	1	42	-	3	103
zobowiązania wekslowe	-	-	-	-	-	-
z tytułu podatków, dotacji, ceł, ubezp. społ.	2 491	2 043	1 171	787	1 198	1 363
z tytułu wynagrodzeń	95	105	129	161	252	373
inne	412	78	64	2	2 418	799
Fundusze specjalne	-	-	-	-	-	-
Rozliczenia międzyokresowe	1 976	1 786	1 601	1 584	1 810	1 592
Ujemna wartość firmy	-	-	-	-	-	-
Inne rozliczenia międzyokresowe	1 976	1 786	1 601	1 584	1 810	1 592
długoterminowe	1 776	1 593	1 407	1 258	1 205	1 373
krótkoterminowe	200	193	193	325	605	219

Źródło: opracowanie VOLANTE na podstawie danych Spółki.

Na ten sam dzień wśród pasywów należy zauważyć wysoki udział kapitałów własnych (60,0% wszystkich pasywów). Wśród zobowiązań oprocentowanych zauważyć należy długoterminowe zobowiązania wobec jednostek powiązanych w postaci pożyczek (5 268 tys. zł; 17,3% zobowiązań i rezerw na zobowiązania), a także zobowiązania oprocentowane wobec pozostałych jednostek (4 231 tys. zł; 13,9% zobowiązań i rezerw na zobowiązania). Wśród pozostałych zobowiązań istotnymi pozycjami są krótkoterminowe zobowiązania wobec jednostek powiązanych (4 962 tys. zł; 16,3% zobowiązań i rezerw na zobowiązania) oraz zobowiązania wobec pozostałych jednostek z tytułu dostaw i usług (4 231 tys. zł; 14,4% zobowiązań i rezerw na zobowiązania).

Raport niniejszy stanowi całość i żadna jego część lub strona nie może być czytana i interpretowana bez zapoznania się z całością Raportu

Wskaźniki sytuacji majątkowo-kapitałowej Spółki za okres od 01.05.2021 do 31.07.2026 [tys. zł]

Wskaźniki sytuacji majątkowo-kapitałowej	V.2021-IV. 2022	V.2022-IV. 2023	V.2023-IV. 2024	V.2024-IV. 2025	V.2025-IV. 2026	V-VII. 2026E
Suma bilansowa	57 462	57 645	62 571	65 122	79 798	76 329
Wzrost (spadek) sumy bilansowej	*14,1%*	*0,3%*	*8,5%*	*4,1%*	*22,5%*	*22,0%*
Wartość bilansowa spółki	35 050	38 080	39 402	45 405	49 759	45 833
Wzrost (spadek) wartości bilansowej spółki	*13,6%*	*8,6%*	*3,5%*	*15,2%*	*9,6%*	*16,3%*
Aktywa trwałe	34 364	37 934	35 833	35 827	46 625	47 211
Udział aktywów trwałych w aktywach ogółem	*59,8%*	*65,8%*	*57,3%*	*55,0%*	*58,4%*	*61,9%*
Aktywa obrotowe	23 098	19 710	26 738	29 295	33 173	29 118
Udział aktywów obrotowych w aktywach ogółem	*40,2%*	*34,2%*	*42,7%*	*45,0%*	*41,6%*	*38,1%*
Kapitał własny	35 050	38 080	39 402	45 405	49 759	45 833
Udział kapitału własnego w pasywach	*61,0%*	*66,1%*	*63,0%*	*69,7%*	*62,4%*	*60,0%*
Zobowiązania ogółem	22 412	19 565	23 169	19 717	30 039	30 496
Udział zobowiązań ogółem w pasywach	*39,0%*	*33,9%*	*37,0%*	*30,3%*	*37,6%*	*40,0%*
Kredyty i pożyczki	8 151	6 896	4 460	3 774	8 897	8 845
Udział kredytów i pożyczek w pasywach	*14,2%*	*12,0%*	*7,1%*	*5,8%*	*11,1%*	*11,6%*
Kapitał stały	49 126	50 676	51 086	57 911	62 685	58 926
Udział kapitału stałego w pasywach	*85,5%*	*87,9%*	*81,6%*	*88,9%*	*78,6%*	*77,2%*
Pokrycie aktywów trwałych kapitałem stałym	*143,0%*	*133,6%*	*142,6%*	*161,6%*	*134,4%*	*124,8%*
Kapitał obrotowy netto	17 310	14 844	21 343	26 556	21 651	17 334

Źródło: opracowanie VOLANTE na podstawie danych Spółki.

Podsumowując należy stwierdzić, że Spółka finansuje swoją działalność przede wszystkim z kapitałów własnych oraz racjonalnego zadłużenia oprocentowanego, zarówno wobec jednostek powiązanych, jak również pozostałych jednostek. Zastanawiające są przy tym wysokie salda z podmiotami powiązanymi, z jednej strony wykazane w należnościach, w inwestycjach krótkoterminowych, jak również w zobowiązaniach. Łączna udział należności, zobowiązań od i wobec jednostek powiązanych osiąga 39% wartości aktywów i 13% pasywów. Sytuację finansowo-majątkową na dzień 31 lipca 2026 roku należy uznać za umiarkowanie dobrą. Wynika to z faktu, że Spółka w latach 2022-2026 realizowała zyski, posiada strukturę finansowania zbliżoną do średniej rynkowej oraz jest właścicielem znaczącego majątku. Jednak prowadzone przez Spółkę rozliczenia z podmiotami powiązanymi uniemożliwiają jednoznaczną ocenę sytuacji majątkowej a środki pieniężne są niewielkie. Z powodów wskazanych powyżej należy przyjąć, że w przyszłości sytuacja Spółki może ulec istotnym zmianom. Wskazane zmiany, wraz ze zmianami na rynku oraz sytuacją majątkową jednostek powiązanych, mogą mieć duży wpływ na dalsze funkcjonowanie Spółki, stąd duże znaczenie będą miały podejmowane przez Zarząd działania mające na celu zamknięcie sald z podmiotami powiązanymi, jak również poprawy płynności.

Raport niniejszy stanowi całość i żadna jego część lub strona nie może być czytana i interpretowana bez zapoznania się z całością Raportu

1.4. Analiza otoczenia rynkowego

Zdaniem autora niniejszego raportu działalność rozpatrywanej Spółki związana jest z rynkiem turystyki górskiej w obrębie Sudetów.

W Polsce funkcjonuje około 290 ośrodków narciarskich (stacji z wyciągami), dysponujących łącznie ok. 759 wyciągami narciarskimi[2]. Znaczna część z nich zlokalizowana jest w Karpatach (m.in. Podhale, Beskidy), ale istotny segment stanowią Sudety na Dolnym Śląsku. W samych polskich Sudetach (woj. dolnośląskie) działa 46 stacji narciarskich, posiadających łącznie 143 wyciągi – największą z nich pod względem liczby wyciągów jest Zieleniec Ski Arena (31 wyciągów). Po czeskiej stronie granicy infrastruktura jest równie rozwinięta: w Republice Czeskiej istnieje ok. 316 ośrodków narciarskich z łączną liczbą blisko 943 wyciągów. Najważniejsze czeskie stacje skupione są w Sudetach Zachodnich (Karkonosze – m.in. rejon Szpindlerowego Młyna, Pecu pod Sněžkou, Harrachova) oraz w Sudetach Wschodnich (Jeseniky) i na Szumawie. Wielkość pojedynczych ośrodków w obu krajach jest zróżnicowana – tylko kilka oferuje ponad 15–20 km tras (największe to m.in. Szczyrk Mountain Resort czy Kasprowy Wierch w Polsce oraz Černá hora-Pec, Špindlerův Mlýn czy Klinovec w Czechach). Większość to średnie i mniejsze stacje, które coraz częściej przekształcają się w ośrodki całoroczne – oprócz sezonu narciarskiego działają latem (wyciągi dla turystów pieszych i rowerzystów, parki rowerowe, zjeżdżalnie górskie, parki linowe itp.).

Rynek ośrodków górskich jest w znacznym stopniu rozdrobniony, lecz można wskazać kilku głównych operatorów i właścicieli. W Polsce do ważnych podmiotów należą Polskie Koleje Linowe (PKL) – operator m.in. kolei linowych na Kasprowy Wierch, Gubałówkę czy Górę Żar – oraz Tatry Mountain Resorts (TMR) – spółka słowacka, która zainwestowała w Szczyrk Mountain Resort, a niedawno weszła także na rynek karkonoski. W Sudetach polskich kluczową rolę odgrywają lokalne spółki zarządzające popularnymi kurortami: Karpacz Ski Arena (dzierżawiąca tereny na Kopie w Karkonoszach i realizująca inwestycje wraz z samorządem), Sudety Lift (operator Ski Arena Szrenica w Szklarskiej Porębie) czy właściciele kompleksów Czarna Góra Resort (przedmiotowa Spółka) i Zieleniec Ski Arena. W Czechach natomiast oprócz TMR w Karkonoszach, istotnym graczem jest spółka SkiResort Černá hora – Pec zarządzająca połączonymi terenami narciarskimi w wschodnich Karkonoszach. Pojedyncze znane ośrodki (np. Dolní Morava Resort u podnóża Masywu Śnieżnika czy Skiareál Lipno w Szumawie) należą do prywatnych inwestorów, którzy konsekwentnie rozwijają infrastrukturę całoroczną. Dolní Morava to modelowy przykład ośrodka całorocznego – obok tras narciarskich działa tam m.in. słynna Sky Bridge 721 (najdłuższy pieszy most wiszący na świecie, otwarty w 2022 r.), ścieżka w obłokach, kolejki górskie i rozbudowana baza hotelowa.

Rynek turystyczny górskich kurortów stanowi ważną część gospodarki turystycznej obu krajów, generując wielomiliardowe obroty rocznie. Dokładne oszacowanie wartości nie jest proste z

[2] Skiresort.info, Ski lifts Poland, https://www.skiresort.info/ski-resorts/poland/

Raport niniejszy stanowi całość i żadna jego część lub strona nie może być czytana i interpretowana bez zapoznania się z całością Raportu

uwagi na rozproszenie danych, ale można posłużyć się przybliżeniami. Według analiz z 2018 r. Polacy wydawali nawet około 3 mld zł rocznie na wyjazdy narciarskie i związany ze sportami zimowymi sprzęt[3]. Obejmuje to koszty transportu, karnetów, noclegów, wyżywienia i zakupów ekwipunku. Biorąc pod uwagę inflację i wzrost ruchu turystycznego, obecnie kwota ta jest zapewne jeszcze wyższa. Całkowite wydatki krajowe na turystykę (wszystkie wyjazdy) w Polsce w 2023 r. wyniosły 53,4 mld zł i wzrosły o 19% rok do roku[4] – spory udział w tym mają właśnie wyjazdy krajowe w góry, zwłaszcza zimowe ferie i letnie pobyty wakacyjne. Struktura przychodów w górskich destynacjach rozkłada się na kilka głównych segmentów: noclegi (hotele, pensjonaty, kwatery prywatne), gastronomia (restauracje, bary przy stokach), usługi narciarskie i rekreacyjne (sprzedaż karnetów, szkółki narciarskie, wypożyczalnie sprzętu, przewodnicy, bilety wstępu na atrakcje) oraz handel detaliczny (lokalne produkty, pamiątki, sklepy sportowe). Szacuje się, że przeciętny weekendowy pobyt czteroosobowej rodziny w polskich górach zimą (z dojazdem i skipassami) kosztuje minimum 1500–2000 zł, z czego ok. połowę stanowią noclegi i wyżywienie. W przypadku tygodniowego urlopu wydatki rosną do ok. 3000 zł (ekonomiczna opcja zakwaterowania), a doliczając zakupy sprzętu i odzieży narciarskiej, roczny koszt hobby narciarskiego potrafi sięgnąć dodatkowo 1000–2000 zł na osobę. W Czechach dostęp do szczegółowych danych finansowych bywa ograniczony, ale również tam segment górski generuje znaczące przychody. Już same inwestycje infrastrukturalne w czeskich ośrodkach w jednym sezonie zimowym sięgnęły rekordowych 1,75 mld CZK (ok. 340 mln zł) – tyle zainwestowano przed sezonem 2024/25 w nowe wyciągi, systemy naśnieżania i bazę noclegową[5]. To pokazuje skalę nakładów, które muszą się zwrócić poprzez sprzedaż usług turystom. Można wnioskować, że roczna wartość rynku górskich ośrodków całorocznych w Czechach liczona jest w dziesiątkach miliardów koron (kilka miliardów złotych). Przychody dzielą się podobnie jak w Polsce na noclegi, gastronomię oraz usługi dodatkowe – czeskie stacje notują wpływy nie tylko ze skipassów, ale i z bogatej oferty letniej (np. biletów na atrakcje typu ścieżki w koronach drzew, wypożyczalni rowerów czy parków rozrywki na świeżym powietrzu).

Górskie regiony Polski i Czech cieszą się przede wszystkim popularnością wśród turystów krajowych. Według danych GUS w 2022 roku z turystycznych obiektów noclegowych na obszarach górskich Polski skorzystało 5,6 mln turystów, co stanowiło 16,3% wszystkich turystów nocujących w Polsce[6]. Zdecydowana większość z nich to Polacy – turyści zagraniczni stanowili jedynie 7,4% (411 tys.) tej grupy. Dla porównania, przed pandemią udział gości zagranicznych w polskich kurortach górskich był nieco wyższy (ok. 8–10% w sezonie zimowym 2019/2020) [7], jednak nadal dominują odwiedzający krajowi. W Sudetach polskich istotną grupę stanowią mieszkańcy pobliskich regionów: Dolnego Śląska, Śląska, Wielkopolski czy Mazowsza[7]. Z zagranicy najwięcej

[3] Mfind, *Polacy na nartach - miliardowy rynek*, 2018.

[4] TTG Polska, *GUS opublikował raport „Turystyka w 2023 r."*, 1 lipca 2024 roku, https://ttgpolska.pl/gus-opublikowal-raport-turystyka-w-2023-r

[5] CzechToursim, *Mountain resorts have maintained ski pass prices at last year's level and are ready to face the challenges of the weather thanks to investments in technology*, 19.11.2024, https://www.czechtourism.cz

[6] GUS, *Turystyka w 2022 r.*, 2023, https://stat.gov.pl/files/gfx/portalinformacyjny/pl/defaultaktualnosci/5494/1/20/1/turystyka_w_2022_r.pdf

[7] Polska Organizacja Turystyki, *Prawie 6 mln gości odwiedziło zimą regiony górskie*, 21.04.2022, https://www.pot.gov.pl/pl/nowosci/wiadomosci-z-pot/prawie-6-mln-gosci-odwiedzilo-zima-regiony-gorskie

Raport niniejszy stanowi całość i żadna jego część lub strona nie może być czytana i interpretowana bez zapoznania się z całością Raportu

VOLANTE

przyjeżdża tu Niemców (zwłaszcza w Karkonosze), Czechów i w mniejszym stopniu turystów z dalszych krajów. W czeskich górach trend jest podobny – rodowici Czesi stanowią trzon klienteli. Według badań ok. 25% Czechów uprawia narciarstwo zjazdowe (jeden z najwyższych odsetków na świecie)[8], co przekłada się na miliony krajowych wizyt w tamtejszych kurortach zimowych. Ruch zagraniczny w czeskich górach skupia głównie Niemców (Szumawa, Karkonosze zachodnie), Polaków (rejon Karkonoszy i Jesioników przy granicy) oraz Słowaków. Mimo to, w skali kraju udział górskich regionów w obsłudze gości zagranicznych jest umiarkowany – największym magnesem dla cudzoziemców pozostaje Praga. Przykładowo, w 2023 r. w Czechach odnotowano rekordowe ~22 mln turystów nocujących we wszystkich obiektach[9] , ale większość z nich koncentrowała się w metropoliach i miastach historycznych. Turystyka górska ma więc charakter głównie krajowy w obu państwach, z pewnym sezonowym napływem sąsiadów.

Zarówno w Polsce, jak i w Czechach ruch turystyczny w górach cechuje się wyraźną sezonowością dwuszczytową. Latem góry przyciągają wczasowiczów w okresie wakacyjnym (lipiec–sierpień), zaś zimą – miłośników sportów śnieżnych podczas ferii i świąteczno-noworocznego szczytu zimowego. Dane GUS pokazują, że w polskich obszarach górskich najwięcej turystów korzysta z noclegów w miesiącach letnich: w lipcu i sierpniu 2022 r. łącznie około 1,13 mln osób (ok. 32% rocznej liczby) zatrzymało się w górskich obiektach. Z kolei zimą duży ruch notowany jest w styczniu i lutym – pojedynczy miesiąc zimowy potrafi osiągnąć 500–600 tys. nocujących turystów (np. styczeń 2022 zbliżył się do 600 tys., niewiele ustępując sierpniowi). Warto podkreślić, że statystyki noclegów nie obejmują wycieczek jednodniowych, które zimą są częste (np. narciarze z pobliskich miejscowości wpadający na 1 dzień na stok). Według Polskiej Organizacji Turystycznej w samym sezonie zimowym 2021/22 polskie regiony górskie odwiedziło 5,8 mln osób, z czego 38% stanowili właśnie odwiedzający jednodniowi. Oznacza to, że rzeczywista liczba osób korzystających z oferty górskiej (choćby przez jeden dzień) jest znacznie wyższa niż wynika z danych o noclegach. W Sudetach udział ruchu zimowego jest bardzo wysoki – to ulubiony kierunek narciarzy z zachodniej Polski – ale latem również góry te przyciągają turystów spragnionych wędrówek (np. Karkonosze, Góry Stołowe) oraz kuracjuszy odwiedzających uzdrowiska sudeckie (Cieplice, Polanica, Kudowa). W Czechach analogicznie: szczyt lata (lipiec-sierpień) to okres masowych wyjazdów rodzinnych w Karkonosze, Jesioniki czy Beskidy Morawsko-Śląskie, zaś szczyt zimy (styczeń-luty) przynosi oblężenie stacji narciarskich. Dane czeskiej centrali turystycznej potwierdzają, że latem 2024 liczba gości w czeskich górach była o 5% wyższa niż rok wcześniej[10] – wskazuje to na przedłużenie trendu, w którym sezon letni w górach staje się równie ważny co zimowy. Ogólnie jednak sezonowość w górach jest nieco bardziej zrównoważona niż nad morzem – w górach poza dwoma szczytami (latem i zimą) występują także okresy średniego ruchu wiosną (majówka) i jesienią (długi weekend listopadowy, wyjazdy weekendowe na oglądanie jesiennych krajobrazów).

---

[8] Czech Radio, *First ski resorts open in Czechia, with high hopes for a good season*, 12.02.2024, https://english.radio.cz/first-ski-resorts-open-czechia-high-hopes-a-good-season-8836238

[9] Seznam Zpravy, *Česko loni přilákalo 22 milionů hostů. Jejich počet těsně překonal rok 2019*, 08.02.2024, https://www.seznamzpravy.cz/clanek/ekonomika-finance-cesko-loni-prilakalo-22-milionu-hostu-jejich-pocet-tesne-prekonal-rok-2019-245352

[10] Brygier W., *Wyniki badań turystów w Karkonoszach*, 2020, https://www.naszesudety.pl/wyniki-badan-turystow-w-karkonoszach.html

Raport niniejszy stanowi całość i żadna jego część lub strona nie może być czytana i interpretowana bez zapoznania się z całością Raportu

Mimo to, martwe miesiące (listopad, kwiecień) odznaczają się wyraźnym spadkiem frekwencji w obiektach górskich. Średnia długość pobytu turysty górskiego wynosi około 3–4 noclegi – zimą skraca się (wiele 2-3 dniowych wypadów), a latem nieco wydłuża (rodzinne urlopy tygodniowe).

Turyści odwiedzający ośrodki górskie mają zróżnicowane cele podróży, zależne od sezonu. Zimą dominują oczywiście sporty narciarskie: zjazdowe i snowboard (uprawiane przez znaczną część odwiedzających) oraz narciarstwo biegowe – zwłaszcza w Czechach bardzo popularne, ale i w Polsce zyskujące zwolenników (np. Jakuszyce w Górach Izerskich to centrum narciarstwa biegowego). Badania w Karkonoszach wykazały, że dla 90% turystów zimą główną aktywnością jest narciarstwo górskie lub biegowe. Ośrodki coraz częściej oferują też inne formy zimowej rekreacji: skitouring, kuligi, lodowiska, snowtubing czy après-ski (rozrywka po nartach). Latem prym wiedzie turystyka piesza – górskie wędrówki, zdobywanie szczytów, podziwianie przyrody. W badaniach letnich 90% ankietowanych w Karkonoszach wskazywało piesze wycieczki jako główny cel pobytu. Coraz większą rolę odgrywa również turystyka rowerowa: w wielu ośrodkach powstały trasy MTB i bike parki, które przyciągają kolarzy górskich (np. Singletracki Glacensis w Sudetach Środkowych, trasy Enduro Trails w Bielsku-Białej czy bike park w Szpindlerowym Młynie). Innym silnym trendem jest nastawienie na wellness i wypoczynek zdrowotny. Górskie kurorty rozwijają ofertę spa, basenów termalnych (Termy Cieplickie, Terma Bania w Białce, aquaparki przy hotelach) oraz usług typu well-being (joga na świeżym powietrzu, odnowa biologiczna, pobyty sanatoryjne). Szczególnie uzdrowiska sudeckie i karpackie (Polanica, Kudowa, Ustroń, Kołobrzeg – w Beskidach) promują się jako destynacje zdrowotne przez cały rok. Turyści coraz częściej oczekują w górach nie tylko aktywności fizycznej, ale i relaksu dla ciała i ducha. Warto wspomnieć, że wśród odwiedzających góry jest zauważalny podział na segmenty: rodziny z dziećmi (szukające atrakcji rodzinnych, bezpieczeństwa), młodzi dorośli (nastawieni na sport i przygodę, np. freeride, downhill), oraz seniorzy (ceniący walory krajobrazowe, kulturę lokalną, spokojniejsze formy spędzania czasu). Oferta ośrodków coraz bardziej stara się te preferencje łączyć – typowy całoroczny ośrodek ma dziś i szkółkę narciarską dla dzieci, i wypożyczalnię e-bike'ów dla aktywnych, i strefę spa czy punkt widokowy dla szukających wytchnienia.

Rynek górskich ośrodków turystycznych w obu krajach przechodził w ostatnich latach istotne zmiany, związane zarówno z czynnikami zewnętrznymi (pandemia, warunki pogodowe), jak i z ewolucją preferencji samych turystów. Liczba turystów po okresowym załamaniu w 2020 r. (lockdowny uniemożliwiły działalność stoków i hoteli) od 2021 systematycznie rośnie. Rok 2022 przyniósł w Polsce silne odbicie – liczba turystów nocujących w górach wzrosła o 43,5% względem 2021, zbliżając się już do poziomów sprzed pandemii. Zimą 2021/22 ruch w górach był tylko o ~8% niższy niż w przedcovidowym sezonie 2019/2020, a latem 2022 wiele górskich miejscowości odnotowało rekordowe oblężenie. W Czechach podobnie – sezon zimowy 2021/22 był bardzo udany dzięki zniesieniu obostrzeń, a latem 2022 padły rekordy frekwencji na szlakach. Kolejny rok 2023 i zimowy początek 2024 kontynuowały ten trend: w Polsce I kwartał 2024 przyniósł większą liczbę turystów niż I kw. 2019, a w Czechach w sezonie zimowym 2023/24 wiele ośrodków informowało o rekordowej sprzedaży karnetów. Generalnie można mówić o powrocie na ścieżkę wzrostu po okresie zapaści. Jednak struktura tego wzrostu ulega zmianom – szybciej rośnie ruch w sezonie letnim i w nietypowych okresach (np. wyjazdy poza głównym sezonem), co jest częściowo efektem odkrycia przez turystów uroków gór również poza zimą.

Raport niniejszy stanowi całość i żadna jego część lub strona nie może być czytana i interpretowana bez zapoznania się z całością Raportu

VOLANTE

Jednym z najsilniejszych kierunków rozwoju jest transformacja tradycyjnych stacji narciarskich w całoroczne resorty. Ośrodki inwestują w atrakcje letnie – zwłaszcza w infrastrukturę rowerową. Na przykład czeskie kurorty odnotowują największe wzrosty odwiedzalności tam, gdzie zbudowano rozbudowane trasy rowerowe i bike parki. W Polsce podobnie: Szczyrk czy Kasina Zdrój chwalą się kilkoma trasami downhilowymi, a Szklarska Poręba i Świeradów-Zdrój rozwijają sieć single-tracków. Ponadto popularne są letnie kolejki górskie (tzw. alpine coaster – np. w Krynicy, Karpaczu, Polanicy), parki linowe, zjeżdżalnie wodne przy hotelach czy organizowane latem festiwale w górach (kulturalne i sportowe). Dzięki temu wiele kurortów notuje już znaczącą frekwencję nawet w tzw. martwych dotąd miesiącach. Digitalizacja usług turystycznych to kolejny widoczny trend. Coraz więcej dzieje się online: sprzedaż karnetów i biletów przez internet (nierzadko z dynamicznym systemem cen – tańsze przy wcześniejszym zakupie), aplikacje mobilne dla narciarzy (mapy tras, śledzenie wyników, rezerwacje instruktorów) czy systemy informacji turystycznej w formie interaktywnych map i QR-kodów na szlakach. Pandemia przyspieszyła ten proces – turyści przywykli do planowania podróży cyfrowo. Co więcej, operatorzy ośrodków sięgają po Big Data do analiz ruchu turystycznego – przykładem jest badanie POT, które wykorzystało dane z logowań smartfonów, aby oszacować przepływy turystów w górach zimą. Taka analityka pozwala lepiej zarządzać ruchem (np. wykrywać, gdzie tworzą się zatory) i personalizować ofertę marketingową.

Bazując na obecnych trendach, perspektywy dla całorocznych ośrodków górskich zlokalizowanych w Sudetach w Polsce i Czechach rysują się optymistycznie. Zakłada się, że do 2030 roku liczba turystów odwiedzających góry będzie stopniowo rosła. Polska Organizacja Turystyczna i GUS wskazują na trwały wzrost krajowego ruchu turystycznego – w 2024 r. ogólna liczba turystów nocujących w Polsce osiągnęła rekordowe 38,8 mln, a prognozy przewidują dalsze przekraczanie poziomów sprzed pandemii. Jeśli góry utrzymają ~16% udział w tym rynku (jak w 2022), można szacować, że rocznie ok. 6–7 mln osób będzie korzystać z noclegów w polskich obszarach górskich w drugiej połowie dekady. Do tego dochodzą odwiedzający jednodniowi – ich liczba może sięgać kolejnych kilku milionów w sezonie zimowym i letnim. W Czechach, gdzie góry są równie popularne, całkowita roczna liczba turystów górskich (nocujących) może oscylować wokół 4–5 mln osób (na podstawie estymacji udziału regionów górskich w 22 mln krajowego ruchu). Wzrost ten będzie napędzany głównie przez turystów krajowych, ale spodziewany jest także stopniowy powrót zagranicznych gości. Jeśli sytuacja geopolityczna będzie stabilna, a promocja zadziała, to do 2030 r. udział cudzoziemców w polskich i czeskich kurortach górskich może wrócić do ~10% lub nieco więcej. Dotyczy to zwłaszcza klientów z bogatszych krajów ościennych (Niemcy, Skandynawia) szukających tańszej alternatywy dla Alp. Wartość rynku będzie rosła nie tylko wraz ze wzrostem liczby przyjazdów, ale i wydatków na osobę. Rosnące oczekiwania jakościowe sprawią, że turyści będą skłonni płacić więcej za lepszą usługę (np. luksusowe hotele, skipassy VIP, prywatne lekcje, spa). Uwzględniając umiarkowany realny wzrost cen i wolumenu, można przewidywać, że polski rynek turystyki górskiej w 2030 r. przekroczy 5 mld zł rocznie wartości bezpośredniej (wydatków turystów na miejscu), a czeski odpowiednio kilka miliardów złotych (kilkanaście mld CZK). Oczywiście wiele zależy od tego, czy nie wystąpią czynniki hamujące – np. kolejna globalna recesja lub zaostrzenie się skutków zmian klimatu. Niemniej, scenariuszem bazowym jest umiarkowany wzrost rzędu kilku procent rocznie w obu krajach.

Raport niniejszy stanowi całość i żadna jego część lub strona nie może być czytana i interpretowana bez zapoznania się z całością Raportu

Najbliższe lata prawdopodobnie ugruntują obserwowane trendy całoroczności. Nowe ośrodki będą powstawać sporadycznie – raczej w formie reaktywacji dawnych terenów (np. planowane przywrócenie małych stacji narciarskich w Sudetach, które upadły w przeszłości) niż zupełnie od zera, ze względu na ograniczenia środowiskowe. Główny nacisk położony zostanie na modernizację i rozbudowę istniejących kurortów. W Sudetach polskich do 2030 r. spodziewane jest zakończenie kluczowych inwestycji: Karpacz ma dysponować nowoczesną koleją gondolową na Kopę oraz poszerzonymi trasami, Szklarska Poręba być może zintegruje system karnetów z Świeradowem i Czarną Górą, tworząc atrakcyjną sieć dla narciarzy (na wzór czeskiego SkiResort Černá hora-Pec, który łączy kilka stacji jednym skipassem). W Czechach planuje się dalszą integrację ośrodków – realne jest powstanie wspólnych karnetów obejmujących całe pasma (np. jeden karnet na Karkonosze czeskie). Infrastruktura noclegowa będzie się rozwijać w kierunku jakości, nie tylko ilości. Możliwe jest powstanie nowych hoteli 4-5* w topowych miejscowościach (np. inwestorzy międzynarodowi coraz przychylniej patrzą na Zakopane czy Karpacz), a jednocześnie rozkwit apartamentów i kondominiów wakacyjnych zarządzanych przez profesjonalne podmioty. Standardem staną się rozbudowane centra SPA & wellness przy hotelach w górach, aby przyciągać gości poza sezonem narciarskim. Oferta rekreacyjna poszerzy się o nowinki technologiczne – np. wirtualne wspinaczki, symulatory narciarskie indoor, aplikacje AR prezentujące historię regionu podczas wędrówek (elementy tzw. cyfrowego przewodnika). Kontynuowany będzie trend eventowy: do kalendarza na stałe wejdą górskie festiwale muzyczne, zawody sportów ekstremalnych, biegi górskie czy zimowe festiwale śniegu, które wydłużają sezon i zwiększają wydatki turystów.

W horyzoncie kolejnych 5–7 lat może zmienić się nieco profil przeciętnego turysty górskiego. Pokolenie tzw. millennialsów i Gen Z, które wchodzi w wiek intensywnych podróży, przykłada dużą wagę do unikatowych doświadczeń, kontaktu z naturą i aktywności, ale jednocześnie do dostępności internetu i nowoczesnej infrastruktury. Można oczekiwać, że wzrośnie popyt na oferty „adventure & wellness" łączące wysiłek i relaks (np. obozy jogi w górach, biegi ultra połączone z odnową w spa). Starsi turyści, których również będzie więcej (starzenie się społeczeństw), będą poszukiwali komfortu, bezpieczeństwa i prozdrowotnych aspektów pobytu – stąd zapewne do 2030 r. uzdrowiska i sanatoria górskie przejdą renesans, unowocześniając swoją bazę i marketing. Klimat górski jest sprzymierzeńcem w leczeniu chorób cywilizacyjnych, co może być atutem marketingowym. Zmiany klimatyczne mogą wpłynąć też na preferencje: jeśli zimy będą mniej przewidywalne, część turystów przerzuci się np. na skitury i wędrówki zimowe (poza stokami), szukając bardziej naturalnych warunków w wyższych partiach gór, lub będzie wybierać zagraniczne wyjazdy w poszukiwaniu śniegu. To zmotywuje lokalne ośrodki do jeszcze silniejszego rozwijania atrakcji alternatywnych wobec narciarstwa (np. zimowe parki rozrywki ze sztucznym śniegiem, lodowe rzeźby, boiska do hokeja itp.). Ogólnie jednak przewiduje się, że góry pozostaną jednym z ulubionych kierunków wypoczynku – zarówno aktywnego, jak i spokojnego – a oferta będzie coraz bardziej kompleksowa i dopasowana do szerokiego spektrum potrzeb.

Analiza rynku całorocznych ośrodków górskich w Polsce, w tym w szczególności w Sudetach wskazuje, że sektor ten ma solidne podstawy i perspektywy wzrostu, pod warunkiem umiejętnego sprostania wyzwaniom. Najważniejsze obszary rozwoju to: infrastruktura i jakość usług – konieczne jest dalsze unowocześnianie wyciągów, tras i obiektów noclegowych, aby zwiększać

Raport niniejszy stanowi całość i żadna jego część lub strona nie może być czytana i interpretowana bez zapoznania się z całością Raportu

konkurencyjność i bezpieczeństwo (np. szybsze koleje linowe zmniejszają kolejki, a dośnieżanie gwarantuje sezon); całoroczna oferta – dywersyfikacja atrakcji na sezon zielony (wędrówki, rowery, atrakcje rodzinne) tak, aby uniezależnić przychody od pogody zimą; zrównoważony rozwój – prowadzenie inwestycji w sposób przyjazny środowisku i w dialogu ze społecznościami lokalnymi, co zapewni akceptację społeczną i zachowanie walorów przyrodniczych, które same w sobie są atutem przyciągającym gości. Wskazane kierunki rozwoju rynku w połączeniu z działaniami podejmowanymi przez Spółkę wskazują, że w przyszłości może ona liczyć na utrzymanie tendencji wzrostowej w zakresie przychodów ze sprzedaży.

Raport niniejszy stanowi całość i żadna jego część lub strona nie może być czytana i interpretowana bez zapoznania się z całością Raportu

2. Projekcja finansowa na lata 2026-2031

2.1. Założenia

Prezentowana niżej projekcja finansowa obejmuje okres od początku sierpnia 2026 roku do końca kwietnia 2031 roku. Projekcję w zakresie przychodów i zysków oparto na podstawie prognoz przekazanych przez Spółkę, historycznych danych wycenianej Spółki z okresu od 1 maja 2021 roku do końca lipca 2026, danych makroekonomicznych dla Polski, a także dodatkowych założeń własnych. Poniżej przedstawiono prognozy makroekonomiczne wykorzystywane przy projekcjach finansowych.

Co istotne, przekazana przez Spółkę projekcja przychodów i zysków obejmuje efekty planowanego połączenia ze spółką HIG sp. z o.o. zarówno w zakresie przychodów, jak i kosztów działalności – stanowi więc prognozę wyników skonsolidowanych. Co ważne, HIG sp. z o.o. świadczyła dotychczas usługi wyłącznie dla Spółki, a więc nie generowała przychodów zewnętrznych. Zgodnie z przekazanymi informacjami przez Spółkę wynik finansowy HIG sp. z o.o. w okresie prognozy byłby zbliżony do zera. W efekcie wpływ na wyniki Spółki również będzie w efekcie zbliżony do zera, jednak odzwierciedlony będzie w poszczególnych rodzajach kosztów, przede wszystkim w zakresie amortyzacji (zwiększenie), usług obcych (zmniejszenie) i wynagrodzeń (zwiększenie).

Dane historyczne za lata 2021-2024 rok i założenia makroekonomiczne na lata 2026-2031

Założenia makroekonomiczne	V.2024-IV. 2025	V.2025-IV. 2026	V-VII. 2026E	VIII.2026-IV.2027F	V.2026-IV. 2027F	V.2027-IV. 2028F	V.2028-IV. 2029F	V.2029-IV. 2030F	V.2030-IV. 2031F
Wzrost gospodarczy									
Wzrost PKB (r/r %)	2,90%	3,70%	3,70%	2,90%	2,90%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
Stopy procentowe									
Stopa referencyjna (%, średnio w okresie)	5,75%	3,75%	3,75%	3,25%	3,25%	3,25%	3,25%	3,25%	3,25%
WIBOR 3M (%, na koniec okresu)	5,84%	3,93%	3,93%	3,51%	3,51%	3,48%	3,48%	3,48%	3,48%
Inflacja									
CPI (r/r %, średnio w okresie)	3,60%	2,90%	2,90%	2,70%	2,70%	2,20%	2,20%	2,20%	2,20%
PPI (r/r %, średnio w okresie)	-6,70%	1,60%	1,60%	0,40%	0,40%	0,40%	0,40%	0,40%	0,40%
Płace brutto (r/r %)	13,70%	6,40%	6,40%	5,80%	5,80%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Stawka CIT	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%

Źródło: opracowanie VOLANTE na podstawie wskazanych źródeł.

Prognozy danych makroekonomicznych odnośnie do wzrostu PKB, kursów walut, stóp procentowych oraz inflacji CPI zostały zaczerpnięte z prognoz makroekonomicznych opublikowanych przez NBP[11] oraz Banku Pekao[12] w lipcu 2026 roku.

Poniżej w punktach zaprezentowano szczegółowe założenia do projekcji finansowej:

- Przychody ze sprzedaży Spółki dla okresu od 1 sierpnia 2026 roku do 30 kwietnia 2031 roku przyjęto na podstawie prognozy przekazanej przez Spółkę. Należy zaznaczyć, że przychody Spółki są umiarkowanie uzależnione od działań kontrahentów i ich skłonności do podejmowania decyzji inwestycyjnych oraz wprowadzania nowych usług turystycznych na rynek. Z

[11] https://nbp.pl/projekcja-inflacji-i-pkb-lipiec-2026/

[12] https://www.pekao.com.pl/analizy-makroekonomiczne/tabela-prognoz/prognozy-makroekonomiczne.html

Raport niniejszy stanowi całość i żadna jego część lub strona nie może być czytana i interpretowana bez zapoznania się z całością Raportu

tego powodu założono, że Spółką będzie w stanie skutecznie konkurować i utrzymać posiadany obecnie udział w rynku.

- Koszty działalności operacyjnej dla okresu prognozy również przyjęto zgodnie z danymi przekazanymi przez Spółkę. Zmian dokonano wyłącznie w zakresie amortyzacji, którą oszacowano na podstawie faktycznych odpisów amortyzacyjnych Spółki w stosunku do aktualnie posiadanych środków trwałych oraz przy uwzględnieniu prognozowanych nakładów inwestycyjnych (CapEx).
- W efekcie oszacowano rentowność na poziomie wyniku z działalności powiększoną o amortyzację (EBITDA), która na koniec roku obrotowego kończącego się w 2027 roku powinna wynieść 28,0% a następnie ustabilizuje się na poziomie 26,9% do końca kwietnia 2031 roku. Zgodnie z wynikami analiz przeprowadzonych przez A. Damodaran'a rentowność całego rynku sług związanych z rekreacją (ang. *Recreation*) na poziomie EBITDA w Europie kształtuje się w okolicach od 16,34%, co oznacza, że Spółka docelowo będzie osiągała rentowność wynoszącą znacznie powyżej wskazanej średniej.
- Przyjęto, że Spółka będzie ponosić nakłady inwestycyjne na środki trwałe w wysokości zbliżonej do amortyzacji historycznej z lat 2022-2026, którą pomniejszono o amortyzację dla inwestycji, które nie będą wymagały szybkiego odtworzenia, tj. kolej linowej wraz z urządzeniami oraz karczmy - w wysokości około 1 500 tys. zł rocznie.
- Poziom należności krótkoterminowych oszacowano oddzielnie dla podmiotów niepowiązanych i oparto go na uśrednionej rotacji z okresu od 1 maja 2021 do 30 kwietnia 2026 wynoszącej 49,3 dni. W efekcie docelowo Spółka na koniec kwietnia 2031 roku osiągnie poziom rotacji należności wynoszący 39,8 dnia, a więc na poziomie średniej dla rynku sług związanych z rekreacją (ang. *Recreation*) oszacowany przez A. Damodaran'a.
- W tożsamy sposób przyjęto poziom pozafinansowych zobowiązań krótkoterminowych, dla których średnia wyniosła 85 dni, a Spółka na koniec kwietnia 2028 roku osiągnie poziom rotacji zobowiązań równy 65,5 dnia będący średnią rotacji historycznej i wartości dla rynku sług związanych z rekreacją (ang. *Recreation*) oszacowany przez A. Damodaran'a wynoszącej 45,9 dnia. Wskazane założenie wynika z faktu dość powtarzalnego utrzymywania rotacji zobowiązań powyżej 80 dni.
- Wyłącznie w przypadku zapasów oparto się na średniej w całym okresie prognozy, gdyż wyniosła ona zaledwie 1,6 dnia i była znacznie niższa od średniej rynkowej.
- Przyjęto, że Spółka nie będzie osiągała pozostałych przychodów operacyjnych ani ponosiła pozostałych kosztów operacyjnych. Wskazane założenie wynika z faktu, że Spółka miała zrównoważone wartości tych dwóch pozycji, a więc nie mają one wpływu na wycenę.
- Założono, że Spółka nie będzie dokonywała wypłat dywidendy. Jednakże nie wpływa to na wycenę Spółki.
- Założono, że Spółka w dalszym ciągu ponosić będzie koszty, które nie są zaliczane do kosztów uzyskanych przychodów, a w konsekwencji efektywny podatek dochodowy w okresie prognozy wyniesie 20%.
- Przyjęto, że Spółka nie będzie dokonywała spłat zobowiązań krótkoterminowych do podmiotów powiązanych w kwocie 4 962 tys. zł ani nie uzyska spłat należności krótkoterminowych w kwocie 11 540 tys. zł z ich strony. Oznacza to jednak, że saldo wynikające z tych dwóch kwot w wysokości 6 578 tys. zł odniesione zostanie jako dodatkowa korekta wartości Spółki.

Raport niniejszy stanowi całość i żadna jego część lub strona nie może być czytana i interpretowana bez zapoznania się z całością Raportu

Przychody ze sprzedaży - prognoza na lata 2026-2031 [tys. zł]

Przychody	V.2024-IV. 2025	V.2025-IV. 2026	V.2026-IV. 2027F	V.2027-IV. 2028F	V.2028-IV. 2029F	V.2029-IV. 2030F	V.2030-IV. 2031F
Przychody ze sprzedaży							
Przychody netto ze sprzedaży towarów i usług	27 935	32 884	38 241	39 388	40 570	41 787	43 040
Zmiana stanu produktów	-	-	-	-	-	-	-
Przychody netto ze sprzedaży towarów i materiałów	19	124	107	110	113	117	120
Razem przychody ze sprzedaży	**27 954**	**33 008**	**38 348**	**39 498**	**40 683**	**41 904**	**43 161**
Zmiana r/r	2,6%	18,1%	16,2%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%

Prognoza dynamiki przychodów	V.2024-IV. 2025	V.2025-IV. 2026	V.2026-IV. 2027F	V.2027-IV. 2028F	V.2028-IV. 2029F	V.2029-IV. 2030F	V.2030-IV. 2031F
Oszacowanie dynamiki przychodów Spółki							
Wzrost PKB (r/r %)	*2,9%*	*3,7%*	*2,9%*	*3,0%*	*3,0%*	*3,0%*	*3,0%*
CPI (r/r %, średnio w okresie)	*3,6%*	*2,9%*	*2,7%*	*2,2%*	*2,2%*	*2,2%*	*2,2%*
Średnia dynamika rynkowa	***3,3%***	***3,3%***	***2,8%***	***2,6%***	***2,6%***	***2,6%***	***2,6%***
Historyczna dynamika przychodów Spółki	*2,6%*	*18,1%*					
Porównanie do średniej rynkowej	*0,79*	*5,48*	*5,78*	*1,15*	*1,15*	*1,15*	*1,15*
Prognozowana dynamika przychodów Spółki			***16,2%***	***3,0%***	***3,0%***	***3,0%***	***3,0%***

Źródło: opracowanie VOLANTE.

Koszty i rentowność działalności - prognoza na lata 2026-2031 [tys. zł]

Koszty		V.2024-IV. 2025	V.2025-IV. 2026	V.2026-IV. 2027F	V.2027-IV. 2028F	V.2028-IV. 2029F	V.2029-IV. 2030F	V.2030-IV. 2031F
Koszty działalności								
Amortyzacja	stałe	**2 847**	**2 826**	**4 183**	**4 519**	**4 680**	**4 834**	**4 768**
Zużycie materiałów i energii		**2 913**	**3 671**	**3 759**	**3 872**	**3 988**	**4 108**	**4 231**
Udział materiałów i energii w przychodach		*10,4%*	*11,2%*	*9,8%*	*9,8%*	*9,8%*	*9,8%*	*9,8%*
Usługi obce		**9 855**	**11 249**	**15 320**	**15 780**	**16 253**	**16 741**	**17 243**
Udział usług obcych w przychodach		*35,3%*	*34,1%*	*40,0%*	*40,0%*	*40,0%*	*40,0%*	*40,0%*
Podatki i opłaty	stałe	**798**	**997**	**1 031**	**1 062**	**1 094**	**1 126**	**1 160**
Wynagrodzenia	stałe	**3 606**	**5 781**	**6 414**	**6 607**	**6 805**	**7 009**	**7 219**
Udział wynagrodzeń w przychodach		*12,9%*	*17,6%*	*16,8%*	*16,8%*	*16,8%*	*16,8%*	*16,8%*
Świadczenia dla pracowników	stałe	**724**	**1 107**	**1 230**	**1 266**	**1 304**	**1 344**	**1 384**
Udział świadczeń do wynagrodzeń		*20,1%*	*19,1%*	*19,2%*	*19,2%*	*19,2%*	*19,2%*	*19,2%*
Pozostałe koszty rodzajowe		**799**	**812**	**837**	**862**	**888**	**914**	**942**
Udział pozostałych kosztów w przychodach		*2,9%*	*2,5%*	*2,2%*	*2,2%*	*2,2%*	*2,2%*	*2,2%*
Wartość sprzedanych towarów i materiałów	zmienne	**1 363**	**1 769**	**2 151**	**2 215**	**2 282**	**2 350**	**2 420**
Razem koszty		**22 905**	**28 211**	**34 924**	**36 183**	**37 293**	**38 426**	**39 367**
Wynik na sprzedaży		**5 048**	**4 797**	**3 424**	**3 316**	**3 390**	**3 477**	**3 793**
Wynik na sprzedaży / przychody ze sprzedaży		*18,1%*	*14,5%*	*8,9%*	*8,4%*	*8,3%*	*8,3%*	*8,8%*
Wynik na sprzedaży + amortyzacja		**7 896**	**7 623**	**7 606**	**7 834**	**8 069**	**8 312**	**8 561**

Źródło: opracowanie VOLANTE.

Raport niniejszy stanowi całość i żadna jego część lub strona nie może być czytana i interpretowana bez zapoznania się z całością Raportu

Kapitał pracujący - prognoza na lata 2026-2031 [tys. zł]

Kapitał pracujący	V.2024-IV. 2025	V.2025-IV. 2026	V.2026-IV. 2027F	V.2027-IV. 2028F	V.2028-IV. 2029F	V.2029-IV. 2030F	V.2030-IV. 2031F
Zapasy							
Rotacja zapasów	1,6	1,5	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6
Razem zapasy	**121**	**136**	**168**	**173**	**179**	**184**	**190**
Należności krótkoterminowe (bez jedn. powiązanych)							
Całkowity okres spływu należności	37,7	71,6	49,3	45,0	39,8	39,8	39,8
Razem należności krótkoterminowe	**2 885**	**6 472**	**5 179**	**4 870**	**4 433**	**4 566**	**4 703**
Zobowiązania pozafinansowe (bez jedn. powiązanych)							
Średni termin spłaty zobowiązań	42,4	130,9	85,0	65,5	65,5	65,5	65,5
Razem zobowiązania pozafinansowe	**1 828**	**6 634**	**5 379**	**4 266**	**4 394**	**4 526**	**4 662**
Zaliczki otrzymane na dostawy							
Średni termin rotacji zaliczek	-	0,0	-	-	-	-	-
Razem zaliczki	-	3	-	-	-	-	-
Cykl kowersji gotówki	**(3,2)**	**(57,9)**	**(34,1)**	**(18,8)**	**(24,1)**	**(24,1)**	**(24,1)**
Kapitał pracujący	**1 178**	**(30)**	**(32)**	**777**	**218**	**225**	**231**
Zmiana kapitału pracującego	**(3 214)**	**(1 208)**	**(2)**	**809**	**(559)**	**7**	**7**

Źródło: opracowanie VOLANTE.

Koszty i przychody finansowe - prognoza na lata 2026-2031 [tys. zł]

Koszty finansowe	V.2024-IV. 2025	V.2025-IV. 2026	V.2026-IV. 2027F	V.2027-IV. 2028F	V.2028-IV. 2029F	V.2029-IV. 2030F	V.2030-IV. 2031F
Wobec jednostek powiązanych							
Pożyczki	5 095	5 268	5 268	5 268	5 268	5 268	5 268
Wobec pozostałych jednostek							
Długoterminowe	5 483	6 453	6 453	6 453	6 453	6 453	6 453
Krótkoterminowe	585	4 284	4 231	4 231	4 231	4 231	4 231
Zadłużenie oprocentowane	**11 162**	**16 004**	**15 952**	**15 952**	**15 952**	**15 952**	**15 952**
Oprocentowanie (roczne)	7,84%	5,32%	5,51%	5,48%	5,48%	5,48%	5,48%
Średnioroczny WIBOR 3M	5,84%	3,93%	3,51%	3,48%	3,48%	3,48%	3,48%
Marża	2,00%	1,39%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Koszty odsetek	839	723	408	874	874	874	874
Razem koszty odsetek	**839**	**723**	**408**	**874**	**874**	**874**	**874**

Przychody finansowe	V.2024-IV. 2025	V.2025-IV. 2026	V.2026-IV. 2027F	V.2027-IV. 2028F	V.2028-IV. 2029F	V.2029-IV. 2030F	V.2030-IV. 2031F
Długoterminowe	6 261	6 463	6 463	6 463	6 463	6 463	6 463
Krótkoterminowe	12 621	11 744	11 810	11 810	11 810	11 810	11 810
Udzielone pożyczki	**18 883**	**18 208**	**18 273**	**18 273**	**18 273**	**18 273**	**18 273**
Oprocentowanie (roczne)	5,16%	4,60%	4,51%	4,48%	4,48%	4,48%	4,48%
Średnioroczny WIBOR 3M	5,84%	3,93%	3,51%	3,48%	3,48%	3,48%	3,48%
Marża	-0,68%	0,67%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Przychody z odsetek	916	853	275	818	818	818	818
Razem przychody z odsetek	**916**	**853**	**275**	**818**	**818**	**818**	**818**

Źródło: opracowanie VOLANTE.

Raport niniejszy stanowi całość i żadna jego część lub strona nie może być czytana i interpretowana bez zapoznania się z całością Raportu

Prognoza amortyzacji na lata 2026-2031 [tys. zł]

Nakłady inwestycyjne i amortyzacja		V.2024-IV. 2025	V.2025-IV. 2026	V.2026-IV. 2027F	V.2027-IV. 2028F	V.2028-IV. 2029F	V.2029-IV. 2030F	V.2030-IV. 2031F
Nakłady inwestycyjne na WNiP				-	-	-	-	-
Amortyzacja nowych WNiP								
Amortyzacja zakupów z 2027	25,0%			-	-	-	-	-
Amortyzacja zakupów z 2028	25,0%				-	-	-	-
Amortyzacja zakupów z 2029	25,0%					-	-	-
Amortyzacja zakupów z 2030	25,0%						-	-
Amortyzacja zakupów z 2031	25,0%							-
Razem amortyzacja nowych WNiP				-	-	-	-	-
Amortyzacja obecnych WNiP				1 110	1 480	1 480	1 480	1 244
AMORTYZACJA CAŁKOWITA WNiP				1 110	1 480	1 480	1 480	1 244
Wartość netto starych WNiP				5 684	4 204	2 724	1 244	-
Wartość netto nowych WNiP				-	-	-	-	-
Razem WNiP				5 684	4 204	2 724	1 244	-
Środki trwałe w budowie na początek okresu				907	907	-	-	-
Przyjęcie ŚT w budowie				-	907	-	-	-
Amortyzacja przyjętych ŚT w budowie	14,0%			-	63	127	127	127
ŚT w budowie na koniec okresu				907	-	-	-	-
Nakłady inwestycyjne na środki trwałe				500	1 500	1 500	1 500	1 500
Amortyzacja nowych środków trwałych								
Amortyzacja zakupów z 2027	14,0%			35	70	70	70	70
Amortyzacja zakupów z 2028	14,0%				105	210	210	210
Amortyzacja zakupów z 2029	14,0%					105	210	210
Amortyzacja zakupów z 2030	14,0%						105	210
Amortyzacja zakupów z 2031	14,0%							105
Razem amortyzacja nowych środków trwałych				35	175	385	595	805
Amortyzacja obecnych środków trwałych				2 691	2 800	2 688	2 632	2 592
Amortyzacja ŚT w budowie				-	63	127	127	127
AMORTYZACJA CAŁKOWITA ŚT				2 726	3 039	3 200	3 354	3 524
Wartość netto starych środków trwałych				34 361	31 561	28 873	26 240	23 648
Wartość netto nowych środków trwałych				465	1 790	2 905	3 810	4 505
Wartość netto przyjętych ŚT w budowie				-	843	716	589	463
RAZEM ŚRODKI TRWAŁE				34 826	34 194	32 494	30 640	28 616

Źródło: opracowanie VOLANTE.

Obecnie prowadzona działalność narażona jest na wiele czynników ryzyka, których realizacja może istotnie wpłynąć na realizację opracowanych prognoz. Należy mieć na względzie, iż zaistnienie wybranych czynników ryzyka może prowadzić nie tylko do ograniczenia skali prognozowanej działalności, ale również do braku możliwości uzyskania przyszłych korzyści finansowych. Jako jedne z najistotniejszych czynników ryzyka wskazać można:

Ryzyko rynkowe

1. Ryzyko innej niż oczekiwana dynamiki rynku docelowego.
2. Ryzyko szybszego od zakładanego tempa rozwoju przedsiębiorstw konkurencyjnych.

Ryzyko związane z kapitałem ludzkim

1. Ryzyko związane z odejściem kluczowych osób lub współpracowników.
2. Ryzyko presji na wzrost wynagrodzeń od obecnych oraz przyszłych współpracowników.

Raport niniejszy stanowi całość i żadna jego część lub strona nie może być czytana i interpretowana bez zapoznania się z całością Raportu

3. Ryzyko związane z brakiem zaangażowania osób kluczowych dla rozwoju przedsiębiorstwa.

Ryzyko finansowe

1. Ryzyko niekorzystnych zmian kursów walutowych.
2. Ryzyko długotrwałego utrzymania się inflacji ograniczającej wysokość wydatków konsumenckich, a w efekcie wydatki na wypoczynek.
3. Ryzyko braku spłaty zobowiązań przez jednostki powiązane.

Ryzyko prawne

1. Ryzyko niespełnienia określonych norm prawnych.
2. Ryzyko nieoczekiwanych zmian regulacji prawnych.

Raport niniejszy stanowi całość i żadna jego część lub strona nie może być czytana i interpretowana bez zapoznania się z całością Raportu

2.2. Prognozowane sprawozdania finansowe

Na podstawie powyższych szczegółowych założeń finansowych skonstruowane zostały sprawozdania finansowe pro-forma za okres od 1 sierpnia 2026 roku do końca kwietnia 2031 roku, które to przedstawiono w poniższych tabelach.

Prognoza rachunku zysków i strat Spółki na lata 2026-2031 (tys. zł)

Rachunek zysków i strat	VIII.2026-IV.2027F	V.2026-IV.2027F	V.2027-IV.2028F	V.2028-IV.2029F	V.2029-IV.2030F	V.2030-IV.2031F
Przychody ze sprzedaży	**36 271**	**38 454**	**39 608**	**40 796**	**42 020**	**43 281**
od jednostek powiązanych	-	-	-	-	-	-
Przychody netto ze sprzedaży produktów	36 133	38 241	39 388	40 570	41 787	43 040
Zmiana stanu produktów	-	-	-	-	-	-
Koszt wytworzenia produktów na własne potrzeby jednostki	107	107	110	113	117	120
Przychody netto ze sprzedaży towarów i materiałów	31	107	110	113	117	120
Koszty działalności operacyjnej	**30 290**	**34 924**	**36 183**	**37 293**	**38 426**	**39 367**
Amortyzacja	3 836	4 183	4 519	4 680	4 834	4 768
Zużycie materiałów i energii	3 266	3 759	3 872	3 988	4 108	4 231
Usługi obce	13 452	15 320	15 780	16 253	16 741	17 243
Podatki i opłaty	824	1 031	1 062	1 094	1 126	1 160
Wynagrodzenia	5 073	6 414	6 607	6 805	7 009	7 219
Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	985	1 230	1 266	1 304	1 344	1 384
Pozostałe koszty rodzajowe	752	837	862	888	914	942
Wartość sprzedanych towarów i materiałów	2 101	2 151	2 215	2 282	2 350	2 420
Zysk (strata) netto ze sprzedaży	**5 981**	**3 530**	**3 425**	**3 503**	**3 594**	**3 913**
Pozostałe przychody operacyjne	1 435	1 803	-	-	-	-
Zysk z tytułu rozchodu niefinansowych aktywów trwałych	-	-	-	-	-	-
Dotacje	-	-	-	-	-	-
Aktualizacja wartości aktywów niefinansowych	-	0	-	-	-	-
Inne przychody operacyjne	1 435	1 803	-	-	-	-
Pozostałe koszty operacyjne	1 109	1 491	-	-	-	-
Strata z tytułu rozchodu niefinansowych aktywów trwałych	-	-	-	-	-	-
Aktualizacja wartości aktywów niefinansowych	-	-	-	-	-	-
Inne koszty operacyjne	1 109	1 491	-	-	-	-
Wynik na działalności operacyjnej	**6 307**	**3 842**	**3 425**	**3 503**	**3 594**	**3 913**
Przychody finansowe	275	275	818	818	818	818
Koszty finansowe	293	408	874	874	874	874
Wynik na działalności gospodarczej	**6 288**	**3 709**	**3 370**	**3 447**	**3 538**	**3 858**
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	-	-	-	-	-	-
Wynik brutto	**6 288**	**3 709**	**3 370**	**3 447**	**3 538**	**3 858**
Podatek dochodowy	742	742	674	689	708	772
Wynik netto	**5 547**	**2 967**	**2 696**	**2 758**	**2 830**	**3 086**

Źródło: opracowanie VOLANTE.

Raport niniejszy stanowi całość i żadna jego część lub strona nie może być czytana i interpretowana bez zapoznania się z całością Raportu

Prognoza bilansu Spółki na lata 2026-2031 – aktywa (tys. zł)

Bilans - aktywa	VIII.2026-IV.2027F	V.2026-IV.2027F	V.2027-IV.2028F	V.2028-IV.2029F	V.2029-IV.2030F	V.2030-IV.2031F
Aktywa	**85 560**	**85 560**	**87 143**	**90 028**	**92 991**	**96 212**
Aktywa trwałe	**50 078**	**50 078**	**47 059**	**43 879**	**40 545**	**37 277**
Wartości niematerialne i prawne	5 684	5 684	4 204	2 724	1 244	-
Rzeczowe aktywa trwałe	36 859	36 859	35 320	33 620	31 766	29 742
Należności długoterminowe	500	500	500	500	500	500
Inwestycje długoterminowe	6 668	6 668	6 668	6 668	6 668	6 668
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	367	367	367	367	367	367
Aktywa obrotowe	**35 482**	**35 482**	**40 084**	**46 149**	**52 446**	**58 936**
Zapasy	168	168	173	179	184	190
Należności krótkoterminowe	15 564	14 526	13 282	12 005	11 381	10 836
Inwestycje krótkoterminowe	18 783	19 822	25 662	33 000	39 915	46 944
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	966	966	966	966	966	966

Źródło: opracowanie VOLANTE.

Prognoza bilansu Spółki na lata 2026-2031 – pasywa (tys. zł)

Bilans - pasywa	VIII.2026-IV.2027F	V.2026-IV.2027F	V.2027-IV.2028F	V.2028-IV.2029F	V.2029-IV.2030F	V.2030-IV.2031F
Pasywa	**85 560**	**85 560**	**87 143**	**90 028**	**92 991**	**96 212**
Kapitał własny	**57 018**	**57 018**	**59 714**	**62 471**	**65 302**	**68 388**
Kapitał podstawowy	19 431	19 431	19 431	19 431	19 431	19 431
Kapitały zapasowy	22 981	22 981	22 981	22 981	22 981	22 981
Kapitał z aktualizacji wyceny	-	-	-	-	-	-
Pozostałe kapitały rezerwowe	2 794	2 794	2 794	2 794	2 794	2 794
Zysk (strata) z lat ubiegłych	6 266	8 845	11 813	14 509	17 266	20 097
Zysk (strata) netto	5 547	2 967	2 696	2 758	2 830	3 086
Odpisy z zysku netto w ciągu roku obrotowego	-	-	-	-	-	-
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	**28 542**	**28 542**	**27 429**	**27 557**	**27 689**	**27 825**
Rezerwy na zobowiązania	656	656	656	656	656	656
Zobowiązania długoterminowe	11 721	11 721	11 721	11 721	11 721	11 721
Zobowiązania krótkoterminowe	14 573	14 573	13 460	13 588	13 720	13 855
Rozliczenia międzyokresowe	1 592	1 592	1 592	1 592	1 592	1 592

Źródło: opracowanie VOLANTE.

Raport niniejszy stanowi całość i żadna jego część lub strona nie może być czytana i interpretowana bez zapoznania się z całością Raportu

Prognoza rachunku przepływów pieniężnych Spółki na lata 2026-2031 (tys. zł)

Rachunek przepływów pieniężnych	VIII.2026-IV.2027F	V.2026-IV.2027F	V.2027-IV.2028F	V.2028-IV.2029F	V.2029-IV.2030F	V.2030-IV.2031F
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej						
Zysk netto	5 547	2 967	2 696	2 758	2 830	3 086
Korekty	(3 345)	1 835	4 700	6 136	5 641	5 498
Amortyzacja	3 836	4 183	4 519	4 680	4 834	4 768
Zyski (straty) z tytułu różnic kursowych	-	-	-	-	-	-
Odsetki i udziały w zyskach (dywidendy)	18	133	56	56	56	56
Zysk (strata) z działalności inwestycyjnej	-	-	-	-	-	-
Zmiana stanu rezerw	-	-	-	-	-	-
Zmiana stanu zapasów	206	(32)	(5)	(5)	(5)	(6)
Zmiana stanu należności	187	4 269	1 244	1 277	624	544
Zmiana stanu niefinansowych zobow. krótkoterm.	(1 954)	(1 228)	(1 113)	128	132	136
Zmiana stanu rozliczeń międzyokresowych	-	149	-	-	-	-
Inne korekty	(5 639)	(5 639)	-	-	-	-
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	**2 201**	**4 803**	**7 396**	**8 893**	**8 471**	**8 584**
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej						
Wpływy	275	275	3 180	2 707	2 330	2 027
Przychody ze sprzedaży aktywów pozafin.	-	-	-	-	-	-
Przychody ze sprzedaży aktywów finansowych	-	-	-	-	-	-
Odsetki i inne zyski finansowe	275	275	818	818	818	818
Inne wpływy inwestycyjne	-	-	2 362	1 890	1 512	1 209
Wydatki	(1 064)	(2 063)	(1 500)	(1 500)	(1 500)	(1 500)
Nakłady inwestycyjne (CapEx)	(1 064)	(1 997)	(1 500)	(1 500)	(1 500)	(1 500)
Zakup aktywów finansowych	-	-	-	-	-	-
Inne	-	(66)	-	-	-	-
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej	**(789)**	**(1 788)**	**1 680**	**1 207**	**830**	**527**
Przepływy pieniężne z działalności finansowej						
Wpływy	123	123	368	368	368	368
Wpływy do kapitału własnego	-	-	-	-	-	-
Kredyty i pożyczki	123	123	368	368	368	368
Z tytułu umów leasingu finansowego	-	-	-	-	-	-
Wydatki	5 223	3 709	(1 241)	(1 241)	(1 241)	(1 241)
Zmiany w kapitałach	5 639	4 291	-	-	-	-
Inne	-	-	-	-	-	-
Spłaty kredytów i pożyczek	-	(52)	-	-	-	-
Z tytułu umów leasingu finansowego	(123)	(123)	(368)	(368)	(368)	(368)
Odsetki	(293)	(408)	(874)	(874)	(874)	(874)
Przepływy pieniężne z działalności finansowej	**5 346**	**3 831**	**(874)**	**(874)**	**(874)**	**(874)**
Razem przepływy środków pieniężnych	**6 757**	**6 846**	**8 202**	**9 227**	**8 427**	**8 238**
Środki pieniężne na początek okresu	216	1 165	8 012	16 214	25 441	33 869
Środki pieniężne na koniec okresu	6 973	8 012	16 214	25 441	33 869	42 107

Źródło: opracowanie VOLANTE.

Raport niniejszy stanowi całość i żadna jego część lub strona nie może być czytana i interpretowana bez zapoznania się z całością Raportu

3. Wycena przedsiębiorstwa metodą dochodową

3.1. Metodyka

Dochodowa metoda wyceny za pomocą zdyskontowanych przepływów pieniężnych (*Discounted Cash Flow*, DCF) zakłada wycenę przedsiębiorstwa w oparciu o bieżącą wartość wolnych przepływów pieniężnych, które według oczekiwań zostaną wygenerowane przez przedsiębiorstwo w przyszłości.

Wolne przepływy pieniężne są jedną z miar wyników finansowych przedsiębiorstwa, a oblicza się je jako różnicę pomiędzy przepływami pieniężnymi z działalności operacyjnej a nakładami inwestycyjnymi. Wolne przepływy pieniężne reprezentują gotówkę, jaką dane przedsiębiorstwo jest w stanie wygenerować ze swojej podstawowej działalności (działalności operacyjnej) po poniesieniu nakładów związanych z odtworzeniem lub powiększeniem swoich środków produkcji.

We współczesnych finansach wolne przepływy pieniężne odgrywają kluczową rolę. To właśnie one a nie sam zysk netto są wykorzystywane do oceny analizy działalności przedsiębiorstwa, do oceny projektów inwestycyjnych przedsiębiorstwa, a także do wyceny całych przedsiębiorstw. Natomiast zyski są tylko miarą księgową wyników firmy i nie prezentują prawdziwych korzyści jakie osiąga przedsiębiorstwo.

W celu dokonania analizy wartości na podstawie historycznych wyników przedsiębiorstwa, jego obecnej działalności oraz założeń przyjętych dla kilkuletnich prognoz finansowych, przeprowadza się następujące kroki:

1. Określenie przewidywanych wielkości przepływów pieniężnych w okresie objętym prognozami.
2. Zdyskontowanie tych wielkości do wartości na dzień analizy (NPV) przy użyciu stopy dyskonta uwzględniającej relatywne ryzyko osiągnięcia tych przepływów oraz wartości pieniądza w czasie.
3. Określenie wartości rezydualnej, rozumianej jako wartość na dzień analizy przepływów pieniężnych po okresie objętym prognozami.
4. Dodanie wartości rezydualnej do wartości NPV.

Wartość aktywów nieoperacyjnych, przykładem których mogą być niezagospodarowane środki pieniężne czy nieruchomości (jeśli takie istnieją), koryguje w górę wartość wycenianego podmiotu, ze względu na fakt, że aktywa te nie generują dla przedsiębiorstwa bezpośrednio przychodów operacyjnych i są zbędne dla jego bieżącej działalności. Natomiast zadłużenie skoryguje w dół wartość wycenianego przedsiębiorstwa.

Raport niniejszy stanowi całość i żadna jego część lub strona nie może być czytana i interpretowana bez zapoznania się z całością Raportu

Poniżej znajduje się praktyczna definicja **wolnych przepływów pieniężnych**:

	EBIT (zysk operacyjny)
minus:	*Podatek dochodowy*
równa się	*NOPLAT (zysk operacyjny netto po korektach)*
plus:	*Amortyzacja*
minus:	*Wzrost kapitału obrotowego netto*
plus:	*Inne pozycje niepieniężne*
minus:	*Nakłady inwestycyjne*
	Wolne przepływy pieniężne

Dla właściwej oceny wartości dochodowej przedsiębiorstwa niebagatelne znaczenie ma prawidłowe określenie stopy dyskonta. ***Stopa dyskontowa*** ma postać stawki procentowej, która odzwierciedla wartość pieniądza w czasie oraz ryzyko związane z prowadzeniem działalności operacyjnej.

Stopa ta nazywana średnim ważonym kosztem kapitału (*Weighted Average Cost of Capital*, WACC), jest obliczana jako średnia ważona oczekiwanego kosztu kapitału dłużnego i kapitału własnego przy uwzględnieniu szacowanej struktury kapitałowej przedsiębiorstwa.

Ogólna formuła stosowana przy obliczaniu WACC przedstawia się następująco:

$$WACC = Kd * (d\%) + Ke * (e\%)$$

gdzie:

WACC:	*Weighted Average Cost of Capital*
Kd:	*koszt kapitału dłużnego po uwzględnieniu efektu podatkowego*
d%:	*poziom kapitału dłużnego jako procent sumy kapitałów własnych i kapitału dłużnego ("kapitał zainwestowany")*
Ke:	*stopa zwrotu na kapitale własnym*
e%:	*kapitały własne jako procent sumy kapitału własnego i kapitału dłużnego*

Przy obliczaniu wymaganej nominalnej stopy zwrotu na kapitałach własnych Ke wykorzystaliśmy tzw. Capital Asset Pricing Model. Przy zastosowaniu tego modelu koszt kapitału własnego wynosi:

$$Ke = Rf + \beta*(Rm - Rf) + Rs$$

gdzie:

Rf:	*stopa zwrotu z papierów wartościowych pozbawionych ryzyka*
β:	*beta, systematyczne ryzyko firmy*
(Rm-Rf):	*premia za ryzyko rynkowe*
Rs:	*premia za kapitalizację*

Raport niniejszy stanowi całość i żadna jego część lub strona nie może być czytana i interpretowana bez zapoznania się z całością Raportu

VOLANTE

3.2. Oszacowanie stopy dyskontowej

W poniższej tabeli szczegółowo przedstawiliśmy kalkulację stopy dyskontowej dla CZARNA GÓRA S.A. na dzień 31 lipca 2026 roku.

Oszacowanie stopy dyskontowej dla Spółki na dzień 31 lipca 2026 roku

Oszacowanie stopy dyskontowej	Wartość	Źródło
Docelowa struktura kapitału Spółki D/E	**26,09%**	prof. A. Damodaran (Recreation), styczeń 2026
Docelowa struktura kapitału Spółki D/(D+E)	**20,69%**	
Stopa wolna od ryzyka	5,78%	Rentowność 10-letnich obligacji skarbowych na dzień 31.07.2026 (stooq.pl)
Marża ponad stopę wolną od ryzyka	3,00%	Szacunki własne
Koszt długu przed opodatkowaniem	8,78%	
Efektywna stopa podatkowa	20,00%	Efektywna stopa podatkowa Spółki
Koszt długu wraz z tarczą podatkową	**7,03%**	
Stopa wolna od ryzyka	5,78%	
Beta odlewarowana	0,85	prof. A. Damodaran (Recreation), styczeń 2025
Beta zlewarowana	1,03	
Premia za ryzyko rynkowe	5,35%	prof. A. Damodaran, Total Equity Risk Premium, lipiec 2026
Premia za kapitalizację	7,07%	Research Commissioned by Duff & Phelps LLC.
Koszt kapitału własnego	**18,35%**	
Średni ważony koszt kapitału (WACC)	**16,01%**	

Oszacowanie premii za kapitalizację	Wartość	Źródło
Przychód w tys. PLN	**33 008**	Sprawozdanie finansowe za 2025/2026 r.
Kurs EUR/PLN	4,243	NBP, średni kurs w 2025 roku
Przychód w mln EUR	7,78	Przychód w mln EUR
Premia za kapitalizację	**7,07%**	Research Commissioned by Duff & Phelps LLC. 2019

Oszacowanie ryzyka	Beta	D/E
Recreation	0,85	26,09%

D/E – dług do kapitału własnego;
D/(D+E) – dług do kapitału zainwestowanego;
prof. A. Damodaran – ekspert w zakresie wyceny przedsiębiorstw, przedstawia on zbiorcze informacje o istotnych parametrach obliczonych przez niego do wyceny przedsiębiorstw z różnych sektorów. W niniejszej wycenie wykorzystano obliczone przez niego parametry dla rynku rekreacji (ang. *Recreation*) w Europie oraz premię za ryzyko rynkowe dla Polski – dane za 2025 rok opublikowane w styczniu 2026 roku;
Beta odlewarowana – beta przy założeniu braku długu;
Beta zlewarowana – beta uwzględniająca zadłużenie;
Research Commissioned by Duff & Phelps LLC – analiza premii za ryzyko w zależności od wielkości spółki dla rynku europejskiego zrealizowane przez Rotterdam School of Management, Erasmus University w marcu 2019 r. na zlecenie Duff & Phelps LLC (w poniższej wycenie wykorzystano analizę premii za kapitalizację w porównaniu do przychodów ze sprzedaży w euro z wykorzystaniem wygładzonego modelu liczenia premii – Smoothed Premium = 13,421% - 3,981% * Log(Sales) + 0,473% * Log(Sales)^2 -0,02%* Log(Sales)^3.

Źródło: opracowanie VOLANTE.

W wyniku przeprowadzonych obliczeń otrzymaliśmy **stopę dyskonta w wysokości 16,01%.**

3.3. Oszacowanie wartości dochodowej

Na podstawie przeprowadzonych projekcji finansowych wykonano obliczenia wartości dochodowej Spółki, zgodnie z procedurą przedstawioną w punkcie 3.1.

Zdyskontowane przepływy pieniężne w okresie prognozy (od 1 sierpnia 2026 r. do 30 kwietnia 2031 r.) są dodatnie i wynoszą łącznie 24 574 tys. zł. Niższą wartość w wysokości 15 247 tys. zł osiągnęła wartość rezydualna, czyli zdyskontowana wartość CZARNA GÓRA S.A. na koniec ostatniego roku prognozy. Suma tych wartości określa wartość Spółki przed korektami i wynosi 39 820 tys. zł.

Dokonano korekty o wartość inwestycji finansowych Spółki (uwzględniających połączenie z HIG sp. z o.o.):

- + 13 543 tys. zł, na które się składa się wartość krótkoterminowych inwestycji finansowych w postaci środków pieniężnych oraz udzielonych pożyczek na koniec lipca 2026 roku;
- + 6 668 tys. zł, na które się składa się wartość długoterminowych inwestycji finansowych w postaci udzielonych pożyczek na koniec lipca 2026 roku;
- - 24 257 tys. zł, na które się składa się wartość zobowiązań oprocentowanych w postaci kredytów i pożyczek na koniec lipca 2026 roku.

Uwzględniono dodatkowo korektę o kwotę +4 248 tys. zł, stanowiącą różnicę pomiędzy należnościami i zobowiązaniami Spółki w stosunku do podmiotów powiązanych. Kwoty te uznano bowiem za aktywa i pasywa nieoperacyjne.

Ponieważ przedmiotem wyceny jest łącznie 94,32% akcji w kapitale podstawowym Spółki nie dokonano żadnych korekt (dyskonta) z tytułu udziałów mniejszościowych.

Aby uzupełniająco oszacować wartość Spółki, odzwierciedlającą fakt braku płynności udziałów utrudniający ich zbywalność, zastosowano dodatkowe dyskonto związane z inwestycją w Spółkę. Do oszacowania wysokości dyskonta z tytułu niższej płynności zastosowano następujące równanie zaproponowane przez A. Damodaran'a[13]:

$$ID = 0{,}145 - 0{,}0022 lnRev - 0{,}015\, DERN - 0{,}016 \frac{Cash}{Firm\ Value},$$

gdzie:

Rev	– przychody spółki w mln USD,
DERN	– przyjmuje wartość 0 dla zysku netto równego lub mniejszego od 0 i 1 dla zysku netto większego od 0,
Cash	– gotówka i jej ekwiwalenty,
Firm Value	– wartość spółki oszacowana wybraną metodą (przed korektami).

[13] Damodaran, A., *The Cost of Illiquidity*, https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/country/illiquidity.pdf

Raport niniejszy stanowi całość i żadna jego część lub strona nie może być czytana i interpretowana bez zapoznania się z całością Raportu

Zastosowaną miarą płynności spółek notowanych na giełdzie jest bid-ask spread. Przedstawiony model powstał w oparciu o regresję spreadu oraz przychodów, zysku netto i gotówki wyrażonej w procentach wartości firmy. Dyskonto z tytułu niższej płynności pozwala skorygować wartość spółki do ceny osiągniętej podczas realnej transakcji kupna/sprzedaży wycenianej firmy.

Należy zaznaczyć, że wartość przed korektą z tyt. płynności ma zastosowanie w przypadku wyceny akcji w skonsolidowanej wycenie, gdyż brana jest pod uwagę ostateczna korekta dla całego pakietu akcji głównego udziałowca przedmiotowej Spółki.

Szczegółowe wyliczenia przedstawiono w poniższych tabelach.

Zdyskontowane przepływy pieniężne Spółki w okresie prognozy oraz znormalizowany przepływ pieniężny po okresie prognozy (tys. zł)

Przepływy pieniężne	Okres zerowy	VIII.2026-IV.2027F	V.2027-IV. 2028F	V.2028-IV. 2029F	V.2029-IV. 2030F	V.2030-IV. 2031F	Przepływy rezydualne
Zysk netto		**5 547**	**2 696**	**2 758**	**2 830**	**3 086**	**3 086**
Koszty finansowe - przychody finansowe		18	56	56	56	56	56
Korekta podatkowa		(4)	(11)	(11)	(11)	(11)	(11)
Zysk operacyjny netto po korektach (NOPLAT)		**5 561**	**2 740**	**2 802**	**2 875**	**3 131**	**3 131**
Amortyzacja		3 836	4 519	4 680	4 834	4 768	1 500
Zmiany w kapitale obrotowym		(1 561)	126	1 400	751	675	675
Zmiany w innych pozycjach bilansowych		-	-	-	-	-	-
Wolne przepływy pieniężne z działaln. operac. (CFFO)		**7 836**	**7 385**	**8 882**	**8 460**	**8 573**	**5 305**
Nakłady inwestycyjne (CapEx)		(1 064)	(1 500)	(1 500)	(1 500)	(1 500)	(1 500)
Wolne przepływy pieniężne (FCFF)		**6 772**	**5 885**	**7 382**	**6 960**	**7 073**	**3 805**
Stopa dyskontowa - koszt kapitału		*16,01%*	*16,01%*	*16,01%*	*16,01%*	*16,01%*	*16,01%*
Współczynnik dyskontowy	1,000	0,956	0,824	0,711	0,613	0,528	0,528
Zdyskontowane wolne przepływy pieniężne	-	**6 477**	**4 852**	**5 246**	**4 264**	**3 735**	
Wartość obecna przepływów pieniężnych (NPV)	**24 574**						
Jako % wartości firmy	62%						

Źródło: opracowanie VOLANTE.

Wyliczenie wartości rezydualnej Spółki (tys. zł)

Wartość rezydualna		
Wartość rezydualna		
Znormalizowany wolny przepływ pieniężny (FCFF)		3 805
Wartość rezydualna - stopa wzrostu	2,5%	28 873
Zdyskontowana wartość rezydualna		**15 247**
Jako % wartości firmy		38%

* Przyjęto wzrost przepływów pieniężnych po roku 2029 w wysokości 2,5% rocznie, czyli na poziomie długoterminowego celu inflacyjnego przyjętego przez Radę Polityki Pieniężnej.
Źródło: opracowanie VOLANTE.

Oszacowanie wysokości dyskonta z tytułu płynności

Kalkulacja dyskonta z tytułu płynności	Wartość	Źródło
Przychód w tys. PLN	**33 008**	Sprawozdanie finansowe za 2025/2026 r.
Kurs USD/PLN	3,7544	NBP, średni kurs USD w 2025 roku
Przychód w mln USD	8,79	Przychód w mln USD
Dyskonto z tytułu płynności	11,98%	

Źródło: opracowanie VOLANTE.

Raport niniejszy stanowi całość i żadna jego część lub strona nie może być czytana i interpretowana bez zapoznania się z całością Raportu

Wyliczenie wartości dochodowej Spółki (tys. zł)

Wyliczenie wartości dochodowej Przedsiębiorstwa		
Wartość firmy		**39 820**
Zobowiązania finansowe		(24 257)
Inwestycje długoterminowe		6 668
Inwestycje krótkoterminowe		13 543
Saldo rozliczeń z podmiotami powiązanymi		4 248
Wartość kapitału własnego przed korektami		**40 023**
Dyskonto z tytułu płynności	12,0%	(4 794)
Wartość kapitału własnego		**35 229**

Źródło: opracowanie VOLANTE.

Wyliczenie wartości udziałów w kapitale podstawowym Spółki (tys. zł)

Wyliczenie wartości dochodowej akcji		Dyskonto z tyt. płynności	
		bez dyskonta	z dyskontem
Wartość kapitału własnego przed korektami		**40 023**	**35 229**
Udział Biała Woda sp. z o.o.	94,32%		
Wartość udziałów Biała Woda sp. z o.o.		**37 749**	**33 228**
Udział CGA Invest sp. z o.o.	2,91%		
Wartość udziałów CGA Invest sp. z o.o.		**1 165**	**1 025**

Źródło: opracowanie VOLANTE.

W oparciu o metodę dochodową (zdyskontowanych przepływów pieniężnych), szacujemy wartość rynkową 100% akcji CZARNA GÓRA S.A. w wysokości 40 023 tys. zł przed korektą z tyt. płynności i 35 229 tys. zł po wskazanej korekcie. W konsekwencji szacujemy więc wartość rynkową 94,32% akcji CZARNA GÓRA S.A. należących do Biała Woda sp. z o.o. na dzień 31 lipca 2026 roku w wysokości 37 749 tys. zł przed korektą z tyt. płynności i 33 228 tys. zł po wskazanej korekcie.

3.4. Analiza wrażliwości

W poniższej tabeli przedstawiono analizę wrażliwości wyceny Spółki na najważniejsze zmienne, determinujące uzyskany wynik metodą dochodową.

Wrażliwość wartości Spółki na zmianę stopy wzrostu przepływów pieniężnych oraz stopy dyskonta WACC (tys. zł)

		Stopa wzrostu przepływów								
		0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%
WACC	20,01%	28 296	28 542	28 801	29 075	29 364	29 670	29 995	30 339	30 707
	19,01%	29 359	29 640	29 937	30 252	30 586	30 941	31 318	31 721	32 151
	18,01%	30 531	30 854	31 198	31 562	31 950	32 364	32 807	33 281	33 790
	17,01%	31 831	32 206	32 605	33 031	33 486	**33 973**	34 497	35 061	35 670
	16,01%	33 282	33 720	34 188	34 690	**35 229**	35 809	36 436	37 114	37 852
	15,01%	34 916	35 432	35 987	**36 584**	37 228	37 927	38 686	39 514	40 421
	14,01%	36 772	37 386	38 050	38 769	39 550	40 402	41 336	42 362	43 497
	13,01%	38 901	39 641	40 446	41 323	42 284	43 341	44 509	45 807	47 257
	12,01%	41 375	42 278	43 268	44 356	45 559	46 895	48 388	50 068	51 972

Źródło: opracowanie VOLANTE.

Jak widać z prezentowanych obliczeń wartość Spółki jest umiarkowanie wrażliwa zarówno na zmianę stopy wzrostu przepływów po okresie prognozy, jak również na zmianę stopy dyskontowej (WACC).

Raport niniejszy stanowi całość i żadna jego część lub strona nie może być czytana i interpretowana bez zapoznania się z całością Raportu

4. Wycena przedsiębiorstwa metodą skorygowanych aktywów netto

4.1. Metodyka

Wartość księgowa spółki to różnica pomiędzy wartością jej majątku (aktywów) i zobowiązaniami ogółem. W bilansie prezentowana jest ona w pozycji kapitał własny.

W celu urealnienia wartości księgowej kapitału własnego spółki do wartości rynkowych powstała metoda skorygowanych aktywów netto. Istotą wyceny spółki metodą skorygowanych aktywów netto jest ustalenie możliwych do oszacowania różnic pomiędzy wartością bilansową a wartością rynkową poszczególnych aktywów i zobowiązań na podstawie sprawozdania finansowego sporządzonego na dzień wyceny lub na dzień możliwie najbliższy dacie wyceny. Weryfikacja aktywów ma na celu urealnienie ich wartości księgowej, ta bowiem zwykle odbiega od wartości rynkowej majątku. Podobnie podchodzi się do wartości zobowiązań.

Pomiar wartości metodą skorygowanych aktywów netto polega na pomniejszeniu skorygowanej wartości aktywów ogółem o wszystkie pasywa obce (w tym rezerwy, skorygowane zobowiązania długo i krótkoterminowe oraz rozliczenia międzyokresowe i przychody przyszłych okresów). Metoda ta pozwala realnie wycenić cały majątek trwały i obrotowy przedsiębiorstwa oraz wyznaczyć wartość rynkową przedsiębiorstwa i jego udziałów.

Poniżej zaprezentowano formułę wyceny przedsiębiorstwa powyższą metodą:

$$W_{AN} = A_S - P_{OS}$$

gdzie:

W_{AN} – wartość rynkowa przedsiębiorstwa (kapitału własnego/udziałów) wg metody skorygowanych aktywów netto

A_S – wartość skorygowanych aktywów razem

P_{OS} – wartość skorygowanych pasywów obcych razem

Poniżej zaprezentowano etapy wyceny metodą skorygowanych aktywów netto[14]:

a) uzyskanie bilansu przedsiębiorstwa na dzień wyceny lub na dzień możliwie najbliższy dacie wyceny,
b) przeprowadzenie w razie potrzeby niezbędnych korekt odnoszących się do znanych a pominiętych w bilansie aktywów i pasywów lub polegających na aktualizacji danych bilansowych na dzień wyceny,
c) skorygowanie wartości wszystkich aktywów materialnych oraz możliwych do zidentyfikowania aktywów niematerialnych do ich wartości rynkowych,
d) skorygowanie wartości zobowiązań do ich wartości rynkowych, o ile wartość zobowiązań różni się od wartości księgowych,

[14]D. Zarzecki, *Metody wyceny przedsiębiorstw. Zarys teorii a praktyka*, Wyd. Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2000.

Raport niniejszy stanowi całość i żadna jego część lub strona nie może być czytana i interpretowana bez zapoznania się z całością Raportu

e) przeprowadzenie w razie potrzeby korekty z tytułu zobowiązań podatkowych oraz zadłużenia o charakterze odsetkowym,
f) skorygowanie uzyskanego szacunku wartości kapitału własnego ogółem o wartość akcji uprzywilejowanych w celu uzyskania wartości kapitału zwykłego (o ile akcje uprzywilejowane występują),
g) przeprowadzenie obliczeń kontrolnych w celu oceny wiarygodności uzyskanego szacunku wartości,
h) ocena potrzeby dokonania korekt (dyskonta dokonanej wartości) z tytułu udziałów mniejszościowych lub z tytułu braku płynności akcji spółki i ewentualnie przeprowadzenie odpowiednich korekt.

Metoda skorygowanych aktywów netto należy do najbardziej znanych i najczęściej stosowanych w praktyce metod wyceny przedsiębiorstw. Jednakże może ona być zastosowana jako podstawowa metoda wyceny, gdy spełnione są łącznie następujące warunki[15]:

1. Firma dysponuje znacznymi zasobami aktywów materialnych i równocześnie nie posiada lub posiada niewiele aktywów niematerialnych.
2. Zakłada się, że firma będzie kontynuowała działalność w przyszłości (zasada *going concern*).
3. Będąca przedmiotem wyceny własność odnosi się do udziałów większościowych lub udziałów dających prawo do sprzedaży aktywów spółki.

4.2. Uzasadnienie możliwości wykorzystania metody skorygowanych aktywów netto

W przypadku wyceny wartości Spółki zostały jednoznacznie spełnione wszystkie warunki do zastosowania metody skorygowanych aktywów netto. Za zastosowaniem wybranej metody przemawiają następujące okoliczności:

1. Spółka w sprawozdaniu finansowym na dzień 30 kwietnia 2025 rok wskazuje na kontynuację działalności, a sprawozdanie finansowe na dzień 31 lipca 2026 roku przedstawia pozytywny obraz majątku spółki.
2. Spółka posiada niemal wyłącznie aktywa materialne w postaci środków trwałych.
3. Będąca przedmiotem wyceny własność odnosi się do 100% pakietu akcji.
4. Bilans Spółki odzwierciedla wszystkie aktywa materialne Spółki, tzn. nie ma ona materialnych aktywów pozabilansowych przynoszących jej korzyści.

4.3. Oszacowanie wartości majątkowej

Elementem wyjściowym dla przeprowadzenia wyceny metodą skorygowanych aktywów netto był bilans Spółki, sporządzony na dzień 31 lipca 2026 roku, który został ponownie zaprezentowany poniżej.

[15] J.E. Fishman, S.P. Pratt, J.C. Griffith, D.K. Wilson, S.L. Meltzer, R.W. Hampton, *Guide to Business Valuations, Volume 1*, Second Edition, Practicioners Publishing Company, Fort Worth 1992.

Raport niniejszy stanowi całość i żadna jego część lub strona nie może być czytana i interpretowana bez zapoznania się z całością Raportu

Bilans Spółki na dzień 31 lipca 2026 r. (tys. zł)

Skrócony bilans	31.07.2026
Aktywa	**76 329**
Aktywa trwałe	**47 211**
Wartości niematerialne i prawne	6 794
Rzeczowe aktywa trwałe	32 882
Należności długoterminowe	500
Inwestycje długoterminowe	6 668
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	367
Aktywa obrotowe	**29 118**
Zapasy	374
Należności krótkoterminowe	15 752
Inwestycje krótkoterminowe	12 026
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	966
Pasywa	**76 329**
Kapitał własny	**45 833**
Kapitał podstawowy	19 431
Kapitały zapasowy	17 342
Zysk (strata) z lat ubiegłych	8 845
Zysk (strata) netto	(2 579)
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	**30 496**
Rezerwy na zobowiązania	656
Zobowiązania długoterminowe	11 721
Zobowiązania krótkoterminowe	16 527
Rozliczenia międzyokresowe	1 592

Źródło: Opracowanie VOLANTE na podstawie danych przekazanych przez Spółkę.

W celu oszacowania wartości rynkowej Spółki za pomocą metody skorygowanych aktywów netto dokonano analizy wszystkich pozycji bilansowych Spółki oraz dokonano ich stosownych korekt. Pozycje bilansowe poddane korekcie oznaczono kolorem żółtym w tabeli: „Skorygowany bilans Spółki na dzień 31 lipca 2026 roku".

Należy przy tym zauważyć, że ze względu na uwzględnienie wpływu połączenia z HIG sp. z o.o. korekcie poddano większość pozycji aktywów i pasywów.

Skorygowano *in plus* wartość rzeczowych aktywów trwałych.

W przypadku nieruchomości wykorzystano:

1. Operat szacunkowy z dnia 19 maja 2025 roku sporządzony przez rzeczoznawcę majątkowego Łukasza Kaluska, zgodnie z którym wartość nieruchomości gruntowej zabudowanej obiektem o funkcji gastronomiczno-hotelowej, zlokalizowanej w miejscowości Sienna nr 11, oznaczonej geodezyjnie jako dz. nr 48/1, AM-1, obręb 0011, określono w wysokości 10 583 tys. zł netto.
2. Operat szacunkowy z dnia 6 maja 2026 roku sporządzony przez rzeczoznawcę majątkowego Łukasza Kaluska, zgodnie z którym łączną wartość nieruchomości lokalowych w postaci samodzielnych lokali użytkowych nr 01, 02 i 03 położonych w miejscowości Biała Woda przy ul. Na Skarpie nr 4, określono w wysokości 7 673 tys. zł netto.

W celu uproszczonego oszacowania wartości pozostałego rzeczowego majątku trwałego skorzystano z podejścia kosztowego opartego na założeniu, że świadomy, tzn. poinformowany i zorientowany w warunkach rynkowych nabywca nie zapłaci więcej za wyposażenie lub urządzenie niż koszt wytworzenia urządzenia nowego, o tej samej użyteczności jak wyceniane.

Wartość rynkowa w podejściu kosztowym jest równa kosztowi zastąpienia nowego urządzenia, pomniejszonemu o ubytki wartości z przyczyn fizycznych, przyczyn funkcjonalnych oraz przyczyn ekonomicznych:

- Ubytek wartości z przyczyn fizycznych – jest to ubytek wartości lub użyteczności, którego przyczyną są zjawiska fizyczne związane z tarciem i zużyciem, a także z upływem czasu i kompletnością. Wielkość zużycia fizycznego determinuje stan techniczny urządzenia lub wyposażenia. Utrata wartości z przyczyn fizycznych ma najczęściej dwa składniki. Pierwszy z nich jest stosunkiem efektywnego czasu użytkowania do średniej żywotności, a drugi wynika z braków, niekompletności i/ lub nieusuniętych skutków awarii.
- Ubytek wartości z przyczyn funkcjonalnych – jest to ubytek wartości, którego przyczyna tkwi we właściwościach urządzenia lub wyposażenia. Jest spowodowana zużyciem funkcjonalnym i pogorszeniem efektywności działania, co zawsze jest następstwem zmian konstrukcyjnych i tworzyw. Przejawia się np. w braku przydatności do działania, nadmiernej lub niedostatecznej wydajności, zbytniej energochłonności, w przewymiarowaniu, w braku zastosowania wytworów, które produkuje lub usług, które wykonuje, w nadmiernych kosztach eksploatacji, w zbyt niskiej sprawności, poprzez wprowadzenie nowej generacji rozwiązań, itd. Bywa nazywana ubytkiem wartości z przyczyn wewnętrznych, bo niejako tkwi „wewnątrz" urządzenia lub wyposażenia.
- Ubytek wartości z przyczyn ekonomicznych tkwi na „zewnątrz" wyposażenia lub urządzenia, tzn. wynika z konkurencyjności danego wyposażenia lub urządzenia w stosunku do wyrobów innego producenta. Przyczynami utraty wartości są między innymi zmiany przepisów prawa podatkowego, brak surowców, względy ekologiczne, zmniejszenie popytu, nietrafna lokalizacja, preferencje społeczne itp.

W niniejszej wycenie majątku ruchomego założono, że:

- urządzenia i wyposażenie były eksploatowane normatywnie i ich stan techniczny wynika z okresu eksploatacji, w konsekwencji zużycie urządzeń z przyczyn fizycznych i funkcjonalnych określono na podstawie formuły Rossa i Eytelweina (parabolicznej), zaś zużycie z przyczyn zewnętrznych określono wg formuły Rossa (liniowej);
- dla budowli przyjęto okres normatywnego użytkowania wynoszący od 25 do 50 lat, dla urządzeń technicznych i maszyn innych niż sprzęt elektroniczny, pozostałych środków transportu oraz innych środków trwałych przyjęto okres normatywnego użytkowania wynoszący od 14 do 20 lat, zaś dla sprzętu elektronicznego od 8 do 10 lat.

Należy zauważyć, że oprócz nieruchomości gruntowej zabudowanej obiektem o funkcji gastronomiczno-hotelowej, która była przedmiotem wskazanego powyżej operatu szacunkowego, Spółka

Raport niniejszy stanowi całość i żadna jego część lub strona nie może być czytana i interpretowana bez zapoznania się z całością Raportu

posiada szereg mniejszych budynków tj. budynek dolnej i górnej stacji kolei, budynek przepompowni, czy budynek zjeżdżalni.

Dodatkowo wśród budowli znaleźć można kolej linową 6 osobową, kolej linową niewyprzęganą z taśmą H1, instalacje systemu sztucznego naśnieżania, parking, trasy narciarskie i wyciągi narciarskie, a także instalacje uzupełniające. Wskazane pozycje nie były przedmiotem wyceny dokonanej przez rzeczoznawcę majątkowego a zatem ich wartość początkowa (z dnia przyjęcia do środków trwałych) może w dużym stopniu odbiegać od obecnej wartości rynkowej zarówno z powodu zmian cen materiałów budowlanych, jak również stosowanych obecnie technologii.

Wycena sporządzona przez rzeczoznawcę dla wszystkich budynków i budowli, jak również kluczowych urządzeń technicznych i maszyn mogłaby mieć istotny wpływ na ostateczną wartość rzeczowego majątku trwałego.

Podsumowanie uproszczonej wyceny środków trwałych oraz WNiP (tys. zł)

Grupa	Wartość rynkowa	w tym: CZARNA GÓRA	HIG
nieruchomości, budynki i budowle	29 729	21 948	7 781
urządzenia techniczne i maszyny	6 281	6 058	222
środki transportu	2 071	2 051	20
inne środki trwałe	2 364	2 293	71
Razem RAT	**40 444**	**32 351**	**8 093**
WNiP	12	6	6
Razem	**40 456**	**32 356**	**8 099**

Źródło: Opracowanie VOLANTE.

Skorygowano *in minus* wartość długoterminowych i krótkoterminowych rozliczeń międzyokresowych ze względu na ich niezbywalność.

Pozostałe pozycje aktywów, m.in. środki pieniężne na rachunkach bankowych, pozostałe należności krótkoterminowe nie były poddawane korektom, ponieważ przyjęto, że przedstawione wartości odpowiadają wartościom rynkowym.

Dodatkowo skorygowano *in minus* wartości inwestycji długoterminowych w postaci 3,7% udziałów w spółce HIG „Czarna Góra" Spółka akcyjna Spółka komandytowa, co wynika z uwzględnienia w analizie środków trwałych przejętych z tego podmiotu po docelowym połączeniu.

Na moment sporządzania wyceny nie istniały również istotne zagrożenie braku spłaty i obsługi zobowiązań dla żadnej ze Spółek, dlatego ich wartość nie uległa zmianie.

Należy jednak zauważyć, że w Spółce nie dokonywano przeszacowania wartości należności oraz zobowiązań oprocentowanych o należne odsetki, jak również nie dokonywano naliczenia przychodów i kosztów finansowych. Przekazane dane nie pozwalają jednak na oszacowanie tych

przychodów i kosztów, stąd należy mieć na względzie wynikające z tego potencjalne odchylenie wartości należności *in plus* i zobowiązań *in plus*.

Zbiorcza prezentacja dokonanych korekt na dzień 31 lipca 2026 roku [tys. zł]

Korekty	CZARNA GÓRA	HIG	RAZEM
Wartości niematerialne i prawne	**6**	**6**	**12**
Rzeczowe aktywa trwałe	**34 384**	**8 885**	**43 269**
Środki trwałe	32 351	8 093	40 444
budynki, lokale i obiekty inżynierii lądowej i wodnej	21 948	7 781	29 729
urządzenia techniczne i maszyny	6 058	222	6 281
środki transportu	2 051	20	2 071
inne środki trwałe	2 293	71	2 364
Środki trwałe w budowie	907	242	1 149
Zaliczki na środki trwałe w budowie	1 126	550	1 676
Aktywa obrotowe	**28 152**	**4 344**	**32 496**
Zapasy	374	27	401
Materiały	23		23
Towary	350	27	377
Zaliczki na dostawy	1		1
Należności krótkoterminowe	15 752	2 800	18 552
Należności od jednostek powiązanych	11 540	1 749	13 289
Należności od pozostałych jednostek	4 212	1 051	5 263
z tytułu dostaw i usług	2 586	730	3 316
z tytułu podatków, dotacji, ceł, ubezp. społ.	1 085	29	1 115
inne	541	292	832
Inwestycje krótkoterminowe	12 026	1 517	13 543
pożyczki w jednostkach powiązanych	11 810	773	12 583
pożyczki w pozostałych jednostkach	-	663	663
środki pieniężne	216	81	297
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	**28 248**	**13 730**	**41 978**
Pozostałe rezerwy	-	138	138
Zobowiązania długoterminowe	11 721	3 715	15 436
Zobowiązania krótkoterminowe	16 527	9 877	26 404
Wobec jednostek powiązanych	4 962	4 079	9 041
Wobec pozostałych jednostek	11 565	5 798	17 363
kredyty i pożyczki	4 231	4 589	8 821
zobowiązania z tytułu dostaw	4 695	893	5 589
zaliczki na otrzymane dostawy	103	-	103
zob. z tyt. podatków, dotacji, ceł, ubezp. społ.	1 363	283	1 646
pozostałe	1 172	32	1 204

Źródło: Opracowanie VOLANTE.

Raport niniejszy stanowi całość i żadna jego część lub strona nie może być czytana i interpretowana bez zapoznania się z całością Raportu

Skorygowany bilans Spółki na dzień 31 lipca 2026 roku [tys. zł]

Skorygowany bilans	31.07.2026
Aktywa	**82 944**
Aktywa trwałe	**50 449**
Wartości niematerialne i prawne	12
Rzeczowe aktywa trwałe	43 269
Należności długoterminowe	500
Inwestycje długoterminowe	6 668
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	-
Aktywa obrotowe	**32 496**
Zapasy	401
Należności krótkoterminowe	18 552
Inwestycje krótkoterminowe	13 543
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	-
Pasywa obce	**41 978**
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	**41 978**
Rezerwy na zobowiązania	138
Zobowiązania długoterminowe	15 436
Zobowiązania krótkoterminowe	26 404
Wobec jednostek powiązanych	9 041
Wobec pozostałych jednostek	17 363
Rozliczenia międzyokresowe	-

Źródło: Opracowanie VOLANTE.

Uwzględniając powyższe korekty oraz wykorzystując formułę obliczeniową określania wartości skorygowanych aktywów netto, w poniższej tabeli dokonano obliczenia wartości rynkowej CZARNA GÓRA S.A. uwzględniającą połączenie z HIG sp. z o.o.

Wartość CZARNA GÓRA S.A. określona metodą skorygowanych aktywów netto na dzień 31 lipca 2026 r. (tys. zł)

Wartość skorygowanych aktywów netto		31.07.2026
Aktywa razem		82 944
Pasywa obce		41 978
Wartość skorygowana aktywów netto przed korektami		**40 967**
Dyskonto z tytułu płynności	12,0%	(4 907)
Wartość skorygowana aktywów netto		**36 060**

Źródło: Opracowanie VOLANTE

Ponownie, aby oszacować wartość Spółki, odzwierciedlającą fakt braku płynności udziałów utrudniający ich zbywalność, zastosowano dodatkowe dyskonto związane z inwestycją w Spółkę w wysokości oszacowanej na etapie wyceny metodą dochodową.

Należy w tym miejscu przypomnieć, że wartość przed korektą z tyt. płynności ma zastosowanie w przypadku wyceny udziałów w skonsolidowanej wycenie, gdyż brana jest pod uwagę ostateczna korekta dla całego pakietu akcji głównego udziałowca przedmiotowej Spółki.

Raport niniejszy stanowi całość i żadna jego część lub strona nie może być czytana i interpretowana bez zapoznania się z całością Raportu

Wyliczenie wartości akcji w kapitale podstawowym Spółki (tys. zł)

Wyliczenie wartości majątkowej akcji		Dyskonto z tyt. płynności bez dyskonta	z dyskontem
Wartość kapitału własnego przed korektami		**40 967**	**36 060**
Udział Biała Woda sp. z o.o.	94,31%		
Wartość udziałów Biała Woda sp. z o.o.		**38 636**	**34 008**
Udział CGA Invest sp. z o.o.	2,92%		
Wartość udziałów CGA Invest sp. z o.o.		**1 196**	**1 053**

Źródło: opracowanie VOLANTE.

W oparciu o metodę skorygowanych aktywów netto, szacujemy wartość rynkową 100% akcji CZARNA GÓRA S.A. w wysokości 40 967 tys. zł przed korektą z tyt. płynności i 36 060 tys. zł po wskazanej korekcie. W konsekwencji szacujemy wartość 94,31% akcji CZARNA GÓRA S.A. należących do Biała Woda sp. z o.o. na dzień 31 lipca 2026 roku wynosi 38 636 tys. zł przed korektą z tyt. płynności i 34 008 tys. zł po wskazanej korekcie.

Raport niniejszy stanowi całość i żadna jego część lub strona nie może być czytana i interpretowana bez zapoznania się z całością Raportu

Podsumowanie

W wyniku zastosowanych metod wyceny uzyskano następujące wartości Spółki:

- według metody dochodowej (DCF) **35 229 tys. zł**
- według metody majątkowej (SAN) **36 060 tys. zł**

Wyniki wyceny nieznacznie się od siebie różnią i wskazują, że wartość 100% udziałów Spółki wynosi pomiędzy 35 229 tys. zł a 36 060 tys. zł.

Zazwyczaj z punktu widzenia prowadzenia efektywnej działalności i określenia zdolności rozwojowych Spółki najpełniej jej wartość oddaje wielkość obliczona metodą DCF. Trzeba wyraźnie zaznaczyć, że inwestorzy, którzy podejmują decyzje odnośnie do zakupu akcji lub udziałów danego przedsiębiorstwa podejmują przede wszystkim decyzje na podstawie możliwości osiągania zysków w przyszłości. Jednakże należy podkreślić fakt, że wycena metodą majątkową stanowi zazwyczaj minimalną wartość przedsiębiorstwa. Stąd w przypadku, gdy wartość majątkowa jest wyższa od wartości dochodowej należy jednoznacznie wskazać, że to wartość majątkowa wyznacza rynkową wartość przedsiębiorstwa.

Dlatego rekomendowana przez nas wartość 100% akcji CZARNA GÓRA S.A. na dzień 31 lipca 2026 roku, odzwierciedlająca fakt braku płynności udziałów oraz zakładająca kontrolę nad Spółką, wynosi 36 060 tys. złotych.

W konsekwencji rekomendowana przez nas wartość 94,31% akcji CZARNA GÓRA S.A. należących do Biała Woda sp. z o.o. na dzień 31 lipca 2026 roku wynosi 38 636 tys. zł przed korektą z tyt. płynności i 34 008 tys. zł po wskazanej korekcie.

Należy zaznaczyć, że wartość przed korektą z tyt. płynności ma zastosowanie wyłącznie w przypadku wyceny udziałów w wycenie Biała Woda sp. z o.o.

Góralski

dr Bartosz Góralski
ekspert ds. wycen

SBWP
dr Bartosz Góralski
Członek Stowarzyszenia Biegłych Wyceny Przedsiębiorstw w Polsce

Raport niniejszy stanowi całość i żadna jego część lub strona nie może być czytana i interpretowana bez zapoznania się z całością Raportu

VOLANTE