Załącznik nr 4 do Planu Połączenia spółek „CZARNA GÓRA" S.A. i Biała Woda sp. z o.o.

Ustalenie wartości majątku

Biała Woda spółka z ograniczoną odpowiedzialnością

według stanu na dzień 31 października 2026 r.

Zarząd spółki Biała Woda spółka z ograniczoną odpowiedzialnością z siedzibą w Siennej, adres: Sienna 11, 57-550 Stronie Śląskie, KRS 0000323577, NIP 8942970323, o kapitale zakładowym 8 210 000,00 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 Przejmowanej.

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	39 276 660,75
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	22 545 571,97
Wartość księgowa aktywów netto	**16 731 088,78**

Księgowa wartość aktywów netto na dzień 31 października 2026 r. wynosi 16 731 088,78 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 dochodowa zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF). Metoda DCF polega na oszacowaniu wartości bieżącej przyszłych wolnych przepływów pieniężnych przy uwzględnieniu stopy dyskontowej i wartości rezydualnej. Wartość kapitału własnego skorygowano następnie z tytułu ograniczonej płynności udziałów.

Pozycja wyceny VOLANTE na 31.07.2026 r.	Wartość (zł)
Wartość przed dyskontem płynnościowym	40 541 000,00
Wartość po dyskoncie płynnościowym	35 698 000,00
Wartość alternatywną metodą SAN (po dyskoncie)	**29 052 000,00**

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% udziałów BW przyjęta w parytecie	35 698 000,00 zł
Liczba udziałów BW	82 099
Wartość jednego udziału	ok. 434,82 zł
Rynkowa wartość 183 254 akcji CG w BW	34 008 930,45 zł
Pozostała wartość ekonomiczna BW (różnica)	**1 689 069,55 zł**

Wartość 35 698 000,00 zł obejmuje wartość całego kapitału własnego BW ustaloną przez VOLANTE metodą dochodową po dyskoncie płynnościowym, w tym ekonomiczny efekt posiadanego pakietu akcji CG. W rozliczeniu parytetu odjęto rynkową wartość akcji CG istniejących w majątku BW, aby nie przypisywać tej samej wartości dwukrotnie.

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

W aktywach Białej Wody znajdują się 183 254 akcje „CZARNA GÓRA" S.A. Ich wartość bilansowa na 31 października 2026 r. wynosi 26 286 000,00 zł. Wartość rynkowa tego pakietu do kalkulacji parytetu wynika z odrębnej wyceny akcji CG; nie wolno jej utożsamiać z wartością bilansową inwestycji.

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 stosowanej 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 istotny 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 majątku Biała Woda Sp. z o.o., 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 wartość majątku Biała Woda Sp. z o.o. na dzień 31.10.2026 r. rekomendowaną przez VOLANTE wartość majątku Biała Woda sp. z o.o. w wysokości 35 698 000,00 zł, określoną metodą dochodową zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) 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, a 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 spółek „Czarna Góra" S.A. z HIG Sp. z o.o. zgodnie z założeniami 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 VOLANTE Sp. z o.o. z wyceny Biała Woda Sp. z o.o. z dnia 21 października 2026 r.

Sienna, dnia 26 listopada 2026 r.

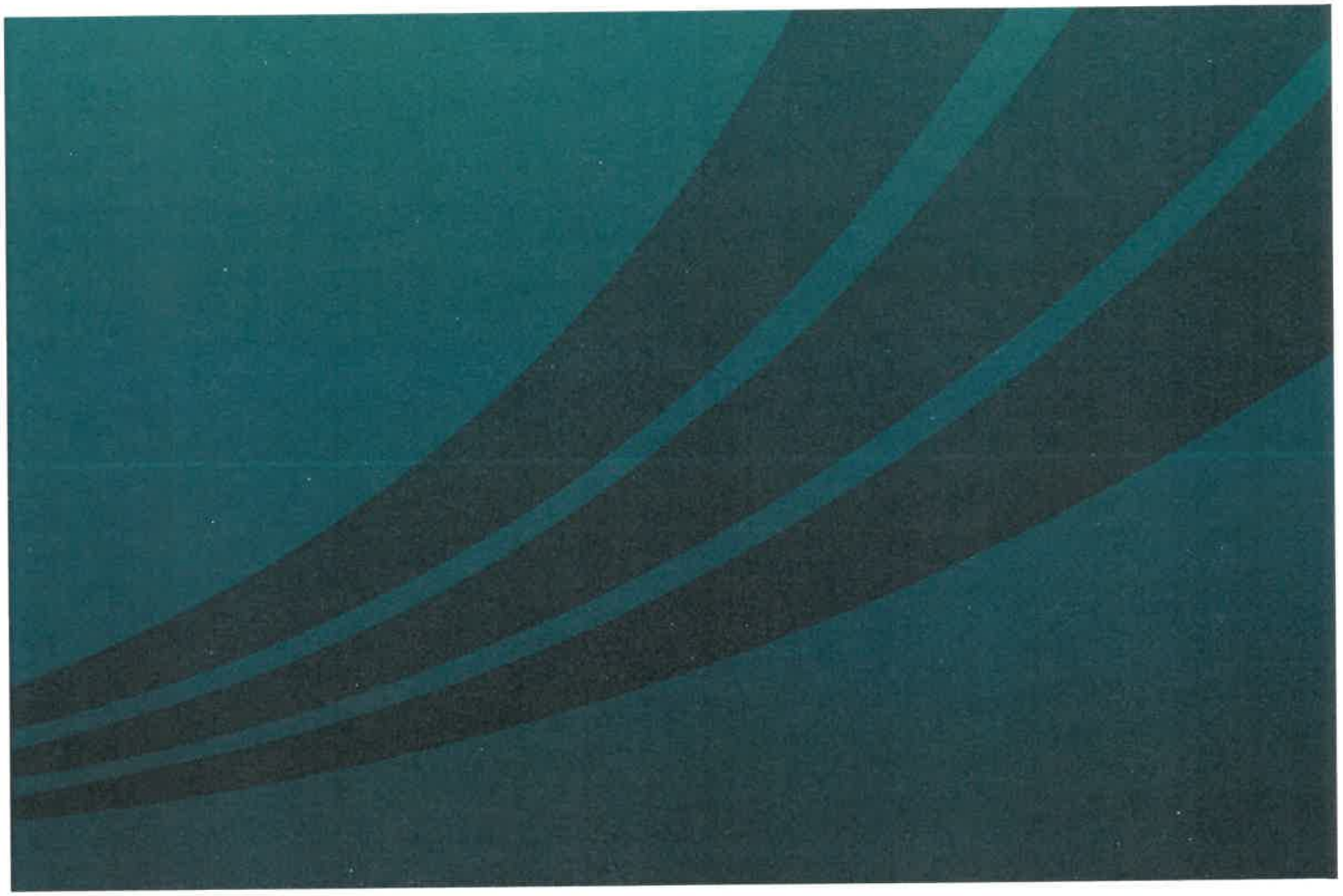
ZARZĄD BIAŁA WODA SP. Z O.O.

Monika Garnier ..... CZŁONEK ZARZĄDU

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
Biała Woda sp. z o.o.

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 Biała Woda sp. z o.o. 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

Dokument podpisany przez
Bartosz Góralski
Data: 2026.10.21 09:29:20
CEST

dr Bartosz Góralski

Spis treści

Wprowadzenie **4**

Zastrzeżenia **6**

1. Ogólna charakterystyka przedsiębiorstwa **8**
1.1. Podstawowe informacje o Spółce 8
1.2. Przedmiot działalności 8
1.3. Sytuacja finansowa 9
1.4. Analiza otoczenia rynkowego 14

2. Projekcja finansowa na lata 2026-2031 ..... **21**
2.1. Założenia 21
2.2. Prognozowane sprawozdania finansowe 25

3. Wycena przedsiębiorstwa metodą dochodową **29**
3.1. Metodyka 29
3.2. Oszacowanie stopy dyskontowej 30
3.3. Oszacowanie wartości dochodowej 31
3.4. Analiza wrażliwości 34

4. Wycena przedsiębiorstwa metodą skorygowanych aktywów netto **35**
4.1. Metodyka 35
4.2. Uzasadnienie możliwości wykorzystania metody skorygowanych aktywów netto 36
4.3. Oszacowanie wartości majątkowej 36

Podsumowanie **41**

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 100% udziałów **Biała Woda sp. z o.o.** z siedzibą: ul. Sienna 11, 57-550 Stronie Śląskie, wpisaną do rejestru przedsiębiorców KRS pod nr 0000323577 (dalej również: Spółka lub Przedsiębiorstwo) sporządzone na potrzeby transakcyjne.

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). Zaś 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;
- Opinię techniczną dotyczącą wyceny rynkowej kolei krzesełkowej Tatrapoma z dnia 14 października 2026 roku sporządzony przez mgr inż. Huberta Guzek;
- 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% udziałów 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):	**Biała Woda sp. z o.o.**
Forma prawna:	**Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością**
Adres:	**ul. Sienna 11** **57-550 Stronie Śląskie**
Data rejestracji Spółki:	**16 lutego 2009 r.**
Numer Rejestru:	**KRS 0000323577**– rejestr przedsiębiorców prowadzony przez w Sąd Rejonowy dla Wrocławia Fabrycznej we Wrocławiu, IX Wydział Gospodarczy KRS
NIP:	**8942970323**
REGON:	**020942531**
Kapitał zakładowy:	**8 210 000,00 zł**
Udziałowcy:	**CGA Invest sp. z o.o.** - 99,37% udziałów w kapitale podstawowym o łącznej wartości 8 157 900,00 zł.
Zarząd:	**Monika Garnier** – członek zarządu **Mateusz Herman** – członek zarządu

1.2. Przedmiot działalności

Zgodnie z wyciągiem z KRS z dnia 30 września 2026 roku, przedmiotem działalności Spółki jest:

- **Naprawa i konserwacja maszyn (kod PKD: 33.12.Z) - przeważająca działalności Spółki;**
- Naprawa i konserwacja pozostałego sprzętu i wyposażenia (kod PKD: 33.19.Z);
- Instalowanie maszyn przemysłowych, sprzętu i wyposażenia (kod PKD: 33.20.Z);
- Wypożyczanie i dzierżawa sprzętu rekreacyjnego i sportowego (kod PKD: 77.21.Z);
- Wynajem i dzierżawa maszyn i urządzeń budowlanych (kod PKD: 77.32.Z);
- Wynajem i dzierżawa pozostałych maszyn, urządzeń oraz dóbr materialnych, gdzie indziej niesklasyfikowane (kod PKD: 77.39.Z);
- Pozostała działalność profesjonalna, naukowa i techniczna, gdzie indziej niesklasyfikowana (kod PKD: 74.90.Z);
- Działalność obiektów sportowych (kod PKD: 93.11.Z);
- Pozostała działalność związana ze sportem (kod PKD: 93.19.Z).

Zgodnie z informacjami przekazanymi przez Zlecającego Spółka jest operatorem wyciągu narciarskiego zlokalizowanego w Białej Wodzie, a usługi świadczy dla spółki powiązanej CZARNA GÓRA S.A.

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

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	**5 930**	**4 910**	**4 294**	**4 646**	**4 729**	**12**
od jednostek powiązanych	-	-	-	-	-	-
Przychody netto ze sprzedaży produktów	5 930	4 910	4 294	4 646	4 729	12
Zmiana stanu produktów	-	-	-	-	-	-
Koszt wytworzenia produktów na własne potrzeby jednostki	-	-	-	-	-	-
Przychody netto ze sprzedaży towarów i materiałów	-	-	-	-	-	-
Koszty działalności operacyjnej	**3 782**	**3 140**	**2 884**	**3 484**	**3 057**	**201**
Amortyzacja	38	38	38	43	30	-
Zużycie materiałów i energii	0	0	-	30	5	-
Usługi obce	3 120	2 731	2 574	2 634	2 463	58
Podatki i opłaty	27	26	32	42	34	5
Wynagrodzenia	487	266	177	590	398	109
Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	99	55	34	124	82	21
Pozostałe koszty rodzajowe	9	24	30	21	46	8
Wartość sprzedanych towarów i materiałów	-	-	-	-	-	-
Zysk (strata) netto ze sprzedaży	**2 149**	**1 770**	**1 410**	**1 162**	**1 671**	**(189)**
Pozostałe przychody operacyjne	54	16	-	4	0	-
Zysk z tytułu rozchodu niefinansowych aktywów trwałych	-	-	-	-	-	-
Dotacje	54	-	-	-	-	-
Aktualizacja wartości aktywów niefinansowych	-	-	-	-	-	-
Inne przychody operacyjne	-	16	-	4	0	-
Pozostałe koszty operacyjne	4	6	11	0	1	-
Strata z tytułu rozchodu niefinansowych aktywów trwałych	-	-	-	-	-	-
Aktualizacja wartości aktywów niefinansowych	-	-	-	-	-	-
Inne koszty operacyjne	4	6	11	0	1	-
Wynik na działalności operacyjnej	**2 199**	**1 780**	**1 399**	**1 166**	**1 671**	**(189)**
Przychody finansowe	-	-	-	437	86	-
Koszty finansowe	300	1 456	1 235	1 267	570	41
Wynik na działalności gospodarczej	**1 899**	**324**	**164**	**336**	**1 187**	**(231)**
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	-	-	-	-	-	-
Wynik brutto	**1 899**	**324**	**164**	**336**	**1 187**	**(231)**
Podatek dochodowy	167	25	87	46	109	-
Wynik netto	**1 732**	**299**	**77**	**290**	**1 078**	**(231)**

Źródło: opracowanie VOLANTE na podstawie danych przekazanych przez Spółkę.

Przychody Spółki w latach obrotowych zakończonych w okresie od 2022 do 2024 roku systematycznie zmniejszały się – z poziomu 5,9 mln zł do 4,2 mln zł. W kolejnych dwóch okresach zaczęły rosnąć osiągając na koniec roku obrotowego zakończonego w 2026 roku poziom 4,7 mln zł. Mając na uwadze fakt, że przychody Spółki w całości uzależnione są od sprzedaży do podmiotów powiązanych nie można jednoznacznie określić przyczyn spadku lub wzrostu przychodów. Można jednak zauważyć, że wzrastająca baza narciarska w Sudetach zwiększyła poziom konkurencji, co w efekcie mogło doprowadzić do odpływu ostatecznych klientów, zaś wraz ze wzrostem atrakcyjności wpłynąć na ich powrót. Zauważalna jest przy tym dość duża dynamika rentowności, która na poziomie EBITDA w 2022 roku wyniosła 37,7%, w 2025 roku zaledwie 26,0%, zaś w 2026 roku 36,0%. Analiza okresu od 1 maja do 31 lipca 2026 roku nie pozwala jednak na ocenę wyników Spółki, gdyż wyciągi narciarskie w okres letnim nie generują przychodów.

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

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	5 930	4 910	4 294	4 646	4 729	12
Wynik ze sprzedaży	2 149	1 770	1 410	1 162	1 671	(189)
Marża na sprzedaży	*36,2%*	*36,0%*	*32,8%*	*25,0%*	*35,3%*	*odch.*
EBITDA	2 237	1 818	1 437	1 209	1 701	(189)
Marża EBITDA	*37,7%*	*37,0%*	*33,5%*	*26,0%*	*36,0%*	*odch.*
EBIT	2 199	1 780	1 399	1 166	1 671	(189)
Marża EBIT	*37,1%*	*36,2%*	*32,6%*	*25,1%*	*35,3%*	*odch.*
Zysk netto	1 732	299	77	290	1 078	(231)
Marża zysku neto	*29,2%*	*6,1%*	*1,8%*	*6,2%*	*22,8%*	*odch.*

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	1,0%	1,2%	1,3%	1,2%	1,0%	0,0%
Zużycie materiałów i energii	0,0%	0,0%	0,0%	0,9%	0,2%	0,0%
Usługi obce	82,5%	87,0%	89,3%	75,6%	80,5%	28,9%
Podatki i opłaty	0,7%	0,8%	1,1%	1,2%	1,1%	2,3%
Wynagrodzenia	12,9%	8,5%	6,1%	16,9%	13,0%	54,2%
Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	2,6%	1,7%	1,2%	3,5%	2,7%	10,6%
Pozostałe koszty rodzajowe	0,2%	0,8%	1,0%	0,6%	1,5%	3,9%
Wartość sprzedanych towarów i materiałów	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

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 95% 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	**33 981**	**35 445**	**37 794**	**38 207**	**39 772**	**39 570**
Aktywa trwałe	**27 290**	**27 317**	**27 279**	**27 241**	**27 211**	**27 211**
Wartości niematerialne i prawne	-	-	-	-	-	-
Rzeczowe aktywa trwałe	923	885	848	810	779	779
Środki trwałe	923	885	848	810	779	779
grunty (w tym prawo wieczystego użytkowania)	-	-	-	-	-	-
budynki, lokale i obiekty inżynierii lądowej i wodnej	923	885	848	810	779	779
urządzenia techniczne i maszyny	-	-	-	-	-	-
środki transportu	-	-	-	-	-	-
inne środki trwałe	-	-	-	-	-	-
Środki trwałe w budowie	-	-	-	-	-	-
Zaliczki na środki trwałe w budowie	-	-	-	-	-	-
Należności długoterminowe	-	-	-	-	-	-
Inwestycje długoterminowe	26 286	26 286	26 286	26 286	26 286	26 286
udziały	26 286	26 286	26 286	26 286	26 286	26 286
udzielone pożyczki	-	-	-	-	-	-
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	80	146	146	146	146	146
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	80	146	146	146	146	146
Inne rozliczenia międzyokresowe	-	-	-	-	-	-
Aktywa obrotowe	**6 691**	**8 127**	**10 514**	**10 966**	**12 561**	**12 359**
Zapasy	-	-	-	9	-	-
Należności krótkoterminowe	2 535	338	4 020	3 395	4 955	4 803
Należności od jednostek powiązanych	2 358	60	3 868	2 855	4 248	4 126
Należności od pozostałych jednostek	177	279	152	540	706	676
z tytułu dostaw i usług	14	0	0	339	345	311
z tytułu podatków, dotacji, ceł, ubezp. społ.	151	278	146	200	360	364
inne	11	1	5	0	2	1
dochodzone na drodze sądowej	-	-	-	-	-	-
Inwestycje krótkoterminowe	4 140	7 758	6 475	7 375	7 432	7 427
środki pieniężne w kasie i na rachunkach	33	18	5	6	11	6
inne krótkoterminowe aktywa finnasowe	4 108	7 741	6 470	7 369	7 421	7 421
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	16	31	20	186	174	130

Źródło: opracowanie VOLANTE na podstawie danych Spółki.

Wśród aktywów Spółki na koniec lipca 2026 roku większy udział miały aktywa trwałe (68,8% udziału w aktywach ogółem), wśród których największą pozycję stanowiły inwestycje długoterminowe związane z posiadanymi przez Spółkę akcjami spółki CZARNA GÓRA S.A. (26 286 tys. zł; 96,4% udziału w aktywach trwałych). Wśród aktywów obrotowych największą pozycję stanowiły pożyczki udzielone podmiotom powiązanym (7 421 tys. zł; 60,0% udziału w aktywach obrotowych) oraz należności od podmiotów powiązanych (4 126 tys. zł; 33,4% udziału w aktywach obrotowych). Spółka zanotowała na ten dzień bardzo niski stan środków pieniężnych w kwocie zaledwie 6 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	**33 981**	**35 445**	**37 794**	**38 207**	**39 772**	**39 570**
Kapitał własny	**15 158**	**15 521**	**15 598**	**16 350**	**17 428**	**17 198**
Kapitał podstawowy	8 210	8 210	8 210	8 210	8 210	8 210
Kapitały zapasowy	3 867	6 510	6 510	6 510	6 510	6 510
Kapitał z aktualizacji wyceny	-	-	-	-	-	-
Pozostałe kapitały rezerwowe	472	472	472	472	472	472
Zysk (strata) z lat ubiegłych	877	30	329	869	1 159	2 237
Zysk (strata) netto	1 732	299	77	290	1 078	(231)
Odpisy z zysku netto w ciągu roku obrotowego	-	-	-	-	-	-
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	**18 823**	**19 924**	**22 196**	**21 857**	**22 344**	**22 373**
Rezerwy na zobowiązania	6	-	-	-	-	-
Rezerwa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	6	-	-	-	-	-
Rezerwa na świadczenia emerytalne i podobne	-	-	-	-	-	-
Pozostałe rezerwy	-	-	-	-	-	-
długoterminowe	-	-	-	-	-	-
krótkoterminowe	-	-	-	-	-	-
Zobowiązania długoterminowe	7 882	14 807	13 880	13 421	13 421	13 421
Wobec jednostek powiązanych	1 171	9 187	9 066	9 422	9 422	9 422
Wobec pozostałych jednostek	6 711	5 620	4 815	3 999	3 999	3 999
kredyty i pożyczki	6 711	5 620	4 815	3 999	3 999	3 999
inne zobowiązania finansowe	-	-	-	-	-	-
inne	-	-	-	-	-	-
Zobowiązania krótkoterminowe	10 935	5 118	8 316	8 436	8 923	8 952
Wobec jednostek powiązanych	9 849	4 237	4 761	6 924	8 082	8 064
Wobec pozostałych jednostek	1 086	881	3 555	1 512	841	888
kredyty i pożyczki	551	816	861	816	-	-
inne zobowiązania finansowe	-	-	-	-	-	-
z tytułu dostaw i usług	269	22	2 660	488	521	545
zaliczki otrzymane na dostawy	-	-	-	-	-	-
zobowiązania wekslowe	-	-	-	-	-	-
z tytułu podatków, dotacji, ceł, ubezp. społ.	210	34	28	198	308	301
z tytułu wynagrodzeń	24	9	7	10	12	42
inne	31	-	-	-	-	-
Fundusze specjalne	-	-	-	-	-	-
Rozliczenia międzyokresowe	-	-	-	-	-	-

Źródło: opracowanie VOLANTE na podstawie danych Spółki.

Na ten sam dzień wśród pasywów należy zauważyć znaczący udział kapitałów własnych (43,5% wszystkich pasywów). Wśród zobowiązań zauważyć należy długoterminowe zobowiązania wobec jednostek powiązanych w postaci pożyczek (9 422 tys. zł; 42,1% zobowiązań i rezerw na zobowiązania), a także zobowiązania oprocentowane wobec pozostałych jednostek (3 999 tys. zł; 17,9% zobowiązań i rezerw na zobowiązania). Na wartość zobowiązań krótkoterminowych największy wpływ mają zaś zobowiązania wobec jednostek powiązanych (8 064 tys. zł; 90,1% zobowiązań krótkoterminowych).

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	33 981	35 445	37 794	38 207	39 772	39 570
Wzrost (spadek) sumy bilansowej	*12,4%*	*4,3%*	*6,6%*	*1,1%*	*4,1%*	*4,7%*
Wartość bilansowa spółki	15 158	15 521	15 598	16 351	17 428	17 198
Wzrost (spadek) wartości bilansowej spółki	*12,8%*	*2,4%*	*0,5%*	*4,8%*	*6,6%*	*10,3%*
Aktywa trwałe	27 290	27 317	27 279	27 241	27 211	27 211
Udział aktywów trwałych w aktywach ogółem	*80,3%*	*77,1%*	*72,2%*	*71,3%*	*68,4%*	*68,8%*
Aktywa obrotowe	6 691	8 127	10 514	10 966	12 561	12 359
Udział aktywów obrotowych w aktywach ogółem	*19,7%*	*22,9%*	*27,8%*	*28,7%*	*31,6%*	*31,2%*
Kapitał własny	15 158	15 521	15 598	16 350	17 428	17 198
Udział kapitału własnego w pasywach	*44,6%*	*43,8%*	*41,3%*	*42,8%*	*43,8%*	*43,5%*
Zobowiązania ogółem	18 823	19 924	22 196	21 857	22 344	22 373
Udział zobowiązań ogółem w pasywach	*55,4%*	*56,2%*	*58,7%*	*57,2%*	*56,2%*	*56,5%*
Kredyty i pożyczki	7 262	6 436	5 675	4 814	3 999	3 999
Udział kredytów i pożyczek w pasywach	*21,4%*	*18,2%*	*15,0%*	*12,6%*	*10,1%*	*10,1%*
Kapitał stały	23 040	30 327	29 478	29 771	30 849	30 618
Udział kapitału stałego w pasywach	*67,8%*	*85,6%*	*78,0%*	*77,9%*	*77,6%*	*77,4%*
Pokrycie aktywów trwałych kapitałem stałym	*84,4%*	*111,0%*	*108,1%*	*109,3%*	*113,4%*	*112,5%*
Kapitał obrotowy netto	5 605	7 246	6 959	9 454	11 720	11 471

Źródło: opracowanie VOLANTE na podstawie danych Spółki.

Podsumowując należy stwierdzić, że Spółka finansuje swoją działalność przede wszystkim z kapitałów własnych oraz posiada znaczne zadłużenie oprocentowane, zarówno wobec jednostek powiązanych, jak również pozostałych jednostek. Zastanawiające są jednak wysokie salda z podmiotami powiązanymi, zarówno wykazane w należnościach, w inwestycjach krótkoterminowych, jak również w zobowiązaniach. Łączna udział należności, zobowiązań od i wobec jednostek powiązanych osiąga niemal 30% wartości aktywów i 44% pasywów. Sytuację finansowo-majątkową na dzień 31 lipca 2026 roku należy więc uznać za złą. Wynika to z faktu, że Spółka odnotowywała w latach 2021-2024 systematyczny spadek rentowności, a także posiada niskie środki pieniężne na dzień wyceny. Dodatkowo prowadzone przez Spółkę rozliczenia z podmiotami powiązanymi uniemożliwiają jednoznaczną ocenę sytuacji majątkowej. 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 powrotu do rentowności z wcześniejszych okresów.

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[1]. 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

[1] 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

VOLANTE

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[2]. 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[3] – 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[4]. 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[5]. 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) [2], jednak nadal dominują odwiedzający krajowi. W Sudetach polskich istotną grupę stanowią mieszkańcy pobliskich regionów: Dolnego Śląska, Śląska, Wielkopolski czy Mazowsza[6]. Z zagranicy najwięcej

[2] Mfind, *Polacy na nartach - miliardowy rynek*, 2018.
[3] TTG Polska, *GUS opublikował raport „Turystyka w 2023 r."*, 1 lipca 2024 roku, https://ttgpolska.pl/gus-opublikowal-raport-turystyka-w-2023-r
[4] 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
[5] GUS, *Turystyka w 2022 r.*, 2023, https://stat.gov.pl/files/gfx/portalinformacyjny/pl/defaultaktualnosci/5494/1/20/1/turystyka_w_2022_r.pdf
[6] 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

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)[7], 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[8] , 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[9] – 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).

---

[7] 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

[8] 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

[9] 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

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

VOLANTE

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.

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[10] oraz Banku Pekao[11] 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 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 40% a następnie ustabilizuje się na poziomie 36% do końca kwietnia 2031 roku. Zgodnie

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

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 - w wysokości około 50 tys. zł rocznie.
- Poziom należności krótkoterminowych oszacowano oddzielnie dla podmiotów niepowiązanych i oparto go na uśrednionej rotacji z okresu od 1 maja 2022 do 30 kwietnia 2026 wynoszącej 32,6 dni. W efekcie docelowo Spółka na koniec kwietnia 2030 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 podobny sposób przyjęto poziom pozafinansowych zobowiązań krótkoterminowych od podmiotów niepowiązanych (z wyłączeniem roku obrotowego zakończonego w 2024 roku, kiedy rotacja przekroczyła 1 rok), dla których średnia wyniosła 70 dni, a Spółka na koniec kwietnia 2030 roku osiągnie poziom rotacji zobowiązań wynoszący zgodnie z przytoczonymi danymi rynkowymi 47,8 dnia.
- W przypadku zapasów przyjęto, że skoro pojawiły się one w bilansie wyłącznie w sprawozdaniu za okres od 1 maja 2024 do 30 kwietnia 2025 roku miały charakter jednorazowy, to w przyszłości będą one równe zero.
- 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 będzie płaciła podatek zbliżony do stopy podatkowej osiągniętej w ostatnio zamkniętym okresie wynoszący 9%.
- Przyjęto, że Spółka nie będzie dokonywała spłat zobowiązań krótkoterminowych do podmiotów powiązanych w kwocie 8 064 tys. zł ani nie uzyska spłat należności krótkoterminowych w kwocie 4 126 tys. zł z ich strony. Oznacza to jednak, że saldo wynikające z tych dwóch kwot w wysokości 3 937 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]

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	*8,2%*	*1,8%*					
Porównanie do średniej rynkowej	*2,52*	*0,54*	*4,80*	*1,15*	*1,15*	*1,15*	*1,15*
Prognozowana dynamika przychodów Spółki			***13,4%***	***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	**43**	**30**	**28**	**39**	**42**	**44**	**47**
Zużycie materiałów i energii		**30**	**5**	**5**	**5**	**5**	**6**	**6**
Udział materiałów i energii w przychodach		*0,7%*	*0,1%*	*0,1%*	*0,1%*	*0,1%*	*0,1%*	*0,1%*
Usługi obce		**2 634**	**2 463**	**2 536**	**2 612**	**2 691**	**2 772**	**2 855**
Udział usług obcych w przychodach		*56,7%*	*52,1%*	*52,1%*	*52,1%*	*52,1%*	*52,1%*	*52,1%*
Podatki i opłaty	stałe	**42**	**34**	**35**	**36**	**37**	**38**	**39**
Wynagrodzenia	stałe	**590**	**398**	**410**	**422**	**435**	**448**	**461**
Udział wynagrodzeń w przychodach		*12,7%*	*8,4%*	*8,4%*	*8,4%*	*8,4%*	*8,4%*	*8,4%*
Świadczenia dla pracowników	stałe	**124**	**82**	**84**	**87**	**90**	**92**	**95**
Udział świadczeń do wynagrodzeń		*20,9%*	*20,6%*	*20,6%*	*20,6%*	*20,6%*	*20,6%*	*20,6%*
Pozostałe koszty rodzajowe		**21**	**46**	**47**	**49**	**50**	**52**	**53**
Udział pozostałych kosztów w przychodach		*0,5%*	*1,0%*	*1,0%*	*1,0%*	*1,0%*	*1,0%*	*1,0%*
Wartość sprzedanych towarów i materiałów	zmienne	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**
Razem koszty		**3 484**	**3 057**	**3 146**	**3 250**	**3 349**	**3 451**	**3 556**
Wynik na sprzedaży		**1 162**	**1 671**	**1 724**	**1 766**	**1 818**	**1 871**	**1 926**
Wynik na sprzedaży / przychody ze sprzedaży		*25,0%*	*35,3%*	*35,4%*	*35,2%*	*35,2%*	*35,2%*	*35,1%*
Wynik na sprzedaży + amortyzacja		**1 204**	**1 702**	**1 753**	**1 805**	**1 860**	**1 915**	**1 973**

Źródło: opracowanie VOLANTE.

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	0,7	-	-	-	-	-	-
Razem zapasy	**9**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**
Należności krótkoterminowe (bez jedn. powiązanych)							
Całkowity okres spływu należności	42,4	54,5	32,6	32,6	35,0	39,8	39,8
Razem należności krótkoterminowe	**540**	**706**	**435**	**449**	**495**	**580**	**597**
Zobowiązania pozafinansowe (bez jedn. powiązanych)							
Średni termin spłaty zobowiązań	65,3	74,6	70,0	60,0	50,0	47,8	47,8
Razem zobowiązania pozafinansowe	**488**	**521**	**503**	**444**	**381**	**375**	**387**
Cykl kowersji gotówki	**(22,1)**	**(20,1)**	**(37,3)**	**(27,4)**	**(15,0)**	**(8,0)**	**(8,0)**
Kapitał pracujący	**62**	**185**	**(67)**	**4**	**114**	**205**	**211**
Zmiana kapitału pracującego	**2 569**	**124**	**2 440**	**72**	**110**	**90**	**6**

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

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	9 422	9 422	9 422	9 422	9 422	9 422	9 422
Wobec pozostałych jednostek							
Długoterminowe	3 999	3 999	3 579	2 779	1 979	1 179	379
Krótkoterminowe	816	0	800	800	800	800	800
Zadłużenie oprocentowane	**14 236**	**13 421**	**13 801**	**13 001**	**12 201**	**11 401**	**10 601**
Oprocentowanie (roczne)	8,74%	4,12%	6,51%	6,48%	6,48%	6,48%	6,48%
Średnioroczny WIBOR 3M	5,84%	3,93%	3,51%	3,48%	3,48%	3,48%	3,48%
Marża	2,90%	0,19%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
Koszty odsetek	1 267	570	337	868	816	764	712
Razem koszty odsetek	**1 267**	**570**	**337**	**868**	**816**	**764**	**712**

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	0	0	0	0	0	0	0
Krótkoterminowe	7 369	7 421	7 421	5 937	4 749	3 799	3 039
Udzielone pożyczki	**7 369**	**7 421**	**7 421**	**5 937**	**4 749**	**3 799**	**3 039**
Oprocentowanie (roczne)	6,31%	1,16%	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	0,47%	-2,77%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Przychody z odsetek	437	86	112	299	239	191	153
Razem przychody z odsetek	**437**	**86**	**112**	**299**	**239**	**191**	**153**

Źródło: opracowanie VOLANTE.

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
Środki trwałe w budowie na początek okresu				-	-	-	-	-
Przyjęcie ŚT w budowie					-	-	-	-
Amortyzacja przyjętych ŚT w budowie	14,0%			-	-	-	-	-
ŚT w budowie na koniec okresu				-	-	-	-	-
Nakłady inwestycyjne na środki trwałe				**40**	**50**	**50**	**50**	**50**
Amortyzacja nowych środków trwałych								
Amortyzacja zakupów z 2027	5,0%			-	-	-	-	-
Amortyzacja zakupów z 2028	5,0%				1	3	3	3
Amortyzacja zakupów z 2029	5,0%					1	3	3
Amortyzacja zakupów z 2030	5,0%						1	3
Amortyzacja zakupów z 2031	5,0%							1
Razem amortyzacja nowych środków trwałych				-	1	4	6	9
Amortyzacja obecnych środków trwałych				**28**	**38**	**38**	**38**	**38**
Amortyzacja ŚT w budowie				-	-	-	-	-
AMORTYZACJA CAŁKOWITA ŚT				**28**	**39**	**42**	**44**	**47**
Wartość netto starych środków trwałych				**751**	**713**	**675**	**637**	**599**
Wartość netto nowych środków trwałych				-	**49**	**95**	**139**	**180**
Wartość netto przyjętych ŚT w budowie				-	-	-	-	-
RAZEM ŚRODKI TRWAŁE				**751**	**761**	**770**	**776**	**779**

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

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.
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.

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	**4 859**	**4 871**	**5 017**	**5 167**	**5 322**	**5 482**
od jednostek powiązanych	-	-	-	-	-	-
Przychody netto ze sprzedaży produktów	4 859	4 871	5 017	5 167	5 322	5 482
Zmiana stanu produktów	-	-	-	-	-	-
Koszt wytworzenia produktów na własne potrzeby jednostki	-	-	-	-	-	-
Przychody netto ze sprzedaży towarów i materiałów	-	-	-	-	-	-
Koszty działalności operacyjnej	**2 945**	**3 146**	**3 250**	**3 349**	**3 451**	**3 556**
Amortyzacja	28	28	39	42	44	47
Zużycie materiałów i energii	5	5	5	5	6	6
Usługi obce	2 478	2 536	2 612	2 691	2 772	2 855
Podatki i opłaty	30	35	36	37	38	39
Wynagrodzenia	301	410	422	435	448	461
Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	63	84	87	90	92	95
Pozostałe koszty rodzajowe	39	47	49	50	52	53
Wartość sprzedanych towarów i materiałów	-	-	-	-	-	-
Zysk (strata) netto ze sprzedaży	**1 914**	**1 724**	**1 766**	**1 818**	**1 871**	**1 926**
Pozostałe przychody operacyjne	-	-	-	-	-	-
Zysk z tytułu rozchodu niefinansowych aktywów trwałych	-	-	-	-	-	-
Dotacje	-	-	-	-	-	-
Aktualizacja wartości aktywów niefinansowych	-	-	-	-	-	-
Inne przychody operacyjne	-	-	-	-	-	-
Pozostałe koszty operacyjne	-	-	-	-	-	-
Strata z tytułu rozchodu niefinansowych aktywów trwałych	-	-	-	-	-	-
Aktualizacja wartości aktywów niefinansowych	-	-	-	-	-	-
Inne koszty operacyjne	-	-	-	-	-	-
Wynik na działalności operacyjnej	**1 914**	**1 724**	**1 766**	**1 818**	**1 871**	**1 926**
Przychody finansowe	112	112	299	239	191	153
Koszty finansowe	295	337	868	816	764	712
Wynik na działalności gospodarczej	**1 730**	**1 499**	**1 197**	**1 241**	**1 298**	**1 367**
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	-	-	-	-	-	-
Wynik brutto	**1 730**	**1 499**	**1 197**	**1 241**	**1 298**	**1 367**
Podatek dochodowy	135	135	108	112	117	123
Wynik netto	**1 595**	**1 364**	**1 090**	**1 129**	**1 181**	**1 244**

Źródło: opracowanie VOLANTE.

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	**41 472**	**41 472**	**41 704**	**41 971**	**42 347**	**42 802**
Aktywa trwałe	**27 183**	**27 183**	**27 193**	**27 202**	**27 207**	**27 211**
Wartości niematerialne i prawne	-	-	-	-	-	-
Rzeczowe aktywa trwałe	751	751	761	770	776	779
Należności długoterminowe	-	-	-	-	-	-
Inwestycje długoterminowe	26 286	26 286	26 286	26 286	26 286	26 286
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	146	146	146	146	146	146
Aktywa obrotowe	**14 290**	**14 290**	**14 510**	**14 769**	**15 139**	**15 591**
Zapasy	-	-	-	-	-	-
Należności krótkoterminowe	4 562	4 562	4 575	4 622	4 706	4 724
Inwestycje krótkoterminowe	9 598	9 598	9 806	10 017	10 303	10 738
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	130	130	130	130	130	130

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	**41 472**	**41 472**	**41 704**	**41 971**	**42 347**	**42 802**
Kapitał własny	**18 792**	**18 792**	**19 882**	**21 011**	**22 193**	**23 437**
Kapitał podstawowy	8 210	8 210	8 210	8 210	8 210	8 210
Kapitały zapasowy	6 510	6 510	6 510	6 510	6 510	6 510
Kapitał z aktualizacji wyceny	-	-	-	-	-	-
Pozostałe kapitały rezerwowe	472	472	472	472	472	472
Zysk (strata) z lat ubiegłych	2 006	2 237	3 601	4 690	5 820	7 001
Zysk (strata) netto	1 595	1 364	1 090	1 129	1 181	1 244
Odpisy z zysku netto w ciągu roku obrotowego	-	-	-	-	-	-
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	**22 680**	**22 680**	**21 822**	**20 959**	**20 154**	**19 365**
Rezerwy na zobowiązania	-	-	-	-	-	-
Zobowiązania długoterminowe	13 001	13 001	12 201	11 401	10 601	9 801
Zobowiązania krótkoterminowe	9 679	9 679	9 621	9 559	9 553	9 565
Rozliczenia międzyokresowe	-	-	-	-	-	-

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	1 595	1 364	1 090	1 129	1 181	1 244
Korekty	381	647	537	509	527	600
Amortyzacja	28	28	39	42	44	47
Zyski (straty) z tytułu różnic kursowych	-	-	-	-	-	-
Odsetki i udziały w zyskach (dywidendy)	184	225	569	577	573	559
Zysk (strata) z działalności inwestycyjnej	-	-	-	-	-	-
Zmiana stanu rezerw	-	-	-	-	-	-
Zmiana stanu zapasów	-	-	-	-	-	-
Zmiana stanu należności	241	393	(13)	(47)	(85)	(17)
Zmiana stanu niefinansowych zobow. krótkoterm.	(73)	(44)	(58)	(63)	(5)	12
Zmiana stanu rozliczeń międzyokresowych	-	44	-	-	-	-
Inne korekty	-	-	-	-	-	-
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	**1 975**	**2 012**	**1 626**	**1 638**	**1 709**	**1 844**
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej						
Wpływy	112	112	1 783	1 426	1 141	913
Przychody ze sprzedaży aktywów pozafin.	-	-	-	-	-	-
Przychody ze sprzedaży aktywów finansowych	-	-	-	-	-	-
Odsetki i inne zyski finansowe	112	112	299	239	191	153
Inne wpływy inwestycyjne	-	-	1 484	1 187	950	760
Wydatki	(0)	-	(50)	(50)	(50)	(50)
Nakłady inwestycyjne (CapEx)	(0)	-	(50)	(50)	(50)	(50)
Zakup aktywów finansowych	-	-	-	-	-	-
Inne	-	-	-	-	-	-
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej	**112**	**112**	**1 733**	**1 376**	**1 091**	**863**
Przepływy pieniężne z działalności finansowej						
Wpływy	380	380	-	-	-	-
Wpływy do kapitału własnego	-	-	-	-	-	-
Kredyty i pożyczki	380	380	-	-	-	-
Z tytułu umów leasingu finansowego	-	-	-	-	-	-
Wydatki	(295)	(337)	(1 668)	(1 616)	(1 564)	(1 512)
Zmiany w kapitałach	-	-	-	-	-	-
Inne	-	-	-	-	-	-
Spłaty kredytów i pożyczek	-	-	(800)	(800)	(800)	(800)
Z tytułu umów leasingu finansowego	-	-	-	-	-	-
Odsetki	(295)	(337)	(868)	(816)	(764)	(712)
Przepływy pieniężne z działalności finansowej	**85**	**43**	**(1 668)**	**(1 616)**	**(1 564)**	**(1 512)**
Razem przepływy środków pieniężnych	**2 172**	**2 166**	**1 692**	**1 399**	**1 236**	**1 195**
Środki pieniężne na początek okresu	6	11	2 178	3 869	5 268	6 504
Środki pieniężne na koniec okresu	2 178	2 178	3 869	5 268	6 504	7 698

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

VOLANTE

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*

3.2. Oszacowanie stopy dyskontowej

W poniższej tabeli szczegółowo przedstawiliśmy kalkulację stopy dyskontowej dla Biała Woda sp. z o.o. na dzień 31 lipca 2026 roku.

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

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	9,00%	Efektywna stopa podatkowa Spółki
Koszt długu wraz z tarczą podatkową	**7,99%**	
Stopa wolna od ryzyka	5,78%	
Beta odlewarowana	0,85	prof. A. Damodaran (Recreation), styczeń 2026
Beta zlewarowana	1,05	
Premia za ryzyko rynkowe	5,35%	prof. A. Damodaran, Total Equity Risk Premium, lipiec 2026
Premia za kapitalizację	7,50%	Research Commissioned by Duff & Phelps LLC.
Koszt kapitału własnego	**18,91%**	
Średni ważony koszt kapitału (WACC)	**16,65%**	

Oszacowanie premii za kapitalizację	Wartość	Źródło
Przychód w tys. PLN	**4 729**	Sprawozdanie finansowe za 2025/2026 r.
Kurs EUR/PLN	4,243	NBP, średni kurs w 2025 roku
Przychód w mln EUR	1,11	Przychód w mln EUR
Premia za kapitalizację	**13,00%**	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 i lipcu 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. Przyjęto przy tym maksymalną premię wskazywaną w przytoczonych analizach wynoszącą 7,5%.

Źródło: opracowanie VOLANTE.

W wyniku przeprowadzonych obliczeń otrzymaliśmy **stopę dyskonta w wysokości 16,65%.**

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 5 701 tys. zł. Zbliżoną wartość w wysokości 6 135 tys. zł osiągnęła wartość rezydualna, czyli zdyskontowana wartość Biała Woda sp. z o.o. na koniec

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

ostatniego roku prognozy. Suma tych wartości określa wartość Spółki przed korektami i wynosi 11 836 tys. zł.

Dokonano korekty o wartość inwestycji finansowych Spółki:

- + 6 526 tys. zł, na które się składa się wartość krótkoterminowych inwestycji finansowych w postaci środków pieniężnych oraz udzielonych pożyczek na koniec lipca 2026 roku;
- + 38 636 tys. zł, na które się składa się wartość długoterminowych inwestycji finansowych w postaci udziałów w CZARNA GÓRA S.A. na koniec lipca 2026 roku;
- - 13 421 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 -3 937 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 99,37% udziałów 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[12]:

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

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).

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 udziałów w skonsolidowanej wycenie, gdyż brana jest pod uwagę ostateczna korekta dla całego pakietu akcji głównego udziałowca przedmiotowej Spółki.

Szczegółowe wyliczenia przedstawiono w poniższych tabelach.

[12] 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

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		**1 595**	**1 090**	**1 129**	**1 181**	**1 244**	**1 244**
Koszty finansowe - przychody finansowe		184	569	577	573	559	559
Korekta podatkowa		(17)	(51)	(52)	(52)	(50)	(50)
Zysk operacyjny netto po korektach (NOPLAT)		**1 762**	**1 607**	**1 654**	**1 703**	**1 753**	**1 753**
Amortyzacja		28	39	42	44	47	50
Zmiany w kapitale obrotowym		168	(71)	(110)	(90)	(6)	(6)
Zmiany w innych pozycjach bilansowych		-	-	-	-	-	-
Wolne przepływy pieniężne z działaln. operac. (CFFO)		**1 959**	**1 575**	**1 587**	**1 657**	**1 794**	**1 797**
Nakłady inwestycyjne (CapEx)		(0)	(50)	(50)	(50)	(50)	(50)
Wolne przepływy pieniężne (FCFF)		**1 959**	**1 525**	**1 537**	**1 607**	**1 744**	**1 747**
Stopa dyskontowa - koszt kapitału		*16,65%*	*16,65%*	*16,65%*	*16,65%*	*16,65%*	*16,65%*
Współczynnik dyskontowy	1,000	0,898	0,770	0,660	0,566	0,485	0,485
Zdyskontowane wolne przepływy pieniężne	-	**1 759**	**1 174**	**1 014**	**909**	**845**	
Wartość obecna przepływów pieniężnych (NPV)	**5 701**						
Jako % wartości firmy	48%						

Źródło: opracowanie VOLANTE.

Wyliczenie wartości rezydualnej Spółki (tys. zł)

Wartość rezydualna		
Wartość rezydualna		
Znormalizowany wolny przepływ pieniężny (FCFF)		1 747
Wartość rezydualna - stopa wzrostu	2,5%	12 654
Zdyskontowana wartość rezydualna		**6 135**
Jako % wartości firmy		52%

* 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	**4 729**	Sprawozdanie finansowe za 2025/2026 r.
Kurs USD/PLN	3,7544	NBP, średni kurs USD w 2025 roku
Przychód w mln USD	1,26	Przychód w mln USD
Dyskonto z tytułu płynności	11,95%	

Źródło: opracowanie VOLANTE.

Wyliczenie wartości dochodowej Spółki (tys. zł)

Wyliczenie wartości dochodowej Przedsiębiorstwa		
Wartość firmy		**11 836**
Zobowiązania finansowe		(13 421)
Inwestycje długoterminowe		38 636
Inwestycje krótkoterminowe		7 427
Saldo rozliczeń z podmiotami powiązanymi		(3 937)
Wartość kapitału własnego przed korektami		**40 541**
Dyskonto z tytułu płynności	11,9%	(4 843)
Wartość kapitału własnego		**35 698**

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 udziałów w kapitale podstawowym Spółki (tys. zł)

Wyliczenie wartości dochodowej udziałów		Dyskonto z tyt. płynności bez dyskonta	Dyskonto z tyt. płynności z dyskontem
Wartość kapitału własnego przed korektami		**40 541**	**35 698**
Udział CGA Invest sp. z o.o.	99,37%		
Wartość udziałów CGA Invest sp. z o.o.		**40 284**	**35 472**

Źródło: opracowanie VOLANTE.

W oparciu o metodę dochodową (zdyskontowanych przepływów pieniężnych), szacujemy więc wartość rynkową 100% udziałów Biała Woda sp. z o.o. w wysokości 40 541 tys. zł przed korektą z tyt. płynności i 35 698 tys. zł po wskazanej korekcie. W konsekwencji wartość udziałów należących do CGA Invest sp. z o.o. wyniosła 40 284 tys. zł przed korektą z tyt. płynności i 35 472 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)

WACC \ Stopa wzrostu przepływów	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%
20,65%	33 222	33 313	33 409	33 510	33 617	33 731	33 851	33 978	34 113
19,65%	33 587	33 692	33 802	33 919	34 043	34 175	34 315	34 464	34 623
18,65%	33 994	34 115	34 244	34 380	34 524	34 679	34 843	35 019	35 208
17,65%	34 452	34 592	34 742	34 901	35 071	**35 253**	35 448	35 658	35 883
16,65%	34 968	35 133	35 309	35 497	**35 698**	35 915	36 148	36 400	36 673
15,65%	35 556	35 750	35 958	**36 182**	36 423	36 684	36 966	37 273	37 608
14,65%	36 229	36 460	36 710	36 979	37 271	37 588	37 934	38 313	38 730
13,65%	37 008	37 286	37 588	37 916	38 274	38 666	39 097	39 573	40 101
12,65%	37 918	38 258	38 628	39 033	39 479	39 971	40 518	41 128	41 814

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[13]:

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,

[13] 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[14]:

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 31 grudnia 2023 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 udziałów.
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.

[14] 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	**39 570**
Aktywa trwałe	**27 211**
Wartości niematerialne i prawne	-
Rzeczowe aktywa trwałe	779
Należności długoterminowe	-
Inwestycje długoterminowe	26 286
Nieruchomości	-
Długoterminowe aktywa finansowe	-
Udzielone pożyczki jednostkom powiązanym	-
Udzielone pożyczki w pozostałych jednostkach	-
Udziały lub akcje w jednostkach powiązanych	26 286
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	146
Aktywa obrotowe	**12 359**
Zapasy	-
Należności krótkoterminowe	4 803
Inwestycje krótkoterminowe	7 427
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	130
Pasywa	**39 570**
Kapitał własny	**17 198**
Kapitał podstawowy	8 210
Kapitały zapasowy	6 510
Zysk (strata) z lat ubiegłych	2 237
Zysk (strata) netto	(231)
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	**22 373**
Rezerwy na zobowiązania	-
Zobowiązania długoterminowe	13 421
Zobowiązania krótkoterminowe	8 952
Rozliczenia międzyokresowe	-

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".

Skorygowano *in plus* wartość rzeczowych aktywów trwałych. Należy zauważyć, że wśród budowli znaleźć można budynek dolnej i górnej stacji kolei linowej, zespół podpór, a także zespół napędowy kolei linowej. Wskazane pozycje były przedmiotem wyceny dokonanej przez mgr inż. Huberta Guzek, który w opinii technicznej wskazał na ich łączną wartość w kwocie 4,5 mln zł.

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

Skorygowano *in plus* wartość inwestycji długoterminowych na podstawie wyceny akcji spółki CZARNA GÓRA S.A. sporządzonej przez Volante na dzień 31 lipca 2026 roku, na wartość 38 636 tys. zł.

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.

Na moment sporządzania wyceny nie istniały również istotne zagrożenie braku spłaty i obsługi zobowiązań, 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*.

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	**55 365**
Aktywa trwałe	**43 136**
Wartości niematerialne i prawne	-
Rzeczowe aktywa trwałe	4 500
Należności długoterminowe	-
Inwestycje długoterminowe	38 636
Nieruchomości	-
Udzielone pożyczki jednostkom powiązanym	-
Udziały w jednostkach powiązanych	38 636
Udziały lub akcje w pozostałych jednostkach	-
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	-
Aktywa obrotowe	**12 229**
Zapasy	-
Należności krótkoterminowe	4 803
Inwestycje krótkoterminowe	7 427
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	-
Pasywa obce	**22 373**
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	**22 373**
Rezerwy na zobowiązania	-
Zobowiązania długoterminowe	13 421
Zobowiązania krótkoterminowe	8 952
Rozliczenia międzyokresowe	-

Źródło: Opracowanie VOLANTE.

Uwzględniając powyższe korekty oraz wykorzystując formułę obliczeniową określania wartości skorygowanych aktywów netto, w poniższej tabeli dokonano obliczenia wartości rynkowej Biała Woda sp. z o.o.

Wartość Biała Woda sp. z o.o. określona metodą skorygowanych aktywów netto na dzień 31 lipca 2026 r. (tys. zł)

Wartość skorygowanych aktywów netto		31.07.2026
Aktywa razem		55 365
Pasywa obce		22 373
Wartość skorygowana aktywów netto przed korektami		**32 993**
Dyskonto z tytułu płynności	11,9%	(3 941)
Wartość skorygowana aktywów netto		**29 052**

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 udziałów w kapitale podstawowym Spółki (tys. zł)

Wyliczenie wartości majątkowej udziałów		Dyskonto z tyt. płynności	
		bez dyskonta	z dyskontem
Wartość kapitału własnego przed korektami		**32 993**	**29 052**
Udział CGA Invest sp. z o.o.	99,37%		
Wartość udziałów CGA Invest sp. z o.o.		**32 784**	**28 867**

Źródło: opracowanie VOLANTE.

W oparciu o metodę skorygowanych aktywów netto, szacujemy wartość rynkową 100% udziałów Biała Woda sp. z o.o. na dzień 31 lipca 2026 roku w wysokości 32 993 tys. zł przed korektą z tyt. płynności i 29 052 tys. zł po wskazanej korekcie. W konsekwencji wartość 99,37% udziałów Biała Woda sp. z o.o. należących do CGA Invest sp. z o.o. wyniosła 32 784 tys. zł przed korektą z tyt. płynności i 28 867 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) **35 698 tys. zł**
- według metody majątkowej (SAN) **29 052 tys. zł**

Wyniki wyceny nieznacznie się od siebie różnią i wskazują, że wartość 100% udziałów Spółki wynosi pomiędzy 29 052 tys. zł a 35 698 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% udziałów Biała Woda sp. z o.o. na dzień 31 lipca 2026 roku, odzwierciedlająca fakt braku płynności udziałów oraz zakładająca kontrolę nad Spółką, wynosi 35 698 tys. złotych.

W konsekwencji rekomendowana przez nas wartość 99,37% udziałów Biała Woda sp. z o.o. należących do CGA Invest sp. z o.o. na dzień 31 lipca 2026 roku wynosi 40 284 tys. zł przed korektą z tyt. płynności i 35 472 tys. zł po wskazanej korekcie.

Należy zaznaczyć, że wartość przed korektą z tyt. płynności ma zastosowanie wyłącznie w przypadku wyceny udziałów w skonsolidowanej spółki CGA Invest sp. z o.o. będącej większościowym udziałowcem przedmiotowej Spółki.

Góralski

dr Bartosz Góralski
ekspert ds. wycen

SBWP dr Bartosz Góralski
Członek Stowarzyszenia Biegłych Wyceny Przedsiębiorstw w Polsce