



**WYCENA WARTOŚCI GODZIWEJ SKŁADNIKÓW MAJĄTKOWYCH  
STANOWIĄCYCH PRZEDMIOT ZABEZPIECZENIA OBLIGACJI  
I PROGRAMU EMISJI OBLIGACJI ZABEZPIECZONYCH  
EMITOWANYCH PRZEZ VEHIS FINANSE  
SPÓŁKĘ Z OGRANICZONĄ ODPOWIEDZIALNOŚCIĄ**

**POZNAŃ, 9 PAŹDZIERNIKA 2025 ROKU**

**CMT Advisory Sp. z o.o.**

ul. Wierzbicice 1A 61-569 Poznań Sąd Rejonowy Poznań – Nowe Miasto i Wilda, VIII Wydział Gospodarczy  
KRS: 0000177629 NIP: 779 22 20 760 REGON: 634523550 Kapitał zakładowy: 117 000 PLN



**ALLIANCE OF INTERNATIONAL  
CORPORATE ADVISORS**

# STRONA PUSTA

## SPIS TREŚCI

<b>CZĘŚĆ OGÓLNA.....</b>	<b>4</b>
<b>I.    Wprowadzenie .....</b>	<b>4</b>
<b>II.   Definicje.....</b>	<b>6</b>
<b>III.  Podsumowanie.....</b>	<b>8</b>
<b>CZĘŚĆ SZCZEGÓŁOWA.....</b>	<b>11</b>
<b>I.    Przedmiot wyceny .....</b>	<b>11</b>
1.  Podstawowe informacje o Grupie VEHS.....	11
2.  Charakterystyka obligacji Class B2 VFN Facility.....	11
3.  Charakterystyka Rachunku Escrow .....	13
<b>II.   Metodyka wyceny obligacji.....</b>	<b>15</b>
<b>III.  Metodyka wyceny wierzytelności z rachunku bankowego .....</b>	<b>17</b>
<b>IV.  Wycena wartości godziwej Obligacji Klasy B2 .....</b>	<b>18</b>
1.  Wyznaczenie stopy dyskontowej.....	18
2.  Prognoza przepływów pieniężnych .....	20
3.  Harmonogram spłat odsetek .....	20
4.  Wynik wyceny .....	21
<b>V.    Wycena wierzytelności z Rachunku Escrow .....</b>	<b>21</b>
<b>SPIS TABEL .....</b>	<b>23</b>
<b>SPIS WYKRESÓW .....</b>	<b>23</b>

## CZĘŚĆ OGÓLNA

### I. Wprowadzenie

1. Raport z wyceny wartości godziwej składników stanowiących przedmiot zabezpieczenia obligacji emitowanych przez Vehis Finanse Sp. z o.o. w ramach I Programu Emisji Obligacji Zabezpieczonych sporządzony został na zlecenie Vehis Finanse Sp. z o.o. przez CMT Advisory Sp. z o.o. z siedzibą w Poznaniu na podstawie umowy z dnia 26.09.2025 roku.
2. Celem niniejszego dokumentu było sporządzenie wyceny wartości godziwej składników majątkowych stanowiących zabezpieczenie obligacji emitowanych przez Vehis Finanse Sp. z o.o. w ramach I Programu Emisji Obligacji Zabezpieczonych, w postaci zastawu rejestrowego ustanowionego na wierzytelnościach Vehis Finanse Sp. z o.o. z Rachunku Escrow oraz obligacjach Class B2 VFN Facility emitowanych przez Currus Lease ABS 2021 Designated Activity Company z siedzibą w Dublinie.
3. Wartość rynkową wierzytelności z rachunku oraz obligacji należy utożsamiać z wartością godziwą, w związku z czym na potrzeby niniejszego dokumentu pojęcia te stosowane są zamiennie.
4. Wycena sporządzona została na podstawie informacji oraz danych finansowych Vehis Finanse Sp. z o.o. Za prawidłowość i rzetelność przekazanych nam danych odpowiada Vehis Finanse Sp. z o.o. Nie ponosimy odpowiedzialności za prawidłowość i rzetelność przekazanych nam informacji zarówno wobec Vehis Finanse Sp. z o.o., ani wobec innego podmiotu.
5. Niniejszy dokument nie stanowi rekomendacji w rozumieniu przepisów ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz. U. z 2024 r. poz. 722 z późn. zm.), w szczególności nie zaleca ani nie sugeruje określonych zachowań inwestycyjnych w odniesieniu do przedmiotu analizy. CMT Advisory Sp. z o.o. nie ponosi odpowiedzialności za skutki jakichkolwiek decyzji podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszym dokumencie.
6. W przypadku, gdyby dane finansowe Vehis Finanse Sp. z o.o. przyjęte na potrzeby przeprowadzonej wyceny uległy zmianie, wyznaczona w niniejszym raporcie wartość rynkowa składników majątkowych stanowiących przedmiot zabezpieczenia obligacji emitowanych przez Vehis Finanse Sp. z o.o. również zmieniłaby się.
7. Wykorzystane analizy, opinie oraz wnioski zawarte w niniejszym dokumencie posiadają bezstronny oraz obiektywny charakter i zostały wykorzystane zgodnie z naszą najlepszą wiedzą.
8. Pomiędzy Vehis Finanse Sp. z o.o. a CMT Advisory Sp. z o.o. nie występuje konflikt interesów.

9. Zlecenie sporządzenia niniejszej wyceny nie było uwarunkowane przygotowaniem lub przedstawieniem w raporcie przez sporządzającego wniosków oraz konkluzji ze z góry zakładanym rezultatem.

.....  
dr Piotr Stobiecki  
Prezes Zarządu

.....  
dr hab. Maciej Stradomski, prof. UEP  
Członek Zarządu

.....  
dr Przemysław Grobelny, CFA  
Partner

## II. Definicje

Dla potrzeb niniejszego raportu w dalszej jego części posłużono się następującymi skrótami:

- Vehis Finanse, Emitent, Spółka** – spółka Vehis Finanse sp. z o.o. z siedzibą w Warszawie, wpisana pod numerem KRS 0000791146 do Krajowego Rejestru Sądowego;
- Vehis, Poręczyciel** – spółka Vehis sp. z o.o. z siedzibą w Warszawie, wpisana pod numerem KRS 0000778463 do Krajowego Rejestru Sądowego;
- Currus Lease ABS 2021 DAC** – spółka Currus Lease ABS 2021 Designated Activity Company z siedzibą w Dublinie (Irlandia), wpisana do rejestru spółek prowadzonego przez Companies Registration Office (CRO) pod numerem 707030;
- Grupa VEHIS** – łącznie Vehis Finanse sp. z o.o. i Vehis sp. z o.o., wraz z podmiotami zależnymi;
- Emitent oraz VEHIS sp. z o.o. nie tworzą grupy kapitałowej w rozumieniu przepisów Ustawy o Rachunkowości. Emitent nie jest jednostką dominującą względem VEHIS sp. z o.o., jak również VEHIS sp. z o.o. nie jest jednostką dominującą wobec Emitenta w świetle regulacji art. 3 ust. 1 pkt 37) Ustawy o Rachunkowości;
- Obligacje** – obligacje emitowane przez Vehis Finanse w ramach I Programu Emisji Obligacji Zabezpieczonych. Na dzień sporządzenia wyceny VEHIS Finanse w jego ramach wyemitował obligacje serii H o łącznej wartości nominalnej 34 180 000 zł. Wszystkie Obligacje wyemitowane w ramach I Programu Emisji Obligacji Zabezpieczonych będą zabezpieczone równorzędnie w stosunku do siebie.
- Zabezpieczenie Obligacji** – zabezpieczenie obligacji emitowanych w ramach I Programu Emisji Obligacji Zabezpieczonych obejmujące:
- poręczenie Poręczyciela do 150% wartości emisji Obligacji;

- umowę zabezpieczenia na Obligacjach Klasy B2 (ang. charge over securities);
  - Rachunek Escrow;
  - zastaw na Rachunku Escrow;
  - Oświadczenie Emitenta i Poręczyciela o poddaniu się egzekucji;
- Rachunek Escrow**
- rachunek bankowy prowadzony przez mBank S.A. o numerze 12 1140 1078 0000 3977 2400 6001, otwarty na podstawie umowy rachunku zastrzeżonego nr 397724006001/Z/111/2025, na który wpływają wszelkie pożytki z instrumentów finansowych (obligacji) emitowanych zgodnie z prawem Anglii i Walii (niebędących obligacjami w rozumieniu ustawy z dnia 15 stycznia 2015 roku o obligacjach (t.j. Dz. U. z 2024 r. poz. 708 z późn. zm.);
- Obligacje Klasy B2, Class B2 VFN Facility**
- instrument finansowy w postaci zmiennej linii finansowania (Variable Funding Notes), ustanowiony na podstawie umowy z dnia 10.04.2025 roku pomiędzy Currus Lease ABS 2021 DAC a Vehis Finanse originatorem, serwiserem oraz posiadaczem obligacji klasy B2);
- Składniki majątkowe stanowiące przedmiot Zabezpieczenia Obligacji**
- łącznie Rachunek Escrow i Obligacje Klasy B2;
- Dzień Wyceny**
- dzień, na który została sporządzona wycena – 30.09.2025 roku;
- Dzień sporządzenia raportu z wyceny**
- dzień, w którym sporządzono raport z wyceny – 09.10.2025 roku.

### III. Podsumowanie

Celem niniejszego dokumentu było sporządzenie wyceny wartości godziwej składników majątkowych stanowiących zabezpieczenie Obligacji w postaci zastawu rejestrowego ustanowionego na wierzytelnościach Emitenta z Rachunku Escrow oraz obligacjach Class B2 VFN Facility.

Zgodnie z art. 30 ust. 1 ustawy z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach (t.j. Dz.U. z 2024 r. poz. 708, z późn. zm) w przypadku ustanowienia zastawu lub hipoteki jako zabezpieczenia wierzytelności wynikających z obligacji emitent jest obowiązany poddać przedmiot zastawu lub hipoteki wycenie przez podmiot, który posiada doświadczenie i kwalifikacje zapewniające rzetelność wyceny oraz zachowuje bezstronność i niezależność.

Wycena *wartości godziwej* (ang. *fair market value*) oznacza oszacowanie takiej kwoty pieniężnej, za jaką dany składnik majątkowy mógłby zostać zbyty na rynku pomiędzy niezależnymi, dobrze poinformowanymi stronami w warunkach rynkowych. Innymi słowy, jest to *hipotetyczna cena rynkowa* uzyskana w typowej transakcji sprzedaży aktywa (lub przeniesienia zobowiązania) dokonanej w normalnych warunkach na dzień wyceny. Standard ten opiera się na założeniu, że wyceny dokonuje się z perspektywy typowego uczestnika rynku, uwzględniając aktualne warunki rynkowe i dostępne informacje. W praktyce wartość godziwa odpowiada więc *obiektywnej wartości rynkowej* aktywa, nawet jeżeli nie istnieje rzeczywista transakcja – wymaga to zastosowania założeń rynkowych i technik wyceny zgodnych z Międzynarodowymi Standardami Sprawozdawczości Finansowej (MSSF 13) oraz krajowymi regulacjami rachunkowości.

Od strony zasad rachunkowości, *wartość godziwa* jest zdefiniowana w polskich regulacjach (art. 28 ust. 6 ustawy o rachunkowości) analogicznie do definicji MSSF – jako kwota, za jaką aktyw może zostać wymienione za wynagrodzeniem w transakcji rynkowej między niezależnymi stronami. Ponadto, zgodnie z międzynarodowymi i krajowymi standardami rachunkowości, obligacje oraz podobne instrumenty finansowe powinny być wyceniane do wartości godziwej w księgach, szczególnie gdy służą jako inwestycje lub zabezpieczenia. Oznacza to, że dla potrzeb zabezpieczenia emisji obligacji również oczekuje się wyceny tych składników majątku w standardzie *fair value*, aby wierzyciele (obligatariusze) mieli rzetelną informację o realnej wartości ustanowionego zabezpieczenia.

Istnieje kilka podejść do wyceny aktywów finansowych, jednak ich zastosowanie zależy od dostępności danych rynkowych dotyczących wycenianego instrumentu oraz charakterystyki samego instrumentu. Główne metody wyceny to:

- **Podejście rynkowe (porównawcze)** – opiera się na cenach rynkowych identycznych lub podobnych instrumentów finansowych. Jeśli istnieje aktywny rynek dla danego instrumentu, wówczas za wartość godziwą przyjmuje się jego bieżącą cenę rynkową (skorygowaną o ewentualne koszty transakcyjne). W praktyce podejście to obejmuje również metody porównawcze oparte na mnożnikach rynkowych z transakcji podobnymi instrumentami.

- **Podejście dochodowe (zdyskontowanych przepływów pieniężnych)** – polega na oszacowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez wyceniany instrument i zdyskontowaniu ich do wartości obecnej za pomocą odpowiedniej stopy dyskontowej. Metoda dochodowa (np. metoda DCF) odzwierciedla wewnętrzną *wartość ekonomiczną* instrumentu, uwzględniając oczekiwany dochód i ryzyko.
- **Podejście kosztowe (odtworzeniowe)** – rzadko stosowane do instrumentów finansowych, bazuje na założeniu, ile kosztowałoby odtworzenie danego aktywa. Dla obligacji lub wierzytelności podejście to nie ma bezpośredniego zastosowania, ponieważ ich wartość wynika z przyszłych przepływów pieniężnych, a nie kosztu wytworzenia.

Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 28 grudnia 2020 roku zmieniające rozporządzenie w sprawie szczególnych zasad rachunkowości funduszy inwestycyjnych wskazuje hierarchię podejść do wyceny aktywów finansowych, w tym obligacji, i podkreśla odejście od metody skorygowanej ceny nabycia na rzecz stosowania ceny z aktywnego rynku, a w przypadku jej braku - ceny ustalonej na podstawie modelu wyceny.

W przypadku analizowanych składników majątku (Obligacji klasy B2) nie istnieje aktywny rynek, ani łatwo dostępne dane o cenach transakcyjnych porównywalnych instrumentów. Obligacje Class B2 VFN Facility są papierami wartościowymi emitowanymi przez podmiot typu SPV (Currus Lease ABS 2021 DAC) i nie są notowane publicznie, przez co brak jest bieżących notowań rynkowych. Brakuje także wystarczająco podobnych instrumentów, na podstawie których można by przeprowadzić wiarygodną wycenę porównawczą.

Z tego względu najbardziej uzasadnionym podejściem jest metoda dochodowa, oparta na modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF). W praktyce oznacza to oszacowanie wartości godziwej poprzez model wyceny finansowej, uwzględniający oczekiwane przyszłe przepływy i stopę zwrotu wymaganą przez rynek dla takiego instrumentu.

Zgodnie z zasadami hierarchii wyceny wartości godziwej, gdy brak jest danych z aktywnego rynku, stosuje się modele wyceny oparte o dostępne dane obserwowalne (np. krzywe procentowe, spread kredytowy), a w przypadku ich braku – modele z wykorzystaniem danych nieobserwowalnych, kalibrowane najlepszą dostępną wiedzą o rynku. Wybór podejścia dochodowego jest zatem zgodny zarówno z przepisami, jak i dobrymi praktykami wyceny w sytuacji braku notowań rynkowych – *wartość godziwa musi zostać ustalona za pomocą modelu wyceny dostosowanego do specyfiki instrumentu*

Wycena Class B2 VFN Facility została przeprowadzona metodą dochodową, polegającą na dyskontowaniu prognozowanych przepływów z tytułu spłat kapitału i odsetek, przy zastosowaniu stóp dyskontowych wyznaczonych w oparciu o rynkową krzywą dochodowości oraz spread kredytowy w wysokości 6,48%. **Wartość rynkowa Class B2 VFN Facility na dzień 30.09.2025 roku wyniosła 35 752 299,38 PLN.** W tabeli numer 1 zostały zaprezentowane najważniejsze założenia oraz wyniki wyceny Class B2 VFN Facility.

**Tabela 1. Podsumowanie wyceny wartości rynkowej Obligacji Serii B2 na 30.09.2025 roku (w PLN)**

Data wyceny	Planowana data wykupu	Credit spread benchmark	Średnioważona marża w okresie prognozy	Przepływ nominalny	Wartość zdyskontowana przepływu
30.09.2025	14.05.2028	6,48%	9,41%	45 072 735,89	35 752 299,38

Źródło: Opracowanie własne.

Elementem Zabezpieczenia Obligacji jest również zastaw rejestrowy na wierzytelnościach obecnych i przyszłych z Rachunku Escrow. W praktyce oznacza to zabezpieczenie na środkach pieniężnych zgromadzonych na dedykowanym rachunku bankowym (oraz ewentualnych przyszłych wpłatach na ten rachunek). Metodologia wyceny tego składnika zabezpieczenia opiera się na ustaleniu wartości nominalnej środków pieniężnych zgromadzonych na rachunku, ponieważ ich wartość godziwa odpowiada kwocie, którą reprezentują.

Wartość godziwa środków zgromadzonych na rachunku escrow odpowiada ich wartości nominalnej, ponieważ gotówka i jej ekwiwalenty nie podlegają dyskontowaniu. Oznacza to, że 1 PLN na rachunku ma wartość godziwą 1 PLN. Wycena obejmuje zazwyczaj jedynie środki faktycznie zgromadzone na rachunku, natomiast przyszłe wpłaty mogą być uwzględnione jedynie wtedy, gdy są jednoznacznie zagwarantowane umową.

**Saldo Rachunku Escrow według stanu na dzień 30.09.2025 roku wynosiło 715 427,03 zł. Kwota ta odpowiada wartości godziwej wierzytelności z Rachunku Escrow.**

## CZĘŚĆ SZCZEGÓŁOWA

### I. Przedmiot wyceny

W ramach niniejszego rozdziału przedstawiono podstawowy profil działalności Emitenta i Poręczyciela oraz podstawową charakterystykę wycenianych Składników majątkowych stanowiących przedmiot Zabezpieczenia Obligacji.

#### 1. Podstawowe informacje o Grupie VEHIS

Emitentem obligacji jest spółka Vehis Finanse Sp. z o.o., założona w 2019 r. Podstawowym przedmiotem działalności Emitenta jest finansowanie środków transportu w szczególności samochodów osobowych i dostawczych do 3,5 T w formie leasingu dla podmiotów gospodarczych oraz konsumentów. Spółką komplementarną dla Emitenta jest VEHIS Sp. z o.o., będąca zarazem poręczycielem w ramach Obligacji, wraz z którą Emitent tworzy kompleksową platformę leasingowo-samochodową.

Poniżej przedstawiono podstawowe informacje o spółce Vehis Finanse Sp. z o.o.

**Tabela 2. Informacje podstawowe o spółce VEHIS FINANSE Sp. z o.o.**

Wyszczególnienie	Dane
Nazwa	VEHIS FINANSE sp. z o.o.
Siedziba	Katowice, al. Murckowska 14c, 40-265 Katowice
REGON	383665990
NIP	5272896510
KRS	0000791146

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Krajowego Rejestru Sądowego.

Grupa VEHIS prowadzi platformę samochodową, na której można dokonać wyboru i nabyć samochód wraz z jego finansowaniem. Znajduje się tam oferta wszystkich marek samochodów dostępnych na polskim rynku od kluczowych dealerów wraz z finansowaniem w formie leasingu.

Grupa VEHIS zapewnia pełne wsparcie w trakcie użytkowania samochodu, w tym specjalny pakiet ubezpieczeń, monitoring GPS oraz wsparcie serwisowe samochodu, a także przy likwidacji szkód komunikacyjnych.

Doradcy VEHIS pracujący w osiemnastu oddziałach w całej Polsce wspierają klientów w wyborze samochodu, jego finansowania i ubezpieczenia. Cały proces może zostać zrealizowany online przez stronę internetową lub ze zdalną pomocą doradcy.

Na platformie oferowanych jest ponad 10 tys. samochodów w szczególnie atrakcyjnych cenach, pochodzących od ponad 200 dealerów. Oferta ta jest aktualizowana niemal w czasie rzeczywistym, dzięki opracowanym przez Grupę VEHIS narzędziom informatycznym.

#### 2. Charakterystyka obligacji Class B2 VFN Facility

Vehis Finanse sp. z o.o. stosuje nowoczesne rozwiązania oparte na sekurytyzacji aktywów, które pozwalają na efektywne pozyskiwanie kapitału przy jednoczesnym ograniczeniu ryzyka i kosztów finansowania. Jednym z kluczowych elementów tej strategii są emisje obligacji, które stanowią istotną

część programu refinansowania portfela leasingowego oraz finansowania udziału własnego Spółki w strukturach sekurytyzacyjnych.

Model finansowania wykorzystywany przez Vehis Finance opiera się na sprzedaży portfela wierzytelności leasingowych do spółek celowych (SPV) z siedzibą w Irlandii, takich jak Currus Lease ABS 2021 DAC oraz Vehis Auto Leasing 2025 DAC. Spółki te emitują obligacje zabezpieczone przepływami pieniężnymi generowanymi przez portfel umów leasingowych, a środki z ich sprzedaży służą do nabycia wierzytelności od Emitenta. Dzięki temu Vehis Finance odzyskuje kapitał, który może ponownie przeznaczyć na finansowanie kolejnych umów leasingowych, zachowując płynność finansową i zdolność do dalszego wzrostu. Emitent pełni jednocześnie rolę serwisera portfela, co oznacza, że zarządza obsługą umów leasingowych, natomiast spłaty z tytułu tych umów stanowią źródło środków na obsługę i wykup obligacji SPV.

Struktura sekurytyzacji w Vehis Finance sp. z o.o. oparta jest na trzech rodzajach obligacji, które różnią się poziomem ryzyka, oprocentowaniem oraz kolejnością zaspokajania roszczeń inwestorów. Taki podział umożliwia efektywne zarządzanie ryzykiem kredytowym, a jednocześnie pozwala inwestorom dobrać ekspozycję do preferowanego profilu inwestycyjnego.

### **1. Obligacje senioralne (Klasa A – Senior Notes)**

Najbezpieczniejszą część struktury finansowania stanowią obligacje senioralne, obejmujące około 75% wartości całej emisji. Transza ta jest objęta przez Banco Santander S.A., Obligacje senioralne są spłacane w pierwszej kolejności z przepływów pieniężnych generowanych przez portfel leasingowy. Dzięki takiemu uprzywilejowaniu cechują się one najniższym poziomem ryzyka kredytowego, a tym samym niższym oprocentowaniem.

Zabezpieczenie transzy senioralnej ma charakter strukturalny – pierwszeństwo spłat istotnie ogranicza ryzyko inwestora. Obligacje tej klasy stanowią trzon finansowania sekurytyzacji i zapewniają stabilne oraz długoterminowe źródło kapitału dla spółki.

### **2. Obligacje mezzanine (Klasa B – Mezzanine Notes)**

Transza mezzanine obejmuje około 20% wartości finansowania i zajmuje pozycję pośrednią w hierarchii spłat – podporządkowaną wobec transzy senior, lecz uprzywilejowaną względem transzy junior. Jest to część struktury o relatywnie wyższym ryzyku kredytowym, ale również o wyższej oczekiwanej rentowności niż klasa A. Inwestorami w tej transzy są Jefferies Financial Group Inc. oraz częściowo sam Emitent, który od 2024 roku sukcesywnie zwiększa swój udział w tym segmencie poprzez emisje krajowych obligacji.

Obligacje mezzanine pełnią kluczową rolę w konstrukcji finansowania Vehis Finance. Stanowią one „pomost” pomiędzy bezpiecznym kapitałem instytucjonalnym a ryzykiem własnym Emitenta, zapewniając jednocześnie stabilność całej struktury sekurytyzacyjnej. Oprocentowanie tych instrumentów jest ustalane w oparciu o zmienną stawkę WIBOR 3M powiększoną o marżę, której poziom odzwierciedla zwiększony poziom ryzyka inwestycyjnego.

W maju 2024 roku Vehis Finanse sp. z o.o. zawarła z Jefferies Financial Group Inc. porozumienie umożliwiające Emitentowi równorzędne obejmowanie części obligacji klasy B2 (tzw. struktura pari passu). W praktyce oznacza to, że obligacje obejmowane przez Emitenta mają identyczny status w zakresie praw do spłat oraz zabezpieczeń jak obligacje objęte przez Jefferies. Środki pozyskane z emisji Obligacji są przeznaczane właśnie na finansowanie tej transzy.

Transza mezzanine jest także istotna z punktu widzenia wyceny rynkowej i oceny ryzyka całego programu sekurytyzacyjnego. Jej wartość ekonomiczna odzwierciedla zarówno jakość portfela leasingowego, jak i koszt kapitału pomiędzy inwestorami o różnym profilu ryzyka. W konsekwencji, prawidłowa wycena tej części struktury jest kluczowa dla określenia efektywnej rentowności finansowania oraz stabilności całego programu.

### **3. Obligacje juniorskie (Klasa Z – Junior Notes)**

Najbardziej ryzykowną część struktury sekurytyzacyjnej stanowią obligacje klasy S, zwane również transzą junior, które stanowią około 5% wartości całej emisji. W całości są one obejmowane przez Vehis Finanse sp. z o.o., co stanowi formę tzw. zaangażowania własnego Emitenta. Obligacje te spłacane są w ostatniej kolejności, po pełnym zaspokojeniu transz senioralnej i mezzanine.

Transza juniorska pełni w strukturze funkcję bufora ryzyka – potencjalne straty wynikające z ewentualnych opóźnień lub niespłacalności w portfelu leasingowym w pierwszej kolejności obciążają właśnie tę część emisji. Pomimo wyższego ryzyka, zaangażowanie Emitenta w tę transzę stanowi istotny sygnał dla inwestorów dotyczący wiary w stabilność portfela oraz efektywność modelu sekurytyzacyjnego. Tak długo, jak szkodowość w ramach portfela leasingowego nie przekracza wartości transzy S, spłata pozostałych transz obligacji w ramach programu sekurytyzacji jest zabezpieczona bezpośrednio przepływami pieniężnymi wynikającymi z portfela.

Przedmiotem wyceny w niniejszym opracowaniu są obligacje klasy B (transza mezzanine). W ramach analizy tej transzy należy określić jej wartość rynkową oraz poziom ryzyka inwestycyjnego w odniesieniu do całego programu sekurytyzacji. Wycena ma na celu oszacowanie bieżącej wartości ekonomicznej zobowiązań wynikających z tej emisji, przy uwzględnieniu struktury przepływów pieniężnych, hierarchii spłat oraz charakterystyki portfela stanowiącego zabezpieczenie..

### **3. Charakterystyka Rachunku Escrow**

Rachunek Escrow jest specjalnym rachunkiem bankowym prowadzonym przez mBank S.A. dla Vehis Finanse, służącym do przechowywania środków pieniężnych, stanowiących element zabezpieczenia emisji Obligacji. Rachunek został utworzony w celu zapewnienia kontrolowanego i bezpiecznego obiegu środków finansowych pochodzących z wierzytelności wynikających z Obligacji klasy B2 emitowanych przez Currus Lease ABS 2021 DAC.

Środki zgromadzone na rachunku mają charakter środków zastrzeżonych – mogą być wykorzystane wyłącznie w określonych przypadkach i na ściśle zdefiniowane cele, zgodnie z postanowieniami umowy Rachunku Escrow. Przede wszystkim służą one do obsługi zobowiązań wynikających z emisji obligacji przez Vehis Finanse, w tym m.in. do regulowania płatności z tytułu wykupu Obligacji, zapłaty odsetek, a także do pokrywania kosztów usług świadczonych przez Michael / Ström Dom Maklerski S.A. jako agenta emisji oraz przez SH Management sp. z o.o. jako podmiot wykonujący funkcje związane z nadzorem nad zabezpieczeniem.

Rachunek ma charakter nieoprocentowany i pełni wyłącznie funkcję depozytową – bank nie wykorzystuje zgromadzonych na nim środków w obrocie, a Vehis Finanse nie może nimi swobodnie dysponować. Wszelkie wypłaty z rachunku wymagają autoryzacji odpowiednich stron – Vehis Finanse oraz SH Management sp. z o.o. SH Management sp. z o.o. oraz Michael / Ström Dom Maklerski S.A. posiadają uprawnienia do zgłoszenia zdarzeń skutkujących ograniczeniem możliwych celów wydatkowania środków z rachunku.

Rachunek Escrow pełni zatem funkcję narzędzia kontroli i zabezpieczenia przepływów pieniężnych związanych z realizacją programu emisji obligacji. Zgromadzone na nim środki stanowią zabezpieczenie dla obligatariuszy, gdyż podlegają wydzieleniu z majątku Emitenta i są objęte szczególnym reżimem prawnym, uniemożliwiającym ich dowolne wykorzystanie. Tym samym rachunek ten zwiększa wiarygodność finansową i transparentność struktury zabezpieczeń emisji, stanowiąc istotny element systemu ochrony interesów inwestorów.

## II. Metodyka wyceny obligacji

Wycena instrumentów dłużnych, do których zaliczają się wyceniane w ramach niniejszego raportu Obligacje, opiera się na oszacowaniu wartości bieżącej przyszłych przepływów pieniężnych (kuponów i nominału) przy wykorzystaniu odpowiednich stóp dyskontowych, wynikających z krzywej dochodowości oraz spreadu kredytowego emitenta.

Na potrzeby wyceny instrumentów dłużnych konstruowana jest krzywa dochodowości oparta na następujących instrumentach rynkowych:

- depozyty międzybankowe (ON, TN, SW, 1M, 3M),
- kontrakty FRA (np. 3x6, 6x9),
- kontrakty IRS (np. 2Y, 5Y, 10Y).

Dla każdego instrumentu wyliczane są tzw. zero factor'y, a następnie przeliczane są na zero rate'y uwzględniając konwencję liczenia dni (ACT/365).

W celu uwzględnienia ryzyka kredytowego emitenta instrumentu dłużnego, do stopy wolnej od ryzyka (zero rate) doliczany jest spread kredytowy. Spread ten wyznaczany w oparciu o jedno z dwóch podejść:

- analizę porównawczą obligacji:
  - podobnym czasie do wykupu,
  - zbliżonym profilem ryzyka (rating, branża, zabezpieczenie, waluta, typ kuponu),
  - z rynku wtórnego, a w przypadku jej braku.

Dla próby referencyjnej obliczany jest średni spread „spread to worst”, z wyłączeniem wartości odstających. Spread ten stanowi korektę stopy dyskontowej dla danej obligacji.

- w oparciu o benchmark rynkowy „ICE BofA Emerging Markets Corporate Plus Index Option-Adjusted Spread”.

Dla każdej daty przepływu pieniężnego (kupon, wykup) wyznacza się:

- stopę dyskontową jako sumę zero rate i spreadu kredytowego:

$$DR(t, T_i) = ZR(t, T_i) + CS$$

gdzie:

$DR(t, T_i)$  - discount rate dla okresu zapadalności  $T_i$

$ZR(t, T_i)$  – zero rate dla okresu zapadalności  $T_i$

$CS$  – credit spread

- czynnik dyskontowy na podstawie odpowiedniej stopy dyskontowej i czasu do przepływu:

$$DF(t, T_i) = \left( \frac{1}{1 + DR(t, T_i)} \right)^{\left( \frac{1}{D} \right)^{T_i - t}}$$

gdzie:

$DF(t, T_i)$  - discount factor dla okresu zapadalności  $T_i$

$D$  – liczba dni w roku zgodnie z przyjętą konwencją.

Jeśli dana data nie odpowiada dokładnie punktowi na krzywej, stosowana jest interpolacja czynników dyskontowych (np. metodą liniową w przestrzeni logarytmicznej).

W przypadku obligacji o oprocentowaniu zmiennym (np. WIBOR 3M + marża):

- dla każdego okresu odsetkowego wyznaczana jest data ustalenia kuponu (na podstawie warunków emisji),
- określana jest odpowiednia stawka benchmarku (WIBOR 3M, 6M) poprzez interpolację forward rates z krzywej stóp procentowych,
- stopa kuponowa wyznaczana jest jako suma stawki benchmarku i marży.

Dla obligacji o stałym oprocentowaniu stawka kuponowa jest z góry znana.

Dla potrzeb wyceny rynkowej obliczane są odsetki naliczone od początku bieżącego okresu odsetkowego do daty wyceny:

$$A(T_v) = \frac{T_v - T_s}{D} * C(T)$$

gdzie:

$A(T_v)$  – odsetki naliczone do dnia wyceny

$T_v$  – data wyceny

$T_s$  – data początku okresu odsetkowego

Wartość bieżąca instrumentu obliczana jest jako suma zdyskontowanych przepływów:

$$PV = N * DF(T_n) + A(T_v) * DF(T_A) + \sum_{T=1}^n C(T_c) * D(T_c)$$

Wynik wyceny jest sumą wartości bieżącej przepływów pieniężnych z tytułu instrumentu dłużnego, w tym nominału, odsetek narosłych do dnia wyceny oraz przyszłych odsetek.

### III. **Metodyka wyceny wierzytelności z rachunku bankowego**

Wycena wierzytelności wynikających z rachunku escrow opiera się na założeniu, że środki pieniężne zgromadzone na tego rodzaju rachunku stanowią aktywa o charakterze pieniężnym, których wartość godziwa jest tożsama z ich wartością nominalną. W praktyce oznacza to, że dla potrzeb ustalenia wartości godziwej przyjmuje się kwotę odpowiadającą bieżącemu saldu rachunku bankowego, powiększoną o ewentualne należne odsetki, jeżeli rachunek jest oprocentowany.

Metodologia ta wynika z zasad rachunkowości, zgodnie z którymi gotówka i jej ekwiwalenty nie podlegają dyskontowaniu, a jednostka pieniężna zachowuje swoją wartość nominalną. W związku z tym jeden złoty zdeponowany na rachunku escrow posiada wartość godziwą równą jednemu złotemu.

W przypadku, gdy przedmiotem zabezpieczenia są również wierzytelności przyszłe, tj. przyszłe wpłaty na rachunek escrow, ich uwzględnienie w wycenie zależy od stopnia pewności i formalnego zagwarantowania takich wpływów w umowie rachunku lub w innych dokumentach transakcyjnych. Dla zachowania ostrożności, w standardowej praktyce wyceny zabezpieczeń obligacji uwzględnia się przede wszystkim środki faktycznie zgromadzone na rachunku na dzień wyceny, uznając przyszłe wpływy za zdarzenia potencjalne, które mogą być przedmiotem odrębnej analizy w ramach scenariuszowej oceny ryzyka.

Tak przyjęta metodyka zapewnia zachowanie zasady ostrożności oraz rzetelne odwzorowanie wartości godziwej aktywów pieniężnych, przy jednoczesnym utrzymaniu spójności z obowiązującymi standardami rachunkowości i praktyką rynkową w zakresie wyceny zabezpieczeń finansowych.

#### IV. Wycena wartości godziwej Obligacji Klasy B2

Przedmiotem niniejszej wyceny były Obligacje Klasy B2, których szczegółowy opis został przedstawiony w rozdziale I.2.

Celem wyceny było ustalenie wartości godziwej Obligacji Klasy B2 na dzień 30.09.2025 roku.

Wycenę wartości godziwej Obligacji sporządzono metodą dochodową w oparciu o metodykę opisaną w rozdziale II niniejszego dokumentu.

##### 1. Wyznaczenie stopy dyskontowej

Zestawienie instrumentów oraz ich rentowności na Dzień Wyceny przedstawiono w tabeli 3.

**Tabela 3. Zestawienie instrumentów finansowych wykorzystanych w wycenie oraz ich rentowności na dzień 30.09.2025 roku**

Instrument	Okres	Data zapadalności	Stawka rynkowa
ON	1D	2025-09-30	4,73%
TN	1D	2025-10-01	4,93%
SW	1W	2025-10-07	4,93%
DEP	1M	2025-10-31	4,93%
DEP	3M	2025-11-30	4,92%
FRA	1M	2025-12-31	4,86%
FRA	2M	2026-02-28	4,66%
FRA	3M	2026-03-31	4,54%
FRA	6M	2026-06-30	4,31%
FRA	9M	2026-09-30	4,18%
FRA	12M	2027-09-30	4,05%
SWAP	2Y	2028-09-30	3,97%
SWAP	3Y	2029-09-30	4,03%
SWAP	4Y	2030-09-30	4,10%
SWAP	5Y	2031-09-30	4,19%
SWAP	6Y	2032-09-30	4,27%
SWAP	7Y	2033-09-30	4,36%
SWAP	8Y	2034-09-30	4,45%
SWAP	9Y	2035-09-30	4,53%
SWAP	10Y	2037-09-30	4,70%
SWAP	12Y	2040-09-30	4,94%
SWAP	15Y	2045-09-30	5,06%
SWAP	20Y	2025-09-30	4,73%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Thomson Reuters.

Wycena Obligacji Klasy B2 została sporządzona przy założeniu, że przepływy pieniężne obarczone są ryzykiem portfela umów leasingowych zawartych przez Vehis Finanse z leasingobiorcami na poziomie, który nie uległ zmianie w stosunku do stanu opisanego w raporcie z Due Dilligence zrealizowanego przez Risk Advisory Europe w czerwcu 2025 roku oraz raportach ratingowych opublikowanych przez agencje ratingowe w dniu 3 lipca 2025 roku w odniesieniu do transzy mezzaninowej w sekurytyzacji publicznej, której położenie i zakres finansowania jest bardzo zbliżony do transzy mezzaninowej w SPV. Portfel (sekurytyzacji publicznej) podlegający ratingowi pochodził z umów sfinansowanych wcześniej w SPV. Założenie to zostało potwierdzone oświadczeniem Zarządu Vehis Financs z dnia 1.10.2025 roku **Ryzyko zostało określone na poziomie na BB (sf)**.

Wartość spreadu ryzyka kredytowego została ustalona w oparciu o benchmark rynkowy „ICE BofA Emerging Markets Corporate Plus Index Option-Adjusted Spread”, którego wartość:

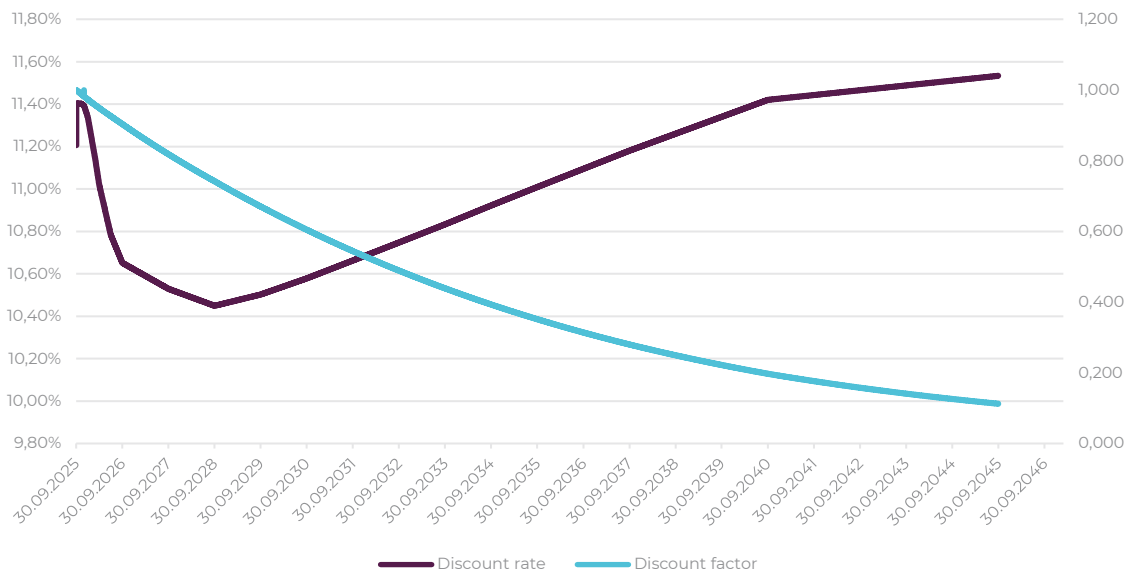
- na Dzień Wyceny wynosiła 1,50%.

- wartość na dzień emisji (10.04.2025 roku) wynosiła 2,18%

Stąd spread kredytowy został wyznaczony na podstawie zmiany benchmarku rynkowego w stosunku do średnioważonej marży Obligacji Klasy B2 (9,41% - sposób kalkulacji został przedstawiony w rozdziale IV.2) na poziomie 6,48%.

Krzywą stóp dyskontowych oraz współczynniki dyskontowe wyznaczone w oparciu o powyższe dane przedstawiono na wykresie 1.

**Wykres 1. Krzywa stóp dyskontowych oraz wartość współczynników dyskontowych na Dzień Wyceny**



Źródło: Opracowanie własne.

## 2. Prognoza przepływów pieniężnych

Obligacje Klasy B2 charakteryzują się zmiennym oprocentowaniem na poziomie:

- a) 7 pp. + WIBOR 1M od dnia emisji do dnia 31.07.2027 roku,
- b) 15 pp. + WIBOR 1M od dnia 01.08.2027 roku do dnia wykupu (na potrzeby wyceny założono wykup na dzień 14.05.2028 roku).

W związku z tym w wycenie dokonano prognozy harmonogramu odsetkowego zgodnie z danymi przedstawionym w tabeli 4. Oprocentowanie ważone czasem od dnia wyceny do planowanego dnia wykupu w przypadku Obligacji Klasy B2 wynosi 9,41%.

**Tabela 4. Harmonogram odsetkowy Obligacji Klasy B2**

Początek okresu odsetkowego	Koniec okresu odsetkowego	Efektywne oprocentowanie	Odsetki
30.09.2025	29.10.2025	11,65%	312 062,30
30.10.2025	29.11.2025	11,49%	318 327,15
30.11.2025	29.12.2025	11,32%	303 225,32
30.12.2025	29.01.2026	11,16%	309 185,45
30.01.2026	27.02.2026	11,03%	285 214,56
28.02.2026	29.03.2026	10,91%	292 146,75
30.03.2026	29.04.2026	10,79%	298 738,44
30.04.2026	29.05.2026	10,77%	288 281,43
30.05.2026	29.06.2026	10,75%	297 722,56
30.06.2026	29.07.2026	10,73%	287 299,42
30.07.2026	29.08.2026	10,81%	299 308,63
30.08.2026	29.09.2026	10,88%	301 481,03
30.09.2026	29.10.2026	10,96%	293 531,65
30.10.2026	29.11.2026	10,94%	303 112,89
30.11.2026	29.12.2026	10,92%	292 469,18
30.12.2026	29.01.2027	10,90%	302 013,78
30.01.2027	27.02.2027	10,88%	281 354,85
28.02.2027	29.03.2027	10,86%	290 894,89
30.03.2027	29.04.2027	10,84%	300 381,73
30.04.2027	29.05.2027	10,82%	289 827,62
30.05.2027	29.06.2027	10,80%	299 279,67
30.06.2027	29.07.2027	10,78%	288 762,29
30.07.2027	29.08.2027	18,80%	520 610,58
30.08.2027	29.09.2027	18,81%	520 922,58
30.09.2027	29.10.2027	18,82%	503 860,09
30.10.2027	29.11.2027	18,81%	520 881,55
30.11.2027	29.12.2027	18,79%	503 166,19
30.12.2027	29.01.2028	18,78%	520 163,72
30.01.2028	28.02.2028	18,77%	502 472,03
29.02.2028	29.03.2028	18,75%	502 130,51
30.03.2028	29.04.2028	18,74%	519 092,06
30.04.2028	13.05.2028	18,73%	224 814,97

Źródło: Opracowanie własne

## 3. Harmonogram spłat odsetek

Harmonogram spłat został ustalony w oparciu o założenie przekazane przez Zarząd Emitenta dotyczące zbieżności terminu wykupu obligacji serii H (które stanowią źródło finansowania zakupu Obligacji Klasy B2) z planowanym terminu wykupu Obligacji Klasy B2. W związku z tym założono, że kapitał Obligacji Serii B2 zostanie spłacony 14.05.2028 roku. Wartość nominalna kapitału na Dzień Wyceny to 33 700 000,00 zł.

#### 4. Wynik wyceny

Na podstawie wyznaczonej stopy dyskontowej oraz harmonogramu spłat oszacowano wartość godziwą Obligacji Klasy B2. stanowiących przedmiot wyceny. W tabeli 5 przedstawiono zestawiono współczynniki dyskontowe, wartość oszacowanych przepływów oraz ich wartość bieżącą.

**Tabela 5. Wycena wartości rynkowej Obligacji Serii B2 na 30.09.2025 roku (w PLN)**

Data płatności	Typ przepływu	Przepływ nominalny	Współczynnik dyskontowy	Wartość zdyskontowana przepływu
30.10.2025	odsetki	312 062,30	0,9912	309 304,55
30.11.2025	odsetki	318 327,15	0,9821	312 637,96
30.12.2025	odsetki	303 225,32	0,9736	295 212,54
30.01.2026	odsetki	309 185,45	0,9650	298 373,82
28.02.2026	odsetki	285 214,56	0,9572	273 021,59
30.03.2026	odsetki	292 146,75	0,9495	277 383,01
30.04.2026	odsetki	298 738,44	0,9415	281 253,30
30.05.2026	odsetki	288 281,43	0,9339	269 226,54
30.06.2026	odsetki	297 722,56	0,9263	275 767,68
30.07.2026	odsetki	287 299,42	0,9188	263 968,04
30.08.2026	odsetki	299 308,63	0,9112	272 730,07
30.09.2026	odsetki	301 481,03	0,9037	272 458,79
30.10.2026	odsetki	293 531,65	0,8963	263 102,81
30.11.2026	odsetki	303 112,89	0,8888	269 396,84
30.12.2026	odsetki	292 469,18	0,8815	257 816,76
30.01.2027	odsetki	302 013,78	0,8741	263 990,93
28.02.2027	odsetki	281 354,85	0,8672	244 000,58
30.03.2027	odsetki	290 894,89	0,8602	250 227,49
30.04.2027	odsetki	300 381,73	0,8530	256 226,38
30.05.2027	odsetki	289 827,62	0,8461	245 225,59
30.06.2027	odsetki	299 279,67	0,8391	251 112,49
30.07.2027	odsetki	288 762,29	0,8323	240 336,94
30.08.2027	odsetki	520 610,58	0,8254	429 706,37
30.09.2027	odsetki	520 922,58	0,8185	426 400,49
30.10.2027	odsetki	503 860,09	0,8119	409 104,86
30.11.2027	odsetki	520 881,55	0,8052	419 402,44
30.12.2027	odsetki	503 166,19	0,7987	401 876,15
30.01.2028	odsetki	520 163,72	0,7921	411 999,85
1.03.2028	odsetki	502 472,03	0,7857	394 790,15
30.03.2028	odsetki	502 130,51	0,7794	391 356,64
30.04.2028	odsetki	519 092,06	0,7729	401 226,86
14.05.2028	odsetki	224 814,97	0,7700	173 117,82
14.05.2028	kapitał	33 700 000,00	0,7700	25 950 543,08
<b>SUMA</b>		<b>45 072 735,89</b>		<b>35 752 299,38</b>

Źródło: Opracowanie własne.

**Wartość rynkowa Obligacji Serii B2 na dzień 30.09.2025 roku wyznaczona metodą dochodową wyniosła 35 752 299,38 PLN.**

#### V. Wycena wierzytelności z Rachunku Escrow

Elementem Zabezpieczenia Obligacji jest również zastaw rejestrowy na wierzytelnościach obecnych i przyszłych z Rachunku Escrow. W praktyce oznacza to zabezpieczenie na środkach pieniężnych zgromadzonych na dedykowanym rachunku bankowym. Metodologia wyceny tego składnika zabezpieczenia opiera się na ustaleniu wartości nominalnej środków pieniężnych zgromadzonych na rachunku, ponieważ ich wartość godziwa odpowiada kwocie, którą reprezentują.

Zgodnie z zasadami rachunkowości, gotówka i ekwiwalenty gotówki nie podlegają dyskontowaniu – 1 PLN na rachunku escrow posiada wartość godziwą 1 PLN. Wartość godziwa wierzytelności z rachunku escrow odpowiada zatem aktualnemu stanowi konta (powiększonemu o należne odsetki, jeśli rachunek jest oprocentowany).

Wartość godziwa środków zgromadzonych na rachunku escrow odpowiada ich wartości nominalnej, ponieważ gotówka i jej ekwiwalenty nie podlegają dyskontowaniu. Oznacza to, że 1 PLN na rachunku ma wartość godziwą 1 PLN. Wycena obejmuje zazwyczaj jedynie środki faktycznie zgromadzone na rachunku, natomiast przyszłe wpłaty mogą być uwzględnione jedynie wtedy, gdy są jednoznacznie zagwarantowane umową.

**Saldo Rachunku Escrow według stanu na dzień 30.09.2025 roku wynosiło 715 427,03 zł. Kwota ta odpowiada wartości godziwej wierzytelności z Rachunku Escrow.**

## SPIS TABEL

Tabela 1. Podsumowanie wyceny wartości rynkowej Obligacji Serii B2 na 30.09.2025 roku (w PLN).....	10
Tabela 2. Informacje podstawowe o spółce VEHIS FINANSE Sp. z o.o. ....	11
Tabela 3. Zestawienie instrumentów finansowych wykorzystanych w wycenie oraz ich rentowności na dzień 30.09.2025 roku .....	18
Tabela 4. Harmonogram odsetkowy Obligacji Klasy B2 .....	20
Tabela 5. Wycena wartości rynkowej Obligacji Serii B2 na 30.09.2025 roku (w PLN) .....	21

## SPIS WYKRESÓW

Wykres 1. Krzywa stóp dyskontowych oraz wartość współczynników dyskontowych na Dzień Wyceny .....	19
---	----