KANCELARIA
BIEGŁEGO REWIDENTA
ANNA KUZA I WSPÓLNICY

WYCENA PRZEDSIĘBIORSTWA

YELLOW BOSON SPÓŁKA AKCYJNA

ul. Wilczak 18/1, 61-623 Poznań

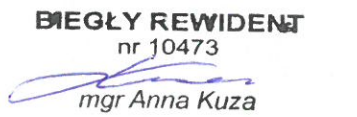
OPERAT SZACUNKOWY

Kraków, 14 lipca 2021 rok

Autor opracowania

Wyceny dokonała Kancelaria Biegłego Rewidenta Anna Kuza i Wspólnicy Sp. k. z siedzibą w Krakowie przy ul. Batorego 4/6 wpisaną na listę podmiotów uprawnionych do badania pod nr 3804, a w jego imieniu wycenę sporządziła:

mgr Anna Kuza
Biegły Rewident
Nr 10473



Kancelaria Biegłego Rewidenta
Anna Kuza i Wspólnicy sp.k.
ul. Batorego 4/6, 31-135 Kraków
NIP 6762457379, REGON 122618599
KRS 0000427758

PRZEDMIOT WYCENY	Przedmiotem wyceny jest przedsiębiorstwo YELLOW BOSON S.A.
STAN PRAWNY	Spółka akcyjna
CEL WYCENY	Przedmiotem wyceny jest przedsiębiorstwo YELLOW BOSON S.A. w celu podjęcia strategicznych decyzji dotyczących połączenia w ramach grupy kapitałowej YELLOW BOSON z inną spółką
WARTOŚĆ	**212 361 918,63 zł**
DATA SPORZĄDZENIA OPERATU SZACUNKOWEGO	14 lipiec 2021 rok
AUTOR OPRACOWANIA	Wyceny dokonała Kancelaria Biegłego Rewidenta Anna Kuza i Wspólnicy Spółka komandytowa z siedzibą w Krakowie przy ul. Batorego 4/6 wpisaną na listę podmiotów uprawnionych do badania pod nr 3804, a w jego imieniu wycenę sporządziła mgr Anna Kuza Biegły rewident nr 10473

BIEGŁY REWIDENT
nr 10473
mgr Anna Kuza

Kancelaria Biegłego Rewidenta
Anna Kuza i Wspólnicy sp.k.
ul. Batorego 4/6, 31-135 Kraków
NIP 6762457379, REGON 122618599
KRS 0000427758

SPIS TREŚCI

WYCIĄG OPERATU SZACUNKOWEGO 2

1. CZĘŚĆ OGÓLNA 4

1.1. Przedmiot wyceny 4
1.2. Zakres wyceny 4
1.3. Cel wyceny 4
1.4. Podstawy wyceny 5
1.4.1. Podstawa formalna 5
1.4.2. Podstawy materialno- prawne 5
1.4.3. Źródła danych merytorycznych 5
1.5. Data sporządzenia wyceny 5
1.5.1. Data na którą określono wartość przedmiotu wyceny 5

2. CZĘŚĆ SZCZEGÓŁOWA 6

2.1. Opis i określenie stanu prawnego przedmiotu wyceny 6
2.1.1. Stan prawny 6
2.1.2. Opis przedmiotu wyceny 6
2.2. Sposób wyceny 6
2.3. Określenie wartości przedmiotu wyceny 7
2.4 Klauzule i zastrzeżenia 19

1. CZĘŚĆ OGÓLNA

1.1. Przedmiot wyceny

Przedmiotem niniejszej wyceny jest przedsiębiorstwo YELLOW BOSON S.A.
Siedziba: 61-623 Poznań, ul. Wilczak, nr 18, lok.1.

1.2. Zakres wyceny

W związku z celem wyceny zakresem szacowania objęto przedsiębiorstwo YELLOW BOSON S.A.
Siedziba: 61-623 Poznań, ul. Wilczak, nr 18, lok.1.

1.3. Cel wyceny

Przedmiotem wyceny jest oszacowanie wartości przedsiębiorstwa YELLOW BOSON S.A. Wycena będzie stanowić sumę jednostkowych wycen podmiotów wchodzących w skład Grupy Kapitałowej YELLOW BOSON i w ramach tej wyceny określono wartość projektu, który będzie realizowany w ramach spółki kapitałowej, pod roboczym tytułem Projekty PVPL w celu podjęcia strategicznych decyzji dotyczących połączenia w ramach grupy kapitałowej YELLOW BOSON z inną spółką.

1.4. Podstawy wyceny

1.4.1. Podstawa formalna:

Zlecenie przedsiębiorstwa: YELLOW BOSON S.A.
Siedziba: 61-623 Poznań, ul. Wilczak, nr 18, lok. 1.
Zgodnie z Umową nr 8/W/2021 z dnia 02.07.2021 roku wycenę sporządzono w okresie od 02.07.2021 r. do 14.07.2021 r.

1.4.2. Podstawy materialno- prawne

- Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości (tekst jednolity: Dz.U. z 2021 r. poz. 217 z późn. zm.),
- Ustawa z dnia 23.04.1964 r.- Kodeks Cywilny (tekst jednolity: Dz.U. z 2020 r. poz. 1740 z późn. zm.),
- Ustawa z dnia 15.09.2000 r. – Kodeks Spółek Handlowych (tekst jednolity: Dz.U. z 2020 r. poz. 1526 z późn. zm.),
- Ustawa z dnia 30.06.2000r. Prawo własności przemysłowej (tekst jednolity: Dz.U. z 2021 r. poz. 324, z późn. zm.),
- Ustawa z dnia 4 lutego 1994 r. o prawie autorskim i prawach pokrewnych (tekst jednolity: Dz. U. z 2021 r. poz. 1062 z późn.zm.).

1.4.3. Źródła danych merytorycznych.

- dane pochodzące z przedsiębiorstwa,
- literatura fachowa dotycząca wyceny wartości przedsiębiorstw.

1.5 Data sporządzenia wyceny

14 lipiec 2021 rok

1.5.1. Data na którą określono wartość przedmiotu wyceny

01 czerwiec 2021 rok

2. CZĘŚĆ SZCZEGÓŁOWA

2.1. Opis i określenie stanu prawnego przedmiotu wyceny

2.1.1. Stan prawny

YELLOW BOSON S.A. wpisana jest do KRS nr 0000746465 przez SYSTEM.
Posiada :

- numer identyfikacji podatkowej NIP 5213838356,
- REGON 381139441

2.1.2. Opis przedmiotu wyceny.

Przedmiot przeważającej działalności (zgodnie z PKD):

- 66.19.Z – Pozostała działalność wspomagająca usługi finansowe, z wyłączeniem ubezpieczeń i funduszów emerytalnych

Przedmiot pozostałej działalności (zgodnie z PKD):

- 66.22.Z – Działalności agentów i brokerów ubezpieczeniowych,
- 66.29.Z- Pozostała działalność wspomagająca ubezpieczenia i fundusze emerytalne,
- 64.92.Z - Pozostałe formy udzielania kredytów,
- 64.99.Z-Pozostała finansowa działalność usługowa, gdzie indziej niesklasyfikowana, z wyłączeniem ubezpieczeń i funduszów emerytalnych,
- 68.31.Z – Pośrednictwo w obrocie nieruchomościami,
- 74.90.Z – Pozostała działalność profesjonalna, naukowa i techniczna, gdzie indziej niesklasyfikowana,
- 82.91.Z – Działalność świadczona przez agencje inkasa i biura kredytowe,
- 35.14.Z – handel energią elektryczną,
- 35.23.Z – handel paliwami gazowymi w systemie sieciowym

2.2. Sposób wyceny

Opublikowany w „Gazecie Bankowej" raport pt. „Rankingi Liderów efektywności" dedykowany polskiemu rynkowi kapitałowemu, pokazał, że najbardziej efektywne są nie spółki- giganty, dysponujące potężnym zapleczem kapitałowym i ogromnymi aktywami, lecz przedsiębiorstwa o wiele mniejsze kapitałowo, działające przeważnie w sektorze usług. Wycena dokonywana przez rynki kapitałowe to wycena oparta na metodologii NPV, tyle że osadzona w realiach rynkowych. Jest to zatem metoda, w której liczą się przede wszystkim przyszłe wyniki przedsiębiorstwa, a nie historyczna wartość księgowa majątku, a jednocześnie metoda uwzględniająca ryzyko prowadzenia biznesu (odzwierciedlone w wysokości stopy dyskonta). Zgodnie z powszechnym wśród analityków podejściem, przedsiębiorstwo warte jest tyle, ile

dochodu jest w stanie wygenerować w przyszłości, a nie tyle, ile wynika z wyceny rzeczowych składników jego majątku. Spółka może dysponować niezwykle skromnym majątkiem, lecz wiele nie uwzględnionych w sprawozdaniach finansowych elementów (know-how, kapitał ludzki, identyfikacja marki) sprawia, że zdolności zarobkowe tego majątku mogą być ogromne. Spostrzeżenie to potwierdzają wyceny spółek nowej ekonomii, dokonywane przez rynki kapitałowe na całym świecie.

Do wyceny przedsiębiorstwa zastosowano metodę majątkową skorygowanych aktywów netto. Natomiast do wyceny Projektów PVPL przyjęto metodę dochodową **Venture Capital (metoda VC)**.

Wybór został podyktowany zarówno przedmiotem wyceny, jak i dostępnością materiałów bazowych do przeprowadzenia niezbędnych wyliczeń.
Uzasadnienie: dobór metody wyceny uzależniony jest od kilku zmiennych.
Należą do nich cel wyceny, jej przedmiot (rodzaj wycenianego dobra) oraz kontekst gospodarczy. Zachowanie minimum poprawności metodologicznej w szacowaniu wartości wymaga uwzględnienia wszystkich powyższych czynników wraz z ich oceną i korektą w postaci ryzyka związanego z wystąpieniem odchyleń od założeń wyjściowych. Skoro o wartości biznesu decyduje siła jego zarobkowania, wyrażona w przyszłym dochodzie, dochód ów należy jakoś wyrazić. Zawodne będą z całą pewnością wszelkie księgowe kategorie zysku; mogą one podlegać łatwym manipulacjom, mają charakter memoriałowy, a ponadto inwestorzy podejmujący decyzje na rynkach kapitałowych kierują się raczej wielkością gotówki, nie zaś zysku księgowego. Ów dochód wykorzystywany w metodach dochodowych musi być więc kategorią pieniężną, a nie „papierową". Jego wielkość musi być kategorią rezydualną w tym sensie, że obrazuje korzyści finansowe inwestorów po pomniejszeniu o wszystkie inwestycje niezbędne do podtrzymania działalności przedsiębiorstwa i jego rozwoju, a ponadto musi być wielkością uwzględniającą obciążenia fiskalne.

2.3 Określenie wartości przedmiotu wyceny

2.3.1 Oszacowanie wartości rynkowej projektu, który będzie realizowany w ramach spółki kapitałowej, pod roboczym tytułem Projekty PVPL

Specyfika sektora, w którym funkcjonują Projekty PVPL (w tym kluczowe czynniki sukcesu dla tego sektora), a także charakter prowadzonej działalności, w tym generowane wyniki finansowe (przede wszystkim ich dynamika wzrostu) w oparciu o posiadany majątek pozwalają przyjąć, iż brak jest merytorycznego uzasadnienia dla zastosowania metody wyceny podmiotu w oparciu o jego majątek. W przypadku metody porównawczej, brak jest wystarczającej próby podmiotów, tj. podmiotów,

reprezentujących możliwą do porównania zbieżność cech, których informacje są publicznie dostępne, w oparciu o które mogłyby zostać porównane.
Precyzyjne założenia prognostyczne danych finansowych są wystarczającą przesłanką do przeprowadzenia wyceny Projektów PVPL metodą dochodową **Venture Capital (metoda VC)**.

Założenia metody Venture Capital (metoda VC)

Metoda Venture Capital (skrót: **metoda VC**) jest najprostszą, ale popularną metodą wyceny, inwestycji na rynku inwestycji venture capital. Jest ona prostą kalkulacją NPV, która koncentruje się na interesach inwestora, a nie spółki; opiera się na projekcjach finansowych i dyskoncie.

Fazy rozwoju spółki z zasileniem kapitału wysokiego ryzyka

Finansowanie zasiewu

Na tym etapie spółka potrzebuje środków finansowych na wynagrodzenia dla założycieli i dla kadry menadżerskiej, badania i rozwój, testowanie produktów przed wprowadzeniem ich na rynek itd. Firma nie ma w tej fazie zdolności kredytowej, generuje zwykle ujemne przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej, np. zakup środków trwałych, zakup licencji, patentów) i ujemne przepływy z działalności operacyjnej. Przychody ze sprzedaży są na niskim poziomie, a wynik finansowy zamyka się ujemnymi wartościami. To wszystko sprawia, że ryzyko inwestycji jest nadzwyczaj wysokie. Źródłami kapitału w tej fazie mogą być osobiste środki finansowe właścicieli, pieniądze od przyjaciół, rodziny i tzw. aniołów biznesu (indywidualni inwestorzy). Celem tego etapu jest zgromadzenie utalentowanego zespołu ludzi, osiągnięcie kluczowych czynników rozwoju firmy i weryfikacja pomysłów biznesowych. Przetrwanie przez spółkę wczesnego etapu i posiadanie potencjału wzrostu wartości mogą przyciągnąć inwestorów kapitałowych w następnej fazie finansowania.

Finansowanie rundy 1

Często w rundzie 1 pojawia się pierwsze finansowanie instytucjonalne z udziałem jednego lub kilku inwestorów kapitałowych. Wycena wartości spółki na tym etapie jest wyższa niż na etapie zasiewu, wyższa jest także jakość kadry zarządzającej. Zwykle w tej fazie inwestor dokonuje 40-50% udziału w kapitale zakładowym spółki. Typowe cele finansowania rundy 1 to: dalszy rozwój, pozyskanie kluczowych menadżerów, osiągnięcie istotnych generatorów wartości, dojrzewanie produktu, przyciągnięcie inwestorów do finansowania następnej fazy rozwoju. W zamian za gotowość wzięcia na siebie bardzo wysokiego ryzyka inwestor oczekuje wysokiej ponadprzeciętnej średniorocznej stopy zwrotu z inwestycji.

Finansowanie rundy 2

Etap ten dotyczy finansowania inwestycji o wyższych wartościach niż runda 1. Można założyć, że rozwój spółki jest zakończony, a ryzyko technologiczne zostało istotnie zmniejszone. Pojawiają się solidne strumienie przychodowe. Wycena spółki jest oparta głównie na niematerialnych czynnikach wartości, tj. kapitale ludzkim i aktywach technologicznych (np. patenty, licencje, know-how). Bierze się pod uwagę rozwój działalności operacyjnej, poszerzenie skali aktywności spółki, dalszy rozwój produktu, kreowanie wartości pod kątem następnej rundy finansowania.

Finansowanie rundy 3 i późniejsze etapy

Kapitał pozyskiwany na tym etapie może być wykorzystany na wzmocnienie kondycji finansowej spółki, na osiągnięcie rentowności operacyjnej, na rozwój dalszych produktów, także na przygotowanie spółki do wprowadzenia jej akcji do publicznego obrotu lub sprzedaży innemu inwestorowi. Spółka odznacza się w tej fazie przewidywalnymi przychodami, dodatnią EBITDA, co umożliwia wycenę jej wartości metodą porównawczą i metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych.

Późna faza

W tym etapie występują firmy, które osiągnęły stabilny poziom wzrostu. Większość spółek w tej fazie jest już zyskownych. Firmy mają dodatnie przepływy gotówkowe. Inwestor venture capital może planować wyjście z inwestycji poprzez wprowadzenie akcji spółki porfelowej do publicznego obrotu. W celu przygotowania spółki do dobrego „debiutu giełdowego" inwestor może zaoferować finansowanie pomostowe, które jest spłacane z przychodów osiągniętych z pierwszej oferty publicznej.

Wycena „przed inwestycją" i „po inwestycji"

Przed uwzględnieniem kwoty inwestycji w jej kapitał własny określa się jako **wycena „pre-money"** (tu: **wycena „przed inwestycją"** lub **wycena „przed"**).

Założenia modelu finansowego

Zaprezentowane zostały opracowane przez spółkę prognozy na lata 2021-2045, bazujące na prognozach związanych z realizacją farm fotowoltaicznych, w tym przede wszystkim kosztach ich obsługi, przychodach generowanych ze sprzedaży energii oraz kosztach ich budowy. Projekty PVPL zakładają wybudowanie farm fotowoltaicznych w latach 2021 –2025 o łącznej mocy 45 MW oraz osiąganie przychodów ze sprzedaży wyprodukowanej energii w oparciu o ceny aukcyjne.

W trakcie prac nad oszacowaniem wartości Przedsiębiorstwa wykorzystano dostępne dane makroekonomiczne oraz informacje uzyskane od Zarządu YELLOW BOSON S.A., który będzie pełnił rolę podmiotu zarządzającego wobec Projektów PVPL. Założono, że wszystkie te informacje są prawdziwe i rzetelne oraz odzwierciedlają stan faktyczny oraz najlepszą wiedzę co do kształtowania się przyszłych relacji ekonomiczno - finansowych Projektów PVPL.

Przychody – założenia spółki

- cenę sprzedaży 1 MWh w kwocie 250,00 zł, indeksowaną w latach 2022
- 2023 prognozowanym wskaźnikiem wzrostu inflacji oraz w latach 2024 – 2045 zakładanym wskaźnikiem inflacji w wysokości 2,5% w skali roku;
- roczną produkcję przypadającą na 1 MW w ilości 1.106,4 MWh;
- spadek wydajności w każdym roku o 0,5% z 1 MW;
- w latach 2021 – 2025 powstanie łącznie 45 MW instalacji fotowoltaicznych, przy czym w roku 2021 r. powstanie 5 MW oraz w latach 2022 –2025 będzie powstawało 10 MW instalacji rocznie.

Koszty- założenia spółki

- amortyzację na okres 15 lat od daty przyjęcia instalacji do ewidencji środków trwałych;
- założono roczne koszty bieżącej obsługi w wysokości 85.000,00 zł przypadające na każdy 1 MW, w tym m.in.: koszty dzierżawy i podatku od nieruchomości, koszenia, mycia, napraw), indeksowane w latach 2022 – 2023 prognozowanym wskaźnikiem wzrostu inflacji oraz w latach 2024 – 2045 zakładanym wskaźnikiem inflacji w wysokości 2,5% w skali roku;

Do celów kalkulacji przyjęto następujące zmienne:

- V= wartość końcowa (w momencie dezinwestycji = 443 820 656,00 zł

wyszczególnienie	wartość
suma DCF	221 476 308,00
wartość rezydualna	222 344 348,10
razem	443 820 656,10

Wybór ostatniego dnia wyceny i oszacowanie wartości zysku EBITDA, zysku netto na podstawie umiarkowanego scenariusza przedsięwzięcia, którego głównym celem jest osiąganie zamierzonych celów strategicznych tj. realizacja Projektów PVPL z maksymalnym zyskiem. Według tego scenariusza będą spełnione oczekiwania inwestora.

- t = liczba lat do (wyjścia kapitałowego z inwestycji, dezinwestycji) 6 lat
- r = stopa dyskontowa, oczekiwana roczna stopa zwrotu przez inwestora r=IRR= 30,0 %
- I= wartość inwestycji = 39 000 000,00 zł (13 000 000,00 +26 000 000,00)

Wartość biznesu wyznaczona jest przez sumę generowanych przez niego przyszłych wolnych przepływów gotówkowych –FCF. Przepływy te jednak dotyczą różnych momentów na osi czasu, nie można ich więc zsumować bez uprzedniego sprowadzenia do jednego punktu na owej osi, najlepiej dotyczącego chwili obecnej.

wybór ostatniego dnia wyceny i oszacowanie wartości przychodów netto, zysku EBITDA, zysku netto na podstawie umiarkowanego scenariusza przedsięwzięcia, którego głównym celem jest osiąganie zamierzonych celów strategicznych tj. dystrybucja gier komputerowych z maksymalnym zyskiem. Według tego scenariusza będą spełnione oczekiwania inwestora.

Dane do obliczeń w tabeli pochodzą z YELLOW BOSON S.A. w horyzoncie prognozy:

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
EBIT (wynik na działalności operacyjnej)	-70 833,3	-29 742,7	295 771,4	698 464,9	1 190 734,9	1 936 717,3	2 107 256,2	2 280 236,5	2 455 673,8	2 633 582,8	2 813 977,5	2 996 871,0
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Obciążenia podatkowe	-	-	56 196,6	132 708,3	226 239,6	367 976,3	400 378,7	433 244,9	466 578,0	500 380,7	534 655,7	569 405,5
Skorygowane obciążeniapodatkowe	-	-	56 196,6	132 708,3	226 239,6	367 976,3	400 378,7	433 244,9	466 578,0	500 380,7	534 655,7	569 405,5
NOPAT=EBIT-skorygowane obciążenia podatkowe	-70 833,3	-29 742,7	239 574,8	565 756,6	964 495,3	1 568 741,0	1 706 877,5	1 846 991,6	1 989 095,8	2 133 202,1	2 279 321,8	2 427 465,5
Amortyzacja (+)	-	866 666,7	2 600 000,0	4 333 333,3	6 066 666,7	7 800 000,0	7 800 000,0	7 800 000,0	7 800 000,0	7 800 000,0	7 800 000,0	7 800 000,0
Przepływy gotówkowe brutto	-70 833,3	836 924,0	2 839 574,8	4 899 089,9	7 031 162,0	9 368 741,0	9 506 877,5	9 646 991,6	9 789 095,8	9 933 202,1	10 079 321,8	10 227 465,5
Zapotrzebowanie na kapitałobrotowy netto (-)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Nadwyżka kapitału obrotowego netto (+)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Wydatki inwestycyjne (-)	-13 000 000,0	-26 000 000,0	-26 000 000,0	-26 000 000,0	-26 000 000,0	-0,0	-	-0,0	-	-	-	-
Wolne przepływy gotówkowe FCFF	-13 070 833,3	-25 163 076,0	-23 160 425,2	-21 100 910,1	-18 968 838,0	9 368 741,0	9 506 877,5	9 646 991,6	9 789 095,8	9 933 202,1	10 079 321,8	10 227 465,5
Stopa dyskonta	5,88%	5,88%	5,88%	5,88%	5,88%	5,88%	5,88%	5,88%	5,88%	5,88%	5,88%	5,88%
Współczynnik dyskontowy	0,94	0,89	0,84	0,80	0,75	0,71	0,67	0,63	0,60	0,56	0,53	0,50
Zdyskontowane wolne przepływy pieniężne FCFF	-12 344 509,4	-22 444 236,8	-19 510 041,7	-16 787 399,0	-14 252 580,8	6 648 207,6	6 371 354,8	6 105 993,7	5 851 639,8	5 607 830,0	5 374 120,9	5 150 088,6

	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044	2045
EBIT (wynik na działalności operacyjnej)	3 182 275,3	3 370 201,9	3 560 660,8	3 753 661,3	4 815 878,1	6 747 318,1	8 681 320,1	10 617 888,4	12 557 026,1	12 765 401,1	12 976 346,7	13 189 861,2	13 405 941,2
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Obciążenia podatkowe	604 632,3	640 338,4	676 525,6	713 195,7	915 016,8	1 281 990,4	1 649 450,8	2 017 398,8	2 385 835,0	2 425 426,2	2 465 505,9	2 506 073,6	2 547 128,8
Skorygowane obciążeniapodatkowe	604 632,3	640 338,4	676 525,6	713 195,7	915 016,8	1 281 990,4	1 649 450,8	2 017 398,8	2 385 835,0	2 425 426,2	2 465 505,9	2 506 073,6	2 547 128,8
NOPAT=EBIT-skorygowane obciążenia podatkowe	2 577 643,0	2 729 863,5	2 884 135,3	3 040 465,7	3 900 861,3	5 465 327,6	7 031 869,3	8 600 489,6	10 171 191,1	10 339 974,9	10 510 840,8	10 683 787,5	10 858 812,4
Amortyzacja (+)	7 800 000,0	7 800 000,0	7 800 000,0	7 800 000,0	6 933 333,3	5 200 000,0	3 466 666,7	1 733 333,3	-	-	-	-	-
Przepływy gotówkowe brutto	10 377 643,0	10 529 863,5	10 684 135,3	10 840 465,7	10 834 194,6	10 665 327,6	10 498 535,9	10 333 823,0	10 171 191,1	10 339 974,9	10 510 840,8	10 683 787,5	10 858 812,4
Zapotrzebowanie na kapitałobrotowy netto (-)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Nadwyżka kapitału obrotowego netto (+)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Wydatki inwestycyjne (-)	-	-	-0,0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Wolne przepływy gotówkowe FCFF	10 377 643,0	10 529 863,5	10 684 135,3	10 840 465,7	10 834 194,6	10 665 327,6	10 498 535,9	10 333 823,0	10 171 191,1	10 339 974,9	10 510 840,8	10 683 787,5	10 858 812,4
Stopa dyskonta	5,88%	5,88%	5,88%	5,88%	5,88%	5,88%	5,88%	5,88%	5,88%	5,88%	5,88%	5,88%	5,88%
Współczynnik dyskontowy	0,48	0,45	0,42	0,40	0,38	0,36	0,34	0,32	0,30	0,28	0,27	0,25	0,24
Zdyskontowane wolne przepływy pieniężne FCFF	4 935 327,3	4 729 448,8	4 532 081,6	4 342 870,1	4 099 171,5	3 811 046,2	3 542 985,0	3 293 609,8	3 061 635,6	2 939 488,2	2 822 021,1	2 709 059,8	2 600 436,4

Krok 1: Określenie wyceny „po"

W tym modelu dopiero w roku dezinwestycji pojawiają się dodatnie przepływy pieniężne dla inwestora (typowe dla IPO lub przejęć), gdzie została ustalona oczekiwana wartość końcowa V= 125 754 756,00 zł. To oznacza, że po pozyskaniu przez spółkę 0,00 zł wstępną jej ceną jest zdyskontowana wartość końcowa w okresie 6 lat.
Przyjęta stopa dyskonta na poziomie IRR= 40%, stad NPV wartości końcowej w okresie 6 lat wynosi:

$$PO = \frac{V}{(1 + r)^t}$$

$$NPV = \frac{V}{(1 + r)^t} = \frac{443\,820\,656{,}00\text{ zł}}{(1{,}3)^6} = \textbf{91 949 082,00 zł= wycena „po" (skrót „PO")}$$

Wartość bieżąca, PV = 91 949 082,00 zł

gdzie: V- wartość końcowa; r – stopa dyskonta; t- liczba lat do wyjścia kapitałowego z inwestycji

Krok 2: Określenie wyceny „przed"

$$PRZED = PO - I$$

91 949 082,00 zł – 39 000 000,00 zł = **52 949 082,00 zł**

wartość „przed „inwestycją" = 52 949 082,00 zł
wartość „po inwestycji" = 91 949 082,00 zł

W = 52 949 082,00 zł

(słownie: pięćdziesiąt dwa miliony dziewięćset czterdzieści dziewięć tysięcy osiemdziesiąt dwa złote 00/00)

2.3.2 Wycena przedsiębiorstwa YELLOW BOSON S.A.

I INFORMACJE OGÓLNE

Z uwagi na fakt, iż YELLOW BOSON S.A. funkcjonuje w strukturze holdingowej posiadając udziały w innych podmiotach oraz nie prowadzi sama w sobie działalności gospodarczej za wyjątkiem działalności przynależnej holdingom wycenę YELLOW BOSON S.A. dokonano metodą majątkową skorygowanych aktywów netto.

METODA MAJĄTKOWA – metoda skorygowanych aktywów netto

Założenia do wyceny:

Zasady ustalania wartości godziwej aktywów i zobowiązań

Składnik bilansu	Wartość godziwa
notowane papiery wartościowe	aktualny kurs notowań pomniejszony o koszty sprzedaży
nie notowane papiery wartościowe	wartość oszacowana, uwzględniająca takie czynniki, jak współczynnik cena do zysku i stopa dywidendy porównywalnych papierów wartościowych wyemitowanych przez spółki o podobnych charakterystykach
należności	wartość bieżąca (zdyskontowana) kwot wymagających zapłaty, wyznaczona przy odpowiednich bieżących stopach procentowych, pomniejszona o odpisy na należności zagrożone i nieściągalne oraz ewentualne koszty windykacji. Wyznaczanie wartości bieżących (zdyskontowanych) w odniesieniu do należności krótkoterminowych nie jest konieczne, jeżeli różnica pomiędzy wartością należności według kwot wymagających zapłaty a według ich wartością zdyskontowaną nie jest istotna
zapasy produktów gotowych i towarów	cena sprzedaży netto pomniejszona o opust marży zysku wynikający z kosztów doprowadzenia do sprzedaży zapasów lub znalezienia nabywcy
zapasy produktów w toku	cena sprzedaży netto produktów gotowych pomniejszona o koszty zakończenia produkcji i opust marży zysku wynikający z kosztów doprowadzenia zapasów do sprzedaży lub znalezienia nabywcy
zapasy materiałów	aktualna cena nabycia
środki trwałe	wartość rynkowa lub ich wartość według niezależnej wyceny. W przypadku gdy nie jest możliwe uzyskanie niezależnej wyceny środków trwałych- aktualna cena nabycia albo koszt wytworzenia, z uwzględnieniem aktualnego stopnia ich zużycia
wartości niematerialne i prawne	wartość oszacowana, wyznaczona w oparciu o ceny rynkowe takich samych lub podobnych wartości

	niematerialnych i prawnych, a w odniesieniu do wartości firmy lub ujemnej wartości firmy zawartej w bilansie- wartość zerową. W przypadku gdy wartość oszacowana nie może zostać wyznaczona w oparciu o ceny rynkowe, to przyjmuje się taką wartość, która nie spowoduje powstania lub zwiększenia ujemnej wartości firmy
zobowiązania	wartość bieżąca (zdyskontowana) kwot wymagających zapłaty, wyznaczona przy odpowiednich bieżących stopach procentowych. Wyznaczanie wartości bieżących (zdyskontowanych) w odniesieniu do zobowiązań krótkoterminowych nie jest konieczne, jeżeli różnica pomiędzy wartością zobowiązań według kwot wymagających zapłaty a według ich wartością zdyskontowaną nie jest istotna
rezerwa lub aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	Wartość możliwa do realizacji

II SPRAWOZDANIE FINANSOWE SPÓŁKI

Rok obrotowy Spółki liczy się od dnia 1 stycznia danego roku do dnia 31 grudnia danego roku.

Poniżej zaprezentowano bilans Spółki na potrzeby wyceny dzień 01.06.2021 roku tj. na dzień najbliższy na moment transakcji.

Tabela 1 Bilans – aktywa trwałe

Bilans - aktywa / PLN	01.06.2021
Aktywa trwałe	**0,00**
Wartości niematerialne i prawne	**0,00**
Koszty prac rozwojowych	0,00
Wartość firmy	0,00
Inne wartości niematerialne i prawne	0,00
Zaliczki na poczet wartości niematerialnych i prawnych	0,00
Rzeczowe aktywa trwałe	**0,00**
Środki trwałe	0,00
Grunty [w tym prawo użytkowania wieczystego]	*0,00*
Budynki, lokale i obiekty inżynierii lądowej i wodnej	*0,00*
Urządzenia techniczne i maszyny	*0,00*
Środki transportu	*0,00*
Inne środki trwałe	*0,00*
Środki trwałe w budowie	0,00
Zaliczki na środki trwałe w budowie	0,00
Należności długoterminowe	**0,00**
Inwestycje długoterminowe	**0,00**

Nieruchomości	0,00
Wartości niematerialne i prawne	0,00
Długoterminowe aktywa finansowe	0,00
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	**0,00**

Tabela 2 Bilans – aktywa obrotowe

Bilans - aktywa / PLN	01.06.2021
Aktywa obrotowe	**100 004,24**
Zapasy	**0,00**
Materiały	0,00
Półprodukty i produkty w toku	0,00
Produkty gotowe	0,00
Towary	0,00
Zaliczki na poczet dostaw	0,00
Należności krótkoterminowe	**0,00**
Należności od jednostek powiązanych	0,00
Należności od pozostałych jednostek, w których jednostka posiada zaangażowanie w kapitale	0,00
Należności od pozostałych jednostek	0,00
Z tytułu dostaw i usług	*0,00*
Z tytułu podatków, dotacji, ceł, ubezpieczeń społecznych i zdrowotnych oraz innych świadczeń	*0,00*
Inne	*0,00*
Dochodzone na drodze sądowej	*0,00*
Inwestycje krótkoterminowe	**100 004,24**
Krótkoterminowe aktywa finansowe	0,00
W jednostkach powiązanych	0,00
W pozostałych jednostkach	100 004,24
- Środki pieniężne i aktywa pieniężne	*100 004,24*
Inne inwestycje krótkoterminowe	0,00
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	**0,00**
Należne wpłaty na kapitał (fundusz) podstawowy	**0,00**
Udziały (akcje) własne	**0,00**
Aktywa razem	**100 004,24**

Tabela 3 Bilans – pasywa

Bilans - pasywa / PLN	01.06.2021
Kapitał [fundusz] własny	**87 657,63**
Kapitał [fundusz] podstawowy	100 000,00
Kapitał (fundusz) zapasowy	0,00
Zysk [strata] z lat ubiegłych	0,00
Zysk [strata] netto	-12 342,37
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	**12 346,61**
Rezerwy na zobowiązania	**0,00**
Rezerwa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	0,00
Rezerwa na świadczenia emerytalne i podobne	0,00
Pozostałe rezerwy	0,00
Zobowiązania długoterminowe	**0,00**
Wobec jednostek powiązanych	0,00
Wobec pozostałych jednostek	0,00
Kredyty i pożyczki	*0,00*
Z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych	*0,00*
Inne zobowiązania finansowe	*0,00*
Inne	*0,00*
Zobowiązania krótkoterminowe	**12 346,61**
Wobec jednostek powiązanych	0,00
Wobec pozostałych jednostek, w których jednostka posiada zaangażowanie w kapitale	0,00
Wobec pozostałych jednostek	12 346,61
Kredyty i pożyczki	*0,00*
Z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych	*0,00*
Inne zobowiązania finansowe	*0,00*
Z tytułu dostaw i usług	*12 346,61*
Zaliczki otrzymane na dostawy	*0,00*
Zobowiązania wekslowe	*0,00*
Z tytułu podatków, ceł, ubezpieczeń i innych świadczeń	*0,00*
Z tytułu wynagrodzeń	*0,00*
Inne	*0,00*
Fundusze specjalne	0,00
Rozliczenia międzyokresowe	**0,00**
Pasywa razem	**100 004,24**

Z bilansu należy zauważyć, że:

- majątek obrotowy Spółki to wyłącznie środki pieniężne,
- po stronie pasywów występuje tylko zarejestrowany i opłacony w całości kapitał zakładowy, strata roku obrotowego,
- zobowiązania długoterminowe nie występują. Zobowiązania krótkoterminowe obejmują zobowiązania wobec jednostek pozostałych.

III USTALENIA WYJŚCIOWE DO WYCENY

Przy wyborze metody wyceny wzięto pod uwagę:

- cel wyceny,
- określone możliwości zastosowania wyceny,
- materiały do wykonania wyceny,
- kondycję finansową Spółki.

W oparciu o dokonaną analizę do oszacowania wartości Spółki YELLOW BOSON S.A. wykorzystano *metodę wartości skorygowanej aktywów netto.* Za pomocą tej metody można dokonać wyceny całego przedsiębiorstwa zarówno aktywów jak i pasywów, skorygowanych następnie do wartości urealnionych oraz zwiększonych o wartości nie wykazane w bilansie, a decydujące o jego wartości.

Metoda wartości skorygowanej aktywów netto wykazuje wysoki stopień wiarygodności i sprawdzalności. Oparta jest na ściśle określonych regułach zawartych w ewidencji księgowej, prowadzonej w oparciu o ustawę o rachunkowości z dnia 29.09.1994r. (t.j. Dz.U. z 2021r., poz. 217 z późn.zm.).

IV WYCENA SPÓŁKI

Podstawę wyjściową do wyceny stanowi księgowy bilans Spółki sporządzony na dzień wyceny, poszczególne elementy bilansu wyznaczające wartość przedsiębiorstwa tj. składniki majątku trwałego i obrotowego oraz pasywa obce. Dla dokonania wyceny przeanalizowano poszczególne składniki aktywów i pasywów zawarte w bilansie sporządzonym na dzień 01.06.2021r.

Tabela 4 Wynik końcowy – oszacowanie wartości Spółki metodą wartości skorygowanej aktywów netto

Wartość majątkowa we stanu na dzień 01.06.2021 roku	
aktywa	wartość skorygowana
aktywa trwałe	0,00
aktywa obrotowe	100 004,24
suma aktywów	**100 004,24**
rezerwy	0,00
zobowiązania długoterminowe	0,00
zobowiązania krótkoterminowe	12 346,61
rozliczenia międzyokresowe	0,00
razem zadłużenie	**12 346,61**
Wartość skorygowanych aktywów netto	**87 657,63**

Zgodnie z powyższymi założeniami, szacujemy, że wartość jednostkowa YELLOW BOSON S.A. wg skorygowanych aktywów netto na dzień 01.06.2021r.wynosi:

W = 87 657,63 zł

(słownie: osiemdziesiąt siedem milionów sześćset pięćdziesiąt siedem tysięcy złotych 63/00)

2.3.3 Zestawienie wycen

nazwa podmiotu	**wartość z wyceny**
Yellow Boson SA	87 657,63
Wolna Energia sp. z o.o.	159 325 179,00
Projekty PVPL	52 949 082,00
wycena końcowa	**212 361 918,63**

Przeprowadzona wycena YELLOW BOSON S.A. wskazuje wartość 212 361 918,63 **zł.** Wycena jest sumą jednostkowych wycen podmiotów wchodzących w skład Grupy Kapitałowej YELLOW BOSON

Wartość spółki YELLOW BOSON
na dzień 01.06.2020r. wynosi: **212 361 918,63 zł**
słownie: dwieście dwanaście milionów trzysta sześćdziesiąt jeden tysięcy dziewięćset osiemnaście złotych 63/100

2.4 Klauzule i zastrzeżenia

V KLAUZULE

Przedstawiona powyżej wartość spółki w kwocie 212 361 918,63 zł odpowiada najbardziej prawdopodobnej wartości godziwej. Uzasadnieniem końcowego wyniku wyceny jest właściwy dobór metody wyceny, na co wskazują wielkości liczbowe i dane wyjściowe do obliczeń.
Zgodnie z art. 28 pkt, 6 ustawy o rachunkowości (tekst jednolity: Dz.U. z 2021 r. poz.217 z późn. zm.), za wartość godziwą przyjmuje się kwotę, za jaką dany składnik aktywów mógłby zostać wymieniony, a zobowiązanie uregulowane na warunkach

transakcji rynkowej, pomiędzy zainteresowanymi i dobrze poinformowanymi, niepowiązanymi ze sobą stronami. Wartość godziwą instrumentów finansowych znajdujących się w obrocie na aktywnym rynku stanowi cena rynkowa pomniejszona o koszty związane z przeprowadzeniem transakcji, gdyby ich wysokość była znacząca. Cenę rynkową aktywów finansowych posiadanych przez jednostkę oraz zobowiązań finansowych, które jednostka zamierza zaciągnąć, stanowi zgłoszona na rynku bieżąca oferta kupna, natomiast cenę rynkową aktywów finansowych, które jednostka zamierza nabyć, oraz zaciągniętych zobowiązań finansowych stanowi zgłoszona na rynek bieżąca oferta sprzedaży.

VI ZASTRZEŻENIA

1. Niniejsza wycena sporządzona została zgodnie z przepisami prawa.
2. Niniejsza wycena nie może być użyta do innych celów niż określony w pkt I 1.
3. Wartość wyliczono wg stanu na dzień 01.06.2021r.
4. Wycenę opracowano w oparciu o informacje uzyskane i dostarczone dokumenty. Zakłada się, że nie ukryto żadnych faktów, które mogłyby mieć wpływ na wartość Spółki i jej udziałów.
5. Wykonane dzieło stanowi autorskie opracowanie wykonawcy.
6. Przedstawiona wycena uwzględnia stan faktyczny i prawny na dzień jej sporządzenia.
7. Autor opracowania nie ponosi odpowiedzialności za ewentualne ukryte wady wycenianego przedsiębiorstwa , których autor nie mógł stwierdzić na podstawie posiadanych materiałów dokumentacji.
8. Operat szacunkowy sporządzono w czterech jednobrzmiących egzemplarzach, z których trzy otrzymuje zleceniodawca, a jeden stanowi egzemplarz archiwalny.