

WYCENA
WARTOŚCI 100% AKCJI SPÓŁKI
INSTYTUT SZKOLEŃ I ANALIZ GOSPODARCZYCH SPÓŁKA AKCYJNA

Al. Jana Pawła II 27, (00-067) Warszawa



*Instytut
Szkoleń
i Analiz
Gospodarczych*

OPERAT SZACUNKOWY

Kraków, 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 wpisana na listę podmiotów uprawnionych do badania pod nr 3804, a w jego imieniu wycenę sporządziła

mgr Anna Kuza **BIEGŁY REWIDENT**
nr 10473

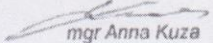
Biegły rewident *mgr Anna Kuza*

Nr 10473

Kancelaria Biegłego Rewidenta
Anna Kuza i Wspólnicy sp.k.
ul. Batorego 4/6, 31-115 Kraków
NIP 6762457379, REGON 122618599
KRS 0000427758

KANCELARIA BIEGŁEGO REWIDENTA - ANNA KUZA I WSPÓLNICY SP.K.

ul. Batorego 4/6, 31-115 Kraków, tel. +48 630 98 98, fax + 48 630 98 99,
Sąd Rejonowy dla Krakowa-Śródmieście w Krakowie Wydział XI Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego,
KRS 0000427758, NIP 6762457379, REGON 122618599,
info@kancelaria-kbr.pl, www.kancelaria-kbr.pl

PRZEDMIOT WYCENY	Wycena wartości 100% akcji spółki INSTYTUT SZKOLEŃ I ANALIZ GOSPODARCZYCH SPÓŁKA AKCYJNA
STAN PRAWNY	Spółka Akcyjna
CEL WYCENY	Określenie wartości 100% akcji spółki INSTYTUT SZKOLEŃ I ANALIZ GOSPODARCZYCH S.A. w celu podjęcia strategicznych decyzji dotyczących połączenia z inną spółką
WARTOŚĆ 100% akcji	14 742 000,00 zł <i>(słownie: czternaście milionów siedemset czterdzieści dwa tysiące zł 00/100)</i>
DATA SPORZĄDZENIA OPERATU SZACUNKOWEGO	14 lipiec 2021 rok
DATA, NA KTÓRĄ SPORZĄDZONO WYCENĘ	01 czerwiec 2021 rok
AUTOR OPRACOWANIA	Wyceny dokonała Kancelaria Biegłego Rewidenta Anna Kuza i Wspólnicy Spółka komandytowa z siedzibą w Krakowie przy ul. Batorego 4/6 wpisana 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 6762451079 REGON 142648999 KRS 0000477258

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	4
1.4.1. Podstawa formalna	4
1.4.2. Podstawy materialno- prawne.....	4
1.4.3. Źródła danych merytorycznych.....	4
1.5. Daty istotne dla określenia wartości przedsiębiorstwa.....	4
2. CZĘŚĆ SZCZEGÓŁOWA.....	5
2.1. Określenie stanu prawnego przedmiotu wyceny.....	5
2.1.1. Stan prawny.....	5
2.1.2. Zarząd i Rada Nadzorcza Spółki Instytut Szkoleń i Analiz Gospodarczych S.A.....	5
2.1.3. Akcjonariat Instytut Szkoleń i Analiz Gospodarczych S.A.....	5
2.2. Opis przedmiotu wyceny.....	6
3. WYCENA Spółki Instytut Szkoleń i Analiz Gospodarczych S.A.....	7
3.1. Sposób wyceny.....	7
3.2. Dane do wyceny.....	8
3.3. Ustalenie wartości 100% akcji spółki Instytut Szkoleń i Analiz Gospodarczych S.A.....	10
4. WNIOSKI KOŃCOWE.....	10
5. KLAUZULE I ZASTRZEŻENIA.....	10

1. CZĘŚĆ OGÓLNA

1.1. Przedmiot wyceny

Przedmiotem niniejszej wyceny jest 100% wartości akcji Spółki INSTYTUT SZKOLEŃ I ANALIZ GOSPODARCZYCH S.A. z siedzibą w Warszawie (00-067), Al. Jana Pawła II 27.

1.2. Zakres wyceny

Wycena dotyczy 100% wartości akcji Spółki Instytut Szkoleń i Analiz Gospodarczych S.A.

1.3. Cel wyceny

Określenie wartości 100% wartości akcji Spółki Instytut Szkoleń i Analiz Gospodarczych S.A. w celu podjęcia strategicznych decyzji dla tego przedsiębiorstwa dotyczące jego połączenia z inną spółką.

1.4. Podstawy wyceny

1.4.1. Podstawa formalna

Umowa nr 9/W/2021 z dnia 02.07.2021 rok Zleceniodawca: INSTYTUT SZKOLEŃ I ANALIZ GOSPODARCZYCH S.A. z siedzibą w Warszawie (00-067), Al. Jana Pawła II 27.

1.4.2. Podstawy materialno- prawne

- Ustawa z dnia 29 września 1994r. o rachunkowości (t.j. Dz. U. z 2021 r. poz. 217),
- Ustawa z dnia 23.04.1964r. Kodeks cywilny (t.j. Dz. U. z 2020 r. poz. 1740)
- Ustawa z dnia 15.09.2000r. Kodeks spółek handlowych (t.j. Dz. U. z 2020 r. poz. 1526);
- Ustawa z dnia 30.06.2000r. Prawo własności przemysłowej (t.j. Dz. U. 2021 r., poz. 324))

1.4.3. Źródła danych merytorycznych

- dane pochodzące z przedsiębiorstwa,
- strona internetowa wycenianej spółki oraz strona internetowa New Connect,
- literatura fachowa dotycząca wyceny wartości przedsiębiorstw.

1.5. Daty istotne dla określenia wartości przedsiębiorstwa

Data sporządzenia operatu szacunkowego	14 lipiec 2021 rok
Data, na którą określono wartość przedsiębiorstwa	01 czerwiec 2021 rok

2. CZĘŚĆ SZCZEGÓŁOWA

2.1. Określenie stanu prawnego przedmiotu wyceny

2.1.1. Stan prawny

Spółka Instytut Szkoleń i Analiz Gospodarczych S.A. wpisana jest do Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem 0000373900 prowadzonego w Sądzie Rejonowym dla m.st. Warszawa, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego.

Posiada :

- numer identyfikacji podatkowej NIP 524 256 66 01,
- numer REGON 140455002.

2.1.2. Zarząd i Rada Nadzorcza Spółki Instytut Szkoleń i Analiz Gospodarczych S.A.

- Zarząd

Edyta Gajewska-Zapert - Prezes Zarządu od dnia 27.08.2020 r. do nadal

- Rada Nadzorcza

Do dnia 29.06.2021 roku skład Rady Nadzorczej Spółki przedstawiał się następująco:

Grzegorz Rytelwski	Przewodniczący Rady Nadzorczej
Jarosław Zygmunt Rewucki	Członek Rady Nadzorczej
Marcin Sekściński	Członek Rady Nadzorczej
Joanna Piszczatowska	Członek Rady Nadzorczej

W dniu 29.06.2021 roku Zwyczajne Walne Zgromadzenie Spółki podjęło uchwały w sprawie odwołania ze składu Rady Nadzorczej Pani Joanny Piszczatowskiej, Pana Jarosława Zygmunta Rewuckiego, Pani Anny Grodzkiej, Pana Marcina Sekścińskiego oraz Pana Grzegorza Rytelwskiego. Jednocześnie Zwyczajne Walne Zgromadzenie powołało do składu Rady Nadzorczej Pana Bartłomieja Wilusz, Pana Macieja Dudka, Panią Natalię Górską, Pana Jacka Kowalskiego oraz Pana Roberta Żagożdżona.

2.1.3. Akcjonariat Instytut Szkoleń i Analiz Gospodarczych S.A.

Na dzień wyceny oraz na dzień sporządzenia operatu szacunkowego Kapitał zakładowy wycenianej Spółki wynosi 780 000,00 zł i składa się z 7 800 000 akcji o wartości nominalnej 0,1 zł.

Zgodnie z informacjami zamieszczonymi na Nerw Connect (wg stanu nadzień 18.07.2021 rok) Akcjonariuszami posiadającymi, co najmniej 5 % ogólnej liczby głosów na Walnym Zgromadzeniu są:

Lp.	Akcjonariusz	Udział w kapitale	Liczba akcji	Wartość nominalna
1.	Sławomir Jarosz	23,61%	1 841 251	184 125,1
2.	Artur Górski	23,61%	1 841 250	184 125,0
3.	Karol Kalinowski	20,07%	1 565 718	156 571,8
4.	Piotr Bednarczyk	7,87%	614 081	61 408,1
5.	ABS Investment SA	5,17%	403 500	40 350,0
6.	Free float	19,67%	1 534 200	154 420
	Razem	100,00%	7 800 000	780 000

2.2. Opis przedmiotu wyceny

W IV kwartale 2016 roku Instytut Szkoleń i Analiz Gospodarczych S.A. zawiązała spółkę pod firmą Medical Apartments sp. z o.o., w której objęła i pokryła wkładem pieniężnym 100 udziałów o wartości nominalnej 50,00 zł każdy udział i łącznej wartości nominalnej 5 000 zł.

W dniu 22 grudnia 2020 r. Spółka objęła 27.510 nowych udziałów w podwyższonym kapitale zakładowym, Medical Apartments Sp. z o.o. wyemitowanych w drodze podwyższenia kapitału zakładowego do kwoty 1.380.500,00 zł. Podwyższenie kapitału zakładowego tej spółki zostało zarejestrowane w dniu 5 marca 2021 r.

Na dzień 31 grudnia 2020 r. Medical Apartments sp. z o.o. była podmiotem zależnym od Emitenta, który posiadał w tej spółce 100% udziałów. W dniu 14 maja 2021 r. Spółka sprzedała wszystkie posiadane, tj. 27.610 udziałów stanowiących 100% udziałów w spółce Medical Apartments sp. z o.o. Cena sprzedaży została ustalona na kwotę 1 mln zł (wynikającą z wyceny tych udziałów przez niezależny podmiot), która ma zostać zapłacona przelewem na rachunek bankowy Spółki do dnia 30 maja



2021 r. Wobec powyższego, na dzień sporządzenia niniejszego raportu, Spółka nie posiada żadnych udziałów w Medical Apartments sp. z o.o.

Działalność Medical Apartment sp. z o.o. skupiona jest wokół prowadzenia obiektu restauracyjno hotelowego Kurpia Artc. Obiekt ten położony jest w Nowogrodzie, przy ul. Obrońców Nowogrodu 2 na działce o powierzchni 3,16 ha zabudowanej hotelem (KW Nr Lm1L/00019543/40) i wiatą.

W dniu 27 października 2020 r. Zarząd Emitenta podjął decyzję w sprawie przeprowadzenia analizy możliwych kierunków rozwoju Spółki, w ramach opcji:

- poszerzenie dotychczasowej działalności o nowe obszary, w tym związane z nowymi technologiami, - wniesienie innego przedsiębiorstwa rozumieniu art. 551 Kodeksu cywilnego do struktur Spółki,

- połączenia z innym podmiotem,

- ramowego określenia warunków rozmów z ewentualnymi partnerami strategicznymi.

W konsekwencji tych działań, w dniu 14 maja 2021 r. Emitent sprzedał na rzecz osoby fizycznej wszystkie posiadane, tj. 27.610 udziałów stanowiących 100% udziałów w spółce Medical Apartments sp. z o.o. Cena sprzedaży została ustalona na kwotę 1 mln zł (wynikającej z wyceny tych udziałów przez niezależny podmiot). Ponadto, w dniu 17 maja 2021 r. Emitent zawarł z Yellow Boson SA z siedzibą w Poznaniu List Intencyjny w sprawie połączenia obu podmiotów (o czym mowa szerzej w pkt IV. niniejszego Sprawozdania).

3. Wycena spółki Instytut Szkoleń i Analiz Gospodarczych S.A.

3.1. Sposób wyceny

Analiza danych, cel wyceny, uwarunkowania prawne i metodyczne, stanu przedmiotu wyceny, jak również przyjęte założenia i ograniczenia do wyceny spółki Instytut Szkoleń i Analiz Gospodarczych S.A. wykazała, że odpowiednia będzie **rynkowa metoda wyceny**.

Wartość rynkowa przedsiębiorstw notowanych na giełdzie papierów wartościowych ustalana jest w oparciu o dostępne dla inwestorów dane i informacje. Akcje odzwierciedlają własność tym samym kapitalizacja giełdowa przedsiębiorstwa stanowi dokonaną przez rynek kapitałowy wycenę jego aktywów netto, czyli kapitału. Kapitalizacja giełdowa różni się od wartości księgowej kapitału, która jest księgową miarą, opierającą się na łącznej kwocie kosztów historycznych. W związku z tym, że w tradycyjnym sprawozdaniu finansowym nie próbuje się mierzyć wielu aspektów rzeczywistości finansowej (np. wartości nazw marek), kapitalizacja giełdowa może znacznie się różnić od wyliczeń księgowych.



Z kolei wartość przedsiębiorstwa oparta o kursy jego akcji w porównaniu do wartości fundamentalnej ustalonej w wyniku dyskontowania kapitału strumieni gotówkowych jest bardzo zbliżona, co potwierdzają liczne badania prowadzonych na spółkach giełdowych w Stanach Zjednoczonych oraz w Polsce. Dla spółek notowanych na GPW współczynnik korelacji wyniósł 0,98.

Dodatkowo w procesie wyceny, dla zachowanie poprawności metodologicznej oraz po analizie wszystkich powyższych czynników, uwzględniono ryzyko związane z wystąpieniem odchyłań od założeń wyjściowych.

3.2. Dane do wyceny

Na podstawie analizy sytuacji finansowej wycenianej spółki przeprowadzonej na podstawie publikowanych komunikatów oraz sprawozdań finansowych zdecydowano, że wycena 7 800 000 akcji spółki zostanie wykonana na podstawie średniej kursów zamknięcia z okresu od 19.04.2021 roku do 18.05.2021 roku.

Poniżej zamieszczono dane o strukturze własności kapitału podstawowego oraz liczbie i wartości nominalnej subskrybowanych akcji.

Kapitał zakładowy spółki

Kapitał zakładowy Spółki na dzień wyceny wynosi 780 000 zł i dzieli się na:

5 000 000	akcji zwykłych na okaziciela serii A
1 800 000	akcji zwykłych na okaziciela serii B
1 000 000	akcji zwykłych na okaziciela serii C
7 800 000	Razem

Wszystkie akcje mają wartość nominalną 0,10 zł.

Notowania

Kurs zamknięcia akcji spółki Instytut Szkoleń i Analiz Gospodarczych S.A. w okresie 6M.

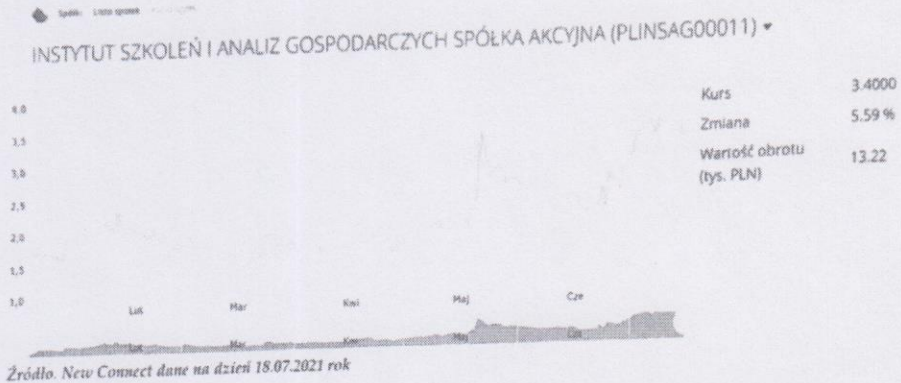


Tabela. Wyznaczenie średniej wartości akcji spółki Instytut Szkoleń i Analiz Gospodarczych S.A. w okresie od 19.04.2021 roku do 18.05.2021 roku.

DATA	KURS ZAMKNIĘCIA
19.04.2021	1,87
20.04.2021	1,96
21.04.2021	1,97
22.04.2021	1,97
23.04.2021	1,70
26.04.2021	1,74
27.04.2021	1,72
28.04.2021	1,57
29.04.2021	1,70
30.04.2021	1,70
04.05.2021	1,86
05.05.2021	1,93
06.05.2021	1,90
07.05.2021	1,90
10.05.2021	2,08
11.05.2021	1,92
12.05.2021	1,96
13.05.2021	2,08
14.05.2021	2,08
17.05.2021	2,08
18.05.2021	1,98
SREDNIA	1,98

3.3. Ustalenie wartości 100% akcji spółki Instytut Szkoleń i Analiz Gospodarczych Spółka Akcyjna

Zgodnie z konwencjonalną metodologią najlepszą wagą w przypadku spółek giełdowych jest oczywiście poziom kapitalizacji. Kapitalizacja jest iloczynem ceny rynkowej akcji i liczby akcji. Wysokość kapitalizacji jest wartością rynkową przedsiębiorstwa już notowanego na giełdzie.

Wartość przedsiębiorstwa (WP) = ilość akcji * cena akcji

w związku z powyższym wartość przedsiębiorstwa wynosi:

Wartość przedsiębiorstwa = (7 800 000 akcji * 1,89 zł) = 14 742 000,00 zł

WP = 14 742 000,00 zł

(słownie: czternaście milionów siedemset czterdzieści dwa tysiące zł 00/100)

4. Wnioski końcowe

Mając na uwadze przesłanki wynikające z analizy ekonomiczno-finansowej, celu wyceny i innych powyżej wymienionych założeń przedstawiona powyżej wartość przedsiębiorstwa Instytut Szkoleń i Analiz Gospodarczych S.A. w kwocie 14 742 000,00 zł stanowi najbardziej prawdopodobną wartość rynkową spółki. Uzasadnieniem końcowego wyniku wyceny jest właściwy dobór metody wyceny, na co wskazuje wielkości liczbowe i dane wyjściowe do obliczeń.

5. Klauzule i zastrzeżenia

1. Niniejszy operat może być wykorzystany tylko do celu, który został określony w punkcie 1.3. CEL WYCENY.
2. Niniejszy operat nie może być opublikowany w całości lub w części w jakimkolwiek dokumencie bez zgody autora operatu i bez uzgodnienia z nim takiej formy lub treści.
3. Autor opracowania nie ponosi odpowiedzialności za ewentualne ukryte wady wycenianego przedsiębiorstwa, których autor nie mógł stwierdzić na podstawie posiadanych materiałów dokumentacji.

4. Operat ten nie może być publikowany w całości ani częściach, jak również nie może być udostępniany osobom trzecim bez uzgodnienia z autorem operatu.
5. Wyklucza się odpowiedzialność autora wobec osób trzecich, w szczególności z tytułu wykorzystania operatu w innym celu aniżeli został on sporządzony.
6. Kwota 14 742 000,00 zł przedstawiona w pkt. 3.3. niniejszego operatu stanowi wartość rynkową przedmiotu wyceny na dzień 01.06.2021 rok.
7. Operat szacunkowy sporządzono w czterech jednobrzmiących egzemplarzach, z których trzy otrzymuje zleceniodawca, a jeden stanowi egzemplarz archiwalny.

¹ Anna Grodzka złożyła rezygnację w dniu 13.05.2021 roku zgodnie z Komunikatem Spółki nr 12/2021 z dnia 19.05.2021 roku.

	2023	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	2 380 236,5	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%
Ubezpieczenia podatkowe	-	-	56 196,6	132 708,3	226 239,6	367 976,3	480 378,7	433 244,9	466 578,0	500 380,7	534 685,7	569 406,5
Skorygowane	-	-	56 196,6	132 708,3	226 239,6	367 976,3	480 378,7	433 244,9	466 578,0	500 380,7	534 685,7	569 406,5
NOPAT-EBIT skorygowane	-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	2 279 331,8	2 427 465,5
obciążenia podatkowe	-	-	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
Amortyzacja (+)	-70 833,3	-	2 839 574,8	4 899 069,9	7 031 162,0	9 268 741,0	9 506 877,5	9 646 991,6	9 789 095,8	9 933 202,1	10 079 321,8	10 227 465,5
Przeprawy godłowane brutto	-70 833,3	836 924,0	2 839 574,8	4 899 069,9	7 031 162,0	9 268 741,0	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 (+)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Wydania inwestycyjne (-)	-13 000 000,0	-26 000 000,0	-26 000 000,0	-26 000 000,0	-26 000 000,0	-26 000 000,0	-26 000 000,0	-26 000 000,0	-26 000 000,0	-26 000 000,0	-26 000 000,0	-26 000 000,0
Wolne przepływy gotówkowe KCF	-13 070 833,3	-25 163 076,0	-23 160 425,2	-21 100 910,1	-18 968 838,0	-9 568 741,0	-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 dykonia	3,86%	5,88%	5,88%	5,88%	5,88%	5,88%	5,88%	5,88%	5,88%	5,88%	5,88%	5,88%
Współczynnik dykonia	0,94	0,89	0,84	0,80	0,72	0,71	0,67	0,63	0,60	0,56	0,53	0,50
Zdykoniowane wolne przepływy pieniężne KCF	-12 344 509,4	-22 444 256,8	-19 510 041,7	-16 787 369,0	-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)	5 182 275,3	3 370 201,9	3 560 680,8	3 753 661,3	4 815 878,1	6 747 318,1	8 681 323,1	10 617 868,4	12 557 026,1	12 765 401,1	12 976 346,7	13 189 861,2	13 403 941,2
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Ubezpieczenia podatkowe	684 632,3	640 338,4	676 525,6	713 195,7	915 016,8	1 281 980,4	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	684 632,3	640 338,4	676 525,6	713 195,7	915 016,8	1 281 980,4	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	2 577 643,0	2 729 863,5	2 884 155,3	3 040 465,7	3 900 861,3	5 465 337,6	7 031 869,3	8 600 469,6	10 171 191,1	10 339 974,9	10 510 840,8	10 683 787,5	10 858 812,4
obciążenia podatkowe	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	3 733 333,3	-	-	-	-	-
Amortyzacja (+)	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
Przeprawy godłowane 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 (+)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Wydania inwestycyjne (-)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Wolne przepływy gotówkowe KCF	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 dykonia	5,98%	5,96%	5,98%	5,98%	5,88%	5,88%	5,88%	5,88%	5,88%	5,88%	5,88%	5,88%	5,88%
Współczynnik dykonia	0,45	0,42	0,40	0,38	0,38	0,36	0,34	0,32	0,30	0,28	0,27	0,25	0,24
Zdykoniowane wolne przepływy pieniężne KCF	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	2 839 488,2	2 622 021,1	2 409 059,8	2 190 436,4

12



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 $IRR = 40\%$, stąd NPV wartości końcowej w okresie 6 lat wynosi:

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

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

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”

$$PRZED = PO - I$$

$$91\,949\,082,00 \text{ zł} - 39\,000\,000,00 \text{ zł} = 52\,949\,082,00 \text{ zł}$$

$$\begin{aligned} \text{wartość „przed „inwestycją”} &= 52\,949\,082,00 \text{ zł} \\ \text{wartość „po inwestycji”} &= 91\,949\,082,00 \text{ zł} \end{aligned}$$

$$W = 52\,949\,082,00 \text{ zł}$$

(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
Materialy	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	100 004,24
Inwestycje krótkoterminowe	0,00
Krótkoterminowe aktywa finansowe	0,00
W jednostkach powiązanych	100 004,24
W pozostałych jednostkach	100 004,24
- Środki pieniężne i aktywa pieniężne	0,00
Inne inwestycje krótkoterminowe	0,00
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0,00
Należne wpłaty na kapitał (fundusz) podstawowy	0,00
Udziały (akcje) własne	100 004,24
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
<i>Kredyty i pożyczki</i>	<i>0,00</i>
<i>Z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych</i>	<i>0,00</i>
<i>Inne zobowiązania finansowe</i>	<i>0,00</i>
<i>Inne</i>	<i>0,00</i>
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
<i>Kredyty i pożyczki</i>	<i>0,00</i>
<i>Z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych</i>	<i>0,00</i>
<i>Inne zobowiązania finansowe</i>	<i>0,00</i>
<i>Z tytułu dostaw i usług</i>	<i>12 346,61</i>
<i>Zaliczki otrzymane na dostawy</i>	<i>0,00</i>
<i>Zobowiązania wekslowe</i>	<i>0,00</i>
<i>Z tytułu podatków, cel, ubezpieczeń i innych świadczeń</i>	<i>0,00</i>
<i>Z tytułu wynagrodzeń</i>	<i>0,00</i>
<i>Inne</i>	<i>0,00</i>
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

aktywa	wartość skorygowana
aktywa trwale	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

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.

20