

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:

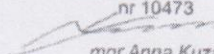
mgr Anna Kuza  
Biegły Rewident  
Nr 10473

**BIEGŁY REWIDENT**  
nr 10473  
*mgr Anna Kuza*

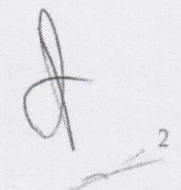
kancelaria Biegłego Rewidenta  
Anna Kuza i Wspólnicy sp.k.  
ul. Batorego 4/6, 31-135 Kraków  
NIP 6762457379, REGON 122618599  
TEL: 71 630 98 99

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

ul. Batorego 4/6, 31-135 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	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 wpisana na listę podmiotów uprawnionych do badania pod nr 3804, a w jego imieniu wycenę sporządziła mgr Anna Kuza <b>BIEGŁY REWIDENT</b> nr 10473  mgr Anna Kuza nr 10473

Kancelaria Biegłego Rewidenta  
Anna Kuza i Wspólnicy sp. k  
ul. Batorego 4/6, 31-115 Kraków  
NIP: 674-74-7794, REGON: 1422618599  
KRS: 000477758

SPIS TREŚCI

	WYCIĄG OPERATU SZACUNKOWEGO.....	2
	<u>1. CZĘŚĆ OGÓLNA.....</u>	<u>4</u>
1.	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
	<u>2. CZĘŚĆ SZCZEGÓLWA.....</u>	<u>6</u>
	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.....	7
	2.3. Określenie wartości przedmiotu wyceny.....	19
	2.4. Klauzule i zastrzeżenia.....	

## 1. CZĘŚĆ OGÓLNA

### 1.1. Przedmiot wyceny

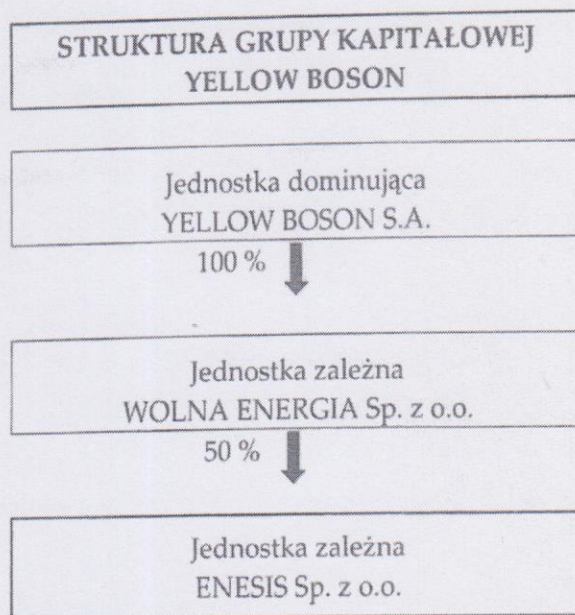
Przedmiotem niniejszej wyceny jest przedsiębiorstwo YELLOW BOSON S.A.  
Siedziba: 61-623 Poznań, ul. Wilczak, nr 18, lok.1.

### 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 Projektu 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 odchylenia 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. Przetwanie 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 umożliwi 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 na giełdę 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 osiągnięcie 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:



W