

RAPORT

Z OSZACOWANIA WARTOŚCI GODZIWEJ UDZIAŁÓW SPÓŁKI

T&T Proenergy Sp. z o.o.

Wycena dokonana przez:

Małgorzatę Kwiecińską - biegłego rewidenta nr 10622

przy współudziale eksperta Piotra Karp

w imieniu:

Biura Biegłych Rewidentów MM Audyt Marianna Karp, Małgorzata Kwiecińska S.C.
z siedzibą w Rąbieniu, ul. Promienista 20, 95-070 Aleksandrów Łódzki
wpisanego na listę firm audytorskich pod nr 3063

Lipiec 2020

Spis treści

1. Streszczenie	3
2. Zastrzeżenia i ograniczenia	4
3. Cel opracowania	6
4. Metody wyceny wartości przedsiębiorstwa	7
5. Charakterystyka spółki	8
5.1. Informacje podstawowe o spółce	8
5.2. Produkty, rynki zbytu i system dystrybucji	8
5.3. Perspektywy rozwoju	9
6. Charakterystyka rynku	10
6.1 Rynek	10
6.2 Gospodarka Polski	12
7. Wycena udziałów spółki	13
7.1. Założenia niezbędne do sporządzenia wyceny	13
7.2. Wycena	14
Bibliografia	19

1. Streszczenie

Przedmiotem niniejszej wyceny jest **oszacowanie wartości godziwej udziałów spółki T&T Proenergy Sp. z o.o.** (zwaną dalej Spółką lub Firmą).

T&T Proenergy Sp. z o.o. jest rozwijającą się polską firmą specjalizującą się generalnym wykonawstwem elektrowni oraz mikroinstalacji fotowoltaicznych.

Na podstawie Planu Działania T&T Proenergy Sp. z o.o. na lata 2020-2024, otrzymanych materiałów oraz zebranych w toku analizy informacji na temat prowadzonej działalności gospodarczej przez T&T Proenergy Sp. z o.o., dokonano oszacowania wartości godziwej Firmy (zwanej dalej Wyceną) na dzień 31 maja 2020 roku (zwanym Datą Oszacowania Wartości).

Celem Wyceny jest oszacowanie wartości godziwej 100% udziałów (2000 udziałów o wartości nominalnej 100.000,- zł) spółki T&T Proenergy Sp. z o.o. w celu przeniesienia na inny podmiot.

Użytkownikami wyceny mogą być wyłącznie bezpośrednio strony uczestniczące w tej transakcji oraz podmioty lub organy weryfikujące jej prawidłowe udokumentowanie.

Ze względu na cel opracowania, wyceny spółki dokonano metodą dochodową (DCF – z ang.: *Discounted Cash Flow*).

Zgodnie z powyższym na podstawie przeprowadzonej Wyceny szacuje się, że wartość godziwa 100 % udziałów spółki T&T Proenergy Sp. z o.o. na dzień 31.05.2020r. wynosi:

83 250 tys. PLN

(słownie: osiemdziesiąt trzy miliony dwieście pięćdziesiąt tysięcy złotych)

2. Zastrzeżenia i ograniczenia

Niniejszy Raport a także wszystkie sformułowane opinie i zaprezentowane wnioski dotyczące Firmy T&T Proenergy Sp. z o.o., podlegają i są zależne od wymienionych poniżej ogólnych zastrzeżeń i ograniczeń, wszelkich innych warunków, zastrzeżeń i ograniczeń, które mogły zostać wymienione w niniejszym Raporcie oraz warunków i zastrzeżeń wymienionych w umowie nr 1/2020/PO z dnia 16.06.2020 roku (Umowa) zawartej pomiędzy T&T Proenergy Sp. z o.o. a Biurem Biegłych Rewidentów MM Audyt Marianna Karp, Małgorzata Kwiecińska S.C. Akceptacja lub wykorzystanie niniejszego Raportu stanowi zgodę na wszelkie warunki i zastrzeżenia wymienione w Raporcie i Umowie.

Dystrybucja Raportu - Niniejszy Raport został sporządzony wyłącznie na potrzeby w nim wymienione - oszacowanie najbardziej prawdopodobnej wartości godziwej spółki T&T Proenergy Sp. z o.o. w celu przeniesienia udziałów na inny podmiot i nie powinien być wykorzystywany w żadnym innym celu. Wyrażamy zgodę na powoływanie się na Raport, który jednak nie może być cytowany, a jego publikacja lub wykorzystanie w prospekcie emisyjnym, oświadczeniu publicznym, umowie kredytowej, ani w innej umowie lub dokumencie, zarówno w całości jak i w części, jest zabroniona bez uprzedniej pisemnej zgody Biurem Biegłych Rewidentów MM Audyt Marianna Karp, Małgorzata Kwiecińska S.C. Z wyjątkiem sytuacji wskazanych w Raporcie, wycena i jej prezentacja w formie Raportu nie jest przeznaczona do użytku ogólnego lub publikacji bez naszej uprzedniej pisemnej zgody.

Założenie o kontynuowaniu działalności - Wycena jest oparta na historycznej i bieżącej kondycji finansowej spółki T&T Proenergy Sp. z o.o. oraz stanie jej aktywów na Datę Oszacowania Wartości oraz historycznych wynikach finansowych. T&T PROENERGY Sp. z o.o. nie ma żadnych nieujawnionych rzeczywistych lub warunkowych aktywów lub zobowiązań, żadnych nietypowych zobowiązań, innych niż wynikające z prowadzonej działalności, ani nie jest podmiotem prowadzonych wobec niej postępowań karnych, które miałyby istotny wpływ na wyniki analizy.

Natura opinii - Wycena i Raport nie stanowią opinii o rzetelności warunków transakcji, opinii o wypłacalności, ani rekomendacji inwestycyjnej lub kredytowej. Z różnych względów cena, po jakiej przedmiot analizy może być sprzedany w ramach konkretnej transakcji pomiędzy określonymi stronami i w określonym dniu, może znacząco odbiegać od Godziwej Wartości Rynkowej określonej w naszym Raporcie.

Na potrzeby analiz przedstawionych w Raporcie nie wzięto pod uwagę istnienia zainteresowania osób trzecich, ani nie podjęto żadnych działań mających na celu pozyskanie informacji o zainteresowaniu osób trzecich nabyciem spółki T&T Proenergy Sp. z o.o.

Źródła informacji - Dokonanie wyceny jakiegokolwiek instrumentu finansowego lub podmiotu gospodarczego powstało w oparciu o ocenę uwzględniającą katalog dostępnych informacji.

Niniejsze Oszacowanie Wartości zostało sporządzone z wykorzystaniem informacji i założeń przedstawionych w Raporcie, załącznikach oraz innych dokumentach roboczych i zawiera pewne ograniczenia i wyłączenia. Przedstawione w Raporcie liczby mogły w pewnych przypadkach podlegać zaokrągleniom w stosunku do danych szczegółowych.

Brak weryfikacji dostarczonych danych - Założono, że wszystkie dostarczone informacje są zgodne ze stanem faktycznym i odpowiadają najlepszej wiedzy Zarządu spółki T&T Proenergy Sp. z o.o., co do sytuacji obecnej i możliwości rozwoju na Datę Oszacowania Wartości z operacyjnego i finansowego punktu widzenia. W ramach zleconych prac wykorzystano również informacje ogólnie dostępne w uznanych źródłach informacji finansowych. Żadna z tych informacji nie podlegała badaniu, audytowi, weryfikacji lub potwierdzeniu zgodnie ze standardami rewizji finansowej przez Biuro Biegłych Rewidentów MM Audyt Marianna Karp, Małgorzata Kwiecińska S.C.

Dane prognozowane – Do oszacowania Wartości wykorzystane zostały prognozy dostarczone przez Zarząd spółki T&T Proenergy Sp. z o.o. (PLAN DZIAŁANIA T&T Proenergy Sp. z o.o. na lata 2020-2024) oraz założenia i szacunki, które zostały przeanalizowane i zaakceptowane przez Zarząd spółki T&T Proenergy Sp. z o.o. Użyte w analizach prognozy lub projekcje nie stanowią oceny lub sporządzenia sprawozdania finansowego. Nie wyrażamy opinii ani innego rodzaju zapewnienia o poprawności założeń, ani o zgodności prognozowanych sprawozdań finansowych z rzeczywistymi wynikami finansowymi, które mogą różnić się od założonych, z uwagi na nieprzewidywalność zdarzeń, przy czym różnice te mogą być istotne.

Wydarzenia po Dacie Oszacowania Wartości - Warunki Umowy nie zobowiązują Biura Biegłych Rewidentów MM Audyt Marianna Karp, Małgorzata Kwiecińska S.C. do aktualizacji Raportu lub Oszacowania Wartości w związku z wydarzeniami mającymi miejsce po Dacie Oszacowania Wartości.

Kwestie prawne - Biuro Biegłych Rewidentów MM Audyt Marianna Karp, Małgorzata Kwiecińska S.C. nie przyjmuje żadnej odpowiedzialności prawnej odnośnie interpretacji prawa lub umów. Nie dokonano badania tytułów prawnych spółki T&T Proenergy Sp. z o.o. i założono ważność wszelkich oświadczeń i roszczeń, co do ich majątku. Nie wzięto pod uwagę zastawów i obciążeń, o ile nie zaznaczono inaczej. Założono, że wszelkie wymagane prawem licencje, pozwolenia, itp. są w pełni obowiązujące i nie przeprowadzono żadnych testów i analiz, co do występowania ryzyka związanego z ich utratą. Ocena przydatności niniejszego Oszacowania Wartości dla celów prawnych pozostaje w gestii Zarządu spółki T&T Proenergy Sp. z o.o. i jej doradców prawnych. Biuro Biegłych Rewidentów MM Audyt Marianna Karp, Małgorzata Kwiecińska S.C. nie przyjmuje na siebie żadnej odpowiedzialności ani zobowiązań za wszelkie skutki decyzji podjętych w oparciu o niniejszy Raport wykraczające poza zakres odpowiedzialności określony w zawartej w umowie nr 01/PO/2020 z dnia 16.06.2020 r., a w szczególności za koszty, szkody, straty lub wydatki poniesione przez spółkę T&T Proenergy Sp. z o.o. lub inne strony, które mogłyby być wynikiem użytkowania niniejszego Raportu / Oszacowania Wartości w zakresie szerszym niż wskazany w celu sporządzenia Wyceny.

3. Cel opracowania

Przedmiotem niniejszego opracowania jest oszacowanie wartości godziwej 100% udziałów Spółki (2000 udziałów o wartości nominalnej 100.000,- zł) w celu przeniesienia na inny podmiot na podstawie danych dostarczonych przez T&T Proenergy Sp. z o.o. (zwanej dalej **wyceną wartości udziałów Spółki**).

Wycena sporządzona została na podstawie zebranych informacji na temat branży energetycznej i odnawialnych źródeł energii, ze szczególnym uwzględnieniem segmentu rynku usług oferowanych przez Spółkę oraz historycznych i prognozowanych wyników finansowych T&T Proenergy Sp. z o.o.

Do wyceny wartości udziałów Spółki zastosowano metodę zdyskontowanych wolnych przepływów finansowych.

W opracowaniu wykorzystane i zaprezentowane zostały wyniki osiągnięte za okres od roku 2015 do końca maja 2020 roku oraz prognozy za okres od początku czerwca 2020 do końca 2024 dotyczące Firmy. Prognozy zostały sporządzone na bazie dotychczasowych wyników T&T Proenergy Sp. z o.o. oraz prognoz rozwoju sytuacji w branży. Szczególną uwagę zwrócono na ewentualne możliwości rozwoju i zagrożenia związane z charakterem prowadzonej działalności. Zasadniczą część opracowania stanowią zastosowane podejścia i metody oraz procedury wycen, umożliwiające oszacowanie wartości udziałów Spółki w oparciu o przyjęte kryteria.

W przypadku wyceny wartości udziałów Spółki głównym elementem warunkującym realność zastosowanych metod jest przede wszystkim ustalenie wiarygodnej, najbardziej prawdopodobnej prognozy przyszłych wolnych przepływów finansowych. Prognozowane pożytki pozwalają przy zastosowaniu techniki dyskontowania na określenie wartości bieżącej przedsiębiorstwa.

4. Metody wyceny wartości przedsiębiorstwa

Metoda dochodowa – zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) – stosowana jest do wyceny przedsiębiorstw generujących dochód i dodatnie przepływy pieniężne, pozwalającej zakładać dalszą generację takich dochodów i przepływów. Metoda ta koncentruje się na przyszłych przepływach, a zatem pozwala na uwzględnienie przyszłych korzyści, które zostaną wygenerowane przez podmiot. Metoda DCF zakłada, że wartość kapitałów własnych na dzień sporządzenia wyceny jest równa bieżącej wartości zdyskontowanych przyszłych przepływów pieniężnych. Zastosowanie metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych pozwala na obliczenie wartości fundamentalnej przedsiębiorstwa. Wycena kapitałów własnych metodą DCF może zostać sporządzona na podstawie przepływów środków pieniężnych dla właścicieli („FCFE”) lub przepływów wolnych środków pieniężnych dostępnych dla wszystkich dawców kapitału („FCFF”). Wartość Spółki oszacowano przy zastosowaniu modelu wolnych przepływów pieniężnych dla wszystkich dawców kapitału (Free Cash Flow to Firm).

5. Charakterystyka spółki

5.1. Informacje podstawowe o spółce

T&T Proenergy Sp. z o.o.

Ul. Twarda 4/133,

00-105 Warszawa

Nr KRS: 0000393744,

Numer identyfikacji podatkowej NIP 6972302022,

REGON 301891581

Kod PKD określający działalność podmiotu 35.11.Z. wytwarzanie energii elektrycznej

T&T Proenergy Sp. z o.o. jest rozwijającą się polską firmą świadczącą usługi związane z wykonaniem, planowaniem i doradztwem elektrowni fotowoltaicznych i mikroinstalacji.

5.2. Produkty, rynki zbytu i system dystrybucji

T&T Proenergy Sp. z o.o. jest generalnym wykonawcą elektrowni fotowoltaicznych oraz mikroinstalacji, działającym na rynku od 2011 roku. Spółka przeprowadza inwestorów przez wszystkie etapy przedsięwzięcia, poczynając od przygotowania dokumentacji, pozyskaniu finansowania, montażu, oddania instalacji do użytku, sprawując również opiekę serwisową. Dodatkowo prowadzi dystrybucję i montaż stacji ładowania EV polskiej produkcji AUTOMOC POLSKA Sp. z o.o. której Prezesem jest Roman Tabaka.

Przewagą Spółki w stosunku do konkurentów są praktyczne doświadczenia z budową, realizacją i uzgodnieniem przyłączy energetycznych z polskimi operatorami oraz eksploatacją i zarządzaniem elektrowniami fotowoltaicznymi. Realizacja inwestycji wynika z konkretnych doświadczeń, w związku z czym Spółka gwarantuje niezawodne, szybkie i efektywne rozwiązania jakimi jest budowa elektrowni fotowoltaicznych.

Strategia biznesowa Spółki polegająca na opracowywaniu, budowaniu i prowadzeniu małych i dużych projektów, dostosowywaniu ich do indywidualnych potrzeb, w wieloletniej perspektywie pozwoliła osiągnąć wysoki poziom obsługi klienta i rzetelne wykonanie usługi, sprawując przy tym sprawnie działającą opiekę powykonawczą.

By sprostać szybkiej reakcji serwisowej, Spółka skraca proces pozyskiwania komponentów poprzez zakup ich bezpośrednio u producentów. Ponadto produkty oferowane przez Spółkę pochodzą ze światowej czołówki markowych urządzeń, co gwarantuje niezawodność i najwyższą możliwą jakość, potwierdzoną badaniami, certyfikatami, patentami i opiniami klientów.

W 2011 roku Spółka zamontowała na siedzibie firmy jedną z pierwszych w Polsce instalacji fotowoltaicznych, na której do dzisiaj prowadzony jest monitoring pracy instalacji. Na podstawie danych produkcyjnych tej instalacji, wiele banków w Polsce szacowało ryzyko i przychód oraz zasadność przygotowania kredytów bankowych.

Od początku istnienia Spółka prowadzi liczne szkolenia w zakresie odnawialnych źródeł energii oraz propaguje ekologiczne rozwiązania uczestnicząc w różnorodnych kongresach, forach, debatach. Bierze czynny udział w konferencjach, które przedstawiają możliwości, rozwój i korzyści jakie wynikają z montażu mikroinstalacji oraz elektrowni fotowoltaicznych. Uczestniczy również jako wystawca na międzynarodowych targach min. w Poznaniu, Warszawie, Kielcach.

Od projektu po podłączenie do sieci Spółka przejmuje odpowiedzialność za wszystkie fazy projektu. Działa według ścisłego harmonogramu i dopełnia wszelkie formalności, aby inwestycja mogła być oddana w planowanym czasie i przynieść inwestorowi maksymalny zysk.

Spółka posiada podpisaną umowę z Energa Obrót S.A. do stałego pośredniczenia za wynagrodzeniem w pozyskiwaniu Klientów indywidualnych i Klientów biznesowych na terytorium RP w celu zawarcia przez T&T Proenergy Sp. z o.o. z Klientami Energa Obrót S.A. umów sprzedaży instalacji fotowoltaicznych obejmujących zaprojektowanie, dostawę, montaż i uruchomienie instalacji fotowoltaicznych będących w ofercie Spółki Energa Obrót S.A.

5.3. Perspektywy rozwoju

W 2019 r. nastąpił skok wartościowy przychodów ze sprzedaży, wskazując na bieżący kierunek rozwoju przedsiębiorstwa. W związku ze sprzyjającymi okolicznościami, związanymi z proekologiczną polityką UE i zobowiązaniami rządowymi przed segmentem OZE otwierają się bardzo szerokie możliwości dynamicznego rozwoju i wzrostu, a fotowoltaika zaliczana jest do jednego z głównych nurtów rozwojowych. Szacunki wskazują, że w Polsce w zakresie elektrowni fotowoltaicznych ma średnio przybywać 1 000 MW mocy rocznie, co nawet w porządku scenariusza pesymistycznego winno zapewnić wzrost popytu na tego typu instalacje w zakresie 5-10 tys. MW w ciągu 10 lat. Firma ocenia swój udział w rynku obecnie na 3-5%. Zatem skokowy wzrost sprzedaży do niemal 50 mln PLN w roku 2019 nie jest incydentalnym rezultatem lecz konsekwencją opisanych okoliczności oraz wyrazem konsekwencji stosowania przyjętej przez Zarząd spółki strategii rozwoju. W ciągu 5 lat spółka zamierza osiągnąć obroty przekraczające 0,5 mld PLN.

Obecnie Spółka przygotowuje projekty budowy elektrowni fotowoltaicznych wg. podpisanych umów:

- dokumentacja wstępna (prowadzenie projektu dla Inwestorów) – łączna moc 432 MW
- dokumentacja projektowa po uzyskaniu warunków przyłączenia (prowadzenie projektu dla Inwestorów) - łączna moc 48 MW,
- dzierżawy gruntów pod budowę elektrowni fotowoltaicznych (w tym 160MW z 01Cyberaton S.A.) – łączna moc 195 MW¹.

¹ PLAN DZIAŁANIA T&T PROENERGY Sp. z o.o. na lata 2020-2024

6. Charakterystyka rynku

6.1 Rynek²

W perspektywie 8–10 lat z energii słonecznej pozyskiwać się będzie w Polsce około 16–20 GW³. Dla porównania w Niemczech obecnie pozyskuje się około 50 GW.

Według wyliczeń Stowarzyszenia Energii Odnawialnej (SEO) w ciągu dekady wartość tego rynku może sięgnąć 80 mld zł, nie licząc korzyści dla powiązanych branż. Na boomie fotowoltaicznym skorzystają jednak przede wszystkim sami nabywcy instalacji, którym inwestycja w panele zwróci się już po pięciu latach, przez następne 20 lat będą więc mieć same korzyści. Najdynamiczniej będzie rósł segment prosumencki, który w perspektywie dekady może wygenerować ok. 6 GW mocy. W Polsce jest 1,2–1,5 mln dachów, które mogą być pokryte solarami. Kolejne segmenty to rolnicy i mikroprzedsiębiorstwa z instalacjami do 50 kW (po 3–4 GW) oraz farmy solarne do 1 MW i powyżej 1 MW (powyżej 4 GW).

Ostatnio mamy do czynienia z prawdziwym boomem fotowoltaiki w Polsce. To najszybciej rozwijający się sektor OZE pod względem przyrostu produkcji energii. Według danych Polskich Sieci Elektroenergetycznych na koniec 2018 r. łączna moc zainstalowana wyniosła 471,5 MW, a 1 października 2019 r. było to już 1007,2 MW, co oznacza ponad 100-proc. przyrost.

Koszt energii elektrycznej silnie wpływa na konkurencyjność polskich przedsiębiorstw, dlatego kluczowy jest wzrost sektora, który „potrafi dostarczyć firmom źródło bezpiecznej, taniej i czystej energii”. Rozwijany prosumencki model produkcji energii może być istotnym elementem zmiany modelu produkcji energii ze scentralizowanych elektrowni, na rozproszone niewielkie mikro- i małe instalacje.

Dzięki zmianom w prawie, prosumentami są także mali przedsiębiorcy z mikroinstalacjami do 50 kW, dla których produkcja energii nie jest przeważającą działalnością. Ponadto od tego roku obowiązuje ulga w podatku dochodowym dla osób fizycznych m.in. na zakup instalacji fotowoltaicznych – można odliczyć 53 tys. zł w ciągu sześciu lat od końca roku, w którym poniesiono wydatek.

Minister energii Krzysztof Tchórzewski uruchomił program „Mój prąd”. Indywidualni nabywcy paneli słonecznych o mocy 2–10 kW mogą otrzymać dotację do 50 proc. kosztów mikroinstalacji (maksymalnie 5 tys. zł). Na program przeznaczono 1 mld zł ze sprzedaży niewykorzystanych uprawnień do emisji. Urządzenia muszą być nowe, wyprodukowane w ciągu 24 miesięcy przed montażem. Celem programu jest powstanie co najmniej 1 GW mocy ze słońca, co oznacza ok. 200 tys. instalacji. Kompleksowe oferty urządzeń wraz z montażem stworzyły m.in. Ikea z GEO Solar, Columbus Energy, Innogy, Stilo Energy czy Solartime.

Zdaniem prezesa Polskiego Stowarzyszenia Fotowoltaiki inwestycje w energię słoneczną to także szansa dla właścicieli gruntów słabej jakości, nieprzydatnych do produkcji rolnej. Szacuje się, że wskazywany przez Ministerstwo Energii potencjał 8 GW mocy z energii

² <https://serwisy.gazetaprawna.pl/energetyka/artykuly/1437900,rynek-fotowoltaiki-w-polsce.html>

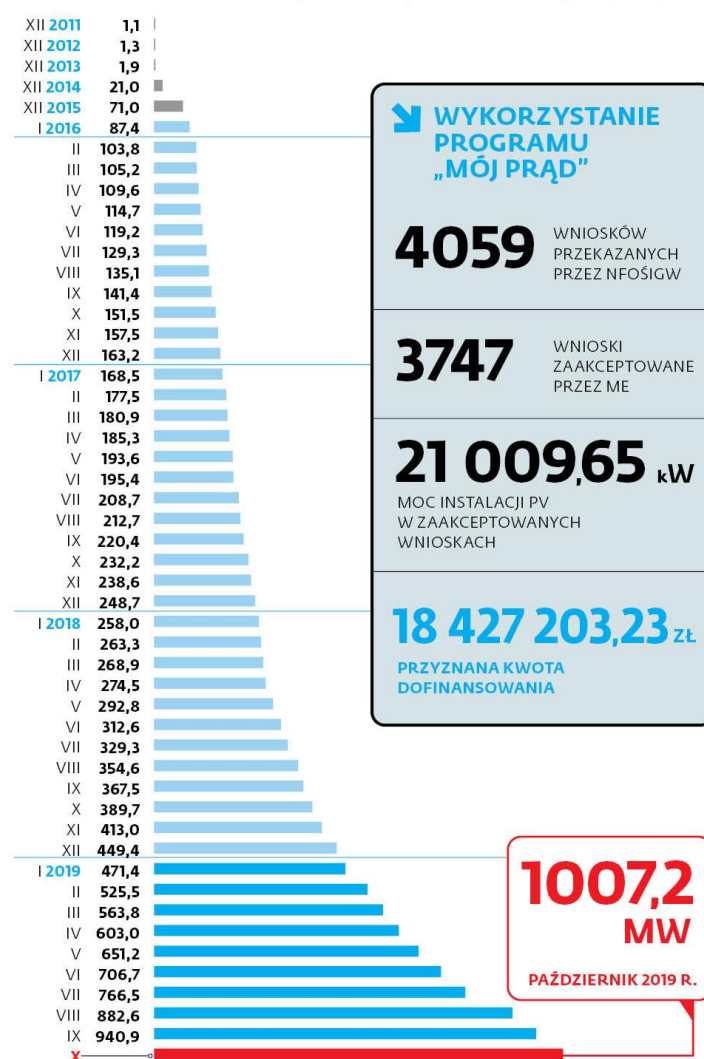
³ <https://www.consilium.europa.eu/pl/policies/climate-change/2030-climate-and-energy-framework/>

słonecznej do 2030 r. przyniesie pożytki z tytułu dzierżawy gruntów o wartości ponad 3 mld zł, które mogą zasilić nie tylko budżety prywatnych właścicieli, ale także powiatów czy gmin.

Do boomu fotowoltaicznego przyczynia się luka inwestycyjna w OZE, która powstała po wprowadzeniu ograniczeń dla rozwoju nowych projektów energetyki wiatrowej, tzw. zasady 10H. Jej zdaniem nawet jeśli zasada zostanie wkrótce zniesiona, to minie 5–7 lat, zanim nowe projekty wiatrowe uzyskają pozwolenie na budowę i znów wejdą w fazę umożliwiającą im udział w aukcjach OZE.

Wytwórcom prądu z odnawialnych źródeł energii przysługuje wsparcie w systemie aukcyjnym co najmniej do końca 2035 r. Jak wyjaśnił DGP Urząd Regulacji Energetyki, w tym roku Ministerstwo Energii nie przewidziało wsparcia dla energii produkowanej przez istniejące instalacje słoneczne. Odbędą się natomiast aukcje dla nowych instalacji wiatrowo-fotowoltaicznych o mocy nie większej niż 1 MW (zakup 11,4 mln MWh o wartości do 4,2 mld zł) oraz powyżej 1 MW (114 mln MWh o wartości do 32,5 mld zł).

Rysunek. Moc zainstalowana w Panelach fotowoltanicznych (w MW)



Źródło: ME, stan na 28 października 2019 r.

RM © P

6.2 Gospodarka Polski

W związku z sytuacją epidemiologiczną w Polsce i na świecie sytuacja gospodarcza kraju charakteryzuje się dużym stopniem niepewności. S&P Global Ratings spodziewa się spadku PKB Polski o 4 proc. w tym roku, a następnie odbicia o 5 proc. w następnym roku. W 2022 roku PKB Polski wzrośnie o 2,7 proc. r/r^4 . Równie dużą niepewnością charakteryzują się inne miary rozwoju gospodarczego i cen, które obecnie są wyższe od celu inflacyjnego NBP⁵

⁴ <https://www.stockwatch.pl/wiadomosci/sp-pkb-polski-spadnie-o-4-proc-w-2020-r-a-nastepnie-wzrosnie-o-5-proc-w-2021-r,gospodarka,268836>

⁵ <https://stat.gov.pl/obszary-tematyczne/ceny-handel/wskazniki-cen/szybki-szacunek-wskaznika-cen-towarow-i-uslug-konsumpcyjnych-w-czerwcu-2020-roku,8,52.html>

7. Wycena udziałów Spółki

Głównym celem wyceny jest **oszacowanie wartości godziwej udziałów spółki T&T Proenergy Sp. z o.o.** Niezbędnym elementem wyceny udziałów Spółki są prognozy przychodów, kosztów działalności oraz czynników wpływających na bieżącą wartość Firmy. Ważnym elementem tego procesu jest przyjęcie założeń dotyczących otoczenia gospodarczego oraz kierunków rozwoju Firmy zgodnych z obecnym stanem wiedzy. Determinuje to uprawdopodobnienie prognozowanych projekcji sprawozdań finansowych.

7.1. Założenia niezbędne do sporządzenia wyceny

Dla celów wyceny przyjęto następujące założenia oparte na Planie Działania T&T Proenergy Sp. z o.o. na lata 2020-2024, dotychczasowych wynikach finansowych, bieżącej sytuacji oraz prognozach globalnej sytuacji rynkowej, związanych z tym zagrożeniami i szansami:

1. Prognozę podstawową (umiarkowaną) przyjęto w oparciu o Planie Działania T&T Proenergy Sp. z o.o. na okres od roku 2020 do końca 2024 roku.
2. Prognozę przychodów i kosztów działalności Spółki przedstawiono w trzech wariantach: umiarkowanym (podstawowym), optymistycznym i sceptycznym. Scenariusz prognozy optymistycznej zakłada dalszy rozwój Firmy, roczne tempo wzrostu przychodów o 5% i kosztów 4,5% w latach 2023-2024. W scenariuszu sceptycznym założono, że plany rozwój Firmy mogą być zakłócone co spowoduje obniżenie przychodów i kosztów w latach 2021-2024 o 2,5% i 2% w relacji do prognozy podstawowej.
3. Majątek obrotowy Spółki przyrastał będzie proporcjonalnie do przychodów ze sprzedaży.
4. W okresie prognozy T&T Proenergy Sp. z o.o. zachowa strukturę majątku zgodny z Planem Działania na lata 2020-2024.
5. Dla celów wyceny we wszystkich trzech wariantach przyjęto okres od początku czerwca 2020 roku do końca roku 2024.
6. Otrzymane dane finansowe T&T Proenergy Sp. z o.o. za lata 2015 – V 2020 wskazują na dynamiczny wzrost przychodów i zysków w końcowych okresach.
7. Ceny dóbr i usług krajowych po okresie stagnacji będą podlegały tendencji wzrostowej, a inflacja osiągnie poziom zgodny z celem polityki NBP. Wpłynie to na podobną dynamikę cen produktów i usług T&T Proenergy Sp. z o.o..
8. Inflacja cen krajowych przyjęta została na poziomie 2,5% co jest zgodne z celem inflacyjnym NBP.

7.2. Wycena

Wycena udziałów Spółki T&T Proenergy Sp. z o.o. wymaga przyjęcia założeń dotyczących funkcjonowania firmy poza horyzontem prognozy oraz oceny ryzyka związanego z charakterem prowadzonej działalności. Do wyceny przyjęto:

1. Wycenę sporządzono na dzień 31.05.2020r. przy uwzględnieniu danych historycznych T&T Proenergy Sp. z o.o. za okres od roku 2015 do końca maja 2020 oraz wszelkich udostępnionych w dobrej wierze informacji.
2. W oszacowaniu wartości udziałów Spółki uwzględniono wyniki prognozowanych przychodów i kosztów w okresie od początku czerwca 2020 roku do końca 2024 roku uzyskanych zgodnie z założeniami Planu Działania T&T Proenergy Sp. z o.o.
3. Średnie tempo wzrostu po okresie prognozy szczegółowej zbliżone będzie do długookresowego celu inflacyjnego Narodowego Banku Polski i wyniesie 2,5%.
4. Wartość rezydualna przyjęta do wyceny została skalkulowana na podstawie stosunku wielkości wolnych przepływów gotówkowych w kolejnym roku prognozy do średnio ważonego kosztu kapitału własnego z roku 2024 pomniejszonego o stopę wzrostu poza horyzontem prognozy
5. Stopę podatku dochodowego w horyzoncie analizy przyjęto na poziomie 19%. Założono, że podatek ten nie zmieni się w horyzoncie wyceny.
6. W wycenie współczynnik dyskontujący koszt kapitału przyjęto jako ważoną strukturą kapitału średnią kosztu kapitału obcego i kapitału własnego.
7. Koszt kapitału obcego przyjęto jako średni koszt kapitału obcego pozyskanego z opracowań Aswatha Damodarana⁶ dla 48 firm sektora związanego z odnawialnymi źródłami energii (*Green & Renewable Energy*) krajów Europejskich, rzeczona stopa wyniosła 3,75%.
8. Koszt kapitału własnego przyjęto jako sumę stopy wolnej od ryzyka, premii za ryzyko dla rynku kapitałowego Polski za I kw. 2020 z opracowań FinancialCraft⁷, premii za ryzyko związane z funkcjonowaniem niewielkiej Firmy i niepewnością realizacji prognoz (3%) oraz zgodnie z modelem CAPM, ważoną współczynnikiem Beta różnicę średniego stopy zwrotu z indeksu szerokiego rynku WIG i stopy wolnej od ryzyka.
9. Współczynnik Beta pozyskany z bazy Aswatha Damodarana dla sektora związanego odnawialnymi źródłami energii (*Green & Renewable Energy*) został odlewarowany strukturą kapitału sektora, a następnie zlewarowany strukturą kapitału Firmy T&T Proenergy Sp. z o.o. na dzień wyceny.
10. Średnia stopa zwrotu indeksu WIG za lata 2000-2019 wyniosła 5,73%⁸.
11. Wartość stopy wolnej od ryzyka przyjęto jako średnią roczną rentowność dziesięcioletnich hurtowych obligacji Skarbu Państwa serii EDO0630⁹ z czerwca 2020 czyli 1,70%.

⁶ <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/>

⁷ <https://financialcraft.pl/stopa-dyskontowa/premia-za-ryzyko-portfela-rynkowego-31-marzec-2019/>

⁸ Obliczenia własne na podstawie danych giełdowych. <http://gpwinforesta.pl/GPWIS2/pl/index/>

⁹ <https://www.obligacjeskarbowe.pl/oferta-obligacji/obligacje-10-letnie-edo/edo0630/>

Wycena Przedsiębiorstwa T&T

(wariant umiarkowany)

	VI-XII 2020	2021	2022	2023	2024	
Przychody netto ze sprzedaży tys. zł	32 154	162 000	270 000	270 000	270 000	
Koszty działalności operacyjne tys. zł	34 892	156 374	261 451	261 451	261 451	
Amortyzacja tys. zł	25	212	212	212	212	
Wynik z działalności operacyjnej (EBIT) tys. zł	- 2 738	5 626	8 549	8 549	8 549	
Wynik z działalności operacyjnej (EBITDA) tys. zł	- 2 713	5 838	8 761	8 761	8 761	
Podatek dochodowy %	19%	19%	19%	19%	19%	
Podatki tys. zł	- 520	1 069	1 624	1 624	1 624	
Zysk operacyjny po opodatkowaniu (NOPAT) tys. zł	- 2 218	4 557	6 925	6 925	6 925	
Inwestycje netto tys. zł	5 492	105	105	1 515	1 115	
Zmiany w kapitale obrotowym tys. zł	- 6 037	14 284	13 499	-	-	
Wolne przepływy pieniężne (FCF) tys. zł	- 1 672	- 9 832	- 6 679	5 410	5 810	5 955
Stopa wzrostu po okresie projekcji (oczekiwana inflacja)						2,50%
Wartość rezydualna tys. zł						132 539,90
Model CAPM						
Stopa wolna od ryzyka 10-letnie obligacje skarbowe	1,70%	1,70%	1,70%	1,70%	1,70%	
Premia za ryzyko rynku kapitałowego - Polska	6,79%	6,79%	6,79%	6,79%	6,79%	
Premia za ryzyko firmy	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	
Beta sektorowa (Damodaran)	0,92	0,92	0,92	0,92	0,92	
Struktura kapitału sektora (Damodaran)	0,55	0,55	0,55	0,55	0,55	
Struktura kapitału przedsiębiorstwa	0,16	0,16	0,16	0,16	0,16	
Stawka podatku dochodowego	19%	19%	19%	19%	19%	
Beta odlewarowana	0,63	0,63	0,63	0,63	0,63	
Beta zlewarowana strukturą kapitału przedsiębiorstwa	3,27	3,27	3,27	3,27	3,27	
Średnia stopa zwrotu WIG (2000-2019)	5,73%	5,73%	5,73%	5,73%	5,73%	
Koszt kapitału obcego (Damodaran)	3,75%	3,75%	3,75%	3,75%	3,75%	
Koszt kapitału własnego	24,65%	24,65%	24,65%	24,65%	24,65%	
Średnioważony koszt kapitału WACC	6,99%	6,99%	6,99%	6,99%	6,99%	
Współczynnik dyskontujący	0,90	0,84	0,78	0,73	0,69	
Wartość bieżąca przepływów pieniężnych tys. zł	- 1 502,47	- 8 256,92	- 5 242,40	3 968,82	3 983,66	
Wartość bieżąca wartości rezydualnej tys. zł						90 873,77
Łączna wartość Przedsiębiorstwa tys. zł						83 824,46

Wycena Przedsiębiorstwa T&T

(wariant optymistyczny)

	VI-XII 2020	2021	2022	2023	2024	
Przychody netto ze sprzedaży tys. zł	32 154	162 000	270 000	283 500	297 675	
Koszty działalności operacyjne tys. zł	34 892	156 374	261 451	273 207	285 492	
Amortyzacja tys. zł	25	212	212	212	212	
Wynik z działalności operacyjnej (EBIT) tys. zł	- 2 738	5 626	8 549	10 293	12 183	
Wynik z działalności operacyjnej (EBITDA) tys. zł	- 2 713	5 838	8 761	10 505	12 395	
Podatek dochodowy %	19%	19%	19%	19%	19%	
Podatki tys. zł	- 520	1 069	1 624	1 956	2 315	
Zysk operacyjny po opodatkowaniu (NOPAT) tys. zł	- 2 218	4 557	6 925	8 338	9 869	
Inwestycje netto tys. zł	5 492	105	105	1 515	1 115	
Zmiany w kapitale obrotowym tys. zł	- 6 037	14 284	13 499	1 687	1 772	
Wolne przepływy pieniężne (FCF) tys. zł	- 1 672	- 9 832	- 6 679	5 136	6 982	7 157
Stopa wzrostu po okresie projekcji (oczekiwana inflacja)						2,50%
Wartość rezydualna tys. zł						159 278,20
Model CAPM						
Stopa wolna od ryzyka 10-letnie obligacje skarbowe	1,70%	1,70%	1,70%	1,70%	1,70%	
Premia za ryzyko rynku kapitałowego - Polska	6,79%	6,79%	6,79%	6,79%	6,79%	
Premia za ryzyko firmy	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	
Beta sektorowa (Damodaran)	0,92	0,92	0,92	0,92	0,92	
Struktura kapitału sektora (Damodaran)	0,55	0,55	0,55	0,55	0,55	
Struktura kapitału przedsiębiorstwa	0,16	0,16	0,16	0,16	0,16	
Stawka podatku dochodowego	19%	19%	19%	19%	19%	
Beta odlewarowana	0,63	0,63	0,63	0,63	0,63	
Beta zlewarowana strukturą kapitału przedsiębiorstwa	3,27	3,27	3,27	3,27	3,27	
Średnia stopa zwrotu WIG (2000-2019)	5,73%	5,73%	5,73%	5,73%	5,73%	
Koszt kapitału obcego (Damodaran)	3,75%	3,75%	3,75%	3,75%	3,75%	
Koszt kapitału własnego	24,65%	24,65%	24,65%	24,65%	24,65%	
Średnioważony koszt kapitału WACC	6,99%	6,99%	6,99%	6,99%	6,99%	
Współczynnik dyskontujący	0,90	0,84	0,78	0,73	0,69	
Wartość bieżąca przepływów pieniężnych tys. zł	- 1 502,47	- 8 256,92	- 5 242,40	3 767,39	4 787,31	
Wartość bieżąca wartości rezydualnej tys. zł						109 206,44
Łączna wartość Przedsiębiorstwa tys. zł						102 759,35

Wycena Przedsiębiorstwa T&T

(wariant sceptyczny)

	VI-XII 2020	2021	2022	2023	2024	
Przychody netto ze sprzedaży tys. zł	32 154	157 950	263 250	263 250	263 250	
Koszty działalności operacyjne tys. zł	34 892	153 251	256 226	256 226	256 226	
Amortyzacja tys. zł	25	212	212	212	212	
Wynik z działalności operacyjnej (EBIT) tys. zł	- 2 738	4 699	7 024	7 024	7 024	
Wynik z działalności operacyjnej (EBITDA) tys. zł	- 2 713	4 911	7 236	7 236	7 236	
Podatek dochodowy %	19%	19%	19%	19%	19%	
Podatki tys. zł	- 520	893	1 335	1 335	1 335	
Zysk operacyjny po opodatkowaniu (NOPAT) tys. zł	- 2 218	3 806	5 689	5 689	5 689	
Inwestycje netto tys. zł	5 492	105	105	1 515	1 115	
Zmiany w kapitale obrotowym tys. zł	- 6 037	13 778	13 162	-	-	
Wolne przepływy pieniężne (FCF) tys. zł	- 1 672	- 10 077	- 7 577	4 175	4 575	4 689
Stopa wzrostu po okresie projekcji (oczekiwana inflacja)						2,50%
Wartość rezydualna tys. zł						104 357,77
Model CAPM						
Stopa wolna od ryzyka 10-letnie obligacje skarbowe	1,70%	1,70%	1,70%	1,70%	1,70%	
Premia za ryzyko rynku kapitałowego - Polska	6,79%	6,79%	6,79%	6,79%	6,79%	
Premia za ryzyko firmy	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	
Beta sektorowa (Damodaran)	0,92	0,92	0,92	0,92	0,92	
Struktura kapitału sektora (Damodaran)	0,55	0,55	0,55	0,55	0,55	
Struktura kapitału przedsiębiorstwa	0,16	0,16	0,16	0,16	0,16	
Stawka podatku dochodowego	19%	19%	19%	19%	19%	
Beta odlewarowana	0,63	0,63	0,63	0,63	0,63	
Beta zlewarowana strukturą kapitału przedsiębiorstwa	3,27	3,27	3,27	3,27	3,27	
Średnia stopa zwrotu WIG (2000-2019)	5,73%	5,73%	5,73%	5,73%	5,73%	
Koszt kapitału obcego (Damodaran)	3,75%	3,75%	3,75%	3,75%	3,75%	
Koszt kapitału własnego	24,65%	24,65%	24,65%	24,65%	24,65%	
Średnioważony koszt kapitału WACC	6,99%	6,99%	6,99%	6,99%	6,99%	
Współczynnik dyskontujący	0,90	0,84	0,78	0,73	0,69	
Wartość bieżąca przepływów pieniężnych tys. zł	- 1 502,47	- 8 462,20	- 5 947,18	3 062,53	3 136,61	
Wartość bieżąca wartości rezydualnej tys. zł						71 551,17
Łączna wartość Przedsiębiorstwa tys. zł						61 838,45

Szacowaną wartość 100% udziałów Spółki T&T Proenergy Sp. z o.o. rozumianą jako ich najbardziej prawdopodobną wartość godziwą, przyjęto jako średnią ważoną wartości wyznaczonych dla przyjętych scenariuszy prognostycznych zaokrąglonych do pełnych tysięcy złotych.

Wariant	Prawdopod. realizacji	Wartość
Sceptyczny	25%	62 000
Umiarkowany	50%	84 000
Optymistyczny	25%	103 000
Szacowana wartość Firmy		83 250

w związku z wyżej przedstawionymi założeniami dotyczącymi wyceny szacuje się, że wartość godziwa 100 % udziałów spółki T&T Proenergy Sp. z o.o. na dzień 31.05.2020r. wynosi:

83 250 tys. PLN

(słownie: osiemdziesiąt trzy miliony dwieście pięćdziesiąt tysięcy złotych)

W imieniu:

Biura Biegłych Rewidentów MM AUDYT
Marianna Karp, Małgorzata Kwiecińska S.C.
z siedzibą w Rąbieniu ul. Promienista 20
95-070 Aleksandrów Łódzki
Wpisanego na listę firm audytorskich pod nr 3063

biegły rewident:

Małgorzata Kwiecińska (nr 10622)

ekspert:

dr Piotr Karp

Rąbień dnia 07.07.2020r.

Bibliografia

- Bolek M., Wolski R. (2012), Profitability or Liquidity: Influencing the Market Value The Case of Poland, *International Journal of Economics & Finance*.
- Gajdka J., R Wolski R. (1998), Test CAPM w warunkach polskiego rynku kapitałowego, *Nowe Życie Gospodarcze*, tom 5.
- Ministerstwo Finansów, (2017) <http://www.finance.mf.gov.pl/dlug-publiczny/bony-i-obligacje-hurtowe/informacje-podstawowe>
- Narodowy Bank Polski (2017), Projekcja inflacji i wzrostu gospodarczego Narodowego Banku Polskiego na podstawie modelu NECMOD.
- Panfil M., Szablewski A. red. (2011), Wycena przedsiębiorstwa. Od teorii do praktyki, Poltex, Warszawa
- Urbanek G. (2008), Wycena aktywów niematerialnych przedsiębiorstwa, PWE, Warszawa.
- Wolski R., Gajdka, J., (1997) Czy beta już działa? Empiryczna weryfikacja modelu CAPM w warunkach polskiego rynku kapitałowego, *Wiadomości Gospodarcze Penetrator*, nr 11/83.
- Wolski R., Gajdka, J., (1998) Test modelu wyceny aktywów kapitałowych (CAPM) w warunkach polskiego rynku kapitałowego, Gajdka, J., Walińska, E., *Zarządzanie Finansowe*, tom 2, FRR, Warszawa.
- Wolski R., (2004) Empiryczny test modelu wyceny aktywów kapitałowych wzorowany na technice Famy i MacBetha, *Czas na Pieniądz, Zarządzanie Finansami, Finansowanie Przedsiębiorstwa w Unii Europejskiej*, red. nauk. D. Zarzecki, Wydział Nauk Ekonomicznych i Zarządzania US, Szczecin, tom II.
- Wolski R., (2009) The Influence of Negative Beta Assets on the Empirical SML in the Polish Capital Market, *Folia Oeconomica Stetinensia* 2010 vol. 8(16), Versita, Warsaw.
- Wolski R., (2013) Measures of Downside Risk Under Conditions of Downturn In The Real Estate Market, *Real Estate Management and Valuation*. Volume 21, Issue 3.