



Raport z wyceny 100% kapitałów  
własnych spółki Happy Energy S.A. z  
siedzibą w Wólce Szczeckiej  
na dzień 30 września 2021 r.

Warszawa, 2 listopada 2021 r.

60-836 Poznań ul. Mickiewicza 28 tel. [+48 61] 852 18 15 fax [+48 61] 662 81 15  
02-695 Warszawa ul. Orzycka 6 lok. 1B tel. [+48 22] 495 76 49 fax [+48 22] 560 76 63  
kancelaria@kancelaria-csw.pl www.kancelaria-csw.pl

KRS 0000844466

NIP 778-01-70-861

REGON 630204166

## Spis treści

<u>Definicje</u> .....	3
1. <u>Wstęp</u> .....	4
2. <u>Opis działalności Spółki i wyniki finansowe</u> .....	5
2.1. <u>Opis działalności Spółki</u> .....	5
2.2. <u>Otoczenie rynkowe</u> .....	6
2.3. <u>Historyczne wyniki finansowe i prognozy</u> .....	9
3. <u>Opis metodologii wyceny Spółki</u> .....	13
3.1. <u>Metodologia wyceny</u> .....	13
3.2. <u>Wycena w podejściu dochodowym</u> .....	13
3.3. <u>Ryzyka związane z metodologią wyceny</u> .....	16
4. <u>Wyniki wyceny</u> .....	17
4.1. <u>Podsumowanie wyników wyceny</u> .....	17
4.2. <u>Wycena metodą DCF</u> .....	18
5. <u>Załączniki</u> .....	18

## Definicje

Data Wyceny	30 września 2021 r.
DCF	Zdyskontowane przepływy pieniężne
EBIT	Zysk operacyjny przed potrąceniem odsetek oraz podatków (Earnings Before Interest and Taxes)
EBITDA	Zysk operacyjny przed potrąceniem odsetek, podatków oraz amortyzacji (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization)
EV	Wartość przedsiębiorstwa (Enterprise Value)
Autor Raportu	Piotr Białowas Futurix Consulting&Risk Management (REGON 300675846, NIP: 9291389704)
Projekcje Finansowe	Projekcje finansowe Spółki przygotowane przez Zarząd
Raport	Raport z wyceny 100% kapitałów własnych Spółki na Datę Wyceny
RFR	Z ang. Risk Free Rate – stopa wolna od ryzyka
Spółka	Happy Energy S.A. z siedzibą w Wólce Szczeckiej
Wycena	Wyceny 100% kapitałów własnych Spółki na Datę Wyceny
WACC	Średni ważony koszt kapitału
Zarząd	Zarząd Spółki

# 1. Wstęp

## **Podstawa oraz cel przeprowadzenia prac**

Niniejszy Raport został przygotowany w związku z umową zawartą pomiędzy Piotr Białowąs Futurix Consulting&Risk Management (REGON 300675846, NIP: 9291389704) zwanym dalej Autorem Raportu, a Kancelarią CSW Więckowska i Partnerzy Radcy Prawni sp. k. z siedzibą w Poznaniu, jako Autoryzowanym Doradcą Spółki dnia 4 października 2021 r. na sporządzenie wyceny 100% kapitałów własnych spółki Happy Energy S.A. na dzień 30 września 2021 r.

Wycena została sporządzona na potrzeby Zarządu Happy Energy S.A. związane z planem przeprowadzenia kampanii crowdfundngowej w celu pozyskania kapitału przez Spółkę

## **Definicja wartości**

Wycena została sporządzona w oparciu o definicję wartości godziwej zgodną z MSSF 13, tj.: wartość godziwa to „*cena otrzymana w zamian za sprzedaż aktywa bądź zapłacona za transfer zobowiązania w transakcji pomiędzy uczestnikami rynku zawartej na warunkach rynkowych na dzień jej ustalenia.*”

Wycena została przygotowana przy założeniu kontynuowania działalności przez Spółkę.

## **Zakres i metodologia**

Prace nad Wyceną zostały przeprowadzone w październiku 2021 r. i obejmowały analizę danych i informacji przekazanych przez reprezentantów Spółki oraz serię warsztatów/pytań i odpowiedzi zadanych Spółce i jej reprezentantom.

Wycena została przeprowadzona w oparciu o podejście dochodowe metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF).

Wycena Spółki metodą DCF obejmowała następujące kroki:

- Analizę przekazanych historycznych informacji finansowych, poszczególnych elementów bilansu i rachunku wyników;
- Analizę przedstawionych przez Spółkę Projekcji Finansowych na lata [2021-2026] oraz dyskusje z reprezentantami Spółki na temat kluczowych założeń;
- Kalkulację stopy dyskontowej (WACC);
- Kalkulację wartości 100% kapitałów własnych Spółki.

## **Profesjonalizm oraz staranność**

Niniejszy raport został przygotowany przez Autora Raportu z należytą starannością; jednakże ani Autor Raportu, ani żaden partner ani pracownik zaangażowany w to zlecenie nie ponosi odpowiedzialności za jakiegokolwiek błędy lub pominięcia w odniesieniu do przygotowania niniejszego Raportu (z wyłączeniem odpowiedzialności za straty wynikające z winy umyślnej lub rażącego zaniedbania).

## **Weryfikacja i kompletność informacji**

Niniejszy Raport został oparty na ograniczonej przedmiotowo analizie dokumentacji przedstawionej przez Spółkę oraz ustaleniach dokonanych ze Spółką. Raport został sporządzony w oparciu o założenie, iż dokumentacja i informacje przekazane przez Spółkę są kompletne, rzetelne oraz wiarygodne, a także, że nie pomija się żadnych istotnych okoliczności ani zdarzeń, które mogą mieć wpływ na sytuację majątkową, finansową i gospodarczą Spółki.

Autor Raportu nie był zaangażowany i nie przeprowadzał żadnej weryfikacji uzyskanych od Spółki informacji, a zatem Autor Raportu nie wyraża żadnej opinii na temat wiarygodności lub kompletności otrzymanych informacji.

W szczególności Autor Raportu nie przeprowadził żadnych procedur związanych z badaniem sprawozdań finansowych Spółki, które zostałyby przeprowadzone przez biegłego rewidenta. W związku z tym, Autor Raportu nie wyraża opinii na temat wiarygodności lub kompletności sprawozdań finansowych Spółki.

### **Ograniczenie**

Niniejszy Raport nie stanowi opinii ani raportu z badania sprawozdania finansowego przez biegłego rewidenta w rozumieniu Ustawy o rachunkowości. Informacje przedstawione w Raporcie nie stanowią rekomendacji inwestycyjnych w rozumieniu obowiązujących przepisów prawa.

### **Założenia do wyceny**

Projekcje Finansowe przedstawiają oczekiwaną pozycję rynkową i wyniki, które Spółka planuje osiągnąć, zgodnie z najlepszą wiedzą i przekonaniem kierownictwa Spółki. Projekcje Finansowe dotyczące lat 2021-2026 zostały przygotowane przez Zarząd Spółki. Zarząd Spółki jest w pełni odpowiedzialny za wszelką reprezentację dotyczącą swoich planów i oczekiwań, a także za ujawnienie wszystkich istotnych informacji, które mogą mieć wpływ na osiągnięcie prognozowanych wyników finansowych. Autor Raportu nie ponosi żadnej odpowiedzialności za dokładność i wiarygodność przedstawionych Projektów Finansowych lub innych informacji wykorzystywanych w celu, dla którego niniejszy Raport został przygotowany.

## **2. Opis działalności Spółki i wyniki finansowe**

### **2.1. Opis działalności Spółki**

Happy Energy S.A. to dynamicznie rozwijająca się spółka działająca w branży OZE (Odnawialne Źródła Energii), która powstała w odpowiedzi na rosnące zapotrzebowanie różnych grup uczestników rynku na odnawialną energię.

Spółka zapewnia montaż systemów fotowoltaicznych oraz instalacji grzewczych dla klientów indywidualnych, firm, gospodarstw rolnych oraz samorządów. Klient otrzymuje kompleksowe rozwiązania w zakresie projektowania, finansowania i wykonywania systemów fotowoltaicznych gotowych do wdrożenia.

### **Grupa docelowa**

Oferta Spółki skierowana jest zarówno do klientów indywidualnych, jak i firm, rolników i samorządów na terenie całego kraju. Do klientów Spółka dociera głównie poprzez działania BTL (Below The Line), tj. ulotki, banery, znakowane samochody, komunikację D2D (Door to Door). Spółka korzysta także z targetowanych reklam w kanałach Social Media oraz zasobów własnego i zewnętrznego call center.

### **Oferta**

Głównymi gałęziami działalności Happy Energy S.A. jest sprzedaż i instalacja systemów fotowoltaicznych oraz grzewczych. W ofercie Spółki znajduje się także sprzedaż i instalacja magazynów energii oraz ładowarek do samochodów elektrycznych bądź hybrydowych. Poniżej opisano główne segmenty działalności:

- Fotowoltaika – instalacje fotowoltaiczne pozwalają w sposób znaczący zredukować cenę pozyskanej energii w sposób ekologiczny. Oferta Happy Energy S.A. skierowana jest głównie do osób prywatnych, rolników i firm. Spółka świadczy usługę sprzedaży i montażu, głównie instalacji do 10 kWp. Przy montażu wykorzystywane są

produkty producentów takich jak Jinko Solar, Trina Solar, Risen Solar, Q-Cells, Sofar Solar, Fronius oraz Solaredge.

- Pompy ciepła – pompy ciepła powietrze-woda służą do ogrzewania lub chłodzenia pomieszczeń mieszkalnych i użytkowych oraz przygotowywania ciepłej wody użytkowej. Oferta Spółki skierowana jest głównie do osób prywatnych, które chcą przeprowadzić modernizację źródła ciepła w domu. Spółka wykorzystuje produkty producentów takich jak Panasonic czy Buderus.

## Dystrybucja

Spółka obsługuje klientów z całej Polski, zarówno w zakresie montażu instalacji fotowoltaicznych, jak i pomp ciepła. Spółka rozwija się poprzez sprzedaż bezpośrednią D2D, działalność własnego call center, a także możliwość współpracy na zasadzie franczyzy i system afiliacyjny dla klientów. Spółka powołała także spółkę Happy Elite Sp. z o.o., której celem będzie wzmocnienie sprzedaży, poprzez nawiązywanie współpracy dystrybucyjnych. Poniżej lista kanałów sprzedaży:

- Door 2 Door – spółka posiada rozbudowaną sieć przedstawicieli, która obecnie liczy ponad 200 osób i stale się rozrasta.
- Call Center – spółka założyła własne call center, zlokalizowane w Ostrowcu Świętokrzyskim. Pracownicy Spółki kontaktują się z klientami na terenie całego w kraju.
- Słoneczna Franczyza – Spółka oferuje przedstawicielom możliwość otwarcia stacjonarnego punktu sprzedaży pod szyldem Happy Energy na zasadach franczyzy. Pierwszy otwarty salon znajduje się w miejscowości Sandomierz.
- Happy Elite Sp. z o.o – Spółka nawiąże współpracę z nowo zawiązaną przez akcjonariuszy spółką Happy Elite sp. z o.o., w której na moment rozpoczęcia działalności operacyjnej posiadać będzie 50% udziałów. Spółka ta powstała z myślą o stworzeniu i prowadzeniu grupy sprzedażowej Happy Energy S.A. W ramach działalności, spółka będzie oferowała dedykowane szkolenia oraz programy motywacyjne dla przedstawicieli. Na dzień rozpoczęcia działalności spółka będzie zatrudniała 60 osób. Spółka szacuje, że w przeciągu 6 miesięcy Happy Elite Sp. z o.o. będzie zatrudniała w swoich szeregach 200 doradców, którzy będą sprzedawać produkty głównej spółki Happy Energy S.A. Szacunki są oparte na dotychczasowej historii i dynamice pozyskiwania przedstawicieli, z uwzględnieniem uwarunkowań rynkowych.
- Program Afiliacyjny – Spółka wdrożyła program afiliacyjny, w którym dotychczasowi klienci mogą polecać rozwiązania Spółki dalej. System rozliczeń zależy od tego, na jaką ostatecznie ofertę zdecyduje się klient, któremu została polecona dana oferta. Wynagrodzenie dla klientów polecających rozwiązania to kwoty rzędu 300-500 zł, dzięki czemu rośnie liczba zainteresowanych. Jednocześnie, referencje zadowolonych klientów są efektywnym i sprawdzonym kanałem sprzedaży.

## 2.2. Otoczenie rynkowe

Spółka uczestniczy w zielonej transformacji, która prowadzi w kierunku zwiększenia udziału energii odnawialnej w strukturze wytwarzania energii elektrycznej w Polsce.

Rosnąca liczba prosumentów, coraz większa świadomość ekologiczna, popularność fotowoltaiki oraz rosnące ceny energii elektrycznej z węgla i gazu, tworzą warunki do rozwoju Spółki.

Dzięki programom „Mój Prąd”, „Czyste Powietrze” i wysokim dopłatami, dużo osób decyduje się na instalację fotowoltaiczną i/lub wymianę starego pieca na efektywne źródło ciepła jakim jest pompa ciepła.

## OZE na świecie

Świat w szybkim tempie odchodzi od wytwarzania energii z paliw kopalnych i zmierza w kierunku maksymalnego wykorzystania energii odnawialnej. Dzieje się tak z uwagi na zagrożenie kryzysem klimatycznym, którego symptomy zaczynają pojawiać się coraz częściej, oraz z uwagi na konkurencyjne ceny, po jakich wytwarzana jest energia elektryczna w odnawialnych źródłach energii. Ryzyko klimatyczne od lat traktowane jest jako ryzyko inwestycyjne między innymi przez instytucje finansowe. Wiele koncernów energetycznych w Unii Europejskiej od blisko 10 lat odchodzi od energetyki konwencjonalnej do odnawialnej. Wstrzymane są istotne inwestycje w energetykę opartą na węglu a szeroki strumień inwestycji kierowanych jest na rozwój fotowoltaiki oraz energetyki wiatrowej na lądzie i na morzu. Pomimo pandemii w 2020 r. poziom inwestycji w tzw. technologie transformacji energetycznej osiągnął rekordowy poziom 524 miliardów USD<sup>1</sup>.

Rozwijają się technologie magazynowania energii, które sprzyjają upowszechnieniu odnawialnych źródeł energii. Według prognoz IEA udział OZE w globalnej produkcji energii elektrycznej wzrośnie z 29% w 2020 r. do ponad 60% w 2030 r. i prawie 90% w 2050 r.<sup>2</sup>

Rozwój OZE (Odnawialne Źródła Energii) znacznie przyspieszył w ostatnich latach, zarówno w Polsce, jak i na świecie. Według raportu Międzynarodowej Agencji Energii Odnawialnej (International Renewable Energy Agency, IRENA) wzrost mocy w globalnej energetyce odnawialnej w 2020 roku okazał się aż o 50% wyższy w porównaniu do liczby gigawatów uruchomionych w roku 2019. W 2020 roku na całym świecie powstały źródła OZE o łącznej mocy ponad 260 GW<sup>3</sup>.

## OZE Polska

Polska nie była liderem transformacji energetycznej, co rodzi zarówno ryzyka, jak i szanse. Kierunek przemian jest znany i od kilku lat dynamicznie rośnie liczba i moc zainstalowana w OZE w Polsce.

Najnowsze liczby pokazują, że łączna moc zainstalowana wszystkich źródeł energii elektrycznej w lipcu 2021 roku wyniosła 53,1 GW (energetyka konwencjonalna i OZE), z czego około 14,5 GW stanowiły odnawialne źródła energii (27%)<sup>4</sup>. Energetyka prosumencka przekroczyła historyczny poziom w marcu 2021 roku – w Polsce było wówczas ponad 500 tys. prosumentów OZE. Najwięcej z nich produkowało i konsumowało energię wytwarzaną w instalacjach fotowoltaicznych. Na koniec lipca liczba prosumentów sięgnęła poziomu 631 443<sup>5</sup>.

## Fotowoltaika

W licznych prognozach i podsumowaniach eksperckich wybija się opinia, że zwłaszcza rosnący wpływ fotowoltaiki wśród źródeł OZE jest ważną prognozą na przyszłość<sup>6</sup>. Europejskie stowarzyszenie branży fotowoltaicznej SolarPower Europe wskazuje, że według danych za 2020 rok, Polska jest na czwartym miejscu pod względem przyrostu mocy w energetyce słonecznej. Fotowoltaika staje się trwałym elementem krajowego systemu energetycznego. W szczytach dziennych i

---

<sup>1</sup> [https://www.irena.org/-/media/Files/IRENA/Agency/Publication/2021/Jun/IRENA\\_World\\_Energy\\_Transitions\\_Outlook\\_2021.pdf](https://www.irena.org/-/media/Files/IRENA/Agency/Publication/2021/Jun/IRENA_World_Energy_Transitions_Outlook_2021.pdf)

<sup>2</sup> <https://www.iea.org/reports/net-zero-by-2050>

<sup>3</sup> <https://www.gramzielone.pl/energia-sloneczna/105139/to-by-l-najlepszy-rok-w-historii-rynku-oze-liderem-fotowoltaika>

<sup>4</sup> <https://www.rynekelektryczny.pl/moc-zainstalowana-oze-w-polsce/>

<sup>5</sup> <https://globenergia.pl/w-polsce-jest-juz-ponad-630-tys-prosumentow-oze/>

<sup>6</sup> <https://www.oze-biomar.pl/blog/energia-odnawialna-rozwoj-oze-w-polsce>

letnich podnosi rezerwę mocy i obniża koszty energii w całym systemie energetycznym dla wszystkich odbiorców energii, nie tylko prosumentów.

Według prognozy IEO na koniec 2022 r. moc zainstalowana w fotowoltaice podwoi swoją wartość w stosunku do mocy z końca 2020 r. (4 GW), a na koniec 2025 r. może wynieść nawet 15 GW<sup>7</sup>.

Rozwojowi fotowoltaiki w Polsce sprzyja także dofinansowanie na instalacje „Mój prąd”, które spotkało się z ogromną aprobatą inwestorów indywidualnych. Według danych z maja 2021 roku, wypłacono już ponad 201 tysięcy dotacji do fotowoltaiki, a kolejnych 19 tysięcy czeka na wypłatę. Program jak do tej pory pozwolił ograniczyć emisję dwutlenku węgla o ponad 921 tysięcy ton rocznie. Ekspertcy są zgodni, że to m.in. dzięki dotacji „Mój prąd” liczba prosumentów sięga obecnie ponad pół miliona, a mikroinstalacje stanowią najliczniejszą grupę systemów PV w Polsce<sup>8</sup>.

## **Pompy Ciepła**

Pompy ciepła to silnie rozwijający się segment rynku Odnawialnych Źródeł Energii. Największe, wręcz spektakularne wzrosty sprzedaży pomp ciepła w 2020 r. osiągnięto w segmencie pomp ciepła typu powietrze/woda, gdzie sprzedano 42 tys. sztuk, co stanowi wzrost o 108 proc. w stosunku do wyniku z 2019 r. Warto podkreślić, że w 2020 r. sprzedano w Polsce blisko pięciokrotnie więcej pomp ciepła typu powietrze/woda niż w 2017 r. Cały rynek pomp ciepła wzrósł o ok. 52 proc w stosunku do 2019 roku. W roku 2020 sprzedano ok. 56,5 tys. pomp ciepła łącznie z pompami ciepła do przygotowania ciepłej wody użytkowej<sup>9</sup>.

Ważnym czynnikiem jest stale prowadzony program „Czyste powietrze”, w którym co piąta osoba decyduje się na wymianę ogrzewania na pompę ciepła<sup>10</sup>. Nie bez znaczenia pozostają także: propagowanie technologii wśród instalatorów i projektantów, spadek cen urządzenia i relatywnie niskie koszty inwestycji, możliwość efektywnej współpracy z instalacjami fotowoltaicznymi, a także wzrost świadomości ekologicznej Polaków. Czynnikiem, który istotnie wpłynie na dalszy rozwój rynku jest strategia ogłoszona przez Komisję Europejską, która zakłada udział pomp ciepła w budownictwie indywidualnym na poziomie 40% do 2030 roku<sup>11</sup>.

Według szacunków Polskiej Organizacji Rozwoju Technologii Pomp Ciepła, przy zapewnieniu optymalnych warunków wsparcia sprzedaży i rozwoju technologii, liczba pracujących pomp ciepła zarówno w nowych, jak i w istniejących budynkach jednorodzinnych w Polsce w 2030 roku może przekroczyć 2,08 mln sztuk, w tym około 1,47 mln szt. pomp ciepła dedykowanych do centralnego ogrzewania oraz do centralnego ogrzewania i przygotowania ciepłej wody użytkowej<sup>12</sup>.

<sup>7</sup> <https://www.cire.pl/artykuly/opinie/185726-produkcja-energii-elektrycznej-z-oze-w-maju-w-polsce-i-w-ue-wyrazny-wzrost-udzialu-energii-oze-ale-zbyt-wolne-tempo-rozwoju-oze-w-perspektywie-sredniookresowej>

<sup>8</sup> <https://enerad.pl/aktualnosci/moj-prad-2021/>

<sup>9</sup> <https://www.teraz-srodowisko.pl/aktualnosci/wzrost-sprzedaz-pompy-ciepła-powietrze-woda-2020-PORT-PC-10009.html>

<sup>10</sup> <https://ecoreporters.pl/2021/pompy-ciepła-jakie-dofinansowanie-w-2021-r/>

<sup>11</sup> <https://www.teraz-srodowisko.pl/media/pdf/aktualnosci/8739-PORT-PC-raport-2020.pdf>

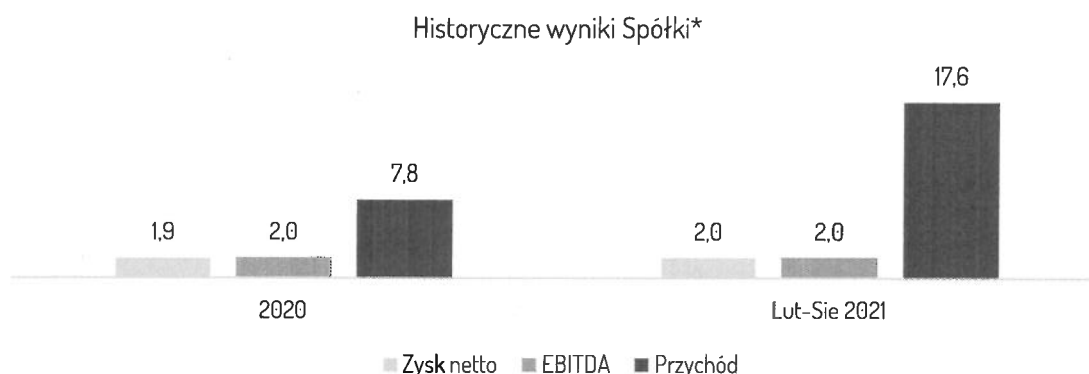
<sup>12</sup> <https://www.teraz-srodowisko.pl/media/pdf/aktualnosci/8739-PORT-PC-raport-2020.pdf>



## 2.3. Historyczne wyniki finansowe i prognozy

### Dane historyczne

W okresie od lutego do końca sierpnia br. spółka wypracowała ponad 17,5 mln zł przychodów ze sprzedaży oraz ponad 1,9 mln zł zysku netto. Spółka zanotowała dynamiczny wzrost przychodów w stosunku do roku poprzedniego.



\*Dane za okres do 10 lutego 2021 roku dotyczą jednoosobowej działalności gospodarczej pana Alberta Durdy. Od 10 lutego 2021 roku dane dotyczą Happy Energy S.A. powstałej z przekształcenia działalności jednoosobowej.

Źródło: Dane Spółki

Spółka prowadzi aktywną działalność akwizycyjną we wszystkich kanałach sprzedaży. W omawianym okresie liczba handlowców zwiększyła się o ponad 140 osób, działalność rozpoczęto własne call-center oraz pierwszy punkt franczyzowy. Pomimo wymagającej sytuacji po stronie podaży komponentów systemów PV, Spółka prowadziła niezakłóconą obsługę zamówień klientów.



Źródło: Dane Spółki

Poniżej przedstawiony został bilans Spółki na Datę Wyceny. Spółka posiada dodatni kapitał pracujący (aktywa obrotowe minus zobowiązania krótkoterminowe) z istotnym poziomem płynnej gotówki. Spółka nie posiadała zobowiązań finansowych na Datę Wyceny.

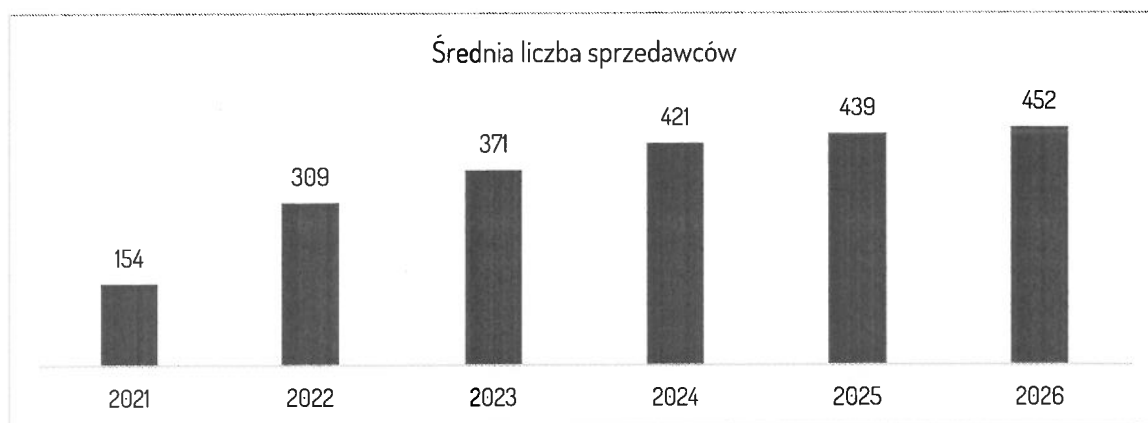
Bilans	30.09.2021
A. Aktywa trwałe	0,1

I. Wartości niematerialne i prawne	-
II. Rzeczowe aktywa trwałe	0.1
III. Inwestycje długoterminowe	-
IV. Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	-
<b>B. Aktywa obrotowe</b>	<b>5.0</b>
I. Zapasy	-
II. Należności krótkoterminowe	2.6
III. Inwestycje krótkoterminowe	2.4
1. Środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	2.4
IV. Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0.0
<b>RAZEM AKTYWA</b>	<b>5.1</b>
	-
<b>A. Kapitał (fundusz) własny</b>	<b>1.5</b>
I Kapitał (fundusz) podstawowy	0.1
II Kapitał (fundusz) zapasowy	-
III Zysk (strata) z lat ubiegłych (minus dywidenda)	-
IV Zysk (strata) netto	1.4
<b>B. Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania.</b>	<b>3.6</b>
I. Rezerwy na zobowiązania	-
II. Zobowiązania długoterminowe	-
III. Zobowiązania krótkoterminowe	3.6
1. Kredyty i pożyczki	-
2. Zobowiązania krótkoterminowe (niefinansowe)	3.6
4. Kredyt obrotowy (bilansujący)	-
IV. Rozliczenia międzyokresowe	0.0
<b>RAZEM PASYWA</b>	<b>5.1</b>

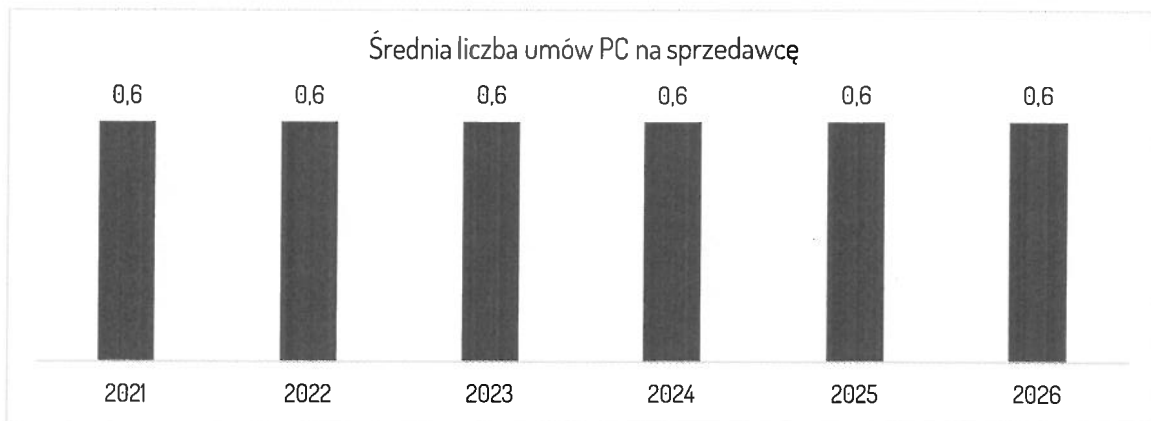
Źródło: Dane Spółki

## Prognozy finansowe

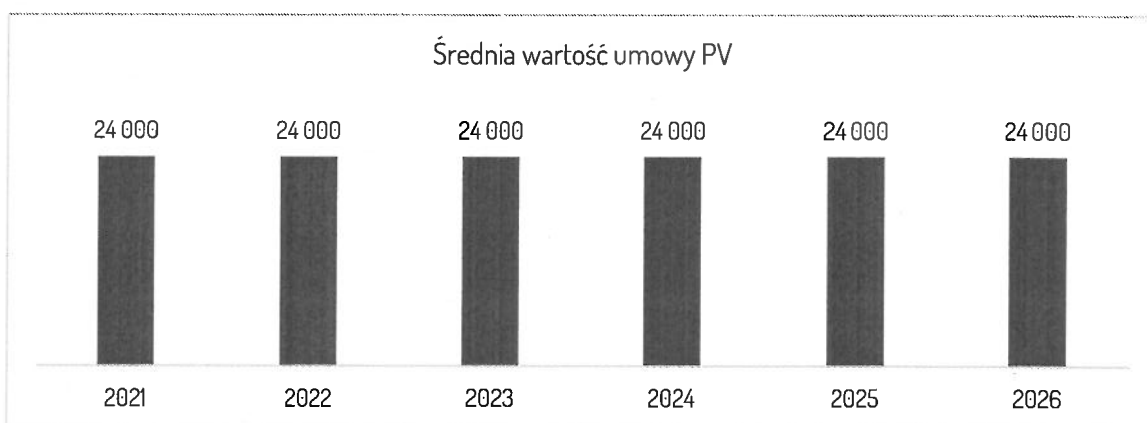
Poniżej przedstawiono główne założenia operacyjne dotyczące projekcji.



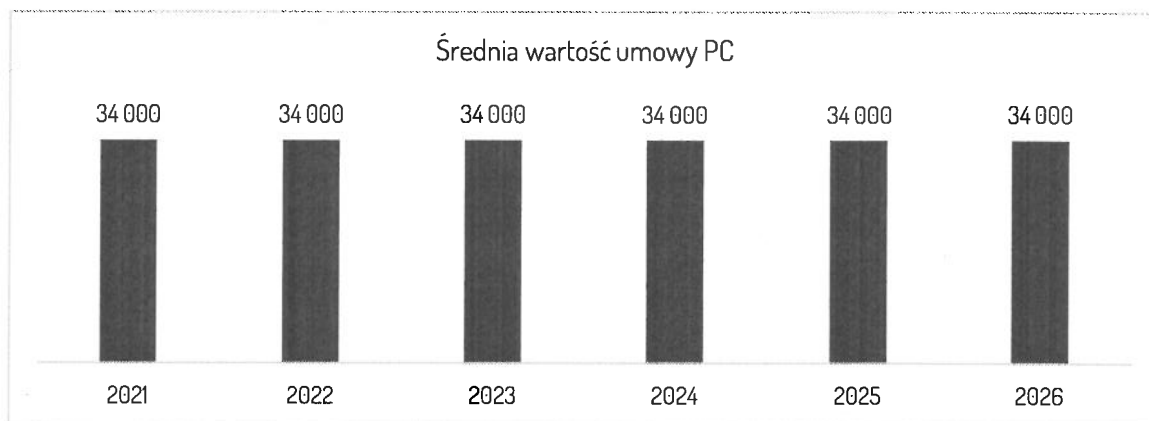
Źródło: Dane Spółki



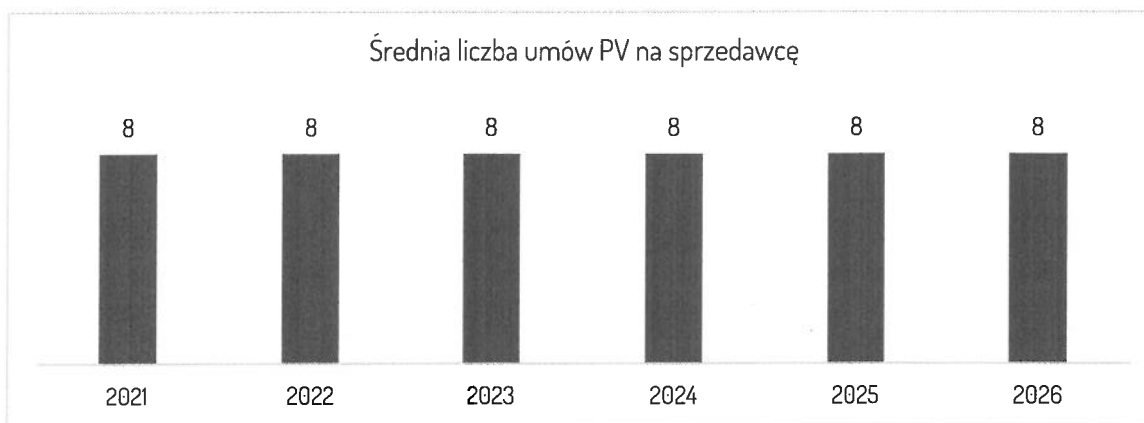
Źródło: Dane Spółki



Źródło: Dane Spółki



Źródło: Dane Spółki



Źródło: Dane Spółki

Poniżej przedstawiono prognozowane wyniki finansowe oraz założenia marżowości.

	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Przychody razem	33.0	66.0	79.2	90.1	93.9	96.5
Przychody - PV - fotowoltaika	29.6	59.3	71.1	80.9	84.4	86.7
Przychody - Segment gospodarstwa domowe PV	27.9	55.7	66.9	76.1	79.3	81.5
Przychody - Segment gospodarstwa rolne PV	0.9	1.8	2.1	2.4	2.5	2.6
Przychody - Segment firmy + samorzady PV	0.9	1.8	2.1	2.4	2.5	2.6
Przychody - PC - pompy ciepła	3.4	6.7	8.1	9.2	9.6	9.8
Przychody - Segment gospodarstwa domowe PC	3.3	6.5	7.8	8.9	9.3	9.5
Przychody - Segment gospodarstwa rolne PC	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3

Źródło: Dane Spółki

	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Marża netto - Segment gospodarstwa domowe PV	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%
Marża netto - Segment gospodarstwa rolne PV	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%
Marża netto - Segment firmy + samorzady PV	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
Marża netto - Segment gospodarstwa domowe PC	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
Marża netto - Segment gospodarstwa rolne PC	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%

Źródło: Dane Spółki

### 3. Opis metodologii wyceny Spółki

#### 3.1. Metodologia wyceny

Podejścia stosowane do określenia wartości firmy są podzielone na następujące trzy główne kategorie:

- Podejście dochodowe, które określa wartość Spółki na podstawie oczekiwanych przyszłych korzyści ekonomicznych wynikających z posiadania przedmiotu wyceny. Korzyści są reprezentowane przez strumień

przepływów pieniężnych. Metoda przepływów pieniężnych (DCF) jest stosowana, gdy możliwe jest przypisanie wydzielonego strumienia przepływów pieniężnych do przedmiotu wyceny.

- Podejście rynkowe, zgodnie z którym wycena opiera się na mnożnikach wartości uzyskanych dla porównywalnych spółek notowanych lub transakcjach kupna / sprzedaży spółek porównywalnych z przedmiotem wyceny, które zostały zrealizowane blisko daty wyceny.
- Podejście majątkowe, które określa wartość Spółki jako wartość jej aktywów netto lub zobowiązań netto, biorąc pod uwagę korekty, gdy wartości księgowe różnią się znacznie od wartości ekonomicznych.

Kolejna część Raportu zawiera szczegółowy opis poszczególnych metody wykorzystanej do wyceny Spółki.

### 3.2. Wycena w podejściu dochodowym

Podejście dochodowe (ang. *income approach*) obejmuje grupę metod, które wyznaczają wartość przedsiębiorstwa w oparciu o strumienie przyszłych dochodów ekonomicznych zdyskontowanych oczekiwaną stopą zwrotu (kosztem zaangażowanego kapitału).

Do metod wyceny w podejściu dochodowym zalicza się:

- Metodę zdyskontowanych przepływów pieniężnych DCF (ang. *Discounted Cash Flows*), która może opierać się na przepływach przynależnych właścicielom kapitału własnego – FCFE (ang. *Free Cash Flows to Equity*) lub przepływach przynależnych wszystkim stronom finansującym: właścicielom i wierzycielom – FCFF (ang. *Free Cash Flows to Firm*),
- Metodę zdyskontowanych dywidend (ang. *Discounted Dividends Method*).
- Metodę zdyskontowanych zysków (ang. *Discounted Future Earnings Method*).

Wyniki wyceny metodą dochodową należy skorygować o aktywa i pasywa nieuwzględnione w prognozowanej działalności operacyjnej. Kluczowymi aspektami w podejściu dochodowym jest określenie strumieni dochodów ekonomicznych i właściwego dla danego strumienia dochodu kosztu kapitału.

Ponieważ do Wyceny wykorzystano metodę DCF opartą na FCFF, poniżej opisano szczegółowo tylko tą metodę.

Wartość kapitału własnego przedsiębiorstwa stanowi sumę:

- zdyskontowanych wolnych przepływów pieniężnych przynależne wszystkim stronom finansującym (udziałowcy i wierzyciele) w okresie projekcji;
- zdyskontowanej wartości rezydualnej przedsiębiorstwa po okresie projekcji, która jest następnie korygowana między innymi o oprocentowane zadłużenie, gotówkę nieoperacyjną i wartość aktywów nieoperacyjnych.

Swobodny przepływ środków pieniężnych do firmy jest miarą zdolności danego podmiotu do generowania i wypłacania środków, np. w formie dywidend i odsetek od długu lub akumulacji nadwyżki środków pieniężnych ponad potrzeby kapitału obrotowego.

#### **Przepływy pieniężne w okresie projekcji finansowej**

Wolne przepływy pieniężne przynależne wszystkim stronom finansującym – FCFF zostały wyznaczone zgodnie z wzorem przedstawionym poniżej:

(+) przychody operacyjne
(-) koszty operacyjne
(=) zysk operacyjny EBIT
(-) podatek dochodowy od EBIT
(=) Zysk operacyjny po opodatkowaniu (NOPLAT)
(+) amortyzacja
(+) wartość sprzedanego majątku
(-) nakłady inwestycyjne
(+/-) zmiana stanu zapasów
(+/-) zmiana stanu należności
(+/-) zmiana stanu zobowiązań bieżących
(=) wolne przepływy pieniężne przynależne wszystkim stronom finansującym (FCFF, ang. Free Cash Flow to Firm)

Wartość wyznaczonych przepływów pieniężnych zgodnie z przedstawionym powyżej algorytmem odzwierciedla przepływy generowane przez Spółkę z działalności operacyjnej, które są własnością zarówno właścicieli (udziałowców), jak też dawców kapitału obcego oprocentowanego (pożyczkodawców i kredytodawców).

### Koszt kapitału

Wolne przepływy pieniężne do firmy (FCFF) są dyskontowane przy użyciu średniego ważonego kosztu kapitału oszacowanego według następującego wzoru:

$$WACC = C_E \times E / (E+D) + C_D \times D / (E+D) \times (1-T)$$

Koszt kapitału własnego ( $C_E$ ) został oszacowany zgodnie z modelem wyceny aktywów kapitałowych (CAPM) na podstawie następującego wzoru:

$$C_E = RF + \beta \times MRP + SP + A$$

gdzie:

- $C_E$  Koszt kapitału własnego obliczony zgodnie z modelem wyceny aktywów kapitałowych (CAPM);
- $C_D$  Koszt długu długoterminowego przed opodatkowaniem oszacowany na podstawie stopy wolnej od ryzyka ( $RF$ ) i przyjętej marży kredytowej;
- $D/E$  Rynkowy wskaźnik struktury kapitału oszacowany na podstawie mediany wartości wskaźników  $D / E$  dla porównywalnych spółek objętych analizą;
- $RF$  Stopa wolna od ryzyka szacowana nominalnie na podstawie analizy rentowności obligacji Skarbu Państwa na dzień wyceny;
- $MRP$  Premia za ryzyko rynkowe, która jest średnią stopą zwrotu powyżej stopy wolnej od ryzyka wymaganej przez akcjonariuszy w długoterminowym horyzoncie inwestycyjnym;
- $\beta$  Czynniki beta jest miarą systematycznego ryzyka ponoszonego przez udziałowców kapitałowych. Czynniki ten uwzględnia ryzyko operacyjne i ryzyko finansowe związane z daną działalnością. Współczynnik beta mierzy zależność między zmiennością stopy zwrotu z danego udziału i zmiennością rynkowej stopy zwrotu (reprezentowanej przez wybrany indeks giełdowy).

7 Stopa podatkowa właściwa dla miejsca prowadzenia działalności przedmiotu wyceny.

Koszt kapitału własnego wykorzystany do obliczenia WACC został dodatkowo skorygowany o:

- Specjalna premia za ryzyko związana z ryzykiem Projekcji Finansowych – 12%.
- Premia za wielkość, tj. premia za niską kapitalizację rynkową – 12%

Premia za wielkość wynika z faktu, że tradycyjny CAPM i Beta nie uwzględniają dodatkowego ryzyka związanego z wielkością analizowanej firmy. Analiza historycznego zwrotu wszystkich spółek giełdowych wskazuje, że mniejsze firmy mają wyższą stopę zwrotu (wyższe ryzyko) niż większe firmy.

Szczegółowe wyliczenie WACC zostało przedstawione w Załącznikach do Raportu.

### **Wartość rezydualna**

Wartość rezydualna jest zwykle szacowana jako bieżąca wartość znormalizowanych przepływów pieniężnych po okresie szczegółowych projekcji finansowych. Oszacowanie wartości rezydualnej przeprowadzono w dwóch etapach:

**Etap I** – Oszacowano wartość znormalizowanych wolnych przepływów pieniężnych w ostatnim okresie szczegółowej prognozy (*CF<sub>n</sub>*). W ramach normalizacji założono:

- 1) utrzymanie rentowności % EBITDA;
- 2) występowanie jedynie inwestycji odtworzeniowych, tj., założono, że nakłady inwestycyjne równe będą amortyzacji;
- 3) stały, proporcjonalny poziom kapitału obrotowego netto względem przychodów.

Łączne przepływy pieniężne po okresie szczegółowej prognozy można oszacować jako sumę ciągu płatności o stałej stopie wzrostu, przy założonej stopie dyskonta za pomocą następującego wzoru:

$$RV = CF_n \times (1+g) / (WACC-g)$$

gdzie:

<i>RV</i>	Wartość rezydualna,
<i>CF<sub>n</sub></i>	Wartość znormalizowanego przepływu pieniężnego z ostatniego okresu szczegółowej prognozy,
<i>WACC</i>	Średni ważony koszt kapitału stopa dyskontowa oszacowana dla ostatnie okresu szczegółowej prognozy,
<i>g</i>	stała stopa wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po okresie szczegółowej prognozy.

Z oszacowaniem wartości rezydualnej według powyższego algorytmu wiąże się konieczność określenia wielkości parametru *g*, tj. stałej stopy wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po okresie szczegółowej prognozy, dla której w Wycenie przyjęto wartość 2.5%.

**Etap II** – wartość rezydualną (*RV*) oszacowaną w Etapie I zdyskontowano na moment wyceny przy wykorzystaniu stopy dyskonta odpowiadającej ostatniemu okresowi szczegółowej prognozy.

### **Wartość kapitałów własnych**

Ostateczny wzór na określenie wartości kapitałów własnych przedstawia się następująco:

(+) Suma zdyskontowanych wolnych przepływów pieniężnych w okresie szczegółowej prognozy
(+) Wartość rezydualna
(=) Wartość przedsiębiorstwa
(-) wartość kapitałów obcych oprocentowanych na moment rozpoczęcia szczegółowej prognozy
(+) nadwyżka gotówki (gotówka nieoperacyjna)
(+) wartość innych aktywów nieoperacyjnych
(=) Wartość godziwa kapitałów własnych przedsiębiorstwa

### 3.3. Ryzyka związane z metodologią wyceny

#### Ryzyko związane z metodą DCF

Głównym ograniczeniem metody opartej na zdyskontowanych przepływach pieniężnych jest niepewność związana z realizacją planowanych przyszłych przepływów pieniężnych.

Mimo że prognozy finansowe są opracowywane na podstawie założeń przygotowanych przez zarządy i odzwierciedlają najlepszy osąd i oczekiwania zarządów, rzeczywiste wyniki spółek mogą istotnie różnić się od prognozowanych wartości. Wszelkie odchylenia rzeczywistej wielkości od tej przewidywanej mogą znacząco wpłynąć na wyniki Wyceny.

Pomimo omówionych powyżej ograniczeń metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych jest powszechnie stosowana w wycenie przedsiębiorstw. Opiera się na przyszłych przepływach pieniężnych, a zatem pozwala uwzględnić przyszłe korzyści z prowadzenia firmy.

Należy również zauważyć, że niezależnie od wyboru metod wyceny - zgodnie ze standardem wartości godziwej - ostateczna wartość transakcji może zostać ustalona jedynie w drodze negocjacji między zainteresowanym nabywcą a chętnym sprzedawcą w ramach transakcji rynkowej, w której strony każdy działał kompetentnie, roztropnie i bez przymusu. Taka wycena może być oparta na innych prognozach finansowych niż te przyjęte w raporcie.

#### Ryzyko związane z projekcjami finansowymi

Projekcje finansowe Spółki zostały przygotowane na okres od 4. kwartału 2021 r. do 2026 r.

Istnieje ryzyko, że faktyczne przepływy pieniężne generowane przez Spółkę w okresie rezydualnym będą się różnić od prognozy. Jakikolwiek odchylenie rzeczywistej wielkości od przewidywanych wartości może mieć wpływ na wyniki wyceny.

Projekcje Finansowe nie gwarantują osiągnięcia prognozowanych wartości ani spełnienia założeń, na których się opierają. Ponieważ przyszłe wydarzenia mogą nie przebiegać zgodnie z planem, mogą występować różnice między prognozowanymi wynikami a rzeczywistymi wynikami.



## 4. Wyniki wyceny

### 4.1. Podsumowanie wyników wyceny

Wycena na dzień 30 września 2021 r. została przeprowadzona w podejściu dochodowym. Poniżej zostały zaprezentowane wyniki wyceny 100% kapitałów własnych wraz z analizą wrażliwości na jej kluczowe parametry (stopa dyskonta oraz marża EBITDA w okresie rezydualnym).

		Marża EBITDA w okresie rezydualnym				
		10.0%	12.0%	14.0%	16.0%	18.0%
Stopa dyskonta	15.0%	60.6	66.7	72.9	79.0	85.2
	17.5%	50.9	55.5	60.1	64.7	69.3
	20.0%	44.0	47.5	51.0	54.5	58.0
	22.5%	38.7	41.5	44.2	47.0	49.8
	25.0%	34.6	36.8	39.0	41.2	43.4

Źródło: Autor Raportu

Wartość 100% kapitałów własnych Spółki na dzień 30 września 2021 r. znajduje się w przedziale od 41.5 mln PLN do 64.7 mln PLN z wartością środkową na poziomie 51.0 mln PLN.

Wartość minimalna odpowiada wartości wyceny zakładając stopę dyskontową w wysokości 22.5% oraz marżę EBITDA w okresie rezydualnym na poziomie 12%.

Wartość środkowa odpowiada wartości wyceny zakładając stopę dyskontową w wysokości 20.0% oraz marżę EBITDA w okresie rezydualnym na poziomie 14%.

Wartość maksymalna odpowiada wartości wyceny zakładając stopę dyskontową w wysokości 17.5% oraz marżę EBITDA w okresie rezydualnym na poziomie 16%.

Analizując wyniki Wyceny należy podkreślić, że - zgodnie ze standardem godziwej wartości rynkowej - ostateczna i rzeczywista wartość kapitałów własnych Spółki może być ustalona tylko na podstawie ceny w transakcji sprzedaży udziałów Spółki, która miałaby wynikać z negocjacji między stronami, które nie działają pod przymusem i które posiadają niezbędną wiedzę na temat ważnych faktów.

### 4.2. Wycena metodą DCF

Wycena metodą dochodową została przygotowana na podstawie Prognoz Finansowych dostarczonych przez Spółkę

Podsumowanie wyników Wyceny przedstawiono w poniższej tabeli.

Wartość zainwestowanego kapitału (Enterprise Value)	
Suma zdyskontowanych przepływów pieniężnych	24.3
Wartość rezydualna	63.4
Zdyskontowana wartość rezydualna	24.3
<b>Wartość zainwestowanego kapitału (Enterprise Value)</b>	<b>48.6</b>
Wartość 100% kapitałów własnych	
Zadłużenie finansowe (-)	-
Gotówka nieoperacyjna (+)	2.4
<b>Wartość 100% kapitałów własnych</b>	<b>51.0</b>

Źródło: Autor Raportu

Wartość 100% kapitałów własnych na dzień 30 września 2021 r. w podejściu dochodowym została oszacowana na poziomie 51.0 mln PLN. Wartość wyceny uwzględnia: 2.4 mln PLN gotówki nieoperacyjnej.

## 5. Załączniki

### Załącznik 1. Kalkulacja FCFF

Happy Energy Wycena DCF	Q1-Q3 2021	Q4 2021	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026	Wartość rezydualna
<b>Wycena DCF</b>									
Przychody netto razem	21.3	11.7	33.0	66.0	79.2	90.1	93.9	98.5	98.9
zmiana %	n/a	n/a	n/a	100.0%	20.0%	13.7%	4.3%	2.7%	2.5%
Koszty bez amortyzacji	(19.5)	(8.9)	(28.4)	(56.8)	(68.2)	(77.5)	(80.8)	(83.0)	(85.1)
<b>EBITDA</b>	<b>1.8</b>	<b>2.8</b>	<b>4.6</b>	<b>9.2</b>	<b>11.1</b>	<b>12.6</b>	<b>13.1</b>	<b>13.5</b>	<b>13.8</b>
marża EBITDA [%]	8.4%	24.0%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%
Amortyzacja	(0.0)	(0.0)	-	-	-	-	-	-	-
<b>EBIT</b>	<b>1.8</b>	<b>2.8</b>	<b>4.6</b>	<b>9.2</b>	<b>11.1</b>	<b>12.6</b>	<b>13.1</b>	<b>13.5</b>	<b>13.8</b>
marża EBIT [%]	8.4%	24.0%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%
Podatek od EBIT	19.0%	(0.3)	(0.5)	(0.9)	(1.8)	(2.1)	(2.4)	(2.5)	(2.6)
<b>EBIT po opodatkowaniu</b>	<b>1.5</b>	<b>2.3</b>	<b>3.7</b>	<b>7.5</b>	<b>9.0</b>	<b>10.2</b>	<b>10.6</b>	<b>10.9</b>	<b>11.2</b>
Amortyzacja (+)	0.0	-	-	-	-	-	-	-	-
Nakłady inwestycyjne (-)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Zmiana kapitału pracującego (-)	-	(2.5)	(2.5)	(1.5)	(0.6)	(0.5)	(0.2)	(0.1)	(0.1)
<b>Wolne operacyjne przepływy pieniężne</b>	<b>1.5</b>	<b>(0.3)</b>	<b>1.2</b>	<b>5.9</b>	<b>8.3</b>	<b>9.7</b>	<b>10.4</b>	<b>10.8</b>	<b>11.1</b>
Zastosowany WACC	20.0%	20.0%		20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	
Skumulowany wskaźnik dyskontowy		0.96		0.80	0.66	0.55	0.46	0.38	
<b>Zdyskontowane przepływy pieniężne</b>		<b>(0.3)</b>		<b>4.7</b>	<b>5.5</b>	<b>5.4</b>	<b>4.8</b>	<b>4.1</b>	
<b>Wartość zainwestowanego kapitału (Enterprise Value)</b>									
Suma zdyskontowanych przepływów pieniężnych		24.3							
Wartość rezydualna		63.4							
Zdyskontowana wartość rezydualna		24.3							
<b>Wartość zainwestowanego kapitału (Enterprise Value)</b>		<b>48.6</b>							
<b>Wycena 100% kapitałów własnych</b>									
Zadłużenie finansowe (-)		-							
Gotówka nieoperacyjna (+)		2.4							
<b>Wartość 100% kapitałów własnych</b>		<b>51.0</b>							

### Załącznik 2. Kalkulacja WACC

Stopa wolna od ryzyka	2.5%
Premia rynkowa	5.1%
Beta odlewarowana	0.74
Dług/kapitał własny	81.9%
Stawka podatku	19.0%
Beta zalewarowana	1.22
Koszt kapitału (CAPM)	8.7%
Premia za wielkość	12.0%
Premia za ryzyko specyficzne	12.0%
Koszt kapitału	32.7%
Stopa wolna od ryzyka	2.5%
Marża długu	3.0%
Koszt długu	5.5%
Stawka podatku	19.0%
Koszt długu po podatku	4.4%
<b>WACC</b>	<b>20.0%</b>

### Załącznik 3. Kalkulacja stopy wolnej od ryzyka

BondSpot SA - FIXING DRUGI SPW, Data: 2021-10-29

LP	Nazwa	ISIN	Cena K	Cena S	Rent K	Rent S	Cena fix	Rent fix	
1	PS0422	PL0000109492	100.43	100.57	1.32	1.03	100.5	1.17	
2	OK0722	PL0000112165	99.01	99.2	1.38	1.11	99.11	1.24	
3	WS0922	PL0000102646	103.68	103.88	1.54	1.32	103.78	1.43	
4	WZ1122	PL0000109377	99.97	100.12	-	-	100.05	-	
5	PS0123	PL0000110151	100.81	101	1.82	1.67	100.91	1.74	
6	OK0423	PL0000112900	97.08	97.29	2.03	1.88	97.19	1.95	
7	IZ0823	PL0000105359	KURS NIEOKREŚLONY						
8	DS1023	PL0000107264	103.81	103.99	2.01	1.92	103.9	1.97	
9	WZ0124	PL0000107454	99.71	99.99	-	-	99.85	-	
10	PS0424	PL0000111191	100.99	101.16	2.08	2.01	101.08	2.04	
11	WZ0524	PL0000110615	99.71	100.01	-	-	99.86	-	
12	PS1024	PL0000111720	100.31	100.59	2.14	2.04	100.45	2.09	
13	PS0425	PL0000112728	95.22	95.52	2.19	2.1	95.37	2.14	
14	WZ0525	PL0000111738	99.61	100.01	-	-	99.81	-	
15	DS0725	PL0000108197	103.61	103.87	2.23	2.15	103.74	2.19	
16	WZ0126	PL0000108817	99.05	99.58	-	-	99.32	-	
17	DS0726	PL0000108866	100.75	101.01	2.33	2.27	100.88	2.3	
18	PS1026	PL0000113460	89.95	90.19	2.42	2.36	90.07	2.39	
19	WZ1126	PL0000113130	99.27	99.52	-	-	99.4	-	
20	DS0727	PL0000109427	100.34	100.59	2.43	2.39	100.47	2.41	
21	WS0428	PL0000107611	101.42	101.74	2.51	2.45	101.58	2.48	
22	WZ0528	PL0000110383	98.8	99.34	-	-	99.07	-	
23	WS0429	PL0000105391	121.71	122.24	2.52	2.45	121.98	2.49	
24	DS1029	PL0000111498	100.67	101.03	2.65	2.6	100.85	2.63	
25	WZ1129	PL0000111928	98.57	99.16	-	-	98.87	-	
26	DS1030	PL0000112736	88.27	88.64	2.74	2.69	88.46	2.71	
27	WZ1131	PL0000113213	98.24	98.81	-	-	98.53	-	
28	WS0429	PL0000105391 <sup>28</sup>	126.35 <sup>28</sup>	128.16 <sup>28</sup>	3.24 <sup>28</sup>	3.09 <sup>28</sup>	127.26	3.17	
							RFR	2.49	

Mariola Więckowska  
Partner Zarządzający, Komplementariusz