



POLISH ENERGY PARTNERS

**MEMORANDUM: WYCENA WKŁADU
NIEPIENIĘŻNEGO W POSTACI UDZIAŁÓW W
NEUTRON SP. Z O.O.**

10 lipca 2014 roku

Spis treści:

1. Wprowadzenie.....	3
2. Definicja wartości rynkowej.....	3
3. Data wyceny	4
4. Podejście do Wyceny	4
5. Założenia cenowe.....	6
6. Wycena Aportu.....	6

1. Wprowadzenie

Niniejsze memorandum („Memorandum”) zostało sporządzone przez Zarząd Polish Energy Partners S.A. („PEP”) i przedstawia wycenę wkładu niepieniężnego w postaci udziałów w spółce Neutron Sp. z o.o. („Aport”) Zarząd PEP sporządził wycenę w związku z rekomendowanym akcjonariuszom spółki podniesieniem kapitału w zamian za przyjęcie Aportu.

Neutron Sp. z o.o. („Neutron”) jest spółką specjalnego przeznaczenia, do której wniesione zostały akcje lub udziały we wskazanych poniżej spółkach:

- 1) 100% udziałów w Elektrociepłownia Nowa Sarzyna Sp. z o.o.
- 2) 100% udziałów w Polenergia Kogeneracja Sp. z o.o.
- 3) 100% udziałów w Elektrownia Północ Sp. z o.o.
- 4) 100% udziałów w Polenergia Dystrybucja Sp. z o.o.
- 5) 100% akcji Polenergia Obrót S.A.
- 6) 100% udziałów w Natural Power Association Sp. z o.o., który jest jedynym udziałowcem lub akcjonariuszem spółek: Bałtyk Północny S.A., Bałtyk Środkowy II Sp. z o.o., Bałtyk Środkowy III Sp. z o.o., (łącznie „Projekt Green”)
- 7) 100% udziałów w PPG Pipeline Projektgesellschaft GmbH oraz 100% udziałów w PPG Polska Sp. z o.o., (łącznie „Projekt HANS”)
- 8) 20% udziałów w spółce GEO Kletnia Sp. z o.o.

Poza tym spółka zależna Neutron – Elektrociepłownia Nowa Sarzyna sp. z o.o. („ENS”) – uczestniczy w spółce osobowej, działającej pod firmą Grupa PEP – Projekty Energetyczne 1 sp. z o.o. ENS Consulting s.k. („SK”). ENS jest komandytariuszem w SK, którego udział w zyskach SK wynosi 1%.

Wycena Aportu została przeprowadzona metodą sumy wycen udziałów Neutron w poszczególnych aktywach wymienionych powyżej skorygowaną o wycenę kosztów centrali Neutron związanych z obsługą i zarządzaniem spółkami.

Zarząd Spółki przyjął wartość Aportu na potrzeby wniesienia wkładu niepieniężnego do Spółki na kwotę 557.000.017,74 zł, która stanowi wartość godziwą na potrzeby wniesienia wkładu niepieniężnego.

2. Definicja wartości rynkowej

Na potrzeby niniejszego Memorandum uznano, iż właściwą podstawą do określenia wartości Aportu jest wartość rynkowa. Przyjęto definicję wartości rynkowej zgodną z Międzynarodowymi Standardami Wyceny: *“(…) szacunkowa kwota, za jaką składnik aktywów mógłby zostać wymieniony w dniu wyceny pomiędzy zainteresowanym kupującym i zainteresowanym sprzedającym w transakcji zawartej na warunkach rynkowych, z uwzględnieniem odpowiedniego czasu ekspozycji na rynku, w której każda ze stron transakcji była dobrze poinformowana i działała w sposób ostrożny i bez przymusu”.*

Wartość Aportu została dokonana przy założeniu kontynuowania działalności przez Neutron oraz jego spółki zależne w dającej się przewidzieć przyszłości.

3. Data wyceny

Niniejsze Memorandum przedstawia podsumowanie wyceny Aportu przeprowadzonej na dzień 31 maja 2014 roku. W celu wyceny Aportu wykorzystano najbardziej aktualne, dostępne dane bilansowe, pochodzące z zarządczych sprawozdań finansowych.

4. Podejście do Wyceny

Z uwagi na specyfikę przedmiotu Aportu, w skład którego wchodzi zarówno aktywa operacyjne, projekty deweloperskie na różnym etapie zaawansowania jak i podpisane kontrakty oraz biorąc pod uwagę brak zaobserwowanych transakcji rynkowych dotyczących porównywalnych podmiotów, zdecydowano się na zastosowanie podejścia polegającego na wycenie udziałów w poszczególnych spółkach lub projektach posiadanych przez Neutron. Otrzymana sumaryczna wartość aktywów została skorygowana o wycenę kosztów ponoszonych na poziomie centrali Neutron związanych z zarządzaniem spółkami i projektami.

Podstawową metodą zastosowaną do wyceny poszczególnych składników Aportu jest podejście dochodowe polegające na ustaleniu wartości bieżącej przyszłych, zdyskontowanych przepływów pieniężnych dla właścicieli kapitału własnego i obcego.

Metoda dochodowa w ocenie Zarządu pozwala na odzwierciedlenie w wycenie Aportu w najlepszym stopniu cech specyficznych i ryzyka wycenianych aktywów, a więc czynników które są brane pod uwagę przez akcjonariuszy podejmujących decyzję o nabyciu akcji i oferowanej cenie.

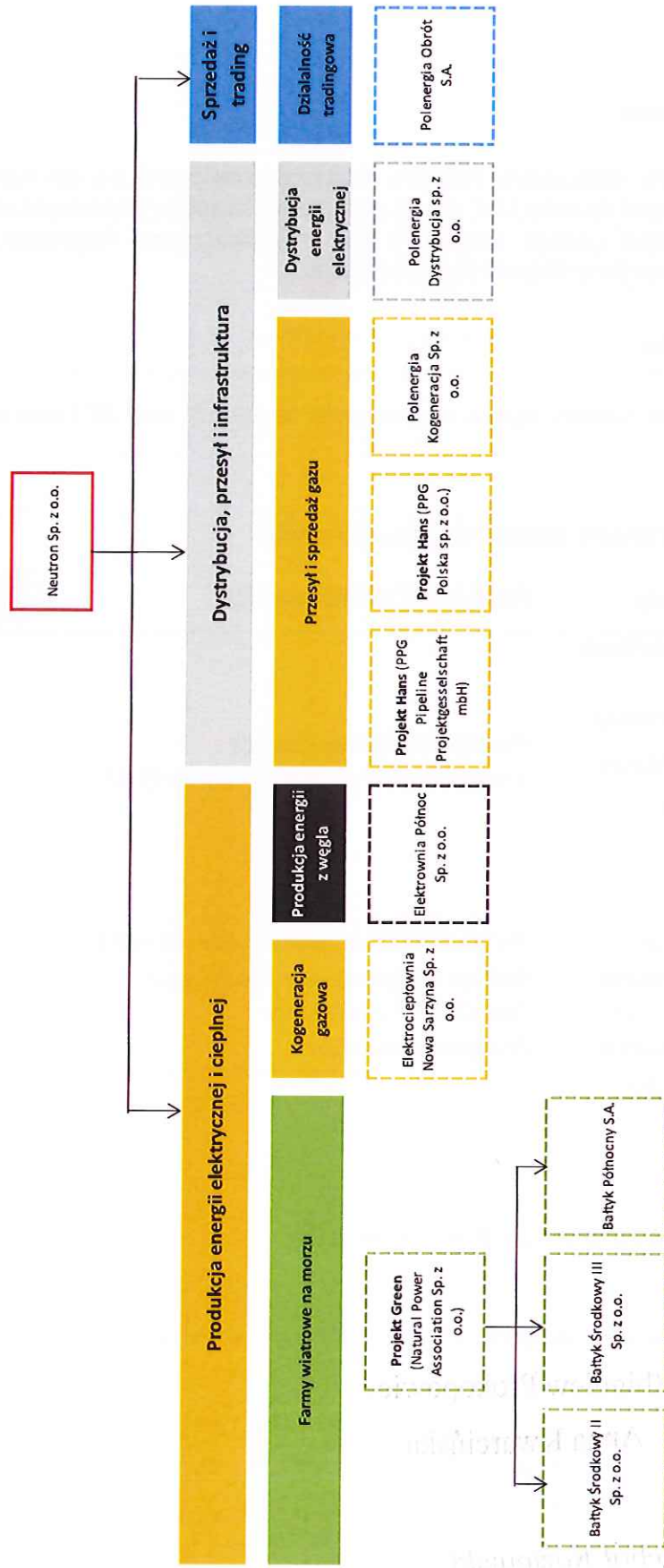
Wycenę przeprowadzono w oparciu długoterminowe projekcje finansowe przygotowane niezależnie dla każdego z wycenianych aktywów oraz koszt kapitału adekwatny do ryzyka każdego z wycenianych podmiotów.

Z uwagi na specyficzne uwarunkowania do wyceny wybranych składników Aportu zostały zastosowane alternatywne metody wyceny, w tym:

- Elektrownia Północ – podejście kosztowe (wartość aktywów netto);
- 20% udziałów w spółce GEO Kletnia Sp. z o.o. – wartość odkupu udziałów wynikająca z posiadanej opcji sprzedaży;
- Koszty centrali Neutron – podejście mnożnikowe.

Strukturę aktywów podlegających wycenie obrazuje schemat na następnej stronie:

Obraz 1. Struktura aktywów objętych Aporem



Źródło: Opracowanie własne

Polish Energy Partners S.A. ul. Krucza 24/26, 00-526 Warszawa
 Tel. (22) 522 38 00, Fax (22) 395 56 09, e-mail: info@pepsa.com.pl, www.pepsa.com.pl
 Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego,
 KRS 0000026545, NIP 526-18-88-932

5. Założenia cenowe

W wycenie Aportu wykorzystano założenia dotyczące kształtowania się cen rynkowych węgla, gazu ziemnego, uprawnień do emisji CO₂, energii elektrycznej i świadectw pochodzenia energii elektrycznej ze źródeł odnawialnych („zielone certyfikaty”) oraz z wysokosprawnej kogeneracji („żółte certyfikaty”) przygotowane przez firmę Redpoint (dawniej Baringa).

6. Wycena Aportu

Przy zastosowanej metodzie wyceny wartość Aportu na dzień 31 maja 2014 roku wynosi w przybliżeniu 557 mln złotych.

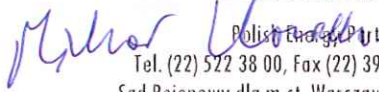
Tabela 1: Podsumowanie wartości Wycenianych Aktywów

Przedmiot wyceny	Podstawowa metoda wyceny	Wartość kapitałów własnych [mln zł]
Elektrociepłownia Nowa Sarzyna		195,0
Polenergia Kogeneracja		2,0
Polenergia Dystrybucja	<i>Podejście dochodowe (metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych)</i>	57,0
Polenergia Obrót		65,0
Projekt Green		146,0
Projekt Hans		40,0
Elektrownia Północ	<i>Podejście kosztowe (wartość aktywów netto)</i>	75,0
20% udziałów w spółce GEO Kletnia Sp. z o.o.	<i>Wartość odkupu udziałów wynikająca z posiadanej opcji sprzedaży</i>	1,0
Koszty centrali Neutron	<i>Podejście mnożnikowe</i>	(24,0)
Razem wartość dla akcjonariuszy		557,0

Podpisy członków Zarządu Polish Energy Partners S.A.:


Zbigniew Prokopowicz


Anna Kwarcieńska


Polish Energy Partners S.A. ul. Krucza 24/26, 00-526 Warszawa
Tel. (22) 522 38 00, Fax (22) 395 56 09, e-mail: info@pepsa.com.pl, www.pepsa.com.pl
Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego,
Michał Kozłowski KRS 0000026545, NIP 526-18-88-932