



GROUND FROST

***Wyciąg raportu z wyceny Empik Ventures Sp. z o.o.  
sporządzonej na dzień 31 października 2020 r.***

**Wyciąg raportu przygotowany dla E-Muzyka S.A.**

**Warszawa, dnia 29 grudnia 2020 r.**

# ➤ Wprowadzenie

Szanowni Państwo,

Niniejszym przedstawiamy wyciąg raportu z wyceny wartości przedsiębiorstwa Empik Ventures Sp. z o.o. (dalej Spółka). Wycena sporządzona została metodą skorygowanych aktywów netto (SAN).

Wyciąg z wyceny sporządzony został przez Ground Frost Sp. z o.o. Sp. k. z siedzibą przy alei Komisji Edukacji Narodowej 95 w Warszawie na zlecenie Empik Ventures Sp. z o.o. Celem wyceny jest określenie parytetu wymiany udziałów na akcje w transakcji połączenia Spółki Empik Ventures Sp. z o.o. ze Spółką E-Muzyka S.A. poprzez wniesienie aportem wycenianej jednostki w całości do Spółki E-Muzyka S.A.

Na dzień wyceny Spółka Empik Ventures Sp. z o.o. jest właścicielem 90% udziałów w Spółce Going Sp. z o.o. Wyciąg z wyceny Spółki Going Sp. z o.o. na dzień 31.10.2020 przedstawiony jest w dalszej części niniejszego dokumentu.

Jako standard wartości przyjęta jest godziwa wartość rynkowa (ang. Fair Market Value). Wycena została przygotowana na dzień 31 października 2020 roku.

Analizy, opinie i konkluzje zawarte w wyciągu są profesjonalnymi, bezstronnymi i obiektywnymi analizami, opiniami i konkluzjami osoby wykonującej analizę. Analizy, opinie i konkluzje zawarte w raporcie oraz wyciągu są ograniczone jedynie przez przyjęte założenia oraz warunki ograniczające (opisane szczegółowo w rozdziale „Ograniczenia wyceny” niniejszego dokumentu).

Wynagrodzenie wyceniającego nie jest uzależnione od przygotowania lub przedstawienia w wyciągu wniosków zgodnych ze z góry zakładanymi wartościami, wartości przedmiotu wyceny przedstawionego w wyciągu, uzyskania z góry założonego rezultatu, przyszłych wydarzeń bezpośrednio związanych z celem wyceny lub konkluzji wyciągu korzystnej dla klienta.

Wyciąg z raportu z wyceny może być przedstawiony jedynie zamawiającemu, chyba że wyrazi on zgodę na przedstawienie wyciągu stronie trzeciej. Wyjątkiem od tej reguły jest nakaz sądu lub innego właściwego organu na udostępnienie wyciągu raportu z wyceny.

# ➤ Wprowadzenie (cd.)

Niniejszy wyciąg raportu z wyceny został przygotowany zgodnie z Powszechnymi Krajowymi Zasadami Wyceny (PKZW) - Krajowym Standardem Wyceny Specjalistycznej (KSWS).

Wycena została sporządzona z najlepszą wiedzą i przekonaniem jakie posiadaliśmy.

Z poważaniem,

Wojciech Kryński

Prezes Zarządu Komplementariusza,  
Ground Frost Sp. z o.o. Sp. k.

# ➤ Spis treści

- **Opis przedmiotu wyceny**
- **Streszczenie dla kierownictwa**
  - **Wyciąg raportu z wyceny Going Sp. z o.o.**
  - **Wyciąg raportu z wyceny Empik Ventures Sp. z o.o.**
  - **Wyciąg raportu z wyceny E-Muzyka S.A.**
  - **Określenie parytetu wymiany udziałów Empik Ventures Sp. z o.o. na akcje E-Muzyka S.A.**
- **Ograniczenia wyceny**

Część 1

# OPIS PRZEDMIOTU WYCENY

# ➤ Dane rejestrowe Spółki

## **Empik Ventures Spółka z Ograniczoną Odpowiedzialnością**

KRS: 0000736856

NIP: 5252754014

Adres: ul. Marszałkowska 104/122,  
00-017 Warszawa

### Zarząd:

Ewa Schmidt  
Piotr Świątek  
Szymon Bujalski  
Łukasz Kmieciak

### **Dane wspólników:**

**Empik S.A. – 50 000 udziałów na kwotę 5 mln PLN  
(100% udziałów)**

### **Przedmiot działalności Spółki:**

Jest to spółka holdingowa należąca do Empik S.A. działająca w obszarze Venture Capital. Głównym aktywem spółki jest inwestycja w spółkę Going, producenta aplikacji do marketingu wydarzeń kulturalnych oraz sprzedaży biletów za pośrednictwem internetu.

### **Kluczowe PKD:**

- 70, 22, z, Pozostałe doradztwo w zakresie prowadzenia działalności gospodarczej i zarządzania;
- 68, Działalność związana z obsługą rynku nieruchomości62, 64, 20, z, Działalność holdingów finansowych;
- 64, 9, Pozostała finansowa działalność usługowa, z wyłączeniem ubezpieczeń i funduszy emerytalnych;
- 77, Wynajem i dzierżawa.

Część 2

# **STRESZCZENIE DLA KIEROWNICTWA**

# ➤ Streszczenie dla kierownictwa

Dokonałiśmy wyceny na dzień 31.10.2020 Spółki Empik Ventures Sp. z o.o. metodą skorygowanych aktywów netto. Metoda wyceny została odpowiednio dobrana biorąc pod uwagę holdingowy charakter przedsiębiorstwa.

Wycena została przeprowadzona na potrzeby określenia parytetu wymiany udziałów na akcje w transakcji połączenia Spółki Empik Ventures Sp. z o.o. ze Spółką E-Muzyka S.A. poprzez wniesienie aportem jednostki w całości do Spółki E-Muzyka S.A.

Z uwagi na fakt, iż Spółka na dzień wyceny posiada 90% udziałów w Spółce Going Sp. z o.o. oraz, że jest to główny składnik aktywów Spółki niezbędne było ustalenie wartości godziwej tego podmiotu.

Zgodnie z powyższym w pierwszym kroku dokonałiśmy wyceny Going Sp. z o.o. metodą mnożników rynkowych oraz metodą symulacji Monte Carlo. Spółka prowadzi swoją działalność online w obszarze sprzedaży biletów na wydarzenia. Z uwagi na fakt, iż Spółka jest we wczesnej fazie rozwoju, i jej działalność nie przekroczyła jeszcze progu rentowności zdecydowaliśmy się nie używać w wycenie metody dochodowej. Wartość przedsiębiorstwa stanowi średnia z wycen metodą Monte Carlo oraz metodą mnożnikową. Podana wartość uwzględnia wyliczone dyskonto z tytułu niskiej płynności na poziomie 16,82%. Wyciąg z raportu z wyceny Going Sp. z o.o. na dzień 31.10.2020 znajduje się w dalszej części niniejszego dokumentu.

Zgodnie z oszacowaną wartością Going Sp. z o.o., obliczyliśmy wartość 90% udziałów Empik Ventures Sp. z o.o. w Spółce.

31.10.2020	
Metoda wyceny	tys. PLN
Wycena metodą Monte Carlo	23 487,08
Wycena Mnożnikowa	29 868,73
<b>Wartość 100% kapitału własnego</b>	<b>26 677,90</b>
Empik Ventures Sp. z o.o.	
<b>Wartość 90% udziałów</b>	<b>24 010,11</b>



Część 2.1. Streszczenie dla kierownictwa

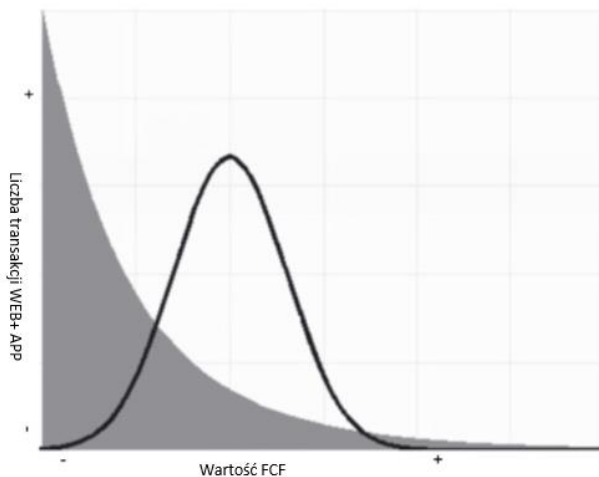
# **WYCIĄG Z WYCENY GOING SP. Z O.O. NA DZIEŃ 31.10.2020**

# ➤ Wycena metodą Monte Carlo

Analiza Monte Carlo została przeprowadzona poprzez zbudowanie modelu stochastycznego opierającego się na rozkładzie Pareto w proporcji 80/20, który zgodnie z badaniami dobrze odzwierciedla prawdopodobieństwo osiągnięcia sukcesu w branży startupowej. Jak wskazują badania przeprowadzone przez prof. Shikhar Ghosh-a z Harvard Business School na podstawie danych udostępnionych przez firmy Venture Capital, statystycznie tylko 2/10 startupów ma szansę na osiągnięcie rynkowego sukcesu. Około 80% startupów generuje słabe wyniki sprzedaży zaś 20% notuje wyniki ponadprzeciętne.

Wyceniający wygenerował w modelu wyceny 50 tysięcy możliwych scenariuszy rozwoju biznesu w których czynnik losowy rozkładu Pareto stanowi liczbę transakcji zawieranych w aplikacji oraz witrynie internetowej Spółki. Po przeanalizowaniu historycznych danych Spółki dotyczących sprzedaży biletów w latach 2018-2020 przyjęliśmy założenie, iż minimalną wartość czynnika losowego oznaczonego jako parametr  $X_m$  stanowić będzie liczba transakcji zarejestrowanych w Going w roku 2020. Jest to założenie racjonalne zważywszy na fakt, iż branża eventowa w roku 2020 została szczególnie dotknięta pandemią spowodowaną przez wirusa COVID-19. Globalny lockdown oraz zakaz organizacji imprez masowych przekładający się na gwałtowny spadek sprzedaży biletów wydaje się być najgorszym rynkowym scenariuszem.

**Rys.1.** Rozkład Pareto vs rozkład normalny



Dla każdej iteracji Monte Carlo przyjęliśmy, że w przypadku zyskowego scenariusza inwestor będzie chciał pozostać w Spółce, a zatem wartością przedsiębiorstwa jest rosnąca o inflację rentę wieczystą przepływu FCF z danego scenariusza, natomiast jeśli scenariusz generuje straty inwestor będzie skłonny je kapitalizować przez około 3 lata (jest to średni okres na jaki zawierane są umowy venture capital). Wartość otrzymana w wyniku analizy Monte Carlo jest punktem środkowym przedziału wartości z 50 tysięcy scenariuszy.

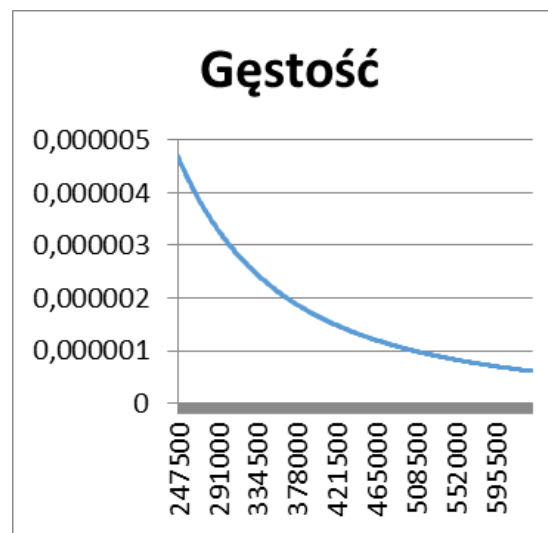
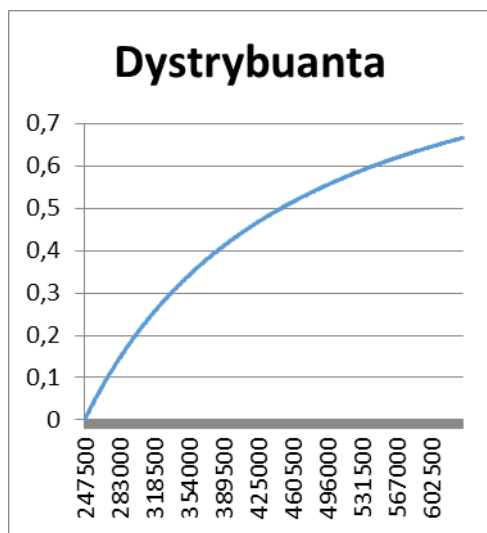
Źródło: Opracowanie własne



GROUND FROST

# ➤ Przyjęta metodyka wyceny (cd.)

Poniższe wykresy przedstawiają gęstość funkcji prawdopodobieństwa oraz dystrybuantę rozkładu Pareto dla parametru Alfa = 1,16096412 i  $X_m$  247 456 (odpowiadającemu minimalnej liczbie transakcji w najgorszym rynkowym scenariuszu na podstawie aktualnych wyników sprzedaży w roku 2020 będącego rokiem epidemii koronawirusa COVID-19). Parametry były dobierane w taki sposób aby spełnić kryterium Pareto 80%/20%, czyli 80% szans, że sprzedaż będzie niższa niż pożądana i 20% szans, że będzie wyższa.



# ➤ Przyjęta metodyka wyceny (cd.)

## Przyjęte założenia:

- Przyjęto inflację ogólną na poziomie 2%, a inflację płac na poziomie 3,5%;
- Średnia wartość koszyka zakupów wynosi:

Wartość śr. zakupu	2019	2020	Średnia
web	149,1	136,08	142,6
aplikacja	104,19	106,8	105,5

- Średnia marża na sprzedaży netto dla zakupów w aplikacji oraz na stronie internetowej wynosi 6,80%;
- Koszty z koszty stałe związane z prowadzeniem działalności gospodarczej są indeksowane o wskaźnik inflacji na zasadach ogólnych oraz dodatkowo zwiększają się w scenariuszach optymistycznych o 10% zmiany wartości przychodów w stosunku do stanu bazowego na rok 2019;
- Koszty zmienne związane z prowadzeniem działalności gospodarczej wyliczone jako stały procent wartości sprzedaży oraz są indeksowane o wskaźnik inflacji na zasadach ogólnych;
- Amortyzacja została przyjęta na stałym poziomie z 2020 roku i w scenariuszach wzrostowych jest powiększana o 5% zmiany wartości przychodów w stosunku do stanu bazowego na rok 2019;
- W wyliczeniach pominięto zmiany kapitału obrotowego netto w Spółce, które uznano za nieistotne;
- Przepływ zastosowany do wyliczenia renty wieczystej został oczyszczony o wartość CAPEX i Amortyzacji;
- Wzrost rezydualny jest na poziomie inflacji i wynosi 2%.

# ➤ Stopa dyskontowa WACC

Wyceniający dokonał kalkulacji średniego ważonego kosztu kapitału jako stopy dyskontowej potrzebnej do wyliczenia wartości renty wieczystej. Do obliczeń przyjęto:

- Stopę wolną od ryzyka na poziomie 1,18% (rentowność 10-letnich obligacji skarbowych z 31 października 2020 roku).
- Aktualną na dzień wyceny premię za ryzyko rynkowe na poziomie 6,48% (zgodnie z danymi prof. A. Damodarana dla Polski);
- Koszt długu przyjęto na poziomie 5,17% (średni ważony koszt długu w grupie porównawczej powiększony o 1pp jako premia za wielkość Spółki);
- Współczynnik beta oszacowano na podstawie współczynników z grupy porównawczej. Otrzymałą wartość wskaźnika beta na poziomie 0,99 dociążono współczynnikiem 1,09 obliczonym na bazie grupy porównawczej. Ostatecznie dociążona beta dla Spółki wyniosła 1,08.
- Grupę podmiotów porównywalnych oczyszczono o wartości skrajne znacząco odbiegające od średniej tzw. outliers. Były to spółki MAIN EVENT ENT GROUP oraz MOMJENT GROUP AB.

Spółka	Raw Beta:20151031: 20201031	Mkt Cap (PLN) 31.10.2020	Tot Debt: LF	Stawka Podatku	Beta odciążona	D/Mcap	MCap udział	D udział	(MC+D*0,81)/MC
EVENTBRITE INC-CLASS A	1,1902	3 323 167 169	95 814 996	0,21	1,16	0,03	0,97	0,03	1,02
CTS EVENTIM AG & CO KGAA	0,8929	16 889 818 209	1 018 452 831	0,30	0,86	0,06	0,94	0,06	1,05
PIA CORP	1,1393	1 569 589 088	98 729 841	0,31	1,09	0,06	0,94	0,06	1,05
LIVE NATION ENTERTAINMENT IN	1,1227	42 015 858 008	18 215 683 298	0,21	0,84	0,43	0,70	0,30	1,35
CONFERIZE A/S	1,0000	1 269 962	0	0,22	1,00	0,00	1,00	0,00	1,00
MAIN EVENT ENT GROUP LTD	-0,1755	24 507 469	6 673 253	0,25	-0,15	0,27	0,79	0,21	1,22
MOMENT GROUP AB	0,6082	17 780 568	250 381 652	0,21	0,05	14,08	0,07	0,93	12,41
<b>Średnia</b>	<b>1,0700</b>	<b>12 759 940 487</b>	<b>3 885 736 193</b>	<b>0,25</b>	<b>0,99</b>	<b>0,12</b>	<b>0,91</b>	<b>0,09</b>	<b>1,09</b>

# ➤ Stopa dyskontowa WACC

Z uwagi na wczesny etap rozwoju wycenianego podmiotu, a co za tym idzie dużą niepewność i ryzyko co do uzyskania przyszłych przychodów możemy założyć, że potencjalny inwestor oczekiwał by większego zwrotu na kapitale niż ten oferowany przez stabilne przedsiębiorstwa o ugruntowanej pozycji rynkowej. Biorąc powyższe pod uwagę zdecydowaliśmy się powiększyć wyliczony koszt kapitału własnego o dodatkowe narzuty, których wielkości zostały ustalone metodą jakościową poprzez indywidualną ocenę oraz weryfikację planów i kondycji Spółki w każdym z 5 obszarów ryzyka biznesowego. W tym celu bazując na artykule „How Venture Capitalists Assess Risk with the Scorecard Method” opracowanym przez Nicole Gravagna oraz Peter K. Adams-a stworzyliśmy tabelę „scorecard” dostosowaną do realiów polskiego rynku venture capital. Wielkość całkowita ustalonego narzutu jest sumą punktów procentowych uzyskanych przez Going Sp. z o.o. w każdej z opisanych poniżej pięciu obszarach ryzyka.

Stosowane premie za ryzyko (metodologia Scorecard)

Skrót	Termin	Wartość	Wyjaśnienie
Niepewność prognoz	Premia za ryzyko prognoz	9,0%	Spółka nie planuje osiągnięcia istotnych przychodów w okresie pierwszych 12 miesięcy po inwestycji
		7,0%	Spółka planuje osiągnięcie istotnych przychodów, jednak w ostatnich 24 miesiącach nie osiągała dodatniej EBITDA
		5,0%	Spółka planuje niewielkie przychody w ciągu najbliższych 6 miesięcy,
		3,0%	Spółka planuje istotne przychody w ciągu najbliższych 6 miesięcy i osiągała istotne przychody w ciągu ostatniego roku
		0,0%	Spółka planuje istotne przychody w ciągu najbliższych 6 miesięcy, osiągnęła istotne przychody w ciągu ostatniego roku oraz rentowność operacyjną
Ryzyko technologiczne	Premia z tytułu ryzyka technologicznego	2,0%	Wewnętrznie niesprawdzona, ale znana technologia na rynku polskim lub europejskim, gdzie doświadczenie eksploatacyjne wynosi ponad 5 lat
		3,0%	Nowa technologia w skali kraju i UE, gdzie nie ma doświadczeń eksploatacyjnych dłuższych niż 5 lat
		5,0%	Zupełnie nowa technologia, nie stosowana komercyjnie (w fazie testowej, laboratoryjnej lub pilotażowej)
Operowanie na wielu rynkach	Premia za ryzyko rozpoczęcia sprzedaży zagranicznej	1,0%	W okresie najbliższych 24 msc. od rozpoczęcia inwestycji spółka nie planuje uzyskać przychodów ze sprzedaży zagranicznej
		0,0%	W okresie najbliższych 24 msc. od rozpoczęcia inwestycji spółka planuje uzyskać 0-15% przychodów ze sprzedaży zagranicznej
		0,5%	W okresie najbliższych 24 msc. od rozpoczęcia inwestycji spółka planuje uzyskać 16-30% przychodów ze sprzedaży zagranicznej
		2,0%	W okresie najbliższych 24 msc. od rozpoczęcia inwestycji spółka planuje uzyskać 31-50% przychodów ze sprzedaży zagranicznej
Poziom disruption	Premia z tytułu ryzyka strategii biznesowej	3,0%	W okresie najbliższych 24 msc. od rozpoczęcia inwestycji spółka planuje uzyskać 51-100% przychodów ze sprzedaży zagranicznej
		4,0%	Spółka zamierza przeznaczyć pozyskane finansowanie na rozwój nowego produktu
		3,0%	Spółka zamierza przeznaczyć pozyskane finansowanie na zdobycie nowych rynków dla istniejących produktów
Synergie z inwestorem	Premia z tyt. możliwości wykorzystania synerгии w GKPGE	0,0%	Spółka planuje zwiększyć penetrację rynku obecnie wytwarzanego produktu
		3,0%	Brak synergii i możliwości współpracy z grupą Empik Venture i spółkami portfelowymi
		2,0%	Możliwość realizacji pewnych synergii lub współpracy spółki portfelowej z grupą Empik Venture lub innymi spółkami portfelowymi
		0,0%	Możliwość realizacji synergii i współpracy spółki portfelowej z grupą Empik Venture lub innymi spółkami portfelowymi

Źródło: opracowanie własne

# ↗ Stopa dyskontowa WACC (cd.)

Pozyskane dane umożliwiły wyliczenie kosztu kapitału własnego dla Going Sp. z o.o. oraz średniego ważonego kosztu kapitału, który oszacowano na poziomie 19,64%.

Dociążenie	Beta odciążona	Beta dociążona
<b>Going Sp. z o.o.</b>	<b>0,99</b>	<b>1,08</b>
Beta	1,08	
Premia za ryzyko rynkowe	6,48%	
Stopa wolna od ryzyka	1,18%	
SCORECARD	Niepewność prognoz	3,00% Going
	Ryzyko technologiczne	2,00% Going
	Operowanie na wielu rynkach	3,00% Going
	Poziom disruption	3,00% Going
	Synergie z inwestorem	2,00% Going
<b>Koszt kapitału własnego</b>	<b>21,17%</b>	
Marża długu w grupie porównawczej oczyszczona	2,99%	
Stopa wolna od ryzyka	1,18%	
Narzut za wielkość Spółki	1,00%	
<b>Koszt długu</b>	<b>5,17%</b>	
Udział kapitału własnego	91,00%	
Udział długu	9,00%	
Stopa podatku	19,00%	
<b>Średni ważony koszt kapitału</b>	<b>19,64%</b>	

# ➤ Model wyceny Monte Carlo

Udział APP	87%	WEB	142,59 PLN
Udział WEB	13%	APP	105,50 PLN

Lp	Scenario	Wolumen całkowity	Udział APP	Udział WEB	Wolumen APP	Wolumen WEB	Śr. Bilet na trans. WEB	Śr. Bilet na trans. APP	Sprzedaż WEB	Sprzedaż APP	łącznie	Marża
1	0,599750379	544 542	87%	13%	476 079	68 463	1,69	1,70	16 497 927	85 129 685	101 627 612	6,80%
2	0,968913868	4 919 606	90%	10%	4 427 118	492 487	1,69	1,70	118 678 168	791 630 836	910 309 005	6,80%
3	0,468598863	426 586	88%	12%	375 652	50 934	1,69	1,70	12 273 841	67 171 836	79 445 677	6,80%
4	0,866478507	1 401 868	90%	10%	1 267 681	134 188	1,69	1,70	32 336 137	226 679 056	259 015 193	6,80%
5	0,585846114	528 758	92%	8%	488 911	39 847	1,69	1,70	9 602 145	87 424 183	97 026 328	6,80%
6	0,937485791	2 695 165	89%	11%	2 391 887	303 278	1,69	1,70	73 083 101	427 702 940	500 786 041	6,80%
7	0,772159231	884 716	91%	9%	801 064	83 652	1,69	1,70	20 158 286	143 241 512	163 399 798	6,80%
8	0,631173929	584 275	97%	3%	567 685	16 590	1,69	1,70	3 997 787	101 510 109	105 507 896	6,80%
9	0,723699323	749 317	91%	9%	681 314	68 003	1,69	1,70	16 387 108	121 828 471	138 215 579	6,80%
10	0,698882143	695 809	92%	8%	640 784	55 025	1,69	1,70	13 259 764	114 581 123	127 840 888	6,80%
11	0,225889321	308 516	87%	13%	269 643	38 873	1,69	1,70	9 367 462	48 215 996	57 583 458	6,80%
12	0,556481688	498 462	91%	9%	455 301	43 160	1,69	1,70	10 400 642	81 414 279	91 814 921	6,80%
13	0,793655066	963 551	96%	4%	923 417	40 134	1,69	1,70	9 671 262	165 119 995	174 791 257	6,80%
14	0,167199954	289 695	87%	13%	253 193	36 501	1,69	1,70	8 795 987	45 274 514	54 070 501	6,80%
15	0,377026669	371 991	87%	13%	325 120	46 871	1,69	1,70	11 294 746	58 136 072	69 430 818	6,80%
16	0,463876542	423 347	90%	10%	382 063	41 284	1,69	1,70	9 948 481	68 318 251	78 266 732	6,80%
17	0,556966931	498 932	96%	4%	480 777	18 155	1,69	1,70	4 374 827	85 969 741	90 344 568	6,80%
18	0,491420592	443 023	90%	10%	397 478	45 546	1,69	1,70	10 975 441	71 074 626	82 050 068	6,80%
19	0,446755625	412 038	97%	3%	397 856	14 182	1,69	1,70	3 417 495	71 142 254	74 559 749	6,80%
20	0,271363884	325 031	87%	13%	284 077	40 954	1,69	1,70	9 868 904	50 797 010	60 665 915	6,80%
21	0,448025023	412 854	94%	6%	388 974	23 880	1,69	1,70	5 754 633	69 553 935	75 308 568	6,80%
22	0,867249935	1 408 882	93%	7%	1 312 324	96 558	1,69	1,70	23 268 367	234 661 907	257 930 273	6,80%
23	0,826838846	1 120 627	94%	6%	1 048 602	72 025	1,69	1,70	17 356 355	187 504 725	204 861 080	6,80%
24	0,951788966	3 371 117	90%	10%	3 050 302	320 815	1,69	1,70	77 309 002	545 436 831	622 745 833	6,80%
49997	0,474925406	431 009	90%	10%	386 341	44 668	1,69	1,70	10 763 892	69 083 269	79 847 161	6,80%
49998	0,694107018	686 443	95%	5%	655 274	31 168	1,69	1,70	7 510 841	117 172 249	124 683 090	6,80%
49999	0,143766892	282 853	87%	13%	247 213	35 639	1,69	1,70	8 588 240	44 205 203	52 793 443	6,80%
50000	0,409959017	389 807	87%	13%	340 691	49 115	1,69	1,70	11 835 686	60 920 387	72 756 073	6,80%



# ➤ Model wyceny Monte Carlo (cd.)

Lp	Koszty zmienne					Koszty stałe			Przyrost	2,00%	Wartość
	Sprzedaż netto	Marketing	PKO	Wynagrodzenia	Najem	EBITDA	Amortyzacja	EBIT	Okresy straty	3	
1	6 910 678	-823 858	-1 151 209	-4 725 076	-413 003	-202 468	-432 174	-634 642	0	-634 642	-1 344 435
2	61 901 012	-7 379 546	-10 311 722	-10 009 142	-874 864	33 325 738	-692 088	32 633 649	6 200 393	26 433 256	152 845 358
3	5 402 306	-644 037	-899 938	-4 580 136	-400 334	-1 122 139	-425 044	-1 547 183	0	-1 547 183	-3 277 575
4	17 613 033	-2 099 742	-2 934 051	-5 753 474	-502 891	6 322 875	-482 759	5 840 115	1 109 622	4 730 494	27 353 194
5	6 597 790	-786 557	-1 099 087	-4 695 011	-410 375	-393 239	-430 695	-823 934	0	-823 934	-1 745 433
6	34 053 451	-4 059 691	-5 672 762	-7 333 247	-640 974	16 346 776	-560 465	15 786 311	2 999 399	12 786 912	73 937 925
7	11 111 186	-1 324 623	-1 850 947	-5 128 707	-448 282	2 358 628	-452 028	1 906 600	362 254	1 544 346	8 929 891
8	7 174 537	-855 314	-1 195 163	-4 750 431	-415 219	-41 590	-433 421	-475 011	0	-475 011	-1 006 271
9	9 398 659	-1 120 464	-1 565 667	-4 964 148	-433 899	1 314 481	-443 933	870 548	165 404	705 144	4 077 362
10	8 693 180	-1 036 360	-1 448 145	-4 896 358	-427 974	884 343	-440 599	443 744	84 311	359 433	2 078 353
11	3 915 675	-466 808	-652 289	-4 061 024	-354 960	-1 619 406	-399 510	-2 018 916	0	-2 018 916	-4 276 900
12	6 243 415	-744 310	-1 040 053	-4 660 958	-407 398	-609 306	-429 020	-1 038 326	0	-1 038 326	-2 199 604
13	11 885 805	-1 416 970	-1 979 986	-5 203 140	-454 788	2 830 921	-455 689	2 375 232	451 294	1 923 938	11 124 813
14	3 676 794	-438 330	-612 495	-4 061 024	-354 960	-1 790 015	-399 510	-2 189 525	0	-2 189 525	-4 638 321
15	4 721 296	-562 851	-786 493	-4 514 697	-394 614	-1 537 358	-421 826	-1 959 184	0	-1 959 184	-4 150 363
16	5 322 138	-634 480	-886 583	-4 572 432	-399 660	-1 171 018	-424 666	-1 595 684	0	-1 595 684	-3 380 319
17	6 143 431	-732 391	-1 023 398	-4 651 351	-406 558	-670 267	-428 547	-1 098 814	0	-1 098 814	-2 327 744
18	5 579 405	-665 150	-929 440	-4 597 153	-401 821	-1 014 160	-425 882	-1 440 041	0	-1 440 041	-3 050 604
19	5 070 063	-604 429	-844 592	-4 548 210	-397 543	-1 324 711	-423 474	-1 748 185	0	-1 748 185	-3 703 380
20	4 125 282	-491 797	-687 206	-4 061 024	-354 960	-1 469 704	-399 510	-1 869 215	0	-1 869 215	-3 959 771
21	5 120 983	-610 499	-853 074	-4 553 103	-397 971	-1 293 665	-423 715	-1 717 380	0	-1 717 380	-3 638 121
22	17 539 259	-2 090 947	-2 921 761	-5 746 385	-502 272	6 277 893	-482 410	5 795 483	1 101 142	4 694 341	27 144 150
23	13 930 553	-1 660 735	-2 320 608	-5 399 622	-471 962	4 077 627	-465 354	3 612 273	686 332	2 925 941	16 918 707
24	42 346 717	-5 048 375	-7 054 288	-8 130 154	-710 629	21 403 271	-599 664	20 803 607	3 952 685	16 850 921	97 437 301
49997	5 429 607	-647 292	-904 486	-4 582 759	-400 563	-1 105 493	-425 173	-1 530 667	0	-1 530 667	-3 242 586
49998	8 478 450	-1 010 761	-1 412 375	-4 875 725	-426 170	753 420	-439 584	313 836	59 629	254 207	1 469 904
49999	3 589 954	-427 977	-598 029	-4 061 024	-354 960	-1 852 036	-399 510	-2 251 546	0	-2 251 546	-4 769 707
50000	4 947 413	-589 807	-824 160	-4 536 425	-396 513	-1 399 492	-422 894	-1 822 386	0	-1 822 386	-3 860 569

# ➤ Korekta z tytułu niskiej płynności

Obniżenie wartości firmy ze względu na niską płynność została empirycznie dowiedziona poprzez przetestowanie tzw. „restricted stock” wśród firm notowanych na giełdzie.

W naszych wyliczeniach bazowaliśmy na poniższym wzorze opracowanym przez Aswatha Damodarana na podstawie empirycznego badania różnic bid-offer spread dla 2.000 spółek notowanych na rynku amerykańskim. Badanie to było przeprowadzane metodą regresji liniowej, gdzie wartość różnicy między ceną zakupu a sprzedaży (odpowiadająca ryzyku związanemu z niską płynnością) została odniesiona do zmiennych takich jak: przychody, wskaźnik gotówka / wartość firmy oraz zmienna odpowiadająca wartości 0, gdy jednostka przynosi straty i 1 gdy przynosi zyski (DERN). W wyniku przeprowadzonego badania uzyskano następujący wzór pozwalający wyprowadzić hipotetyczną wartość dyskonta z tytułu niskiej płynności danych akcji:

$$\text{Wskaźnik} = 0.145 + 0.0022 \ln(\text{przychody w roku}) - 0.015 (\text{DERN}) + 0.016 (\text{Gotówka/Wartość firmy})$$

tys. [PLN]

Dyskonto z tytułu niskiej płynności		
		0,145
Przychody LTM	37 838	0,02319037
DERN	0	0
Gotówka/Wartość firmy		
gotówka	474	
wartość firmy	28 236 129	
	1,683E-05	2,6926E-07
		16,82%

# ➤ Model wyceny Monte Carlo (cd.)

**Wzór na wartość przedsiębiorstwa w pozytywnych scenariuszach:**

$$\text{Rosnąca renta wieczysta} = \frac{FCF * (1 + g)}{(WACC - g)}$$

**Wzór na wartość przedsiębiorstwa w negatywnych scenariuszach:**

Inwestor ponosi straty w kolejnych 3 latach od inwestycji.

$$FV \text{ kumulowane straty} = \sum_{i=1}^3 FCF_i * (1 + WACC)^i$$

W wyniku dokonanych obliczeń wartość przedsiębiorstwa określona jako punkt środkowy wartości z analizy 50 tysięcy scenariuszy rozwoju biznesu za pomocą metody Monte Carlo na dzień 31.10.2020 wynosi:

Przyrost (g)	2,00%
Okresy straty	3
WACC	19,64%

tys. [PLN]	
Średnia 50 tys. scenariuszy	28 236
Dyskonto DOLM	16,82%
Średnia po dyskoncie DOLM	23 487

# ↗ Wycena rynkowa metodą porównawczą

Wycena przeprowadzona została na dzień 31.10.2020. Wycena mnożnikowa została sporządzona w oparciu o zbudowaną przez wyceniającego grupę porównawczą Spółek o podobnym profilu biznesowym oraz tożsamej kondycji finansowej. Dane wykorzystane w analizie pozyskane zostały z użyciem terminala Bloomberg oraz bazy danych Merger Market.

Jako wiodący w wycenie mnożnik zastosowaliśmy wskaźnik EV/S (Enterprise Value to Sales) tj. wartość przedsiębiorstwa do wartości sprzedaży z uwagi na fakt, iż wyceniana przez nas Spółka zgodnie z danymi historycznymi dotychczas ponosiła straty. Warto również nadmienić, iż wskaźniki oparte o wartość przedsiębiorstwa uważane są powszechnie za lepszy estymator wartości niż wskaźniki oparte na kapitalizacji, jako że są one niezależne od struktury kapitału.

Zgodnie z powyższym dla spółek będących w obrocie na rynku publicznym wyliczyliśmy wartości EV/S, a następnie poddaliśmy je dyskontowaniu z tytułu niskiej płynności aby móc wykorzystać je do wyceny wartości spółki Going.

Dodatkowo naszą analizę rozszerzyliśmy także o transakcyjny mnożnik rynkowy EV/S ustalony na podstawie wyników finansowych i wartości transakcyjnej spółek będących przedmiotem niedawnych transakcji na rynku niegiełdowym. Dane uzyskaliśmy z portalu Merger Market. Z uwagi na fakt iż, wyliczone na podstawie transakcji nie giełdowych wskaźniki zawierają już w sobie dyskonto z tytułu niskiej płynności nie doliczaliśmy go w przypadku tych spółek żeby uniknąć błędu podwójnego liczenia.

Wartość średnią EV/S wyliczoną na podstawie wskaźników giełdowych i niegiełdowych przemnożyliśmy przez wartość sprzedaży Going Sp. z o.o. z ostatnich 12 miesięcy poprzedzających datę wyceny oraz odjęliśmy zobowiązania oprocentowane i dodaliśmy gotówkę według aktualnego stanu na dzień wyceny.

Wartość 100% kapitału własnego Spółki Going Sp. z o.o. oszacowana metodą mnożnikową wynosi na dzień 31.10.2020:

**29 868,73 tys. PLN**

# ↗ Wycena rynkowa metodą porównawczą (cd.)

Poniższa tabela prezentuje sporządzoną przez wyceniającego grupę podmiotów porównywalnych biznesowo do Spółki Going. Z grupy wyceniający zdecydował się wykluczyć outlierów tj. spółki CTS EVENTIM AG & CO KGAA, LIVE NATION ENTERTAINMENT, z uwagi na zbyt duże odchylenia wskaźników EV/S od średniej.

Dodatkowo wyceniający wykluczył z analizy spółki CONFERIZE A/S oraz MOMENT GROUP AB z uwagi na inny sposób raportowania przez nie przychodów (przychody netto = przychód brutto - koszt własny biletu) co ma wpływ na wskaźnik EV/S.

Company	Description
EVENTBRITE INC-CLASS A	Eventbrite, Inc. oferuje platformę umożliwiającą użytkownikom planowanie wydarzeń online, a także publikuje, promuje i sprzedaje bilety za pośrednictwem sieci społecznościowych i poczty e-mail. Eventbrite działa w Stanach Zjednoczonych.
CTS EVENTIM AG & CO KGAA	CTS Eventim AG & Co. KGAA sprzedaje, pośredniczy i dystrybuje bilety wstępu na koncerty, spektakle teatralne, imprezy artystyczne, sportowe itp. Spółka udostępnia system online który umożliwia organizatorom imprez sprzedaż biletów za pośrednictwem różnych kanałów dystrybucji.
PIA CORP	PIA CORPORATION świadczy usługi sprzedaży biletów na wydarzenia w Japonii. Spółka prowadzi sprzedaż biletów na koncerty, zawody sportowe i inne wydarzenia o wartości rozrywkowej za pośrednictwem sieci internetowej.
LIVE NATION ENTERTAINMENT INC	Live Nation Entertainment, Inc. Zajmuje się streamingiem koncertów na żywo a także sprzedaje bilety na te wydarzenia przez Internet.
CONFERIZE A/S	Conferize A / S projektuje i rozwija produkty oparte na technologii chmurowej. Spółka zapewnia cyfrową platformę do tworzenia i organizacji wydarzeń, która umożliwia także sprzedaż i marketing e-biletów
MAIN EVENT ENT GROUP LTD	Operator portalu mainevent.com umożliwiającego rezerwację oraz zakup biletów oraz wejściówek na eventy
MOMENT GROUP AB	Firma holdingowa, właściciel portalu dystrybucji e-biletów Showtic.se
Digitick SA (65% Stake)	Francuska firma projektująca webowe systemy sprzedaży biletów
Ingresso Group Limited	Brytyjski dostawca systemu dystrybucji e-biletów
MDTZK LLC	Rosyjska firma zajmująca się sprzedażą biletów na wydarzenia kulturalne

# ➤ Wycena metodą rynkową (cd.)

<b>Wycena na dzień</b>	31.10.2020
<b>Wyceniana spółka</b>	Going Sp. z o.o.
<b>Dane w</b>	tys. PLN

Lp	Spółka	Źródło	Dane źródłowe EV/S	Czy w wycenie	Dyskonto z tyt. niskiej płynności 16,82%		Po dyskoncie EV/S
					Czy dyskonto?	Dyskonto	
1	EVENTBRITE INC-CLASS A	Bloomberg	1,36	T	T	0,83	1,13
2	CTS EVENTIM AG & CO KGAA	Bloomberg	5,47	N	T	0,83	
3	PIA CORP	Bloomberg	0,60	T	T	0,83	0,50
4	LIVE NATION ENTERTAINMENT IN	Bloomberg	3,34	N	T	0,83	
5	CONFERIZE A/S	Bloomberg	0,00	N	T	0,83	
6	MAIN EVENT ENT GROUP LTD	Bloomberg	0,60	T	T	0,83	0,50
7	MOMENT GROUP AB	Bloomberg	0,76	N	T	0,83	
8	DIGITICK SA (65% Stake)	Mergemarket	1,37	T	N	1,00	1,37
9	INGRESSO GROUP LIMITED	Mergemarket	0,64	T	N	1,00	0,64
10	MDTZK LLC	Mergemarket	0,52	T	N	1,00	0,52
<b>= Średnia (analizowana grupa)</b>			<b>0,78</b>				
<b>= Średnia (cała grupa)</b>			<b>1,47</b>				
Przychody ze sprzedaży (annualizowane)			37 838,38				
<b>Enterprise Value</b>			<b>29 394,73</b>				
- Dług oprocentowany			0				
+ Gotówka			474				
+ NOA			0				
<b>= Equity Value</b>			<b>29 868,73</b>				
<b>= Średnia arytmetyczna wartość godziwa 100% kapitału własnego</b>			<b>29 868,73</b>				

Część 2.2. Streszczenie dla kierownictwa

# **WYCIĄG Z WYCENY EMPIK VENTURES SP. Z O.O. NA DZIEŃ 31.10.2020**

# ➤ Streszczenie dla kierownictwa

Wartość uzyskana z wyceny Going Sp. z o.o. posłużyła jako podstawa do wykonania korekty przy wyliczeniu wartości Empik Ventures Sp. z o.o. metodą SAN.

Z uwagi na fakt, iż wycena udziałów w Going Sp. z o.o. przekracza wartość ujętą w bilansie Empik Ventures Sp. z o.o. wyceniając Spółkę Empik Ventures Sp. z o.o. metodą (SAN) niezbędne było dokonanie korekty aktywów w górę o wartość nadwyżki wynikającej z aktualizacji wartości Going Sp. z o.o. na dzień 31.10.2020.

Spółka na dzień wyceny posiada zobowiązania bilansowe oprocentowane na kwotę 2.005 tys. PLN. Zobowiązania te wynikają z pożyczki udzielonej Spółce Empik Ventures przez jej jedynego udziałowca – Empik SA. Z tego względu oraz zgodnie z informacjami uzyskanymi od zamawiającego, zobowiązanie to potraktowane zostało jako ekwiwalent kapitału – w przypadku zajścia hipotetycznej transakcji udziałami Spółki – zobowiązanie to byłoby częścią rozliczenia ze sprzedającym na takich samych zasadach jak kapitał.

Wartość godziwa 100% kapitału własnego Going Sp. z o.o. 26 677 903

	Wartości księgowe na 31.10.2020	Korekta wyceny 90% Going Sp. z o.o.	Uwzględnienie dodatkowych 10% udziałó Going Sp. z o.o.	Rozrachunki z mniejszościowymi udziałowcami	Skorygowane
Inwestycja w Going	6 500 000	17 510 113	2 667 790		26 677 903
Inne aktywa	27 856				27 856
Zobowiązania	0*			-1 000 000	-1 000 000
<b>Razem aktywa netto</b>	<b>6 527 856</b>				<b>25 705 759</b>

\* Wartość zobowiązań przyjęto na poziomie 0, ze względu na potraktowanie pożyczki od udziałowca jako elementu kapitału;

Na korekcie wartości udziałów nie dokonano naliczenia podatku odroczonego, gdyż zyski z wyceny Going Sp. z o.o. nie będą realizowane przez sprzedaż tej spółki przez spółkę wycenianą, a raczej przez sprzedaż spółki wycenianej, która z kolei będzie czerpać korzyści z inwestycji w Going Sp. z o.o. w formie pozyskiwanych przepływów pieniężnych.

Wartość Spółki Empik Ventures Sp. z o.o. wyliczona metodą skorygowanych aktywów netto (SAN) na dzień 31.10.2020 wynosi:

**25 705,759 tys. PLN**



Część 2.3. Streszczenie dla kierownictwa

# **WYCIĄG Z WYCENY E-MUZYKA S.A. NA DZIEŃ 31.10.2020**

# ➤ Podsumowanie wyceny

Dokonałiśmy wyceny Spółki E-Muzyka S.A. wykorzystując do tego celu poniższe metody:

- metodę wartości rynkowej w oparciu o cenę zamknięcia z dnia wyceny;
- metodę średniej arytmetycznej cen z ostatnich 3 miesięcy;
- metodę średniej ceny ważonej wolumenem z ostatnich 3 miesięcy;
- metodę średniej ceny ważonej obrotem z ostatnich 3 miesięcy.

Każdej z użytych metod nadano równe wagi. Wartość Spółki na dzień 31 października 2020 roku wynosi 29 085,9 kPLN.

<b>Wartość Spółki na 31.10.2020</b>	<b>kPLN</b>
Wartość rynkowa (GPW)	26 909,7
Metoda średniej arytmetycznej cen z ostatnich 3 miesięcy	28 440,6
Metoda średniej ceny ważonej wolumenem z ostatnich 3 miesięcy	30 354,7
Metoda średniej ceny ważonej obrotem z ostatnich 3 miesięcy	30 638,5
<b>Średnia</b>	<b>29 085,9</b>

Szczegóły przyjętych założeń i dokonanych wyliczeń przedstawione są w dalszej części dokumentu. Wszystkie dane liczbowe przedstawiono w zł (PLN), chyba że podano inaczej.

# ↗ Rynkowa wartość kapitału własnego

Wartość Spółki (Market Value) na dzień 31 października 2020 roku, obliczono w oparciu o kurs zamknięcia z ostatniego dnia notowania przed dniem wyceny, tj. 3,58 PLN za akcję z dnia 29 października 2020 roku. Liczba akcji Spółki na dzień wyceny 7 516 666 sztuk. W oparciu o powyższe dane wartość rynkowa kapitałów własnych Spółki na dzień 31 października 2020 roku wynosiła 26 909 664 PLN.

<b>Metoda 1 (wartość rynkowa)</b>	
Cena zamknięcia na 29 października 2020	3,580 PLN
<b>Wartość Spółki</b>	<b>26 909 664 PLN</b>

# ➤ Metoda oparta na średniej rynkowej

Metoda oparta na średniej rynkowej może być zastosowana wyłącznie dla spółek notowanych na rynku giełdowym i polega na oszacowaniu określonej wielkości średniej (np. arytmetycznej, ważonej wolumenem obrotu, mediany itd.). W metodzie opartej na średniej rynkowej wartości akcji bazujemy na kursie zamknięcia akcji E-Muzyka S.A. w założonym okresie (3 miesiące) przed dniem wyceny, tj. 31 października 2020 roku (liczba akcji Spółki 7 516 666).

Średnia arytmetyczna kursów z ostatnich 3 miesięcy przed dniem wyceny (tj. od 12 sierpnia 2020 do 31 października 2020) wyniosła 3,784 PLN.

## Metoda 2

Średnia arytmetyczna cen (sierpień, wrzesień, październik) 3,784 PLN

**Wartość Spółki 28 440 610 PLN**

Średnia cena ważona wolumenem osiągnęła wartość 4,038 PLN za akcję w powyższym okresie.

## Metoda 3

Średnia cen (sierpień, wrzesień, październik) ważona wolumenem 4,038 PLN

**Wartość Spółki 30 354 700 PLN**

Średnia cena ważona obrotem osiągnęła wartość 4,076 PLN za akcję w analogicznym okresie.

## Metoda 4

Średnia cen (sierpień, wrzesień, październik) ważona obrotem 4,076 PLN

**Wartość Spółki 30 638 479 PLN**

Część 2.4. Streszczenie dla kierownictwa

# **OKREŚLENIE PARYTETU WYMIANY UDZIAŁÓW EMPIK VENTURES SP. Z O.O. NA AKCJE E-MUZYKA S.A.**

# ↗ Parytet wymiany

Celem wyceny było określenie parytetu wymiany udziałów wycenianej Spółki Empik Ventures Sp. z o.o. (spółka przejmowana) na akcje E-Muzyka S.A. (spółka przejmująca).

W celu przeliczenia parytetu niezbędna była także wycena spółki E-Muzyka S.A. przeprowadzona na dzień 31.10.2020. Zgodnie z wyceną wartość Spółki E-Muzyka S.A. na dzień 31.10.2020 wynosi **29 085,86 tys. PLN**. Wyciąg raportu z wyceny wraz z opisem założeń oraz przyjętej metodyki znajduje się w części 2.3 niniejszego dokumentu.

Na dzień 31.10.2020	Jednostka
Wartość Empik Ventures Sp. z o.o.	25 705,76 kPLN
Liczba udziałów Empik Ventures 100% kapitału własnego	50 000 szt.
Wartość E-Muzyka S.A.	29 085,86 kPLN
Liczba akcji E-Muzyka S.A.	7 516 666 szt.
Średnia cena akcji E-Muzyka	3,870 PLN
Wartość 1 udziału Empik Ventures	514,12 PLN
<b>Akcji E-Muzyka za 1 udział Empik Ventures</b>	<b>132,862898</b> szt.
<b>Akcji E-Muzyka za 100% kapitału tj. 50 tys. udziałów Empik Ventures Sp. z o.o.</b>	<b>6 643 145</b> szt.

W świetle przeprowadzonych wycen na dzień 31.10.2020 parytet wymiany 1 udziału Spółki Empik Ventures Sp. z o.o. na akcje Spółki E-Muzyka S.A. wynosi 132,86289 akcji. Wartość wniesienia aportem 100% kapitału własnego Spółki Empik Ventures Sp. z o.o. jest równa wartości **6 643 145** akcji Spółki E-Muzyka S.A. na dzień 31.10.2020.

Część 3

# OGRANICZENIA WYCENY

# ➤ Ograniczenia wyceny

## **Niezależność**

Wynagrodzenie wyceniającego nie jest uzależnione od przygotowania lub przedstawienia w wyciągu wniosków lub konkluzji z tendencyjnie zakładanymi wartościami. Nie jest również uzależnione od wartości przedmiotu wyceny przedstawionego w Raporcie, uzyskania z góry założonego rezultatu, przyszłych wydarzeń bezpośrednio związanych z celem wyceny lub konkluzji Raportu korzystnej dla klienta.

## **Staranność**

Niniejszy wyciąg raportu z wyceny został przygotowany przez Ground Frost Sp. z o.o. Sp. k. z należytą starannością. Jednakże Ground Frost Sp. z o.o. Sp. k. lub osoby pracujące nad niniejszym Raportem nie ponoszą odpowiedzialności za jakiegokolwiek błędy i pominięcia w związku z opracowaniem Raportu, które wynikałyby z przedstawionych nam danych.

## **Weryfikacja informacji**

Z zastrzeżeniem zapisów umowy, Ground Frost Sp. z o.o. Sp. k. nie ponosi żadnej odpowiedzialności za dokładność i wiarygodność informacji i założeń uzyskanych od Spółki wykorzystanych dla celu, dla którego powstał Raport lub dla jakichkolwiek innych celów. Ground Frost Sp. z o.o. Sp. k. nie przeprowadzał weryfikacji otrzymanych informacji i założeń, a tym samym nie wydaje opinii na temat otrzymanych od Spółki informacji wykorzystanych dla potrzeb niniejszej wyceny. W szczególności nasze prace nie obejmowały procedur, które są przewidziane przez prawo oraz normy wykonywania zawodu biegłego rewidenta podczas przeprowadzania badania sprawozdania finansowego Spółki w rozumieniu Ustawy o rachunkowości z dnia 29 września 1994 roku.

## **Metoda**

Wycena dokonana metodą skorygowanych aktywów netto to tylko jedna z możliwych metod wyceny. W praktyce stosuje się również inne metody i mogą one dać istotnie różne wartości.



# ➤ Ograniczenia wyceny (cd.)

## **Założenia**

Oszacowana wartość przepływów pieniężnych bazuje na przyjętych założeniach. Wszystkie planowane wielkości są wielkościami założonymi, tak jak i kwoty zapłaconego podatku. Zmiana któregokolwiek z założeń może znacząco wpłynąć na wycenę.

## **Rekomendacja inwestycyjna**

Wyciąg z wyceny i informacje w nim zawarte zostały sporządzone dla Spółki. Wyciąg nie może być traktowany jako rekomendacja stanowiąca podstawę podejmowania decyzji inwestycyjnych związanych z przedmiotem analizy. Odbiorcy Raportu winni opierać się na informacjach i poradach uzyskanych we własnym zakresie przy podejmowaniu takich decyzji.

## **Niepewność warunków rynkowych**

Jednostka działa w środowisku, w którym podaż i popyt zależą od czynników rynkowych i regulacyjnych. Wahania tych czynników będą miały znaczący wpływ na wycenę jednostki.

## **Wykorzystanie i udostępnianie Raportu**

Wyciąg został przygotowany przy założeniu, że będzie on wykorzystywany przez osoby kompetentne merytorycznie oraz wyłącznie dla celów w nim określonych. Raport z wyceny może być przedstawiony jedynie zamawiającemu, chyba że sporządzający wyrazi zgodę na przedstawienie wyciągu stronie trzeciej. Wyjątkiem od tej reguły jest nakaz sądu lub innego właściwego organu na udostępnienie wyciągu raportu z wyceny.



GROUND FROST

Ground Frost Sp. z o.o. Sp. k.  
Al. Komisji Edukacji Narodowej 95  
02-777 Warszawa

NIP 1132884976  
KRS 543062