



GROUND FROST

***Raport z wyceny Spółki Going Sp. z o.o.
na dzień 31 października 2020 r.***

Raport opracowany dla Going Sp. z o.o.

Warszawa, dnia 27 listopada 2020 r.

➤ Wprowadzenie

Szanowni Państwo,

Niniejszym przedstawiamy raport (dalej Raport) z wyceny wartości przedsiębiorstwa Going Sp. z o.o. (dalej Spółka). Wycena sporządzona została metodą mnożnikową oraz metodą symulacji Monte Carlo.

Wycena sporządzona została na potrzeby transakcyjne przez Ground Frost Sp. z o.o. Sp. k. z siedzibą przy alei Komisji Edukacji Narodowej 95 w Warszawie na zlecenie Going Sp. z o.o.

Przy przeprowadzaniu niniejszej wyceny założono kontynuację działalności Spółki. Przyjęto, że Spółka dysponuje zorganizowanym, zdolnym do generowania dochodu zespołem aktywów, zasobów ludzkich oraz nie występuje bezpośrednie zagrożenie zaprzestania działalności. 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 Raporcie są profesjonalnymi, bezstronnymi i obiektywnymi analizami, opiniami i konkluzjami osoby wykonującej analizę. Analizy, opinie i konkluzje zawarte w Raporcie są ograniczone jedynie przez przyjęte założenia oraz warunki ograniczające (opisane szczegółowo w rozdziale „Ograniczenia wyceny” niniejszego Raportu).

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

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

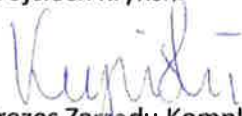
➤ Wprowadzenie (cd.)

Niniejszy Raport 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

- **Streszczenie dla kierownictwa**
- **Kwestie teoretyczne w wycenie podmiotów gospodarczych**
- **Opis przedmiotu wyceny**
- **Przyjęta metodyka wyceny**
- **Podsumowanie wyceny**
- **Ograniczenia wyceny**

Załącznik 1. Część 1

STRESZCZENIE DLA KIEROWNICTWA

➤ Streszczenie dla kierownictwa

Dokonaliśmy wyceny Spółki Going Sp. z o.o. metodą mnożników rynkowych oraz metodą symulacji scenariuszy 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.

Wycena przeprowadzona została na dzień 31.10.2020. Wycena rynkowa 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 serwisu Bloomberg oraz bazy danych Merger Market. Dane zostały oczyszczone o wartości skrajne tzw. outliers oraz spółki niespełniające opisanych powyżej kryteriów wyboru.

Analiza Monte Carlo została przeprowadzona poprzez zbudowanie modelu stochastycznego opierającego się na rozkładzie Pareto w proporcji 80/20 (80% prawdopodobieństwa złych wyników finansowych i 20% dobrych), który zgodnie z opisanymi w dalszej części raportu badaniami prawidłowo odzwierciedla prawdopodobieństwo osiągnięcia sukcesu młodych przedsiębiorstw oferujących usługi internetowe. Jak wskazują te badania tylko 2/10 startupów ma szansę na osiągnięcie rynkowego sukcesu. Wyceniający wygenerował w modelu wyceny 50 tysięcy możliwych scenariuszy w których kluczowym wskaźnikiem uzależnionym od losowego rozkładu Pareto była liczba transakcji zawieranych rocznie w aplikacji oraz witrynie internetowej Spółki. Po przeanalizowaniu historycznych danych dotyczących sprzedaży biletów w latach 2018-2020 przyjęliśmy założenie, iż minimalną wartość czynnika losowego (oznaczoną jako parametr X_m rozkładu) 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.

Dla każdego scenariusza symulacji badaliśmy, czy określona rozkładem Pareto liczba transakcji pozwala na osiągnięcie zysku czy straty. W przypadku, gdy generowany był zysk – wyliczaliśmy z niego rentę nieskończoną (rosnącą o inflację), a jeżeli generowana była strata – przyjmowaliśmy, iż byłaby ona tolerowana przez 3 lata i wartość takiego scenariusza przyjmowaliśmy na poziomie renty 3 letniej. Wartość otrzymana w wyniku analizy Monte Carlo jest średnią z tych rent z 50 tysięcy scenariuszy. Szczegółowy opis zastosowanych metod wyceny przedstawiony jest w dalszej części raportu.

➤ Streszczenie dla kierownictwa (cd.)

W wyniku przeprowadzonych obliczeń, uzyskaliśmy wartość 100% kapitału własnego Spółki jako średnią z wycen metodą Monte Carlo oraz metodą mnożnikową. Podana wartość uwzględnia wyliczone dyskonto z tytułu niskiej płynności na poziomie 16,82%.

31.10.2020

Metoda wyceny	tys. PLN
Wycena metodą Monte Carlo	23 487
Wycena Mnożnikowa	29 869
Wartość 100% kapitału własnego	26 678

Załącznik 1. Część 2

KWESTIE TEORETYCZNE W WYCENIE PODMIOTÓW GOSPODARCZYCH

➤ Wycena podmiotów gospodarczych

Sposoby wyceny podmiotów gospodarczych ogólnie można podzielić na 3 główne grupy:

- Wyceny metodami kosztowymi
- Wyceny metodami rynkowymi
- Wyceny metodami dochodowymi

Wyceny metodami kosztowymi bazują na założeniu, że wartością przedmiotu wyceny jest odpowiednio zdefiniowany koszt odtworzenia, czyli kwota, za którą dałoby się stworzyć lub zbudować dany przedmiot wyceny na dzień wyceny w warunkach, które istnieją obecnie.

Metoda ta jest odpowiednia w niektórych przypadkach, w szczególności, gdy nie ma możliwości zastosowania innych metod (np. z powodu braku odpowiednich danych) lub gdy przedmiot wyceny nie jest w żaden sposób obecny na rynku, a dana wycena dochodowa obejmowałaby przepływy finansowe niezwiązane wyłącznie z przedmiotem wyceny.

Metody tej nie stosuje się zasadniczo do wyceny przedsiębiorstw. Jest ona stosowana głównie do wyceny aktywów, w szczególności unikalnych (jak wartości niematerialne), dla których uzyskanie danych porównawczych jest niemożliwe.

Wycena metodami rynkowymi polega albo na bezpośrednim odniesieniu do cen rynkowych danego przedmiotu wyceny (np. do cen rynkowych akcji przy wycenie spółki), albo na odniesieniu pośrednim – np. przez wykorzystanie wskaźników cena/zysk dla podobnych notowanych jednostek i przeniesienie ich na jednostkę będącą przedmiotem wyceny.

↗ Wycena podmiotów gospodarczych (cd.)

Metodami rynkowymi są również metody polegające na wycenie przedmiotu wyceny przez odniesienie do wartości przeszłych (niedawnych) transakcji podobnymi aktywami lub spółkami.

Zaletą tych metod jest bazowanie na rzeczywistych danych rynkowych, wynikach zawartych w przeszłości transakcji, co powoduje, że wyniki obliczeń mają szansę odzwierciedlać rzeczywiste kwoty w potencjalnej transakcji przedmiotem wyceny.

W przypadku tego typu wycen słabą stroną jest zawsze porównywalność notowanych na rynku składników aktywów do aktywów podlegających wycenie oraz przeszłych transakcji do przedmiotu obecnej wyceny. Aby zwiększyć porównywalność dokonuje się szczegółowej analizy i wyboru odpowiednich aktywów lub transakcji, które najbliższej odpowiadają cechom przedmiotu wyceny, a czasami również stosuje się korekty z tytułu różnic (np. wyceny przez odniesienie do wskaźnika cena/zysk spółek notowanych na aktywnym rynku zwykle koryguje się w dół o ok. 20% z tytułu braku płynności udziałów w spółkach, które nie są notowane na aktywnym rynku).

W wycenie podmiotów gospodarczych tego typu porównanie dokonywane jest albo bezpośrednio, jeżeli akcje danej jednostki są notowane na giełdzie, albo pośrednio. W przypadku porównania pośredniego wyceniający przyjmuje wskaźnik, który jest obserwowalny dla podobnych jednostek notowanych na giełdach i wylicza mnożnik ceny rynkowej jednostek porównywalnych do obserwowanego wskaźnika.

Następnie ten sam wskaźnik dla spółki wycenianej traktowany jest tym samym mnożnikiem, dzięki czemu wyliczona zostaje teoretyczna wartość wycenianego podmiotu.

➤ Wycena podmiotów gospodarczych (cd.)

Wyceny dochodowe opierają się na założeniu, że wartość danej jednostki równa się kwocie zdyskontowanych przepływów pieniężnych z realizowanych przez tą jednostkę projektów przy założeniu, że przepływy te dostępne są dla właścicieli tej jednostki. W metodzie tej planowane przepływy dyskontowane są stopą procentową odzwierciedlającą zwykle średni ważony koszt kapitału jednostki. Wycenie podlega wartość kapitału jednostki, więc od wartości zdyskontowanych przepływów odejmowany jest dług jednostki na dzień wyceny.

Najlepszym odzwierciedleniem wartości jednostki jest cena z aktywnego rynku. W przypadku braku takiej ceny niezbędne jest zastosowanie metod wyceny. Wartość metody wyceny jest tym wyższa im bardziej opiera się ona o wartości pochodzące z rynku.

Załącznik 1. Część 3

OPIS PRZEDMIOTU WYCENY

➤ Dane rejestrowe Spółki

Going Spółka z Ograniczoną Odpowiedzialnością



KRS: 0000588000

NIP: 5272751272

Adres: ul. Aleje Jerozolimskie 107,
02-011 Warszawa

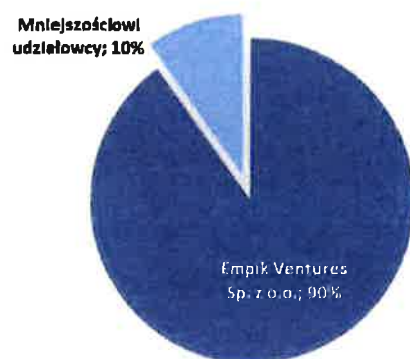
Zarząd:

Maciej Gastoł
Anna Żurek
Piotr Linka
Jan Ejsmont

Rada Nadzorcza:

Szymon Bujalski
Ewa Szmidt
Piotr Gastoł

Dane wspólników:



GROUND FROST

Przedmiot działalności Spółki:

Going to polski startup koncentrujący działalność w obszarze sprzedaży biletów przez internet. Kluczowym aktywem Spółki jest autorska aplikacja Going zrzeszająca uczestników lokalnych wydarzeń kulturalnych oraz umożliwiająca im zakup biletów do kina, teatru oraz na eventy w tym: koncerty, spotkania czy targi.

Kluczowe PKD:

- 63, 12, Z, Działalność portali internetowych;
- 79, 90, C, Pozostała działalność usługowa w zakresie rezerwacji, gdzie indziej niesklasyfikowana;
- 47, 91, Sprzedaż detaliczna prowadzona przez domy sprzedaży wysyłkowej lub internet;
- 62, Działalność związana z oprogramowaniem i doradztwem w zakresie informatyki oraz działalność powiązana;
- 5 47, 6, Sprzedaż detaliczna wyrobów związanych z kulturą i rekreacją prowadzona w wyspecjalizowanych sklepach;
- 93, 29, pozostała działalność rozrywkowa i rekreacyjna;
- 73, 1, Reklama.

➤ Dane historyczne: RZiS

GOING PLN '000	2019											
	jan actual	feb actual	mar actual	apr actual	may actual	jun actual	jul actual	aug actual	sep actual	oct actual	nov actual	dec actual
P&L statement:												
Revenues	256	150	526	270	441	338	249	331	412	628	371	354
Gross Margin	256	150	526	270	441	338	249	331	412	628	370	354
SG&A costs (excl. D&A)	(297)	(281)	(561)	(409)	(410)	(240)	(343)	(349)	(464)	(726)	(476)	(963)
Property costs	(28)	(29)	(32)	(29)	(29)	(0)	(39)	(30)	(20)	(32)	(30)	(33)
Marketing costs	(8)	(7)	(45)	(16)	(26)	(44)	(31)	(42)	(113)	(76)	(26)	(79)
Staff costs	(206)	(230)	(417)	(283)	(280)	59	(275)	(325)	(355)	(510)	(378)	(806)
Other OpEx	(55)	(16)	(67)	(80)	(75)	(255)	2	48	23	(108)	(42)	(45)
EBITDA	(41)	(131)	(35)	(139)	30	99	(94)	(18)	(52)	(98)	(106)	(609)
Depreciation & Amortization	(13)	(17)	(13)	(13)	(13)	(13)	(13)	(13)	(13)	(29)	(13)	(5)
Net interest expense	-	2	-	-	-	(0)	-	(7)	(4)	(4)	(4)	(4)
Other income / expenses	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Income tax	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Net Income Total	(54)	(147)	(48)	(152)	18	86	(107)	(38)	(68)	(130)	(123)	(617)

GOING PLN '000	2020											
	jan actual	feb actual	mar actual	apr actual	may actual	jun actual	jul actual	aug actual	sep actual	oct actual	nov forecast	dec forecast
P&L statement:												
Revenues	297	387	85	15	(4)	39	110	248	185	95	123	139
Gross Margin	297	387	85	12	(4)	39	110	248	185	95	123	139
SG&A costs (excl. D&A)	(505)	(526)	(536)	(490)	(500)	(442)	(556)	(487)	(591)	(562)	(382)	(382)
Property costs	(31)	(32)	(31)	(1)	(36)	(30)	(23)	(31)	(30)	(31)	(29)	(29)
Marketing costs	(58)	(60)	(46)	(18)	(54)	(54)	(119)	(29)	(71)	140	(5)	(5)
Staff costs	(366)	(366)	(412)	(437)	(255)	(220)	(251)	(282)	(300)	(472)	(298)	(298)
Other OpEx	(50)	(68)	(46)	(35)	(155)	(137)	(163)	(146)	(190)	(200)	(50)	(50)
EBITDA	(208)	(139)	(451)	(478)	(504)	(403)	(446)	(298)	(406)	(467)	(259)	(242)
Depreciation & Amortization	-	(65)	(33)	(33)	(33)	(33)	(33)	(33)	(33)	(33)	(33)	(33)
Net interest expense	(4)	(2)	-	3	6	6	5	2	3	1	-	-
Other income / expenses	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Income tax	-	-	2	-	-	-	-	-	3	-	-	-
Net Income Total	(212)	(207)	(482)	(508)	(531)	(430)	(474)	(269)	(433)	(499)	(292)	(275)

➤ Dane historyczne: Sprzedaż

	liczba transakcji	liczba kupujących	liczba biletów	średnia biletów na transakcje	średnia biletów na kupującego
2020 web	25 241	18 762	41 165	1,63	2,19
2020 aplikacja	222 215	151 802	350 880	1,58	2,31
Total	247 456				
2019 web	48 278	34 018	79 767	1,65	2,34
2019 aplikacja	360 859	259 241	602 002	1,67	2,32
2018 web	33 101	25 699	57 323	1,73	2,23
2018 aplikacja	213 923	160 525	367 289	1,72	2,29

Załącznik 1. Część 4

PRZYJĘTA METODYKA WYCENY

➤ 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.)

Wycena na dzień	31.10.2020
Wyceniana spółka	Going Sp. z o.o.
Dane w	tys. PLN

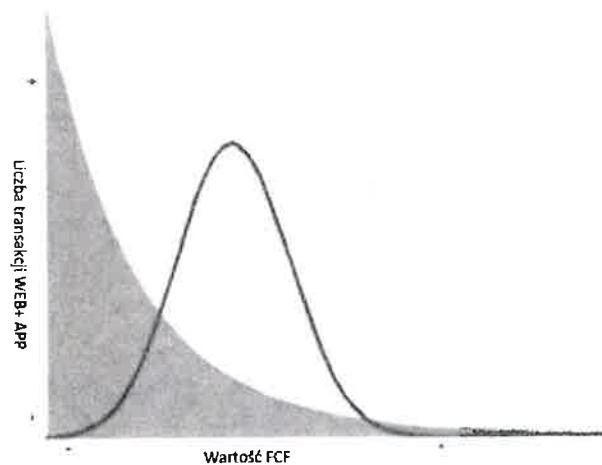
Lp	Spółka	Źródło	Dane źródłowe EV/S	Czy w wycenie	16,82%		Po dyskoncie EV/S
					Dyskonto z tyt. niskiej płynności Czy dyskonto?	Dyskonto	
1	EVENTBRITE INC-CLASS A	Bloomberg	1,36	T	T	0,83	1,13
2	CTS EVENTIM AG & CO KGAA	Bloomberg	5,02	N	T	0,83	
3	PIA CORP	Bloomberg	0,60	T	T	0,83	0,50
4	LIVE NATION ENTERTAINMENT 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	0,75	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	MOTZK LLC	Mergemarket	0,52	T	N	1,00	0,52
= Średnia (analizowana grupa)			0,78				
= Średnia (cała grupa)			1,47				
Przychody ze sprzedaży (annualizowane)			37 838,38				
Enterprise Value			29 394,73				
- Dług oprocentowany			0				
+ Gotówka			474				
+ NOA			0				
= Equity Value			29 868,73				
= Średnia arytmetyczna wartość godziwa 100% kapitału własnego			29 868,73				

➤ 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 czynnikiem losowym rozkładu Pareto stanowi liczba 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



Źródło: Opracowanie własne

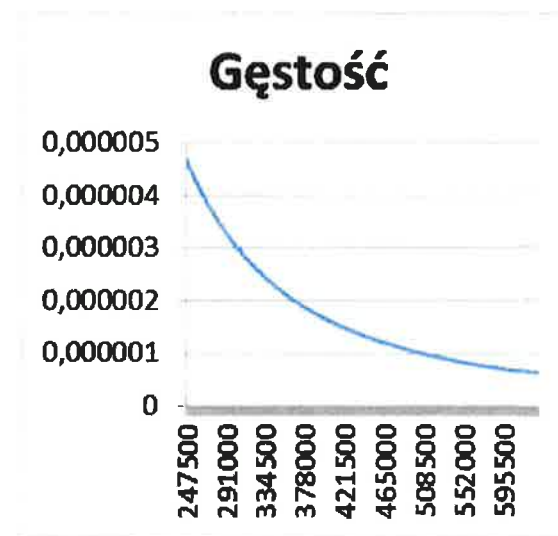
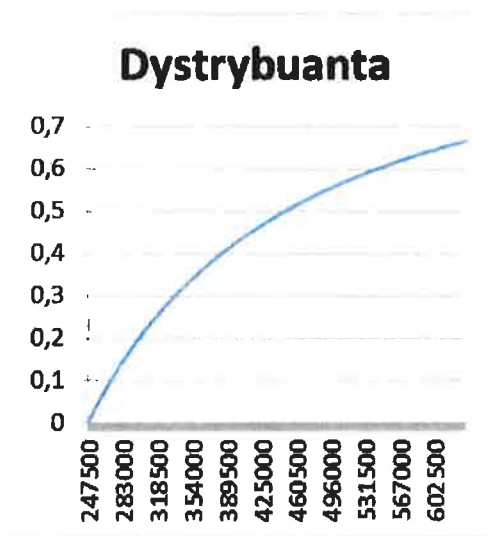


GROUND FROST

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.

➤ 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
Średnia	1,0700	12 759 940 487	3 885 736 193	0,25	0,99	0,12	0,91	0,09	1,09

➤ 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)

Skróć	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 doświadczenia eksploatacyjne wynoszą 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 tytułu możliwości wykorzystania synergii 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%.

	Beta odciążona	Beta dociążona
Dociążenie		
Going Sp. z o.o.	0,99	1,08
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
Koszt kapitału własnego	21,17%	
Marża długu w grupie porównawczej oczyszczona	2,99%	
Stopa wolna od ryzyka	1,18%	
Narzut za wielkość Spółki	1,00%	
Koszt długu	5,17%	
Udział kapitału własnego	91,00%	
Udział długu	9,00%	
Stopa podatku	19,00%	
Średni ważony koszt kapitału	19,64%	

➤ Model wyceny Monte Carlo

		Udział APP 87%		WEB 142,59 PLN		APP 105,50 PLN						
		Udział WEB 13%		APP		105,50 PLN						
Lp	Scenario	Wolumen całkowity	Udział APP	Udział WEB	Wolumen APP	Wolumen WEB Sr. Bilet na trans.	WEB Sr. Bilet na trans.	APP	Sprzedaz WEB	Sprzedaz 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	FBITDA	Amortyzacja	EBIT	Okresy straty	FCF	
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

➤ 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

➤ 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%

Załącznik 1. Część 5

PODSUMOWANIE WYCENY

➤ Podsumowanie wyceny

Wartość Spółki określona jako średnia z wycen metodą mnożnikową oraz metodą symulacji Monte Carlo na dzień wyceny tj. 31.10.2020 wynosi :

31.10.2020	
Metoda wyceny	tys. PLN
Wycena metodą Monte Carlo	23 487
Wycena Mnożnikowa	29 869
Wartość 100% kapitału własnego	26 678

Załącznik 1. Część 6

OGRANICZENIA WYCENY

➤ Ograniczenia wyceny

Niezależność

Wynagrodzenie wyceniającego nie jest uzależnione od przygotowania lub przedstawienia w Raporcie 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 Raport 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 mnożnikową oraz metodą symulacji Monte Carlo to tylko niektóre 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

Raport z wyceny i informacje w nim zawarte zostały sporządzone dla Spółki. Raport ten 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

Raport 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 Raportu stronie trzeciej. Wyjątkiem od tej reguły jest nakaz sądu lub innego właściwego organu na udostępnienie Raportu z wyceny.

Premia za ryzyko i współczynnik beta

Wobec braku zewnętrznych obiektywnych danych dotyczących tych dwóch współczynników, wartość premii za ryzyko w wyliczeniu kosztu kapitału Spółki przyjęto na bazie serwisu Damodaran Online, natomiast współczynnik beta wyliczono w oparciu o grupę notowanych porównywalnych spółek z branży. Rzeczywisty współczynnik beta dla Spółki nie jest znany.



GROUND FROST

***Raport z wyceny spółki E-Muzyka S.A.
na dzień 31 października 2020 r.***

Raport opracowany dla celów księgowych

Warszawa, dnia 27 listopada 2020 r.

➤ Wprowadzenie

Szanowni Państwo,

Niniejszym przedstawiamy raport (dalej Raport) z wyceny wartości kapitału własnego Spółki E-Muzyka S.A. (dalej Spółka). Wycena sporządzona została w oparciu o średnią rynkową wartość akcji, a także o rynkową wartość spółki na dzień wyceny.

Wycena sporządzona została 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. dla określenia parytetu wymiany udziałów wnoszonej do E-Muzyka S.A. aportem Spółki Empik Ventures Sp. z o.o. na akcje E-Muzyka S.A.

Przy przeprowadzaniu niniejszej wyceny założono kontynuację działalności. Przyjęto, że Spółka dysponuje zorganizowanym, zdolnym do generowania dochodu zespołem aktywów, zasobów ludzkich oraz nie występuje bezpośrednie zagrożenie zaprzestania działalności. 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 Raporcie są profesjonalnymi, bezstronnymi i obiektywnymi analizami, opiniami i konkluzjami osoby wykonującej analizę. Analizy, opinie i konkluzje zawarte w Raporcie są ograniczone jedynie przez przyjęte założenia oraz warunki ograniczające (opisane szczegółowo w rozdziale „Ograniczenia wyceny” niniejszego Raportu).

➤ Wprowadzenie (cd.)

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

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

Niniejszy Raport 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

- **Streszczenie dla kierownictwa**
- **Kwestie teoretyczne w wycenie podmiotów gospodarczych**
- **Opis przedmiotu wyceny**
- **Wycena rynkowa**
- **Metoda oparta na średniej rynkowej wartości akcji**
- **Wyniki wyceny**
- **Ograniczenia wyceny**
- **Załącznik**

Załącznik 2. Część 1

STRESZCZENIE DLA KIEROWNICTWA

➤ Streszczenie dla kierownictwa

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.

Wartość Spółki na 31.10.2020	kPLN
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
Średnia	29 085,9

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

Załącznik 2. Część 2

KWESTIE TEORETYCZNE W WYCENIE PODMIOTÓW GOSPODARCZYCH

➤ Wycena podmiotów gospodarczych

Sposoby wyceny podmiotów gospodarczych ogólnie można podzielić na 3 główne grupy:

- Wyceny metodami kosztowymi
- Wyceny metodami rynkowymi
- Wyceny metodami dochodowymi

Wyceny metodami kosztowymi bazują na założeniu, że wartością przedmiotu wyceny jest odpowiednio zdefiniowany koszt odtworzenia, czyli kwota, za którą dałoby się stworzyć lub zbudować dany przedmiot wyceny na dzień wyceny w warunkach, które istnieją obecnie.

Metoda ta jest odpowiednia w niektórych przypadkach, w szczególności, gdy nie ma możliwości zastosowania innych metod (np. z powodu braku odpowiednich danych) lub gdy przedmiot wyceny nie jest w żaden sposób obecny na rynku, a dana wycena dochodowa obejmowałaby przepływy finansowe niezwiązane wyłącznie z przedmiotem wyceny.

Metody tej nie stosuje się zasadniczo do wyceny przedsiębiorstw. Jest ona stosowana głównie do wyceny aktywów, w szczególności unikalnych (jak wartości niematerialne), dla których uzyskanie danych porównawczych jest niemożliwe.

Wycena metodami rynkowymi polega albo na bezpośrednim odniesieniu do cen rynkowych danego przedmiotu wyceny (np. do cen rynkowych akcji przy wycenie spółki), albo na odniesieniu pośrednim – np. przez wykorzystanie wskaźników cena/zysk dla podobnych notowanych jednostek i przeniesienie ich na jednostkę będącą przedmiotem wyceny.

➤ Wycena podmiotów gospodarczych (cd.)

Metodami rynkowymi są również metody polegające na wycenie przedmiotu wyceny przez odniesienie do wartości przeszłych (niedawnych) transakcji podobnymi aktywami lub spółkami.

Zaletą tych metod jest bazowanie na rzeczywistych danych rynkowych, wynikach zawartych w przeszłości transakcji, co powoduje, że wyniki obliczeń mają szansę odzwierciedlać rzeczywiste kwoty w potencjalnej transakcji przedmiotem wyceny.

W przypadku tego typu wycen słabą stroną jest zawsze porównywalność notowanych na rynku składników aktywów do aktywów podlegających wycenie oraz przeszłych transakcji do przedmiotu obecnej wyceny. Aby zwiększyć porównywalność dokonuje się szczegółowej analizy i wyboru odpowiednich aktywów lub transakcji, które najbliższej odpowiadają cechom przedmiotu wyceny, a czasami również stosuje się korekty z tytułu różnic (np. wyceny przez odniesienie do wskaźnika cena/zysk spółek notowanych na aktywnym rynku zwykle koryguje się w dół o ok. 20% z tytułu braku płynności udziałów w spółkach, które nie są notowane na aktywnym rynku).

W wycenie podmiotów gospodarczych tego typu porównanie dokonywane jest albo bezpośrednio, jeżeli akcje danej jednostki są notowane na giełdzie, albo pośrednio. W przypadku porównania pośredniego wyceniający przyjmuje wskaźnik, który jest obserwowalny dla podobnych jednostek notowanych na giełdach i wylicza mnożnik ceny rynkowej jednostek porównywalnych do obserwowanego wskaźnika.

Następnie ten sam wskaźnik dla spółki wycenianej traktowany jest tym samym mnożnikiem, dzięki czemu wyliczona zostaje teoretyczna wartość wycenianego podmiotu.

➤ Wycena podmiotów gospodarczych (cd.)

Wyceny dochodowe opierają się na założeniu, że wartość danej jednostki równa się kwocie zdyskontowanych przepływów pieniężnych z realizowanych przez tą jednostkę projektów przy założeniu, że przepływy te dostępne są dla właścicieli tej jednostki. W metodzie tej planowane przepływy dyskontowane są stopą procentową odzwierciedlającą zwykle średni ważony koszt kapitału jednostki. Wycenie podlega wartość kapitału jednostki, więc od wartości zdyskontowanych przepływów odejmowany jest dług jednostki na dzień wyceny.

Najlepszym odzwierciedleniem wartości jednostki jest cena z aktywnego rynku. W przypadku braku takiej ceny niezbędne jest zastosowanie metod wyceny. Wartość metody wyceny jest tym wyższa im bardziej opiera się ona o wartości pochodzące z rynku.

Załącznik 2. Część 3

OPIS PRZEDMIOTU WYCENY

➤ Dane rejestrowe Spółki

E-Muzyka S.A.

KRS: 0000283018

NIP: 5252283968

Adres: Zwycięzców 18,
03-941 Warszawa

Wysokość kapitału podstawowego: 751 666 PLN

Zarząd Spółki:

Jan Ejsmont – Prezes Zarządu;
Piotr Świątek – Członek Zarządu.

Rada Nadzorcza:

Andrzej Puczyński;
Ewa Szmidt-Belcarz;
Szymon Bujalski;
Piotr Świątek;
Łukasz Kmiecik.



Przedmiot działalności według PKD:

- 18, 20, z, Reprodukacja zapisanych nośników informacji;
- 46, 51, z, Sprzedaż hurtowa komputerów, urządzeń peryferyjnych i oprogramowania;
- 47, 63, z, Sprzedaż detaliczna nagrań dźwiękowych i audiowizualnych prowadzona w wyspecjalizowanych sklepach;
- 47, 91, z, Sprzedaż detaliczna prowadzona przez domy sprzedaży wysyłkowej lub internet;
- 58, 19, z, Pozostała działalność wydawnicza;
- 58, 29, z, Działalność wydawnicza w zakresie pozostałego oprogramowania;
- 59, 20, z, Działalność w zakresie nagrań dźwiękowych i muzycznych;
- 62, 01, z, Działalność związana z oprogramowaniem;
- 63, 12, z, Działalność portali internetowych;
- 73, 12, c, Pośrednictwo w sprzedaży miejsca na cele reklamowe w pozostałych mediach.

→ Ogólne informacje o Spółce

Data pierwszego notowania na Giełdzie Papierów
Wartościowych w Warszawie: 11 luty 2008

ISIN: PLEMZKA00019

Liczba akcji: 7 516 666 (stan na 31 października 2020 r.)

Free Float: 14,73% (stan na 31 października 2020 r.)



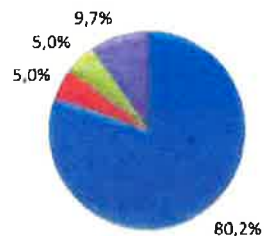
Struktura akcjonariatu na dzień 31 października 2020 roku:

Akcjonariusz	Liczba akcji	Udział w kapitale	Liczba głosów	Udział na WZA
Empik S.A.	6 031 818	80,2%	6 031 818	80,2%
Jacek Wolski	378 000	5,0%	378 000	5,0%
Piotr Czernek	375 962	5,0%	375 962	5,0%
Udziałowcy mniejszościowi	730 591	9,7%	730 591	9,7%
Razem	7 516 371	100,0%	7 516 371	100,0%

Zmiany ceny zamknięcia z ostatnich 6 miesięcy sprzed 31 października 2020 roku:



Udział w kapitale



■ Empik S.A. ■ Jacek Wolski ■ Piotr Czernek ■ Udziałowcy mniejszościowi

Załącznik 2. Część 4

WYCENA RYNKOWA

➤ 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.

Metoda 1 (wartość rynkowa)

Cena zamknięcia na 29 października 2020	3,580 PLN
Wartość Spółki	26 909 664 PLN

Załącznik 2. Część 5

METODA OPARTA NA ŚREDNIEJ RYNKOWEJ WARTOŚCI AKCJI



➤ 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

Załącznik 2. Część 6

WYNIKI WYCENY

➤ Wartość kapitału Spółki

Za wartość odpowiadającą 100% kapitału E-Muzyka S.A. przyjęto średnią z wartości uzyskanych przedstawionymi wcześniej metodami. Uzyskana wartość Spółki na dzień 31 października 2020 roku wyniosła 29 085,9 kPLN.

Wartość Spółki na 31.10.2020	kPLN
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
Średnia	29 085,9

Załącznik 2. Część 7

OGRANICZENIA WYCENY



➤ Ograniczenia wyceny

Niezależność

Wynagrodzenie wyceniającego nie jest uzależnione od przygotowania lub przedstawienia w Raporcie 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 Raport 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.

➤ Ograniczenia wyceny (cd.)

Rekomendacja inwestycyjna

Raport z wyceny i informacje w nim zawarte zostały sporządzone dla Spółki. Raport ten 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 Raportu

Raport został przygotowany przy założeniu, że będzie on wykorzystywany przez osoby kompetentne merytorycznie oraz wyłącznie dla celów w nim określonych.

Udostępnianie Raportu

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

