

Rachunkowość-Audyt-Finanse BILANS
Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością
45-129 OPOLE, ul. Kępska 6

**Wycena przedsiębiorstwa oraz
udziałów spółki:**

INTERMARUM
Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością

Ul. Jakuba Kani 14 lok.3
45-340 Opole

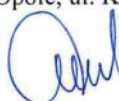
Autor: mgr Grażyna Obarzanek

Opole: 19 listopad 2020r.

Spis treści

Spis treści

1) Informacje ogólne.....	3
a) Cel i zakres opracowania, wybrana metodologia wycen	3
b) Podstawowe informacje o Spółce	4
c) Źródła danych, autorzy, ograniczenia i zastrzeżenia	5
2) Standing Spółki.....	7
a) Wyniki ekonomiczne	7
b) Aktywa przedsiębiorstwa Spółki	8
c) Pasywa przedsiębiorstwa Spółki.....	11
d) Węzłowe wskaźniki ekonomiczno-finansowe	13
e) Opis działalności spółki i jej perspektyw.....	14
Pocket Waifu.....	15
Space Company Simulator.....	15
Brazzers: The Game.....	16
Shelter 69	16
Workshop Simulator	17
Pocket Waifu 2.....	17
Plan strategiczny	17
f) Analiza SWOT.....	18
g) Podsumowanie o kondycji przedsiębiorstwa Spółki	18
3) Wycena przedsiębiorstwa Spółki metodą księgową.....	18
4) Wycena metodą dochodową.....	20
a) Istota i założenia metod dochodowych	20
b) Wyliczenie wartości przedsiębiorstwa metodą dochodową	24
6) Wycena wartości przedsiębiorstwa metodą porównawczą	27
5) Ustalenie wartości przedsiębiorstwa Spółki i udziałów Spółki.....	29
6) Ustalenie parytetu wymiany z akcjami ARTP CAPITAL S.A.	30



1) Informacje ogólne

a) Cel i zakres opracowania, wybrana metodologia wycen

Przedmiotem niniejszego opracowania jest wycena przedsiębiorstwa spółki z ograniczoną odpowiedzialnością funkcjonującej pod nazwą INTERMARUM spółka z ograniczoną odpowiedzialnością oraz wycena udziałów spółki.

Wycena została wykonana na zlecenie zarządu spółki do celów transakcji ekwiwalentnej wymiany (np. zbycia lub częściowego zbycia udziałów, zbycia przedsiębiorstwa, wymian udziałów, wejścia do spółki inwestora). Wycena zmierza do ustalenia wartości godziwej przedsiębiorstwa spółki oraz wartości godziwej udziałów spółki.

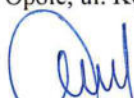
Wycena oparta została o krytyczną analizę aktywów i pasywów przedsiębiorstwa, wykazanych w bilansie według stanu na dzień 1 listopad 2020 r. roku oraz na wynikach analizy ekonomiczno-finansowej przedsiębiorstwa spółki, analizy otoczenia gospodarczego i ocenach zdolności osiągnięcia zysku w dającej się przewidzieć przyszłości.

Wyceny przedsiębiorstwa dokonano następującymi metodami:

- Księgową;
- Dochodową: metodą DCF (*discount cash flow*);
- Porównawczą

Wycenę **metodą księgową** zastosowano w celu zobrazowania przedsiębiorstwa, stanu jego aktywów i pasywów według historycznych danych księgowych oraz jako ewentualnie przydatną do celów podatkowych.

Metodę **dochodową** zastosowano w celu ustalenia wartości godziwej przedsiębiorstwa (a w konsekwencji również przydatnej do określenia wartości godziwej udziałów spółki), a także wyjawienia, czy istnieje nadwyżka wartości przedsiębiorstwa jako organizacji zdolnej do generowania pieniądza (zysków) ponad jej wartość aktywów netto – czyli w celu sprawdzenia czy istnieje oraz ile wynosi tzw. „dodatnia wartość firmy”. Nadwyżka wartości przedsiębiorstwa



obliczona metodami dochodowymi ponad jej wartość księgową, oznacza, że występuje wartość niematerialna i prawna zwana „dodatnią wartością firmy”.

Metodę **porównawczą** zastosowano celu sprawdzenia, jak podobne przedsiębiorstwa wycenia rynek publiczny (giełdowy).

Dyskusja nad wynikami uzyskanymi różnymi metodami pozwoli na ustalenie właściwego przedziału wartości, w którym znajduje się wyceniane przedsiębiorstwo.

W niniejszym opracowaniu przyjęto następujące generalne założenia:

- wycena majątkowa (księgową) sporządzona została wg stanu na dzień 1.11.2020 roku;
- wycena metodą dochodową oparta jest o generalne założenie, że przedsiębiorstwo będzie dalej zacznie funkcjonować według otwierających się nowych perspektyw wzrostu i będzie generować wzrastający obrót, który jest w stanie doprowadzić do uzyskania zysku na poziomie normatywnym, charakterystycznym dla produkcji nowych technologii;

b) Podstawowe informacje o Spółce

Nazwa

INTERMARUM Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością.

Dane adresowe i teleadresowe

- 1.Siedziba kraj POLSKA, woj. OPOLSKIE, powiat M. OPOLE, gmina M. OPOLE, miejsc. OPOLE
- 2.Adres ul. Jakuba Kani, nr 14 lok. 3, miejsc. OPOLE, kod 45-340, poczta OPOLE, kraj POLSKA
- 3.Adres poczty elektronicznej: s.janusz@intermarum.com
- 4.Adres strony internetowej: <http://intermarum.com/>

Rejestracje

- | | |
|-----------------|------------|
| a) Sądowa | 608479 |
| b) Podatkowa | 7543115610 |
| c) Statystyczna | 363986221 |



Kapitał

Jest zarejestrowany w rejestrach państwowych (KRS). Podniesiony został do kwoty 84 750 złotych. Składa się z 1695 udziałów o wartości nominalnej 50 złotych każdy udział.

Przedmiot działalności przedsiębiorstwa Spółki

Zarejestrowany w KRS:

1. Przedmiot przeważającej działalności przedsiębiorcy:

62, 01, Z, DZIAŁALNOŚĆ ZWIĄZANA Z OPROGRAMOWANIEM

Faktycznie wykonywany:

Zasadniczo zgodny z wykazanim w KRS.

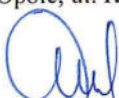
c) Źródła danych, autorzy, ograniczenia i zastrzeżenia

Podstawowymi źródłami danych do niniejszego opracowania były dokumenty uzyskane w wycenianej jednostce, m. in.:

- sprawozdania finansowe na dzień 31.12.2018, 31.12.2019, 1.11.2020r.,,
- zestawienie obrotów i sald na dzień 1.11.2020 rok;
- biznes-plan spółki na lata 2021-2029
- informacje organizacyjne i inne wyjaśnienia zarządu;
- informacje uzyskane na portalu GPW w Warszawie



Zastrzeżenia odpowiedzialności. Autor opracowania (i firma pod którą występuje) ponoszą jedynie odpowiedzialność cywilno-prawną określoną w umowie, na podstawie której zostało wykonane niniejsze opracowanie. Autor i Zleceniobiorca nie badał żadnych skutków prawnych wykorzystania niniejszego opracowania niezgodnie z jego przeznaczeniem, działał w dobrej wierze i na podstawie swojej wiedzy oraz doświadczenia zawodowego, w związku z tym nie poczuwa się do żadnej odpowiedzialności (karnej, karno-skarbowej, odpowiedzialności np. przed ewentualnym sprzedającym/kupującym udziały Spółki lub jakkolwiek zdefiniowaną zorganizowaną część przedsiębiorstwa), związanej ze sposobem wykorzystania niniejszego opracowania.



2) Standing Spółki

a) Wyniki ekonomiczne

W tabeli niżej poniżej przedstawiono wyniki finansowe za ostatnie 3 okresy.

Intermarum Sp. z o.o.

(wariant porównawczy)

LP.	Rachunek zysków i strat	I-X 2020	2019	2018
A.	Przychody netto ze sprzedaży i zrównane z nimi, w tym:	997 285,74	1 911 176,55	1 569 227,03
-	od jednostek powiązanych	0,00	0,00	0,00
I.	Przychody netto ze sprzedaży produktów	997 285,74	1 911 176,55	1 569 227,03
II.	Zmiana stanu produktów (zwiększenie – wartość dodatnia, zmniejszenie – wartość ujemna)	0,00	0,00	0,00
III.	Koszt wytworzenia produktów na własne potrzeby jednostki	0,00	0,00	0,00
IV.	Przychody netto ze sprzedaży towarów i materiałów	0,00	0,00	0,00
B.	Koszty działalności operacyjnej	1 346 304,54	1 963 772,90	1 417 263,22
I.	Amortyzacja	0,00	0,00	0,00
II.	Zużycie materiałów i energii	55 433,69	56 503,61	89 938,89
III.	Usługi obce	316 892,93	510 658,52	488 421,90
IV.	Podatki i opłaty, w tym:	2 547,75	3 492,73	167,35
-	podatek akcyzowy	0,00	0,00	0,00
V.	Wynagrodzenia	943 020,59	1 356 455,52	824 224,65
VI.	Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia, w tym:	21 598,46	22 003,44	12 382,27
-	emerytalne	0,00	0,00	0,00
VII.	Pozostałe koszty rodzajowe	6 811,12	14 659,08	2 128,16
VIII.	Wartość sprzedanych towarów i materiałów	0,00	0,00	0,00
C.	Zysk (strata) ze sprzedaży (A-B)	(349 018,80)	(52 596,35)	151 963,81
D.	Pozostałe przychody operacyjne	2,10	401,05	2 529,94
I.	Zysk z tytułu rozchodu niefinansowych aktywów trwałych	0,00	0,00	0,00
II.	Dotacje	0,00	0,00	0,00
III.	Aktualizacja wartości aktywów niefinansowych	0,00	0,00	0,00
IV.	Inne przychody operacyjne	2,10	401,05	2 529,94
E.	Pozostałe koszty operacyjne	79 424,47	3 811,40	36 870,86
I.	Strata z tytułu rozchodu niefinansowych aktywów trwałych	0,00	0,00	0,00
II.	Aktualizacja wartości aktywów niefinansowych	0,00	0,00	0,00
III.	Inne koszty operacyjne	79 424,47	3 811,40	36 870,86
F.	Zysk (strata) z działalności operacyjnej (C+D-E)	(428 441,17)	(56 006,70)	117 622,89
G.	Przychody finansowe	11 279,79	4 197,47	3 518,63
I.	Dywidendy i udziały w zyskach, w tym:	0,00	0,00	0,00
a)	od jednostek powiązanych, w tym:			
-	w których jednostka posiada zaangażowanie w kapitale	0,00	0,00	0,00
b)	od jednostek pozostałych, w tym:			
-	w których jednostka posiada zaangażowanie w kapitale			
II.	Odsetki, w tym:	0,00	0,00	7,09
-	od jednostek powiązanych	0,00	0,00	0,00
III.	Zysk z tytułu rozchodu aktywów finansowych, w tym:	0,00	0,00	0,00
-	w jednostkach powiązanych			

IV.	Aktualizacja wartości aktywów finansowych	0,00	0,00	0,00
V.	Inne	11 279,79	4 197,47	3 511,54
H.	Koszty finansowe	34 976,20	8 293,81	14 017,98
I.	Odsetki, w tym:	0,00	0,00	987,30
–	dla jednostek powiązanych	0,00	0,00	0,00
II.	Strata z tytułu rozchodu aktywów finansowych, w tym:	0,00	0,00	0,00
–	w jednostkach powiązanych			
III.	Aktualizacja wartości aktywów finansowych	0,00	0,00	0,00
IV.	Inne	34 976,20	8 293,81	13 030,68
I.	Zysk (strata) brutto (F+G-H)	(452 137,58)	(60 103,04)	107 123,54
J.	Podatek dochodowy	0,00	0,00	18 522,00
K.	Pozostałe obowiązkowe zmniejszenia zysku (zwiększenia straty)	0,00	0,00	0,00
L.	Zysk (strata) netto (I-J-K)	(452 137,58)	(60 103,04)	88 601,54

Spółka do dnia 1.11.2020 roku nie aktywowała jeszcze prac informatycznych na wartościach niematerialnych i prawnych (wytwarzanego oprogramowania). Wykazuje więc stratę bilansową.

b) Aktywa przedsiębiorstwa Spółki

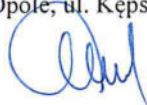
Niżej przedstawiono aktywa przedsiębiorstwa.

Intermarum Sp. z o.o.		(w złotych)		
A k t y w a	1.11.2020	31.12.2019	31.12.2018	
Aktywa trwałe	0,00	0,00	0,00	
Wartości niematerialne i prawne	0,00	0,00	0,00	
Koszty zakończonych prac rozwojowych	0,00	0,00	0,00	
Wartość firmy	0,00	0,00	0,00	
Inne wartości niematerialne i prawne	0,00	0,00	0,00	
Zaliczki na wartości niematerialne i prawne	0,00	0,00	0,00	
Rzeczowe aktywa trwałe	0,00	0,00	0,00	
Środki trwałe	0,00	0,00	0,00	
grunty (w tym prawo użytkowania wieczystego gruntu)	0,00	0,00	0,00	
budynki, lokale, prawa do lokali i obiekty inżynierii lądowej i wodnej	0,00	0,00	0,00	
urządzenia techniczne i maszyny	0,00	0,00	0,00	
środki transportu	0,00	0,00	0,00	
inne środki trwałe	0,00	0,00	0,00	
Środki trwałe w budowie	0,00	0,00	0,00	
Zaliczki na środki trwałe w budowie	0,00	0,00	0,00	
Należności długoterminowe	0,00	0,00	0,00	
Od jednostek powiązanych	0,00	0,00	0,00	



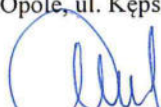
INTERMARUM sp. z o.o. Wycena przedsiębiorstwa spółki oraz udziałów

Od pozostałych jednostek, w których jednostka posiada zaangażowanie w kapitale			
Od pozostałych jednostek	0,00	0,00	0,00
Inwestycje długoterminowe	0,00	0,00	0,00
Nieruchomości	0,00	0,00	0,00
Wartości niematerialne i prawne	0,00	0,00	0,00
Długoterminowe aktywa finansowe	0,00	0,00	0,00
w jednostkach powiązanych	0,00	0,00	0,00
udziały lub akcje	0,00	0,00	0,00
inne papiery wartościowe	0,00	0,00	0,00
udzielone pożyczki	0,00	0,00	0,00
inne długoterminowe aktywa finansowe	0,00	0,00	0,00
w pozostałych jednostkach, w których jednostka posiada zaangażowanie w kapitale	0,00	0,00	0,00
udziały lub akcje			
inne papiery wartościowe			
udzielone pożyczki			
inne długoterminowe aktywa finansowe			
w pozostałych jednostkach	0,00	0,00	0,00
udziały lub akcje	0,00	0,00	0,00
inne papiery wartościowe	0,00	0,00	0,00
udzielone pożyczki	0,00	0,00	0,00
inne długoterminowe aktywa finansowe	0,00	0,00	0,00
Inne inwestycje długoterminowe	0,00	0,00	0,00
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0,00	0,00	0,00
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	0,00	0,00	0,00
Inne rozliczenia międzyokresowe	0,00	0,00	0,00
Aktywa obrotowe	1 896 024,83	258 479,84	238 780,49
Zapasy	0,00	0,00	0,00
Materiały	0,00	0,00	0,00
Półprodukty i produkty w toku	0,00	0,00	0,00
Produkty gotowe	0,00	0,00	0,00
Towary	0,00	0,00	0,00
Zaliczki na dostawy i usługi	0,00	0,00	0,00
Należności krótkoterminowe	6 178,42	43 131,48	51 584,19
Należności od jednostek powiązanych	0,00	0,00	0,00
z tytułu dostaw i usług, o okresie spłaty:	0,00	0,00	0,00
do 12 miesięcy	0,00	0,00	0,00
powyżej 12 miesięcy	0,00	0,00	0,00
inne	0,00	0,00	0,00
Należności od pozostałych jednostek, w których jednostka posiada zaangażowanie w kapitale	0,00	0,00	0,00
z tytułu dostaw i usług, o okresie spłaty:	0,00	0,00	0,00
do 12 miesięcy			
powyżej 12 miesięcy			
inne			
Należności od pozostałych jednostek	6 178,42	43 131,48	51 584,19
z tytułu dostaw i usług, o okresie spłaty:	6 178,42	43 131,48	44 680,37
do 12 miesięcy	6 178,42	43 131,48	44 680,37
powyżej 12 miesięcy	0,00	0,00	0,00



INTERMARUM sp. z o.o. Wycena przedsiębiorstwa spółki oraz udziałów

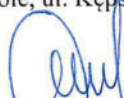
z tytułu podatków, dotacji, cel, ubezpieczeń społecznych i zdrowotnych oraz innych tytułów publicznoprawnych	0,00	0,00	0,00
inne	0,00	0,00	6 903,82
dochodzone na drodze sądowej	0,00	0,00	0,00
Inwestycje krótkoterminowe	1 888 004,63	215 348,36	186 275,22
Krótkoterminowe aktywa finansowe	1 888 004,63	215 348,36	186 275,22
w jednostkach powiązanych	0,00	0,00	0,00
udziały lub akcje	0,00	0,00	0,00
inne papiery wartościowe	0,00	0,00	0,00
udzielone pożyczki	0,00	0,00	0,00
inne krótkoterminowe aktywa finansowe	0,00	0,00	0,00
w pozostałych jednostkach	0,00	0,00	0,00
udziały lub akcje	0,00	0,00	0,00
inne papiery wartościowe	0,00	0,00	0,00
udzielone pożyczki	0,00	0,00	0,00
inne krótkoterminowe aktywa finansowe	0,00	0,00	0,00
środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	1 888 004,63	215 348,36	186 275,22
środki pieniężne w kasie i na rachunkach	1 888 004,63	215 348,36	186 275,22
inne środki pieniężne	0,00	0,00	0,00
inne aktywa pieniężne	0,00	0,00	0,00
Inne inwestycje krótkoterminowe	0,00	0,00	0,00
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	1 841,78	0,00	921,08
Należne wpłaty na kapitał (fundusz) podstawowy	0,00	0,00	0,00
Udziały (akcje) własne	0,00	0,00	0,00
Aktywa razem	1 896 024,83	258 479,84	238 780,49



c) Pasywa przedsiębiorstwa Spółki

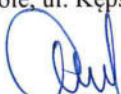
Niżej przedstawiono pasywa przedsiębiorstwa.

Intermarum Sp. z o.o.		(w złotych)		
Lp	Wyszczególnienie	1.11.2020	31.12.2019	31.12.2018
A.	Kapitał (fundusz) własny	1 656 810,92	39 198,50	99 301,54
I.	Kapitał (fundusz) podstawowy	84 750,00	10 000,00	10 000,00
II.	Kapitał (fundusz) zapasowy, w tym:	2 024 198,50	89 301,54	700,00
–	nadwyżka wartości sprzedaży (wartości emisyjnej) nad wartością nominalną udziałów (akcji)			
III.	Kapitał (fundusz) z aktualizacji wyceny, w tym:	0,00	0,00	0,00
–	z tytułu aktualizacji wartości godziwej			
IV.	Pozostałe kapitały (fundusze) rezerwowe, w tym:	0,00	0,00	0,00
–	tworzone zgodnie z umową (statutem) spółki			
–	na udziały (akcje) własne			
V.	Zysk (strata) z lat ubiegłych	0,00	0,00	0,00
VI.	Zysk (strata) netto	(452 137,58)	(60 103,04)	88 601,54
VII.	Odpisy z zysku netto w ciągu roku obrotowego (wielkość ujemna)	0,00	0,00	0,00
B.	Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	239 213,91	219 281,34	139 478,95
I.	Rezerwy na zobowiązania	0,00	0,00	0,00
1.	Rezerwa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	0,00	0,00	0,00
2.	Rezerwa na świadczenia emerytalne i podobne	0,00	0,00	0,00
–	długoterminowa	0,00	0,00	0,00
–	krótkoterminowa	0,00	0,00	0,00
3.	Pozostałe rezerwy	0,00	0,00	0,00
–	długoterminowe	0,00	0,00	0,00
–	krótkoterminowe	0,00	0,00	0,00
II.	Zobowiązania długoterminowe	0,00	0,00	0,00
1.	Wobec jednostek powiązanych	0,00	0,00	0,00
2.	Wobec pozostałych jednostek, w których jednostka posiada zaangażowanie w kapitale			
3.	Wobec pozostałych jednostek	0,00	0,00	0,00
a)	kredyty i pożyczki	0,00	0,00	0,00
b)	z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych	0,00	0,00	0,00
c)	inne zobowiązania finansowe	0,00	0,00	0,00
d)	zobowiązania wekslowe			
e)	inne	0,00	0,00	0,00
III.	Zobowiązania krótkoterminowe	239 213,91	219 281,34	139 478,95
1.	Zobowiązania wobec jednostek powiązanych	0,00	0,00	0,00
a)	z tytułu dostaw i usług, o okresie wymagalności:	0,00	0,00	0,00
–	do 12 miesięcy	0,00	0,00	0,00
–	powyżej 12 miesięcy	0,00	0,00	0,00
b)	inne	0,00	0,00	0,00
2.	Zobowiązania wobec pozostałych jednostek, w których jednostka posiada zaangażowanie w kapitale	0,00	0,00	0,00
a)	z tytułu dostaw i usług, o okresie wymagalności:	0,00	0,00	0,00
–	do 12 miesięcy			
–	powyżej 12 miesięcy			
b)	inne			
3.	Zobowiązania wobec pozostałych jednostek	239 213,91	219 281,34	139 478,95



INTERMARUM sp. z o.o. Wycena przedsiębiorstwa spółki oraz udziałów

a)	kredyty i pożyczki	0,00	0,00	0,00
b)	z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych	0,00	0,00	0,00
c)	inne zobowiązania finansowe	0,00	0,00	0,00
d)	z tytułu dostaw i usług, o okresie wymagalności:	5 710,91	21 362,37	25 391,68
-	do 12 miesięcy	5 710,91	21 362,37	25 391,68
-	powyżej 12 miesięcy	0,00	0,00	0,00
e)	zaliczki otrzymane na dostawy i usługi	0,00	0,00	0,00
f)	zobowiązania wekslowe	0,00	0,00	0,00
g)	z tytułu podatków, ceł, ubezpieczeń społecznych i zdrowotnych oraz innych tytułów publicznoprawnych	233 503,00	193 418,97	114 087,27
h)	z tytułu wynagrodzeń	0,00	0,00	0,00
i)	inne	0,00	4 500,00	0,00
4.	Fundusze specjalne	0,00	0,00	0,00
IV.	Rozliczenia międzyokresowe	0,00	0,00	0,00
1.	Ujemna wartość firmy	0,00	0,00	0,00
2.	Inne rozliczenia międzyokresowe	0,00	0,00	0,00
-	długoterminowe	0,00	0,00	0,00
-	krótkoterminowe	0,00	0,00	0,00
	Pasywa razem	1 896 024,83	258 479,84	238 780,49



Struktura pasywów Spółki (źródeł finansowania) jest stosunkowo mocna, gdyż kapitały własne 7-krotnie przewyższają kapitał obcy. Spółka została przygotowana do realizacji nowych zadań produkcyjnych.

d) Węzłowe wskaźniki ekonomiczno-finansowe

Intermarum Sp. z o.o.	miernik	2020	2019	2018
		RB	RU	RZ
Wstępna analiza bilansu		Rok bieżący	Rok Ubiegły	Rok Zaprzyszły
Złota reguła bilansowania II (rezerwy kr. + zob.kr. - zob.handlowe >12 m-cy + rozl.miedzyokresowe kr.) x 100	procent	12,62%	84,83%	58,41%
aktywa obrotowe				
Złota reguła finansowania (Wskaźnik struktury pasywów)				
kapitał własny x 100	procent	692,61%	17,88%	71,19%
kapitał obcy				
Wskaźnik struktury aktywów				
aktywa trwale x 100	procent	0,00%	0,00%	0,00%
aktywa obrotowe				
Wartość bilansowa jednostki				
aktywa ogółem - zobowiązania ogółem	tys.zł	1 656,8	39,2	99,3
Wskaźniki rentowności				
Rentowność majątku (ROA)				
wynik finansowy netto x 100	procent	-23,85%	-23,25%	37,11%
aktywa ogółem				
Rentowność przychodów				
wynik finansowy netto x 100	procent	-44,83%	-3,14%	5,62%
przychody ogółem				
Rentowność kapitału własnego (ROE)				
wynik finansowy netto x 100	procent	-27,29%	-153,33%	89,22%
kapitał własny				
Rentowność sprzedaży produktów, towarów i materiałów				
wynik na sprzedaży x 100	procent	-35,00%	-2,75%	9,68%
przychody ze sprzedaży				
Wskaźniki płynności finansowej				
Wskaźnik płynności finansowej I stopnia				
aktywa obrotowe	krotność	7,93	1,18	1,71
zobowiązania krótkoterminowe				
Wskaźnik płynności finansowej II stopnia				
aktywa obrot. - zapasy	krotność	7,93	1,18	1,71
zobowiązania krótkoterminowe				
Wskaźnik płynności finansowej III stopnia				
inwestycje krótkoterminowe	krotność	7,89	0,98	1,34

zobowiązania krótkoterminowe					
Wskaźniki rotacji (obrotowość)					
Szybkość obrotu zapasów (w dniach)					
średni stan zapasów x 365 dni		w dniach	0	0	0
roczny koszt, towarów i materiałów sprzedanych i zużytych					
Spływ należności (w dniach)					
średni stan należności z tytułu dostaw i usług x 365 dni		w dniach	7	7	5
przychody brutto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów					
Splata zobowiązań (w dniach)					
średni stan zobowiązań krótkoterminowych bez kredytu x 365 dni		w dniach	62	33	18
roczne koszty operacyjne - amortyzacja					

Analiza wskaźnikowa nie jest przydatna do oceny kondycji spółki.

e) Opis działalności spółki i jej perspektyw

Firma Intermarum Sp. z o.o. powstała w 2010 i od samego początku głównym jej celem było tworzenie gier. Do 2017 roku Spółka wydawała głównie gry mobilne takie jak np. Race to Mars czy Puppet Battle, oraz angażowała się w realizację projektów marketingowych jak np. produkcja gry reklamowej dla whisky Jameson. W 2017 roku nastąpił gwałtowny rozwój firmy, dzięki nawiązaniu współpracy Nutaku Publishing. Nutaku to największa na świecie anglojęzyczna platforma do gier dedykowana pełnoletnim osobom, jak również wydawca gier dla dorosłych. W 2018 miała miejsce pierwsza premiera gry z kategorii adult gaming experience, tj. Pocket Waifu, która zyskała ogromną popularność. Do tej pory zagrało w nią ponad 2,4 mln graczy. Sukces gry pozwolił zacieśnić współpracę z Nutaku Publishing, która postanowiła wydać dwie kolejne gry tworzone przez studio, tj. Brazzers The Game oraz Shelter 69. W ramach adult gaming experience Intermarum Sp. z o.o. wydaje swoje gry pod subbrandem JNT Games.

Studio chcąc dywersyfikować swój portfel gier i nie chcąc ograniczać się do jednego segmentu rynku, jakim są gry dla dorosłych, w styczniu 2018 roku nawiązało współpracę z All in! Games. Jest to polski wydawca gier komputerowych z siedzibą w Krakowie. All in! Games wydaje gry na PC, PS4, Xbox One oraz Nintendo Switch, czy konsole nowej generacji, dedykowane na rynek międzynarodowy i polski.

Pierwszym owocem współpracy jest Space Company Simulator, który obecnie znajduje się w we wczesnym dostępnym na platformie Steam.

Pocket Waifu

To wydana w kwietniu 2018 roku darmowa gra przeznaczona dla dorosłych odbiorców w stylu tamagotchi z ambitną warstwą fabularną. W ramach gry gracz umawia się z 12 unikatowymi postaciami, ma możliwości dostosowania ubioru bohaterów lub urządzenia mieszkania. Ważnym elementem gry są sceny seksu przeznaczone dla dorosłych odbiorców. Pocket Waifu to poważne i dojrzałe podejście do gier z gatunku „adult gaming experience”, z bogatą warstwą fabularną. W ramach gry stworzono ponad 600 stron dialogów.

Gra została wydana na platformę Nutaku (w wersji mobilnej i komputery stacjonarne) oraz Steam. Wydawcą jest Nutaku Publishing. Pocket Waifu ma ponad 2,4 mln. zarejestrowanych graczy i aktywną społeczność graczy zbudowaną dzięki dojrzałemu podejściu do tematyki gier dla dorosłych oraz atrakcyjnej warstwie wizualnej.

Gra wydana jest w modelu free-to-play, a monetyzacja gry opiera się na mikrotransakcjach, w ramach których możemy kupić ubrania dla bohaterów, urządzić mieszkanie, lub przyspieszyć niektóre działania. Budżet gry wyniósł ok 200 tys. złotych i przyniósł do tej pory przychody rzędu 5,2 mln złotych.

Space Company Simulator

Space Company Simulator to gra ekonomiczno-strategiczna o branży kosmicznej. Polega na zmierzeniu się z wyzwaniami transportu kosmicznego jako prezes korporacji. W grze należy skutecznie zarządzać swoją firmą by wygrać technologiczny i finansowy wyścig do gwiazd. Ważnym elementem gry jest budowa rakiet kosmicznych oraz satelit, i wystrzelanie ich w przestrzeń kosmiczną. Space Company Simulator odzwierciedla wyzwania przemysłu kosmicznego i pozwala poczuć się jak giganci tej branży.

Do zadań gracza należy: zatrudnianie zespołu lub trening załogi; odkrywanie nowych technologii i rozwijanie istniejących; zawieranie kontraktów i zbieranie funduszy na rozwój firmy; projektowanie i budowanie rakiet kosmicznych.

Gra od 24 października 2019 jest we wczesnym dostępie na platformie Steam, gdzie przy pomocy graczy realizowany jest jej rozwój. Planowany termin premiery gry to 2021 rok. Space Company Simulator to gra Buy-to-play w cenie 71,99 zł, stworzona na silniku Unity. Wydawcą gry jest All in! Games. Budżet gry to ponad 1,2 mln złotych.

Brazzers: The Game

Brazzers The Game jest grą dla dorosłych opartą o mechanikę gry Pocket Waifu, czyli naszym głównym zadaniem jest umawianie się z postaciami, jednak tym razem bohaterami będą prawdziwe aktorki i aktorzy od Brazzers. Marka Brazzers to jedna z najpopularniejszych firm w branży rozrywki dla dorosłych, wydająca filmy porno na autorskiej platformie streamingu. W ramach otrzymanej licencji w grze zobaczymy 10 najpopularniejszych aktorek Brazzers.

Gra została wydana na platformę Nutaku (w wersji mobilnej i komputery stacjonarne), wydawcą jest Nutaku Publishing. Będzie to gra darmowa, oparta na mikrotransakcjach, gdzie podobnie jak Pocket Waifu, gracz zakupi wiele elementów kosmetycznych gry. Dodatkowo gracze będą mogli wykupić dostęp do filmów z aktorkami występującymi w grze. Budżet projektu to 280 tys. złotych. Planowana premiera to IV kwartał 2020 roku.

Shelter 69

Shelter 69 to kolejna gra dla dorosłych, inspirowana Fallout Shelter, z bogatą warstwą fabularną i ogromną ilością contentu. Zadaniem gracza jest rozbudowa schronu nuklearnego w post apokaliptycznym świecie, ratowanie kolejnych bohaterów i umawianie się z nimi. Gra aspiruje do miana najbardziej rozbudowanej gry adult, z ambitnym wątkiem fabularnym, niespotykanej dotąd w tej branży poziomem graficznym i jakościowym. Shelter 69 ma być dla adult gaming experience tym samym czym CDPR jest dla gatunku gier RPG.

Gra zostanie wydana na platformę Nutaku (w wersji mobilnej i komputery stacjonarne) oraz Steam, Nintendo Switch, wydawcą jest Nutaku Publishing. Shelter 69 będzie grą darmową z rozbudowaną opcją mikrotransakcji, gdzie gracz będzie mógł zakupić elementy kosmetyczne bohaterów, ich uzbrojenie, wyposażenie schronu a także wszelkiego rodzaju przyspieszacze, czy ułatwienia gry. Budżet gry to 680 tys. zł. Planowana premiera to 2021 r.

Workshop Simulator

Workshop Simulator to symulator warsztatu z ambitną warstwą fabularną, w której gracz będzie poddawał wirtualnej renowacji przedmioty, począwszy od antyków, kończąc na oldskulowej elektronice takiej jak stare radia. Gra należeć będzie do kategorii symulatorów, gdzie znajdziemy takie produkcje jak House Flipper czy Car Mechanic Simulator.

Wydawcą gry jest All in! Games i będzie to pierwsza gra multiplatformowa studia, tj. wydana na komputery stacjonarne, konsole starej i nowej generacji oraz konsole przenośne. Workshop Simulator będzie również pierwszą grą studia na silniku Unreal. Gra znajduje się obecnie w produkcji. Budżet gry to ok 800 tys. zł. Planowana premiera to 2021r.

Pocket Waifu 2

Pocket Waifu 2 w swoich założeniach będzie tym samym co część pierwsza, z tym że wszystkiego ma być więcej, lepiej i ładniej. Gra została wydana na platformę Nutaku (w wersji mobilnej i komputery stacjonarne), Steamie oraz Nintendo Switch. Wydawcą będzie Nutaku Publishing. Będzie to gra darmowa, oparta na mikrotransakcjach.

Jako, że Pocket Waifu 2 na ten moment jest w preprodukcji, a część pierwsza nadal jest bardzo popularna, to data premiery nie jest jeszcze określona. Budżet gry ma wynieść ok 800 tys. zł.

Plan strategiczny

Strategia rozwoju Intermarum Sp. z o.o. opiera się na trzech punktach:

1. Kontynuowanie współpracy z Nutaku w ramach tworzenia gier Adult Games pod marką JNT Games
2. Tworzenie gier segmentu AA+ dla wszystkich graczy przy współpracy All in! Games
3. Do końca 2029 roku wydać ponad 15 gier

f) Analiza SWOT

Mocne strony <ul style="list-style-type: none">- sukces Pocket Waifu który zbudował bazę fanów- dobra współpraca z Nutaku i All in! Games- kadra pracowników z doświadczeniem	Słabe strony <ul style="list-style-type: none">-Relatywnie krótka historia-brak kolejnego dużego sukcesu-brak doświadczenia w pracy z grami multiplatformowymi
Szanse <ul style="list-style-type: none">-szybko rozwijający się rynek gier-rynek adult gaming dopiero raczkuje w porównaniu do rynku gier ogólnie	Zagrożenia <ul style="list-style-type: none">-ogromny rynek, może sprawić, że niektóre projekty mogą zniknąć w tłumie-coraz wyższe koszty produkcji-trudność ze zdobyciem doświadczonych pracowników

g) Podsumowanie o kondycji przedsiębiorstwa Spółki

Spółka znalazła się w sytuacji, kiedy może doprowadzić do jej dość burzliwego rozwoju. Może zdecydowanie zwiększać swój obrót handlowy oraz zyski. Spółka jest wypłacalna. Posiada mocną strukturę źródeł finansowania. Wyceniający szacuje, że Spółka posiada spore rezerwy wzrostu zysku.

3) Wycena przedsiębiorstwa Spółki metodą księgową

Wycena przedsiębiorstwa według wartości księgowej określa wartość firmy jako sumę wartości środków trwałych netto oraz środków obrotowych finansowanych ze środków własnych przedsiębiorstwa według aktualnych zapisów w księgach rachunkowych (bilansie przedsiębiorstwa).



Wartość księgowa przedsiębiorstwa ustalona jest wprost z danych bilansu Spółki na dzień 1.11.2020 roku. Stanowi ona sumę aktywów przedsiębiorstwa pomniejszoną o zobowiązania ciężące na przedsiębiorstwie.

Wartość księgowa = Aktywa - Zobowiązania

Wartość księgowa przedsiębiorstwa jest pierwszym przybliżeniem mówiącym o wartości przedsiębiorstwa wyliczonej według wyceny aktywów zgodnym z ogólnymi zasadami prowadzenia rachunkowości. Metodzie tej towarzyszy jednak szereg mankamentów (powszechnie dostrzegalna rozbieżność pomiędzy rynkową ceną składników majątkowych a ich wartością księgową, nieuwzględnianie niektórych wartości niematerialnych, takich jak: znak firmowy, pozycja na rynku, system organizacji i zarządzania; pomijanie problematyki efektywności wykorzystywania majątku), które w poważnym stopniu ograniczają zastosowanie dokonanego w ten sposób szacunku dla potrzeb obrotu przedsiębiorstwem lub przekształcenia własnościowego firmy.

Intermarum Sp. z o.o.		
Wycena metodą księgową		
AKTYWA	31.12.2019	01.11.2020
A. AKTYWA TRWAŁE	0,00	0,00
I. Wartości niematerialne i prawne	0,00	0,00
II. Rzeczowe aktywa trwałe	0,00	0,00
III. Należności długoterminowe	0,00	0,00
IV. Inwestycje długoterminowe	0,00	0,00
V. Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0,00	0,00
B. AKTYWA OBROTOWE	258 479,84	1 896 024,83
I. Zapasy	0,00	0,00
II. Należności krótkoterminowe	43 131,48	6 178,42
III. Inwestycje krótkoterminowe	215 348,36	1 888 004,63
1. Krótkoterminowe aktywa finansowe	215 348,36	1 888 004,63
- środki pieniężne w kasie i na rachunkach	215 348,36	1 888 004,63
- inne środki pieniężne	0,00	0,00
IV. Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0,00	1 841,78
RAZEM AKTYWA	258 479,84	1 896 024,83
Razem zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	219 281,34	239 213,91
Wartość księgowa przedsiębiorstwa	39 198,50	1 656 810,92



Wartość księgowa przedsiębiorstwa według stanu na dzień 1.11.2020r. jest dodatnia i wynosi: **1 656 810,92 złotych. Jest to nadwyżka aktywów Spółki ponad jej wartość zobowiązań i prezentowania jest jedną cyfrą w bilansie Spółki: wartość kapitałów własnych.**

Odpowiednio wyliczenie wartości jednego udziału w kapitale zakładowym wynosi:

Wycena księgowa udziałów

Liczba udziałów, szt
Wartość nominalna jednego udziału, zł
Wartość księgowa jednego udziału, zł

	31.12.2019	1.11.2020
Liczba udziałów, szt	200	1 695,00
Wartość nominalna jednego udziału, zł	50	50,00
Wartość księgowa jednego udziału, zł	195,99	977,47

Wartość jednego udziału spółki wyliczona metodą księgową na dzień 1.11.2020r. wynosi:

977,47 zł

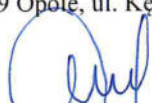
Nie można jednak tej metody przyjąć do wyceny przedsiębiorstwa ani wartości udziałów. Wartość ta jest jedynie cyfrą poglądową.

4) Wycena metodą dochodową

a) Istota i założenia metod dochodowych

Metody dochodowe oparte są na ogólnym założeniu, że przedsiębiorstwo warte jest tyle, ile przyniesie dochodu w założonym okresie przy określonej stopie zwrotu kapitału. Dochód ten może być szacowany w różny sposób: w postaci przyszłych strumieni pieniężnych (cash flow), zysku lub dywidendy. Wielkości te szacowane są dla potrzeb wyceny bądź to precyzyjnie dla każdego roku w założonym okresie przyszłości, bądź też w sposób przybliżony. Wartość dochodową przedsiębiorstwa stanowi więc zaktualizowana na dzień wyceny suma przewidywanych nadwyżek finansowych.

Aby wycenić przedsiębiorstwo przy pomocy metod dochodowych należy określić:



- a) wielkość dochodu (np. zysk, cash flow, dywidenda) w kolejnych latach założonego okresu w przyszłości;
- b) okres, na który dokonywany jest szacunek (okres projekcji dochodu);
- c) stopę dyskontową;
- d) wartość rezydualną.

Dochody

Zarząd Spółki oraz wspólnicy i inwestorzy doszli do przekonania, że przed Spółką pojawiły się nowe możliwości zarobkowania i możliwość do intensywnego rozwoju. Przesłanki takiego scenariusza rozwojowego zostały opisane wyżej. Zarząd opracował 9 – letni biznes-plan rozwoju Spółki, w którym nakreślił zarówno możliwości uzyskiwania przychodów jak też i oszacował dochody możliwe do uzyskania w spółce.

Bazowy plan finansowy przewiduje następujący plan dochodów na poziomie zbliżonym do kumulacji pieniądza (EBITDA), m in. amortyzacja jest dodana do wyniku finansowego brutto:

Rok (pierwszy 2021)	Dochód brutto plus Amortyzacja, w złotych
1 rok	1 803 213,69
2 rok	1 588 813,46
3 rok	1 560 461,29
4 rok	1 551 429,29
5 rok	1 561 058,74
6 rok	1 484 550,17
7 rok	1 528 510,48
8 rok	1 442 581,41
9 rok	1 425 881,89

Odnosząc się do tego planu, w celu zobiektywizowania faktycznych dochodów jakie mogą być uzyskane przeprowadzone zostały obliczenia według trzech wariantów.

Wariant I. Zakłada, że EBITDA ukształtuje się tak jak przewidział to zarząd Spółki. Wystąpienie tego wariantu oszacowano na 50%. Jest to wariant bazowy.

Wariant II. Zakłada, że EBITDA będzie o 25% większa, niż zakłada to zarząd Spółki. Szacunki te wynikają z analizy możliwości wzrostu zainteresowania grami ponad szacunki zarządu. Wystąpienie tego wariantu oszacowano na prawdopodobieństwo 20%.

Wariant III. Zakłada, że wariant I nie zostanie w pełni zrealizowany i zysk wyniesie 90% zysku według tego wariantu. Prawdopodobieństwo wystąpienia tego wariantu oszacowano na 30%.

Dodatkowe poczynione założenia, to:

- nie dzielono zysku pomiędzy dywidendę a pozostawienie w Spółce. Całość zysku osiągniętego uważana jest za dostępna dla Spółki, niezależnie od tego jak zostanie ten zysk rozdysponowany.

Okres prognozy

Bardzo istotne znaczenie dla wyceny przedsiębiorstwa metodami dochodowymi ma horyzont czasowy przyjmowany dla projekcji dochodów. Powinno się go ustalić w taki sposób, aby zgodnie z przyjętymi założeniami przedsiębiorstwo osiągnęło "normalny poziom" działania pod koniec okresu projekcji. Oznacza to, że zgodnie z przewidywaniami powinny wówczas zniknąć sytuacje nadzwyczaj korzystne bądź niekorzystne dla firmy, jak np. rażąco niska bądź wysoka zyskowość, nadzwyczajny przyrost sprzedaży, gwałtowne zmiany stanu zapasów, należności bądź zobowiązań. W ten sposób stworzone zostaną warunki ułatwiające obliczenie wartości rezydualnej. Jeżeli takich zjawisk nie oczekuje się, to należy przyjąć horyzont czasowy powszechnie uznawany przez przedsiębiorców za satysfakcjonujący okres zwrotu nakładów z inwestycji.

Wycena przedsiębiorstwa metodami dochodowymi przeprowadzona została przy założeniu dziewięcioletniego (9) okresu prognozy dochodów przedsiębiorstwa, który jest odpowiednim horyzontem czasowym dla realizacji tzw. zwrotu z inwestycji wysokiego ryzyka. Obecnie w Polsce w zakresie przedsiębiorstw przyjmowane są zwykle okresy od 8 do nawet 12 lat.

Stopa dyskontowa

Do określenia wysokości stopy dyskonta dla potrzeb wyceny autor niniejszego opracowania oparł się na następujących założeniach:

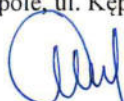
- realna stopa procentowa przy inwestycjach o najniższym ryzyku kształtuje się na światowym rynku kapitałowym na poziomie 3%;
- dodatkowa stopa procentowa, związana z ryzykiem inwestowania w przedsiębiorstwa wynosi ok. 3 %;

Do obliczeń należy więc przyjęto stopę dyskonta w wysokości 6%.

Wartość rezydualna

Wartość rezydualna jest to wartość przedsiębiorstwa w końcowym momencie projekcji strumienia przepływów pieniężnych (dochodu). Określenie wartości rezydualnej polega na oszacowaniu kwoty, jaką można uzyskać sprzedając wszystkie akcje, udziały lub całe przedsiębiorstwo w końcowym momencie szacowania. Wartość ta, może być obliczona wieloma metodami, spośród których najczęściej stosowane są: metoda kapitalizacji dochodów, metoda aktywów netto, metoda wartości likwidacyjnej, metoda mnożnika zysku. Obliczoną wartość rezydualną aktualizuje się następnie do okresu, w którym dokonywany jest szacunek, przy pomocy współczynnika dyskontowego z ostatniego roku prognozy.

W przypadku wycenianego przedsiębiorstwa za najbardziej właściwe do obliczenia wartości rezydualnej uznano metodę aktywów netto. Wartość wzrastać będzie wskutek inwestowania środków z zysku. Ponieważ w prognozie działania przedsiębiorstwa przewiduje się, iż firma dokonywać będzie inwestycji na poziomie amortyzacji, toteż wartość jej aktywów netto na koniec okresu projekcji dochodów będzie równa jej wartości na początek okresu projekcji plus zainwestowane zyski w całym okresie prognozy. Ponieważ nie rozliczano w tym modelu zysku pomiędzy udziałowców a inwestycje w spółce, więc dyskontowaniu podlega sam zysk, natomiast wartość rezydualną przyjęto na niezmiennym poziomie dla wszystkich trzech wariantów i zdyskontowano na koniec okresu projekcji.



b) Wyliczenie wartości przedsiębiorstwa metodą dochodową

Metoda dochodowa opiera się na założeniu, że skala korzyści finansowych, jakie właścicielom przyniesie wyceniane przedsiębiorstwo, określona jest jako suma dwóch podstawowych wartości:

- zaktualizowanej wartości dochodu lub przepływów gotówki (*discount cash flow*) z działalności firmy w założonym okresie w przyszłości;
- zaktualizowanej wartości rezydualnej (*residual value*), czyli wartości przedsiębiorstwa na koniec momentu projekcji.

Aktualizacja omawianych wartości polega na ich dyskontowaniu przy zastosowaniu założonej stopy dyskontowej. Wartość przedsiębiorstwa obliczana jest w ramach tej metody według wzoru:

$$P = \frac{CF_1}{1+r} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \frac{CF_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{CF_t}{(1+r)^t} + \frac{RV}{(1+r)^t}$$

gdzie:

P - wartość przedsiębiorstwa,

CF1 - wartość dochodu (przepływu gotówki) z działalności przedsiębiorstwa w pierwszym roku od momentu wyceny (cash flow),

t - długość okresu projekcji,

r - stopa dyskontowa,

RV - wartość rezydualna.

Do obliczenia wartości przedsiębiorstwa metodą dochodową przyjęto:

- stopę dyskontową = 6%,

- okres projekcji wyników finansowych = 9 lat.

- wartość rezydualną: wartość księgową z początku okresu

Obliczenie **teoretycznej** wartości przedsiębiorstwa według trzech scenariuszy rozwojowych przedstawiają kolejne tabele:

Obliczenia wartości przedsiębiorstwa wg wariantów

Wariant I			
	Przed dyskontem	Stopa dyskonta	Po dyskoncie
Szacunek dochodu rocznego			
1 rok	1 803 213,69	1,06	1 701 145,00
2 rok	1 588 813,46	1,12	1 414 038,00
3 rok	1 560 461,29	1,19	1 310 193,00
4 rok	1 551 429,29	1,26	1 228 877,00
5 rok	1 561 058,74	1,34	1 166 514,00
6 rok	1 484 550,17	1,42	1 046 549,00
7 rok	1 528 510,48	1,50	1 016 547,00
8 rok	1 442 581,41	1,59	905 093,00
9 rok	1 425 881,89	1,69	843 977,00
Wartość rezydualna	1 656 810,92	1,69	980 664,00

Wartość przedsiębiorstwa	11 613 597,00
---------------------------------	----------------------

Wariant II			
	Przed dyskontem	Stopa dyskonta	Po dyskoncie
Szacunek dochodu rocznego			
1 rok	2 254 017,11	1,06	2 126 431,00
2 rok	1 986 016,83	1,12	1 767 548,00
3 rok	1 950 576,61	1,19	1 637 742,00
4 rok	1 939 286,61	1,26	1 536 097,00
5 rok	1 951 323,42	1,34	1 458 142,00
6 rok	1 855 687,71	1,42	1 308 187,00
7 rok	1 910 638,10	1,50	1 270 683,00
8 rok	1 803 226,76	1,59	1 131 367,00
9 rok	1 782 352,36	1,69	1 054 972,00
Wartość rezydualna	1 656 810,92	1,59	1 039 504,00

Wartość przedsiębiorstwa	14 330 673,00
---------------------------------	----------------------

Wariant III			
	Przed dyskontem	Stopa dyskonta	Po dyskoncie
Szacunek dochodu rocznego			
1 rok	1 622 892,32	1,06	1 531 030,00
2 rok	1 429 932,12	1,12	1 272 634,00
3 rok	1 404 415,16	1,19	1 179 174,00
4 rok	1 396 286,36	1,26	1 105 990,00
5 rok	1 404 952,86	1,34	1 049 863,00
6 rok	1 336 095,15	1,42	941 894,00
7 rok	1 375 659,43	1,50	914 892,00
8 rok	1 298 323,27	1,59	814 584,00
9 rok	1 283 293,70	1,69	759 580,00
Wartość rezydualna	1 656 810,92	1,59	1 039 504,00

Wartość przedsiębiorstwa	10 609 145,00
---------------------------------	----------------------

Uwzględniając prawdopodobieństwa wystąpienia poszczególnych scenariuszy rozwoju wyliczenie teoretycznej wartości przedsiębiorstwa przedstawi się następująco:

Wartość przedsiębiorstwa według DCF

	Wartość	Prawdopodobieństwo wystąpienia	Wyliczenie wartości
Wariant I	11 613 597,00	50,00%	5 806 798,50
Wariant II	14 330 673,00	20,00%	2 866 134,60
Wariant III	10 609 145,00	30,00%	3 182 743,50
<i>Razem</i>			11 855 676,60
Wartość przedsiębiorstwa wg DCF, w zaokrągleniu do tysiąca zł			11 860 000,00

Wartość przedsiębiorstwa ustalona metodą dochodową wynosi:

11 860 000,- złotych

(jedenaście milionów osiemset sześćdziesiąt tysięcy złotych)

Konsekwentnie wartość jednego udziału wynosi:

Wycena udziałów wg metody DCF

Liczba udziałów, szt

Wartości

Wartość nominalna jednego udziału, zł

1 695,00

Wartość jednego udziału według metody DCF, zł

50,00

6 997,05

Wartość jednego udziału Spółki ustalona metodą dochodową wynosi:

6 997,05 złotych

(sześć tysięcy dziewięćset dziewięćdziesiąt siedem i 05/100 złotych)

6) Wycena wartości przedsiębiorstwa metodą porównawczą

Metody porównawcze opierają się na porównaniu wycenianej spółki do spółek wycenionych na rynku kapitałowym i ustaleniu na tej podstawie wartości firmy. Ogólny wzór na ustalenie wartości przedsiębiorstwa w metodzie porównawczej jest następujący:

$$P=WE \cdot M$$

gdzie:

- P - wartość przedsiębiorstwa,
- WE - wielkość ekonomiczna,
- M - mnożnik.

Do podstawowych zalet metod porównawczych wyceny przedsiębiorstw zaliczyć należy:

- prostotę obliczeń,
- odwoływanie się do notowań rynkowych,
- ogólną dostępność i łatwość pozyskania danych do wyceny,
- abstrahowanie od – z góry w dużym stopniu subiektywnych – prognoz.

Wady metod porównawczych, a stąd też ich krytyka, dotyczą głównie trzech obszarów wynikających z:

- subiektywności i w dużym stopniu dowolności w przyjmowaniu poszczególnych danych do wyceny,
- zastosowania w wycenie wartości księgowych podatnych na manipulacje,
- ograniczonych możliwości zastosowania.

Mimo istotnych wad metod porównawczych warto sprawdzić jak rynek kapitałowy wycenia przedsiębiorstwo i porównać z wynikami uzyskanymi innymi metodami i na danych faktycznych wycenianego przedsiębiorstwa.

Do porównań wybrano 4 spółki notowane na giełdzie papierów wartościowych na rynku równoległym: NewConnect. Notowania ściągnięto dnia 16 listopada 2020r. Wybrane spółki można uważać za konkurentów wycenianego podmiotu.

Uzyskano następujące dane:

Spółka do porównań	Wartość rynkowa, w mln zł	Wartość księgowa, w mln zł	C/WK	C/Z
ONE MORE LEVEL SPÓŁKA AKCYJNA	604,74	24,31	24,88	x
BLOOBER TEAM SPÓŁKA AKCYJNA	266,86	35,78	7,46	26,2
CARBON STUDIO SPÓŁKA AKCYJNA	93,84	5,48	17,11	118,4
JUJUBEE SPÓŁKA AKCYJNA	24,19	0,95	25,56	x
Średnie notowania			18,75	72,3

Wskaźnik C/Z dla dwóch wybranych spółek nie jest nawet publikowany (straty). Dla pozostałych dwóch jest niezwykle wysoki. Jeżeli tylko założyć, że wyceniana spółka będzie przynosić rocznie tylko 1 mln złotych (a planowane jest 1,5 mln zł), to wycena porównawcza daje wartości od 26 do 118 mln złotych. Oczywiście wartości te są wyjątkowo wygórowane. Bardziej adekwatne są wyceny porównawcze według wskaźnika „cena do wartości księgowej” (C/WK). Wartość księgowa INTERMARUM wynosi 1.7 mln złotych. Według wyceny rynkowej w porównaniu do notowań wybranych czterech spółek wartość INTERMARUM ukształtowała by się następująco:

Wycena Intermarum wg wskaźnika C/WK:	W mln zł
ONE MORE LEVEL SPÓŁKA AKCYJNA	42,3
BLOOBER TEAM SPÓŁKA AKCYJNA	12,7
CARBON STUDIO SPÓŁKA AKCYJNA	29,1
JUJUBEE SPÓŁKA AKCYJNA	43,5

Najniższa z wycen rynkowych porównawczych jest według wskaźnika spółki BLOOBER TEAM SPÓŁKA AKCYJNA i wynosi 12,7 mln złotych, czyli wyżej niż ustalona analityczną metodą dochodową DCF (11,9 mln złotych).

5) Ustalenie wartości przedsiębiorstwa Spółki i udziałów Spółki

W niniejszym opracowaniu dokonano wyceny wartości przedsiębiorstwa trzema metodami. Metoda księgową obrazuje jedynie stan księgowy i nie może być przydatna do określenia wartości przedsiębiorstwa i udziałów spółki do ekwiwalentnej wymiany, gdyż nie uwzględnia potencjalnych możliwości zarobkowych.

Przy założonym celu – ustalenia wartości przedsiębiorstwa do celów ekwiwalentnej wymiany **właściwą metodą wyceny będzie metoda dochodowa, gdyż ustala ona wartość godziwą przedsiębiorstwa i udziałów spółki.** Zatem konkluzja o wartości sprowadza się do wartości uzyskanych metodą dochodową, przy czym przedział negocjacyjny powinien ustalić właściciel udziałów, biorąc pod uwagę również inne czynniki, które mogą mieć dla niego istotne znaczenie, a które nie są ujęte w niniejszym opracowaniu.


Ostatecznie wyceniający, biorąc pod uwagę przeprowadzoną analizę, w tym również analizę SWOT uważa, że wartość przedsiębiorstwa spółki INTERMARUM sp. z o.o. wynosi:

11 860 000,- złotych
(jedenaście milionów osiemset sześćdziesiąt tysięcy złotych)

A wartość jednego udziału Spółki ustalona metodą dochodową wynosi:

6 997,05 złotych
(sześć tysięcy dziewięćset dziewięćdziesiąt siedem i 05/100 złotych)

Badanie metodą porównawczą jak rynek wycenia podobne przedsiębiorstwa wskazuje, że rynek wycenia je zdecydowanie wyżej, a zatem określone wyżej



wartości są bezpieczne pod względem zarzutu o zawyżonej wycenie, zatem tak wycenione udziały mogą być np. przedmiotem wymiany na akcje spółki akcyjnej notowanej na rynku regulowanym.

6) Ustalenie parytetu wymiany z akcjami ARTP CAPITAL S.A.

Wspólnicy spółki INETERMARUM spółka z ograniczoną odpowiedzialnością prowadzą rozmowy zmierzające do połączenia się ze spółką giełdową ARTP CAPITAL Spółka Akcyjna, gdzie przejmującą spółką ma być ARTP CAPITAL S.A.

W celu ustalenia parytetu wymiany zostały wykonane wyceny obu spółek. Do obliczenia parytetu wymiany przyjęto wyceny sporządzone na tej samej podstawie metodologicznej, t.j. wyceny dokonane metodą dochodową DCF (discount cash flow). Ustalenie parytetu wymiany:

	Intermarum sp. z o.o.	ARTP CAPITAL S.A.
Wartość przedsiębiorstwa	11 860 000,00	5 390 000,00
Liczba udziałów/akcji	1 695	51 556 666
Wartość jednostki uczestnictwa	6997,050147	0,104545162
Parytet wymiany	66928,49303	
Parytet w liczbach całkowitych	66 928	

Co oznacza, że:

Za jeden udział Spółki INETERMARUM, wspólnik tej spółki powinien w wyniku połączenia spółek otrzymać 66 928 sztuk akcji spółki ARTP CAPITAL S.A.


.....
mgr Grażyna Obarzanek
CERTYFIKAT KSIĘGOWY
nr 32716/2008