

Andrzej Półkoszek Consulting

Wycena przedsiębiorstwa Mousetrap Games sp. z o.o. i jego udziałów, zgodnie ze stanem wiedzy na dzień 30.06.2020 r., według wartości rynkowej do celów komercyjnych i zarządczych

Raport opracowany przez mgr inż. Andrzeja Półkoszek (web: polkoszek.pl)

21 sierpnia 2020

Rekomendowane wyniki przeprowadzonej wyceny na podstawie raportu pn.

Wycena przedsiębiorstwa Mousetrap Games sp. z o.o. i jego udziałów, zgodnie ze stanem wiedzy na dzień 30.06.2020 r., według wartości rynkowej do celów komercyjnych i zarządczych

Wartość rynkowa wycenianego przedsiębiorstwa i jego udziałów/akcji przy uwzględnieniu kontynuacji działalności gospodarczej została oszacowana na sumę:

18 500 000 PLN

Słownie: osiemnaście milionów pięćset tysięcy złotych

Wartość jednostkowa udziału/akcji przypadającego na przedmiot wyceny została oszacowana na kwotę **87 264,15 PLN/jedn.udziału** [przy ilości 212 udziałów]

Pole negocjacji [obszar negocjacji] wartości przedsiębiorstwa zostało określone w ramach wyceny, jako:

- Wartość minimalna: **17 400 000 PLN** – odchylenie -5,9% [wart. jedn. udziału: **82 075,47 PLN/jedn.udziału**]
- Wartość maksymalna: **19 600 000 PLN** – odchylenie +5,9% [wart. jedn. udziału: **92 452,83 PLN/jedn.udziału**]

W przypadku, gdy wyceniane aktywa będą przedmiotem zbycia, które stanowi czynność opodatkowaną podatkiem VAT, wartość przedstawiona w wycenie winna być rozumiana jako wartość netto dla celów tego podatku.



ANDRZEJ PÓLKOSZEK
KONSULTING
62-040 Puszczykowo, ul. Tulipanowa 1
NIP: 522-174-22-92, REG. 012252755

Andrzej Półkoszek Konsulting
21 sierpnia 2020

Zakres raportu:

Uwagi i zastrzeżenia do raportu.....	5
Zestawienie skrótów ekonomicznych	6
1 Kontekst raportu	7
1.1 Identyfikacja przedmiotu analizy oraz jej okoliczności.....	7
1.2 Podstawowe linie produktowe.....	7
1.3 Cel opracowania raportu.....	7
1.4 Materiały źródłowe.....	8
1.5 Czynniki kształtujące zmiany kapitału obrotowego (według Zarządu spółki).....	8
1.6 Charakterystyka finansowa	8
1.7 Dzień wyceny.....	9
1.8 Zakres czasu objęty analizą finansową.....	9
2 Ramowa charakterystyka rynku	11
2.1 Przegląd danych rynkowych	11
2.2 Podstawowe wnioski z przeprowadzonej analizy rynku	24
3 Sekwencja wycen spółki i jej konsekwencje.....	25
4 Specyfikacja metod wyceny przedsiębiorstwa i warunki doboru metod.....	25
5 Koncepcja wyceny przedsiębiorstwa i podstawowe uwarunkowania tej wyceny.....	29
5.1 Pojęcie wartości wyceny	29
5.2 Wizja metodologii i okresu referencyjnego prognozy.....	29
5.3 Okres referencyjny wyceny, a wartość rezydualna.....	30
5.4 Sposób dywersyfikacji ryzyka wyceny spółki	32
5.5 Stopy dyskontowe	32
6 Zasady wyceny startupów technologicznych i/lub przedsiębiorstw w początkowej [lub szczególnie dynamicznej] fazie rozwoju	33
6.1 Metodologia.....	33

7	Wycena wartości MTG.....	37
7.1	Identyfikacja metody [metod] wyceny przedsiębiorstwa	37
7.2	Wskaźniki weryfikacyjne metody dochodowej DCF.....	38
7.3	Źródło analizy wskaźników weryfikacyjnych	39
7.4	Korekta wyceny z tytułu aktywów i pasywów nieoperacyjnych	39
7.5	Okres referencyjny prognozy	40
7.6	Sprzedaż i dynamika	41
7.7	Wydajność gotówkowa sprzedaży brutto	41
7.8	Dynamika kapitału obrotowego	42
7.9	Stopa inwestycji.....	44
7.10	Stopy dyskontowe	45
7.11	Wartość rezydualna	46
7.12	Wartość spółki oparta na zdyskontowanych dywidendach.....	47
7.13	Wartość mnożnikowa spółki.....	48
7.14	Wartość mieszana spółki.....	48
7.15	Podsumowanie wyceny spółki.....	49
7.16	Analiza wrażliwości wyniku metody dochodowej DCF na zmiany wybranych parametrów prognozy finansowej.....	51
7.17	Metoda inwestorska	51
8	Dyskusja wyników wyceny spółki	51
	Załączniki do raportu.....	52
	Lista ilustracji w raporcie.....	53
	Autor [nota].....	53

Uwagi i zastrzeżenia do raportu

- Raport stanowi opracowanie ekonomiczne. Zostały w nim uwzględnione wyłącznie te informacje o charakterze formalnoprawnym i technicznym, których wpływ na aspekty ekonomiczno-finansowe został uznany za istotny.
- Raport został przygotowany w oparciu o informacje uzyskane od Zleceniodawcy i w zaufaniu do poprawności otrzymanych informacji. Kompletność oraz poprawność otrzymanych informacji nie była przedmiotem odrębnej weryfikacji. Zleceniobiorca nie ponosi odpowiedzialności za błędy lub nieścisłości Raportu wynikające z otrzymania niekompletnych lub nieprawdziwych informacji.
- W przypadku, gdy przedmiot wyceny stanowią głównie lub m.in. aktywa niematerialne, Autor raportu dokonuje wyceny przy uwzględnieniu najbardziej oczywistej identyfikacji i interpretacji tego przedmiotu, zgodnej z ustawą o rachunkowości i praktyką ekonomiczną. W sytuacji, gdy określenie przedmiotu wyceny, niezależnie od jego cech jest odmienne od katalogu ustawowego i wynika z przyjętej przez Zleceniodawcę koncepcji prawnej, poprawność tej koncepcji nie obciąża w żaden sposób Autora wyceny. Niniejsze opracowanie nie stanowi bowiem w żadnym istotnym zakresie analizy o charakterze prawnym, a jedynie odwołuje się do zagadnień prawnych w takim zakresie, jaki został uznany przez Autora za adekwatny.
- Zleceniobiorca nie ponosi jakiegokolwiek odpowiedzialności za wykorzystanie Raportu przez osoby trzecie. Zleceniobiorca nie ponosi odpowiedzialności za wykorzystanie fragmentów lub danych z Raportu w ramach innych dokumentów lub materiałów.
- Autor nie jest powiązany ani z organizacją Zleceniodawcy, ani z jednostkami od niej zależnymi w sposób bezpośredni lub pośredni. Tym samym posiada pełną zdolność do niezależnego świadczenia usług doradczych w zakresie objętym treścią tego Raportu.
- Raport został opracowany na potrzeby i na podstawie decyzji Zleceniodawcy i może być wykorzystywany wyłącznie w celu, który został w jego ramach zdefiniowany.

Zestawienie skrótów ekonomicznych

BEP	- Break Event Point [próg rentowności]
CAPM	- Capital Assets Pricing Model [model giełdowy wyceny kosztu kapitału, model wartościowania aktywów kapitałami własnymi]
DCF	- Discounted Cash Flows [zdyskontowane przepływy pieniężne]
EBIT	- Earnings Before Interests and Taxes [zysk operacyjny [zysk przed kosztami finansowymi i opodatkowaniem]
EBT	- Earnings Before Taxes [zysk brutto]
ENPV	- Expected Net Present Value [oczekiwana wartość zaktualizowana netto, wartość średnia ważona analizy scenariuszy]
WGSB	- Wydajność gotówkowa sprzedaży brutto [odpowiednik skorygowanej rentowności operacyjnej EBIT/Sprzedaż]
WGSN	- Wydajność gotówkowa sprzedaży netto [odpowiednik skorygowanej rentowności netto NOPLAT/Sprzedaż]
EVA	- Economic Value Added [ekonomiczna wartość dodana]
FCF	- Free Cash Flows [wolne przepływy pieniężne]
IRR	- Internal Rate of Return [wewnętrzna stopa zwrotu]
KPiR	- Podatkowa Księga Przychodów i Rozchodów
MIRR	- Modified Internal Rate of Return [zmodyfikowana wewnętrzna stopa zwrotu]
MSBSF	- Międzynarodowe Standardy Badania Sprawozdań Finansowych
MSR	- Międzynarodowe Standardy Rachunkowości
MSSF	- Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej
NOPLAT [NOPAT]	- Net Operating Profit Less Adjusted Taxes [Net Operating Profit After Taxes, zysk operacyjny po opodatkowaniu]
NPV	- Net Present Value [wartość zaktualizowana netto]
ROIC [ROCE, ROC]	- Return on Invested Capital [Return on Capital Employed, stopa zwrotu z kapitału zainwestowanego]
RV	- Residua Value [wartość rezydualna, wartość pozostałościowa]
RZIS	- Rachunek zysków i strat
UE	- Unia Europejska
UPRP	- Urząd Patentowy Rzeczypospolitej Polskiej
WACC	- Weighted Average Cost of Capital [średni ważony koszt kapitału]
WNIPI	- Wartości niematerialne i prawne
IP	- Intellectual Capital [kapitał intelektualny]
IA	- Intangible Assets [aktywa niematerialne]

W raporcie w przypadku tych zestawień, które nie zawierają informacji o źródle opracowania, należy przyjmować, że są one zgodne z formułą „opracowanie własne”.

1 Kontekst raportu

1.1 Identyfikacja przedmiotu analizy oraz jej okoliczności

- 1.1.1 Przedmiotem raportu jest analiza i wycena przedsiębiorstwa Mousetrap Games sp. z o.o., ul. Stacha Świstackiego 20/4, 50-430 Wrocław, KRS: 0000673373, NIP: 8943102623, REGON: 367049230, web: <https://mousetrap.games/> [dalej: **MTG, spółka**].
- 1.1.2 Spółka została wpisana do KRS w dniu 11 kwiecień 2017 r. W dniu 9 październik 2018 zmieniono nazwę ze "SPORT PUZZLE SPÓŁKA Z OGRANICZONĄ ODPOWIEDZIALNOŚCIĄ" na "DATARINO.RESEARCH SPÓŁKA Z OGRANICZONĄ ODPOWIEDZIALNOŚCIĄ". W dniu 31 styczeń 2019 zmieniono nazwę z "DATARINO.RESEARCH SPÓŁKA Z OGRANICZONĄ ODPOWIEDZIALNOŚCIĄ" na "MOUSETRAP GAMES SPÓŁKA Z OGRANICZONĄ ODPOWIEDZIALNOŚCIĄ" [obecna nazwa].
- 1.1.3 Kierunkowa działalność gospodarcza spółki to **produkcja i sprzedaż gier z przeznaczeniem na urządzenia mobilne**.
- 1.1.4 Spółka znajduje się w początkowej fazie swojej ekspansji rynkowej, opracowując nowe produkty i strategię ich implementacji rynkowej. Program rozwoju zakłada stopniową aktywizację działalności spółki w sferze komercyjnej w latach 2020-2024. Rok 2024 miałby być pierwszym okresem obrotowym, który można by uznać za w pełni reprezentatywny początek fazy operacyjnej. W istocie faza inwestycyjna i faza operacyjna w działalności spółki występują równocześnie w okresie 2020-2023, co wynika z faktu, że spółka rozwija kilka linii produktowych, a ich efekty są różnie rozłożone w czasie.

1.2 Podstawowe linie produktowe

- 1.2.1 **Hyper-casual**: gry hyper-casual są otwarte na jak największą grupę potencjalnych klientów. Osiągają to poprzez przystępne sterowanie i atrakcyjną szatę graficzną. Rozgrywkę można przeważnie kontrolować jednym palcem, dzięki czemu można w nie grać w dowolnym miejscu i czasie. Koszt wytworzenia tych gier jest niski ze względu na krótki czas ich produkcji. Przewidywana żywotność gier typu hyper-casual jest krótsza niż gier GaaS (Game as a Service).
Źródło przychodów - reklamy + opłaty wewnątrz gry, czyli In App Purchase (IAP).
- 1.2.2 **Freemium**: termin ten został zastosowany w prognozie finansowej, jako swojego rodzaju skrót myślowy. To są gry typu: Mid-core, czyli otwarte na grupę która gra w więcej niż jedną grę, jednak nie ma tak dużo czasu na granie, jakby chciała. Gry osiągają to poprzez przystępne sterowanie i atrakcyjną szatę graficzną. Rozgrywka jest bardziej zaawansowana niż w przypadku gier typu casual, jednak nadal nie wymaga zbyt dużego zaangażowania. Koszt wytworzenia tych gier jest średni. Przewidywana żywotność tego typu gier to kilka tygodni do kilkunastu miesięcy.
Źródło przychodów - reklamy + opłaty wewnątrz gry, czyli In App Purchase (IAP).
- 1.2.3 **Premium**: to gry, które mogą mieć dowolną rozgrywkę, jednak nie posiadają w sobie reklam i są sprzedawane w klasycznym modelu, najpierw kup, potem graj. Dzięki temu gracz może całkowicie oddać się rozgrywce, bez bycia rozpraszanym przez reklamy i namawianie do zakupów. Często te gry są trudniejsze niż gry w modelu Freemium.
Źródło przychodów - płatność z góry, czyli żeby zagrać trzeba zapłacić. Coraz częściej mimo tego dodaje się również dodatkowe zakupy w grze IAP.
- 1.2.4 **Publishing**: to w istocie nie jest kategoria gier, tylko model zarabiania na nich. Polega on na pozyskiwaniu gotowych lub prawie gotowych gier z rynku, a następnie skupieniu się na ich wydaniu, czyli dotarciu do jak największej grupy odbiorców.
Źródło przychodów - przychody wynikają z modelu rev-share, tzn. z takiego, w którym publisher (czyli MTG), dzieli się przychodami z developerem (firma która wyprodukowała grę). Zakres podziału w zależności od ilości pracy włożonej przez developera w przygotowanie gry jest od: 50 (publisher) / 50 (developer), gdy jest bardzo duże zaangażowanie developera, do 95 (publisher) / 5 (developer) - przy minimalnym zaangażowaniu developera.
- 1.2.5 **Master**: to robocza nazwa dla dużej gry, którą MTG planuje opracować po pozyskaniu odpowiedniej ilości danych o zachowaniach użytkowników. Duża gra to taka, która angażuje użytkowników na minimum parę miesięcy do paru lat.
Źródło przychodów - reklamy + opłaty wewnątrz gry, czyli In App Purchase (IAP).

1.3 Cel opracowania raportu

- 1.3.1 Raport został opracowany dla potrzeb wyceny wartości MTG do celów komercyjnych (aportowych) i zarządczych.

1.3.2 Wobec powyższego docelowy wynik wyceny jest definiowany, jako wartość rynkowa.

1.3.3 Bezpośrednim zleceniodawcą opracowania raportu jest Zarząd spółki.

1.4 Materiały źródłowe

1.4.1 Sprawozdanie finansowe spółki za lata 2017-2019 oraz 2020 [I półrocze].

1.4.2 Prognoza finansowa dla przedsiębiorstwa w okresie 2020-2024.

1.4.3 Raport pn. „Mobile Game Monetization Report”, opracowany w 2020 r. przez Unity Ads.

1.4.4 Raport pn. „Global Games Market Report - Key Trends | Market Sizing & Forecasts Special Focus Topics | Rankings”, opracowany w 2020 r. przez agencję Newzoo.

1.4.5 Raport pn. „Wycena przedsiębiorstwa Mousetrap Games sp. z o.o. i jego udziałów, zgodnie ze stanem wiedzy na dzień 30.09.2019 r., według wartości rynkowej do celów komercyjnych i zarządczych”, opracowany w dniu 16.03.2020 r. przez Andrzej Półkoszek Konsulting.

1.4.6 Konsultacje z przedstawicielami Zleceniodawcy w zakresie informacji dodatkowych [np. o specyfikacji zobowiązań poza bilansowych].

1.4.7 Bazy danych Urzędu Patentowego RP [www.uprp.pl] i bazy międzynarodowe [TMview, WIPO i inne].

1.4.8 Rankingi serwisu internetowego Damodaran Online [wskaźniki branżowe dla spółek europejskich].

1.4.9 Informacje o przedsiębiorstwie oraz rynku sektorowym dostępne w sieci Internet.

1.5 Czynniki kształtujące zmiany kapitału obrotowego (według Zarządu spółki)

1.5.1 Płatności w najbardziej popularnym modelu spływają do 4 tygodni, z czego wynika to jedynie z czasu jaki jest potrzebny na przeprosowanie przez marketplacy, tj. Google, Apple, czy innych operatorów.

1.5.2 Reklamodawcy funkcjonują dokładnie tak samo, tzn. każde wyświetlenie reklamy jest naliczane na koncie spółki u danego reklamodawcy i automatycznie spływa na konto firmowe MTG w cyklach 1-2 tygodniowych [maksymalnie 4 tygodnie].

1.5.3 W gamingu wszystko jest zautomatyzowane, tj. w przypadku dużych operatorów, jak Google i Apple. Sieci reklamowe działają w modelach wypłacania środków Pay as you go, czyli jak przestają wypłacać środki na bieżąco, to przestają wyświetlać reklamy.

1.5.4 Statystycznie w najbardziej typowym modelu płatności można by było spodziewać się ok 60% przychodów na rzecz IAP, a 40% na rzecz reklam. Jednakże proporcje te bywają zróżnicowane, w zależności od tytułu. W 2019 r. większość przychodów spółka generowała w kanale Premium. W 2020 roku Zarząd oczekuje raczej proporcji 50/50 reklamy/IAP.

1.6 Charakterystyka finansowa

1.6.1 W praktyce lata 2017-2019 były poświęcone na budowanie określonej strategii operacyjnej firmy. Przychody w roku 2018 wynosiły niespełna 90 tys. PLN, a w roku 2019 osiągnęły 782 tys. PLN. Rok ten zakończył się zyskiem netto w wysokości 231,4 tys. PLN. W I półroczu 2020 r. przychody wynosiły 235,3 tys. PLN, ale wynik na sprzedaży zakończył się stratą w wysokości 825,4 tys. PLN. Zasadniczy wpływ na tę stratę miały koszty usług obcych, które sięgały 764,7 tys. PLN, kiedy np. rok wcześniej było to 516,2 tys. PLN i to za 12, a nie za 6 m-cy. Strata operacyjna w I półroczu 2020 została istotnie pogłębiona przez saldo pozostałych kosztów operacyjnych w kwocie 588,1 tys. PLN, z czego aż 569,9 tys. PLN składało się na zamknięcie części projektu rozwojowego, zakończony wynikiem negatywnym. Zdarzenie to jednak miało charakter incydentalny.

1.6.2 Struktura aktywów jest obecnie zdominowana przez aktywa obrotowe, reprezentowane głównie przez sferę zapasów, w ramach których zasadnicze salda to produkcja w toku oraz produkty gotowe. W kolejnych latach ta pozycja winna kształtować się niżej, zważywszy na aktywizację sfery komercyjnej działalności spółki. Sfera aktywów trwałych jest reprezentowana głównie przez zakupione projekty gier, księgowane jako aktywa niematerialne. Aktywność inwestycyjna spółki ograniczać się ma do odtworzenia narzędzi programistycznych [sprzęt komputerowy].

1.6.3 Kapitał podstawowy MTG wynosił na koniec 2019 r. 6,5 tys. PLN i składał się ze 130 udziałów, których posiadaczami były dwie osoby fizyczne. Na koniec I półrocza 2020 r. kapitał podstawowy został podwyższony do 212 udziałów i jego wartość wzrosła do kwoty 10,6 tys. PLN.

- 1.6.4 Wartość zobowiązań wynosiła na koniec I półrocza 2020 r. 2 739,1 tys. PLN, z czego na zobowiązania długoterminowe przypadła kwota 1 267 tys. PLN, a na krótkoterminowe 1 471,4 tys. PLN. Z tego salda kwota 1 030,6 tys. PLN przypadła na tzw. weksle inwestycyjne¹.
- 1.6.5 Według informacji Zarządu spółki oraz okazanych dokumentów [umowa pożyczki] zadłużenie długoterminowe stanowi zobowiązanie wobec jednostki powiązanej [Premium Fund S.A.]. Limit zadłużenia ustalono na 2.000,0 tys. PLN, z terminem spłaty do 01.04.2023 r., przy stopie procentowej 6,00% p.a.
- 1.6.6 Natomiast oprocentowanie weksli zawiera się w zakresie 5-12% i dotyczy dwóch wierzycieli reprezentowanych przez osoby fizyczne. Zasadniczą część łącznej kwoty zobowiązania z tego tytułu została przez wierzycieli prolongowana do dnia 30.06.2021 r. Zgodnie z przekazanymi informacjami większa część zobowiązań wekslowych miała zostać skonwertowana na udziały². Na koniec 2019 r. łączna wartość zobowiązań wekslowych wynosiła 3 503,2 tys. PLN. Tym samym w I kwartale 2020 r. na udziały została przekonwertowana kwota o łącznej wartości 2 693 tys. PLN [a zatem większość zadłużenia wekslowego].
- 1.6.7 Suma bilansowa spółki na dzień 30.06.2020 r. wynosiła 3 785 tys. PLN. Po dokonaniu konwersji części weksli inwestycyjnych na kapitał zapasowy wartość kapitałów własnych wynosiła 1 045,9 tys. PLN.
- 1.6.8 Kapitał obrotowy w I półroczu 2020 został zdeterminowany przez zapasy, co sygnalizuje stopniowe przechodzenie spółki z fazy inwestycyjnej do fazy operacyjnej projektu biznesowego. Począwszy od roku 2021 proporcje pomiędzy należnościami i zobowiązaniami handlowymi mają pozostać zbliżone [przyjęto ten sam cykl rotacji, 31 dni]. W rezultacie wskaźnik dynamiki kapitału obrotowego - począwszy od roku 2021 - kształtuje się w ramach planu finansowego na poziomie 3-4%.

1.7 Dzień wyceny

- 1.7.1 Proces szacowania został oparty na ostatnim dostępnym sprawozdaniu finansowym spółki sporządzonym według stanu na dzień 30.06.2020 r.
- 1.7.2 Tym samym dzień ostatniego dostępnego bilansu [**30.06.2020 r.**] staje się automatycznie **dniem wyceny** przedsiębiorstwa.

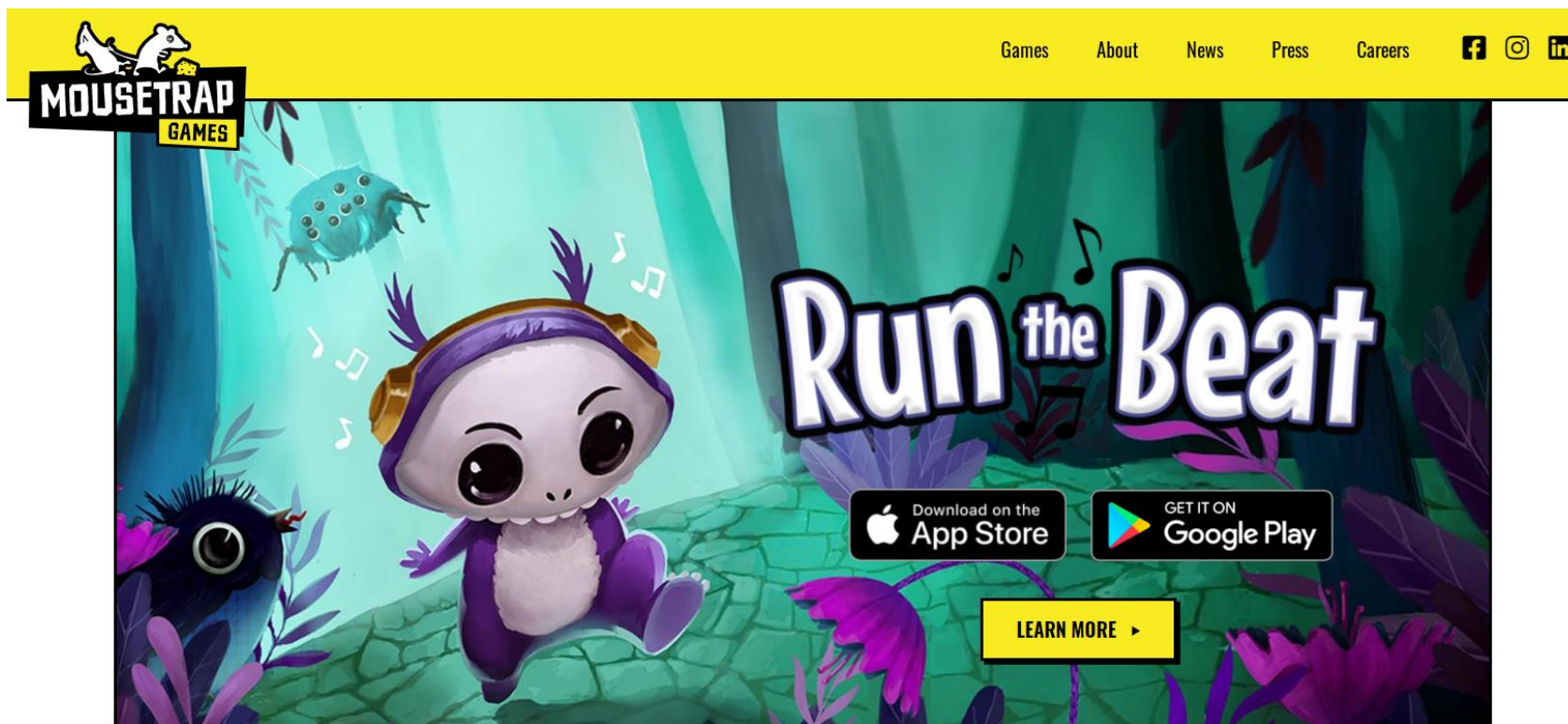
1.8 Zakres czasu objęty analizą finansową

- 1.8.1 Analiza finansowa obejmuje okres pełnych lat **2017-2019 oraz I połowę roku 2020**.
- 1.8.2 Prognoza finansowa spółki obejmuje lata 2020 [II połowa] – 2024.

¹ Według <https://www.fxmag.pl/artypk/weksle-inwestycyjne-na-nieruchomosci-czyli-nieregulowane-obligacje-uokik-ostrzega-przed-ryzykownymi-inwestycjami>: Weksel inwestycyjny jako taki nie istnieje w przepisach polskiego prawa. Jest to stosunkowo nowy instrument finansowy, pozwalający na pozyskanie kapitału z pominięciem istniejących regulacji, weksle bowiem nie są objęte przepisami o publicznych emisjach papierów wartościowych. Weksle te posiadają formalnie wystawcę i nabywcę, czyli konsumenta. Nabywcy kupują weksle na konkretną kwotę (najczęściej minimum 10 tys. złotych), otrzymując od ich wystawcy zobowiązanie spłaty w konkretnym terminie. Weksle te najbardziej spopularyzowały się w inwestycjach budowlanych - z pozyskanych pieniędzy wystawca weksli udziela pożyczek spółkom developerskim, których zabezpieczeniem są realizowane przez nich inwestycje budowlane oraz istniejące już nieruchomości. Weksel inwestycyjny jest oprocentowany. Oznacza to, że jego nabywca oprócz pełnego zwrotu pożyczonej kwoty, powinien otrzymać również odsetki, stanowiące jego zysk z inwestycji. Aktualne oferty wahają się od 4% do nawet 10% rocznie, w zależności od terminu spłaty weksla i częstotliwości wypłaty rat odsetkowych.

² Wobec braku szczegółowych danych przyjąłem, że konwersja miałaby dotyczyć kapitału podstawowego, a nie zapasowego. Dla procesu wyceny ten aspekt nie posiada znaczenia, ważny jest w kontekście zachowania przez spółkę płynności finansowej w okresie referencyjnym objętym prognozą.

Ilustr. 1: Wizualizacja strony web MTG – widok współczesny [źródło: <https://mousetrap.games/>]



This Site Uses Cookies

This site, like many others, uses small files called cookies to help us improve and customize your experience. Learn more about how we use cookies in our cookie policy.

OK

Ilustr. 2: Wybrane salda RZiS oraz bilansu MTG [źródło: sprawozdania finansowe spółki]

<i>dane w PLN</i>				
Okresy obrotowe	2017	2018	2019	2020
Ilość aktywnych m-cy	12	12	12	6 Uwagi do sald wg ostatniego sprawozdania finansowego:
Aktywa razem	10 654	2 073 829	3 719 372	3 784 998 W tym: aktywa trwałe - 27%, aktywa obrotowe - 73%.
Aktywa trwałe	0	1 492 014	1 203 131	1 028 895 W tym WNIP: 1 000 742 PLN.
Aktywa obrotowe	10 654	581 816	2 516 241	2 756 103 W tym zapasy: 1 889 431 PLN, należności: 128 902 PLN.
Kapitał [fundusz] własny	-24 175	4 475	-229 044	1 045 857 W tym kapitał podstawowy: 10 600 PLN.
Zobowiązania i rezerwy	34 829	2 069 355	3 948 417	2 739 141 W tym pozostałe rezerwy: 0 PLN.
Przychody netto ze sprzedaży i zrównane z nimi	0	88 828	908 977	235 294 W tym produkty/usługi: 64 005 PLN, towary: 0 PLN.
Zysk [strata] ze sprzedaży	-29 175	31 933	-20 934	-825 444 -
Zysk [strata] z działalności operacyjnej [EBIT]	-29 175	32 011	-22 452	-1 413 437 -
Zysk netto	-29 175	28 650	-235 019	-1 420 024 -
Wynik EBITDA	-29 175	35 898	60 424	-1 355 398
Wynik NOPLAT	-29 175	25 929	-22 452	-1 413 437
Rentowność [EBIT/Sprzedaż] %	0,0%	36,0%	-2,5%	-600,7%
Kapitał zaangażowany	21 237	12 856	2 237	2 313 610
Stopa zwrotu z kapitału [ROIC] %	-111,4%	-259,7%	64,6%	-120,0%

2 Ramowa charakterystyka rynku

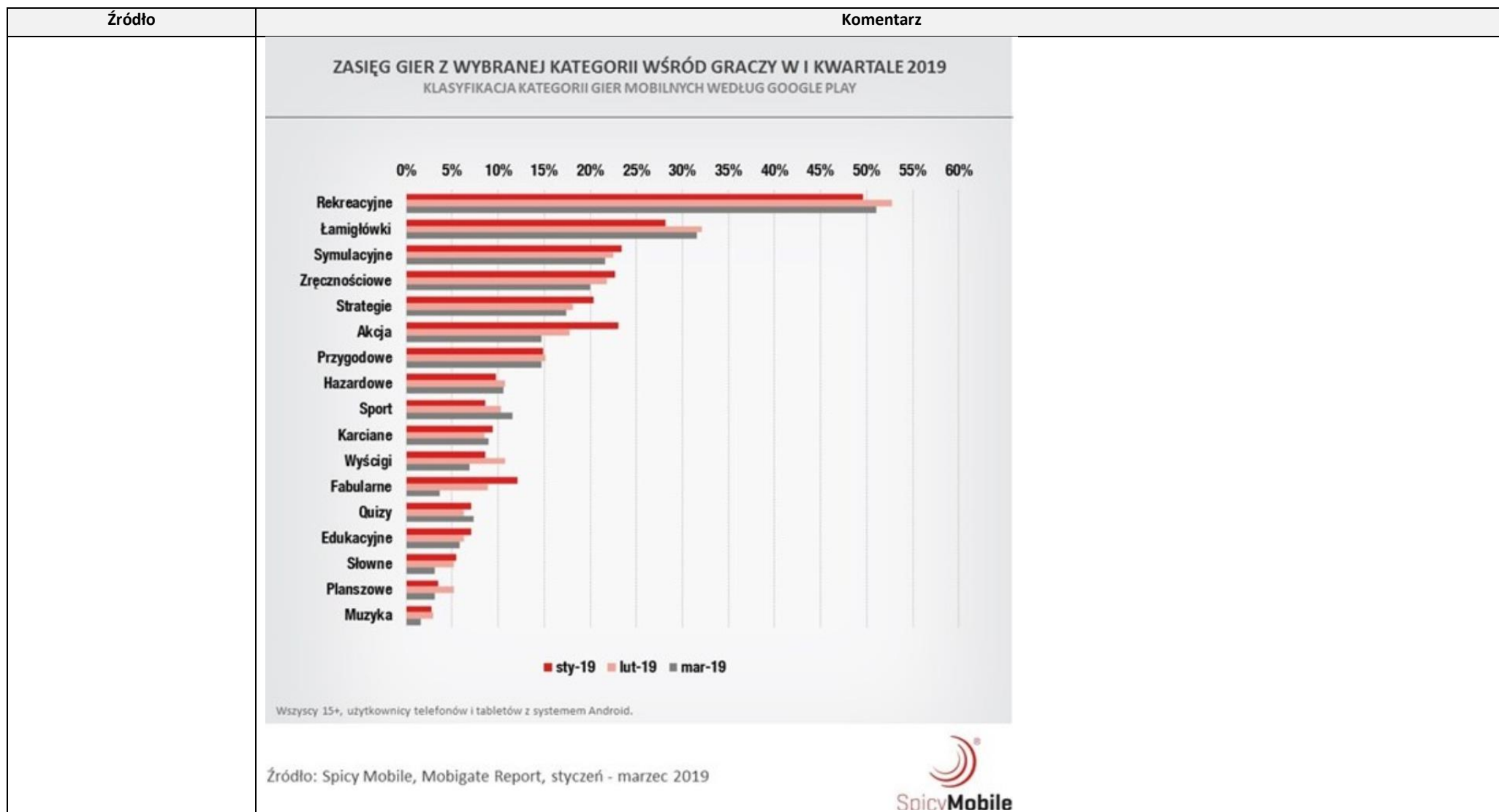
2.1 Przegląd danych rynkowych

Ilustr. 3: Charakterystyka rynku działalności MTG [źródło: Internet]

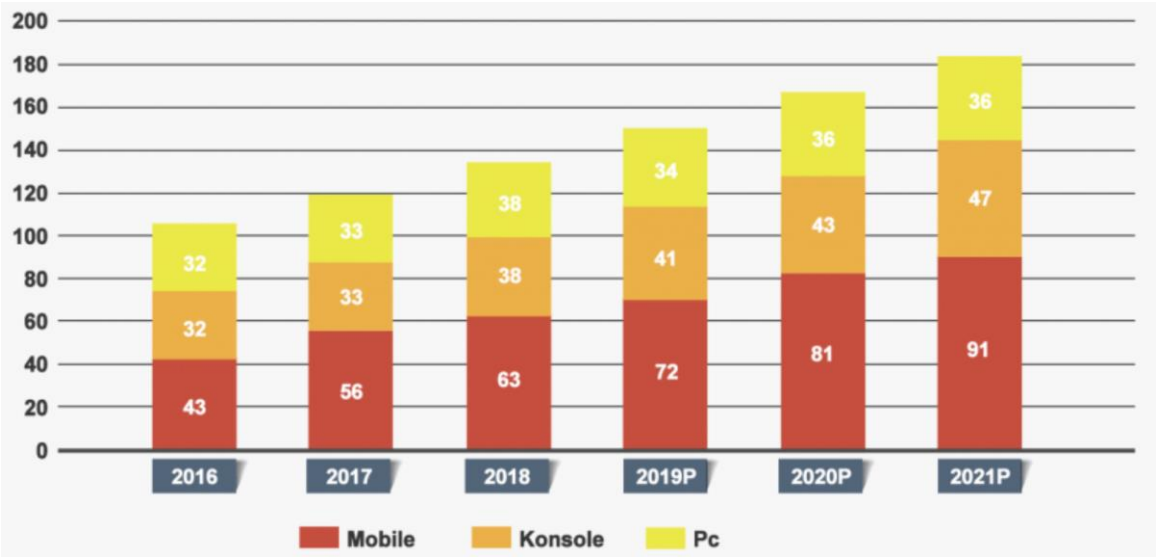
Źródło	Komentarz
Era przed COVID-19	
https://www.bankier.pl/wiadomosc/Gry-mobilne-przerastaja-rynek-gier-na-PC-3529674.html	2016-05-16 09:04 Segment gier mobilnych już w 2015-2016 roku rozwijał się szybciej niż rynek gier tradycyjnych, a przychody z gier na smartfony i tablety przewyższały gry na PC. Do 2019 r. gry mobilne miały odpowiadać za 44% światowego rynku gier. Wg szacunków firmy Newzoo w połowie 2016 r. przychody z tego rynku w 2015 r. wynosiły globalnie 30,4 mld USD. W 2016 r. przychody z gier na smartfony i tablety miały sięgnąć 36,9 mld USD., co przekładało się na 37% rynku - więcej niż w wypadku gier na komputery osobiste. Analitycy Newzoo przewidywali, że do końca 2019 r. całkowita wartość światowego rynku gier przekroczy 118,6 mld USD., z czego 52,5 mld przyniosą gry na urządzenia mobilne.

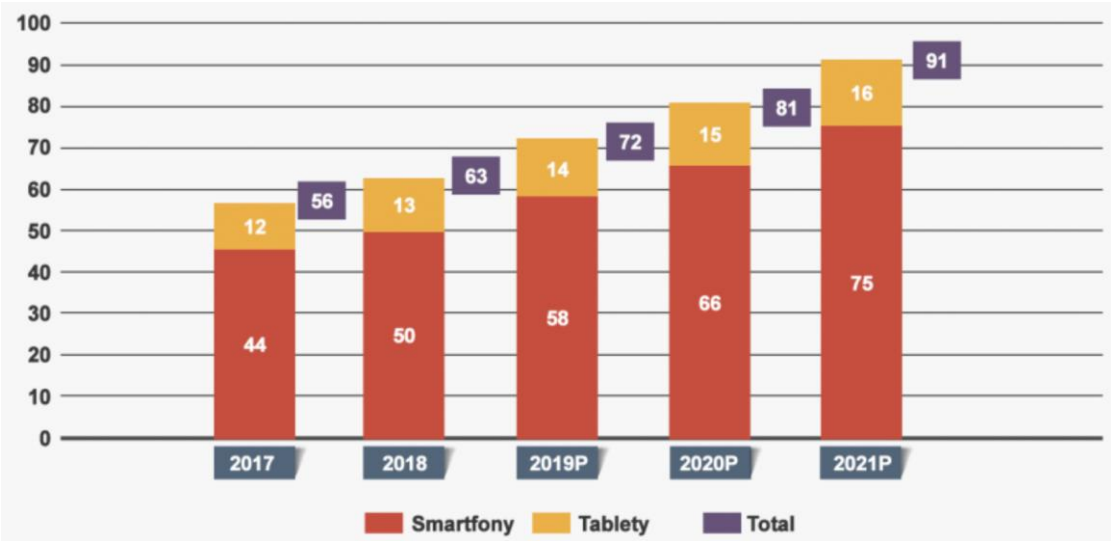
Źródło	Komentarz
	<p>W Polsce działa już kilkadziesiąt studiów specjalizujących się w grach mobilnych. Do największych należą Vivid Games z siedzibą w Bydgoszczy i katowickie Artifex Mundi. Swoją niszę znalazło także nowe studio Huuuge Games. Jako przykład, wskazano firmę Vivid Games, której strategia zakładała tworzenie i wydawanie dwóch własnych i maksymalnie czterech tytułów zewnętrznych producentów rocznie. Firma pracuje w modelu kilku zespołów dedykowanych konkretnym projektom, co pozwala jej zoptymalizować koszty i czas produkcji.</p> <p>Budżety nowych produkcji studia Vivid Games sięgają od 3 do 5 mln PLN, a prace nad nowym tytułem trwają od 8 do 12 m-cy. Nie jest to jednak regułą dla całej branży, bowiem nie funkcjonuje tylko jeden schemat. Np. w przypadku gier Artifex Mundi, zespół od 5 do 10 osób pracuje do 1,5 roku nad jednym tytułem. W tym czasie powstaje prototyp, właściwa gra, dodatkowa zawartość, a także porty na inne urządzenia wraz z lokalizacjami. Wg dyrektora finansowego Huuuge Games, obecnie gry mobilne tworzy się bardzo podobnie, jak gry na platformy stacjonarne. Cykl życiowy gry mobilnej zależy od tego, czy jest to gra płatna czy gra typu freemium. Przy grach premium cykl życia produktu jest zbliżony do gier wydawanych na urządzenia stacjonarne. Można wyraźnie rozdzielić fazy projektowania, produkcji oraz sprzedaży gry.</p> <p>Inaczej wygląda cykl życia gry freemium, bowiem tu wszystkie fazy życia produktu wzajemnie się przenikają. Po fazie projektowania następuje faza sprzedaży gry, ale nie zamyka ona cyklu życia produktu, daje natomiast impuls do dalszego rozwoju gry. Gry freemium wymagają zdecydowanie większego zaangażowania gracza, co przekłada się na potrzebę ciągłego doskonalenia oraz dodawania nowych elementów. Cykl życia gry freemium jest zwykle dużo dłuższy, niż gry premium.</p> <p>Zdarzają się jednak wyjątki. Życie casualowych gier przygodowych może wynosić nawet kilka lat, co jest prawdziwym ewenementem biorąc pod uwagę fakt, że zdecydowana większość z nich nie jest oferowana w modelu F2P [przykład – gra Enigmatis 2: The Mists of Ravenwood. Tytuł swoją premierę miał we wrześniu 2013, a zyski przynosił jeszcze co najmniej w roku 2016. Jednym z kluczowych wskaźników sukcesu gry free-to-play jest retencja, która mówi, ilu graczy do niej wraca. Równie duże znaczenie dla producentów mają wskaźniki tzw. monetyzacji, określające, ile gracze wydają na mikropłatności. Jeśli oba opisane wskaźniki kształtują się na dobrym poziomie, to producent gry freemium może liczyć na wyższe i bardziej trwałe przychody niż w przypadku gry premium.</p> <p>Praktycy branżowi wskazują, że dobrze zarządzana gra mobilna może mieć teoretycznie nieskończony cykl życia. Stworzenie dochodowej gry mobilnej o długim cyklu życia wymaga wiedzy na temat monetyzacji, rozbudowanych technologii +back-end+ i grywalnego produktu.</p> <p>Wg danych Newzoo w 2015 r. przychody z gier w Polsce wyniosły 408 mln USD, z czego 28% miały zapewniać gry na smartfony i tablety. W tym samym czasie gry mobilne odpowiadały za 33% przychodów na światowym rynku gier.</p>
<p>https://www.bankier.pl/wiadomosc/W-2019-roku-gry-mobilne-moga-zdominowac-rynek-7648422.html</p>	<p>W 2019 roku gry mobilne mogą zdominować rynek [2019-03-20].</p> <p>Rynek gier przesuwają się na smartfony, a coraz większym potencjałem charakteryzują się symulatory i rozgrywka sieciowa oraz tryb multiplayer. Gry umożliwiające rywalizację z innymi osobami cieszą się ogromną popularnością zarówno na konsolach, jak i pecetach. Wirtualna rzeczywistość to jednak jeszcze przyszłość rynku gier, nie zaś teraźniejszość. Wg danych Newseria Biznes firma Gaming Factory – twórca gry „Red Dead Redemption 2” – uzyskała z tego tytułu w przeciągu jednego weekendu ponad 700 mln USD.</p> <p>Według szacunków NewZoo wartość globalnego rynku gier komputerowych pod koniec 2018 r. sięgnęła 134,9 mld USD i wzrosła o blisko 11% r/r. Zdecydowanie największym segmentem rynku są gry mobilne - w 2018 roku stanowiły ok. 47% wartości rynku gier. Według danych serwisu App Annie w 2018 roku pobrano 194 mld aplikacji, w sklepach z aplikacjami konsumenci wydali 101 mld USD, a przeciętny użytkownik smartfona w Stanach Zjednoczonych spędzał w aplikacjach prawie 3 godziny dziennie, co oznacza 10% wzrost r/r. Serwis ocenia, że w 2019 roku gry mobilne mogą już osiągnąć 60% udziału w rynku wydatków na gry na wszystkich platformach.</p> <p>Coraz większego znaczenia nabiera rozgrywka sieciowa i tryb multiplayer. Ten element społeczności, rywalizacji z innymi graczami online jest bardzo pożądanym wśród graczy. Cały czas stosunkowo dobrze sprzedają się gry symulacyjne, a tu Polska ma kilku mocnych przedstawicieli [Grupa PlayWay i poszczególne spółki z tej grupy, np. Ultimate Games, który sprzedaje w tej chwili najlepiej oceniany symulator wędkarski na portalu Steam]. Gry umożliwiające rywalizację z innymi osobami cieszą się ogromną popularnością, np. w World of Warcraft gra kilkanaście milionów osób. Przynosząca producentom ogromne dochody seria Call of Duty także opiera się głównie na rozgrywce multiplayer przez Internet.</p>

Źródło	Komentarz
	<p>Zdaniem praktyków rynku to właśnie segment gier mobilnych, w tym symulacyjnych czy umożliwiających rywalizację z innymi graczami, stanowi o przyszłości rynku. Segment gier VR, jeszcze kilka lat temu określany jako rewolucja całego rynku, rozwija się wolniej, niż można było się spodziewać. Przede wszystkim ze względu na zbyt wysokie koszty samego sprzętu.</p>
<p>https://www.telix.pl/artykuly/newsy/2019/01/rynek-gier-mobilnych-rozwija-sie-dynamicznie/</p>	<p>Rynek gier mobilnych rozwija się dynamicznie. Wśród tysięcy nowych aplikacji wrzucanych codziennie do iOS App Store czy Google Play nieco ponad 1/3 z nich to gry. Aplikacji użytkowych jest wprawdzie więcej, ale gry dają developerom najwięcej przychodów. Choć gry na inne platformy są zwykle droższe od wersji mobilnych, to właśnie na rozrywkę w telefonie gracze wydają najwięcej pieniędzy. Według raportów firmy badawczej Statista, do 2021 roku blisko 2,6 mld ludzi będzie grało na telefonach. W stosunku od roku 2014, kiedy przeprowadzono podobne badanie oznacza to wzrost o 1 mld użytkowników.</p> <p>Firmy developerskie coraz chętniej spoglądają na rynek mobilny i nawet najwięksi gracze przeznaczają miliony USD na rozwój swoich produktów w segmencie mobile. Stworzenie udanej gry, często wymaga wielu miesięcy pracy i wysiłków dziesiątków a nawet setek programistów. W mobilne gry inwestuje np. Nintendo, który zyskał setki milionów graczy dzięki Pokemon Go. Innym dobrym przykładem jest też Fortnite od Epic Games – mobilna wersja gry Battle Royale dostępna na iOS i Android, która w ciągu miesiąca od premiery została pobrana ponad prawie 40 mln razy z czego aż 15 mln bez pośrednictwa sklepu Google Play. Na platformie iOS liczba pobrań też idzie w setki milionów. Bezpośredni konkurent Fortnite – PlayerUnknowns Battlegrounds (PUBG) w ciągu roku zdobył 30 mln graczy na PC a gdy wypuszczono wersję mobilną, to bardzo szybko liczba pobrań przekroczyła 60 mln. Szczególnie wśród najmłodszych graczy, dużą popularnością cieszy się Minecraft. Mimo, że gra nie ma modelu free-to-play i kosztuje kilkadziesiąt złotych, to pobrała się kilkadziesiąt milionów razy. Jak widać, inwestowanie w gry mobilne się opłaca, bo za dużą liczbą pobrań idą też duże przychody.</p> <p>W Polsce rynek gier mobilnych też ma kilku ważnych graczy, których gry pobierają się w setkach milionów kopii. Wśród nich wymienia się np. Vivid Games z najpopularniejszą chyba grą bokserską Real Boxing czy This War of Mine, która po sukcesie wersji PC, pojawiała się także na komórkach. Nawet firmy zajmujące się tzw. gamblingiem tworzą aplikacje mobilne umożliwiające rozgrywkę w telefonie. Listę takich ofert można sprawdzić na stronie ranking bukmacherów 2019. Np. działający na krajowym rynku STS stworzył aplikację STS Mobile, która pozwala na te działania co na stronie www.</p> <p>Według raportu AppAnnie, monitorującej rynek aplikacji mobilnych, gry mobilne są lukratywnym biznesem. W 2017 roku wartość tego rynku była już ponad 2 razy większa niż wartość rynku gier na PC i Mac i 3.6 razy większa niż wartość gier na konsole. Warto zatem inwestować w ten segment rynkowy. Według niektórych przewidywań, szczególnie młodzi ludzie coraz bardziej odchodzą do telewizji i tzw. starych mediów, zwracając się ku nowym formom rozrywki, czyli w szczególności grom i aplikacjom. Nawet Facebook staje się dla nich „przestarzały”, oddając pole Snapchatowi i Instagramowi. Tezę tę potwierdza niedawno opublikowany list władz Netflixa do inwestorów – zwraca się w nim uwagę, że dla tej – największej na świecie – platformy streamingowej, największą konkurencją nie jest HBO Go, tylko Fortnite, który zabiera najwięcej młodych użytkowników.</p>
<p>https://interaktywnie.com/biznes/newsy/biznes/rynek-gier-mobilnych-w-polsce-oto-nowy-raport-258954</p>	<p>RYNEK GIER MOBILNYCH W POLSCE. NOWY RAPORT [29.05.2019 BADANIA INTERNETU / BIZNES].</p> <p>Polscy gracze wydają więcej pieniędzy na gry mobilne, niż na gry konsolowe czy na gry PC. Wg raportu „Gracze 2019” i danych Newzoo i Wargaming polski rynek gier jest wart aktualnie 541,5 mln USD, przy czym 40% tej kwoty (216,2 mln USD) stanowią wydatki na gry mobilne na smartfony i tablety. Pozostałe 325,3 mln USD polscy gracze przeznaczają na gry PC oraz gry konsolowe. Wg danych Agencji Spicy Mobile użytkownicy urządzeń mobilnych grają w gry mobilne raczej w dni robocze niż podczas weekendów, przy czym 61% graczy stanowią kobiety. Najpopularniejszą kategorią gier mobilnych są gry rekreacyjne. Przynajmniej raz w miesiącu sięga po nie co drugi gracz w Polsce. Warto podkreślić, że w kategorii gier rekreacyjnych w sklepie Google Play można znaleźć jedno z topowych gier na rynku, jak Pou, My Talking Tom czy Candy Crush Saga. Najbardziej angażującą grupą gier są z kolei gry karciane. Najmniej - w skali dnia - użytkownicy poświęcają na gry planszowe, quizy i edukacyjne. Raport „Gracze 2019” pokazuje także, które z kategorii gier mobilnych są najbardziej popularne wśród kobiet, a które gry przyciągają mężczyzn. Kobiety częściej niż mężczyźni sięgają po gry rekreacyjne (68%), przygodowe (61%) oraz muzyczne (60%). Mężczyźni z kolei dominują zdecydowanie w segmencie gier sportowych (w tej grupie gier mobilnych stanowią aż 81% użytkowników), planszowych (71%) i quizach (71%). Co ciekawe, równe proporcje płci odnotowano dla gier hazardowych i słownych.</p>



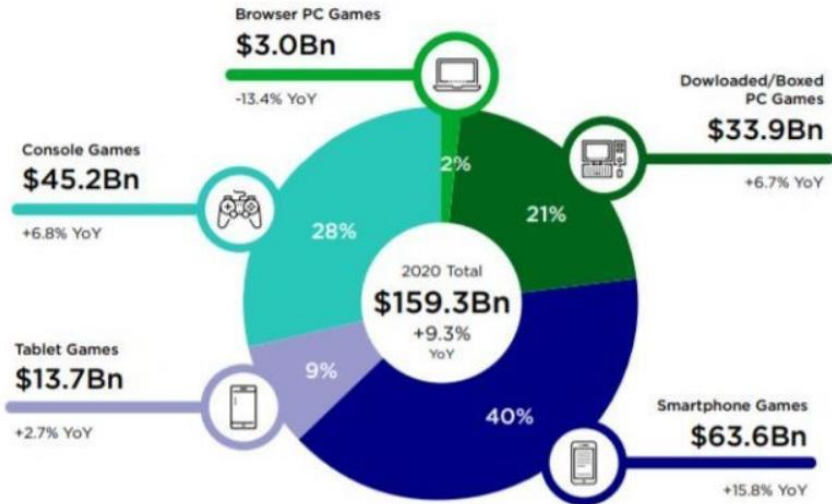
Źródło	Komentarz																																																						
	<div data-bbox="448 252 1444 1173" style="text-align: center;"> <p>UDZIAŁ KOBIET W POSZCZEGÓLNYCH KATEGORIACH GIER <small>KLASYFIKACJA KATEGORII GIER MOBILNYCH WEDŁUG GOOGLE PLAY</small></p> <table border="1" style="margin: auto;"> <thead> <tr> <th>Kategoria</th> <th>Kobiety</th> <th>Mężczyźni</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td>Rekreacyjne</td><td>68%</td><td>32%</td></tr> <tr><td>Przygodowe</td><td>61%</td><td>39%</td></tr> <tr><td>Muzyka</td><td>60%</td><td>40%</td></tr> <tr><td>Łamigłówki</td><td>56%</td><td>44%</td></tr> <tr><td>Karciane</td><td>55%</td><td>45%</td></tr> <tr><td>Zręcznościowe</td><td>54%</td><td>46%</td></tr> <tr><td>Strategie</td><td>52%</td><td>48%</td></tr> <tr><td>Symulacyjne</td><td>52%</td><td>48%</td></tr> <tr><td>Hazardowe</td><td>50%</td><td>50%</td></tr> <tr><td>Słowne</td><td>50%</td><td>50%</td></tr> <tr><td>Edukacyjne</td><td>47%</td><td>53%</td></tr> <tr><td>Wyścigi</td><td>43%</td><td>57%</td></tr> <tr><td>Akcja</td><td>40%</td><td>60%</td></tr> <tr><td>Fabularne</td><td>40%</td><td>60%</td></tr> <tr><td>Quizy</td><td>29%</td><td>71%</td></tr> <tr><td>Planszowe</td><td>29%</td><td>71%</td></tr> <tr><td>Sport</td><td>19%</td><td>81%</td></tr> </tbody> </table> <p>■ Kobiety ■ Mężczyźni</p> <p><small>Wszyscy 15+, użytkownicy telefonów i tabletów z systemem Android.</small></p> </div> <div data-bbox="448 1220 952 1252" style="margin-top: 10px;"> <p>Źródło: Spicy Mobile, Mobigate Report, styczeń 2019</p> </div> <div data-bbox="1288 1181 1444 1284" style="text-align: right; margin-top: 10px;"> </div> <div data-bbox="448 1284 2105 1372" style="margin-top: 10px;"> <p>Biorąc pod uwagę liczbę wywołań aplikacji na pierwszy ekran, na pozycję lidera wysuwa się King of Avalon: Dragon Warfare. Ten wynik zawdzięcza rewelacyjnym czterem pierwszym miesiącom 2018 r. W okresie od stycznia do kwietnia 2018 r. uruchamiano ją powyżej 100 milionów razy w miesiącu. Na kolejnych miejscach znajdują się Gardenscapes, Clash Royale, Talking Tom Gold Run 3D Game oraz Pou.</p> </div>	Kategoria	Kobiety	Mężczyźni	Rekreacyjne	68%	32%	Przygodowe	61%	39%	Muzyka	60%	40%	Łamigłówki	56%	44%	Karciane	55%	45%	Zręcznościowe	54%	46%	Strategie	52%	48%	Symulacyjne	52%	48%	Hazardowe	50%	50%	Słowne	50%	50%	Edukacyjne	47%	53%	Wyścigi	43%	57%	Akcja	40%	60%	Fabularne	40%	60%	Quizy	29%	71%	Planszowe	29%	71%	Sport	19%	81%
Kategoria	Kobiety	Mężczyźni																																																					
Rekreacyjne	68%	32%																																																					
Przygodowe	61%	39%																																																					
Muzyka	60%	40%																																																					
Łamigłówki	56%	44%																																																					
Karciane	55%	45%																																																					
Zręcznościowe	54%	46%																																																					
Strategie	52%	48%																																																					
Symulacyjne	52%	48%																																																					
Hazardowe	50%	50%																																																					
Słowne	50%	50%																																																					
Edukacyjne	47%	53%																																																					
Wyścigi	43%	57%																																																					
Akcja	40%	60%																																																					
Fabularne	40%	60%																																																					
Quizy	29%	71%																																																					
Planszowe	29%	71%																																																					
Sport	19%	81%																																																					


Źródło	Komentarz																												
<p>https://boombit.com/pl/ir/o-grupie/rynek-gier-mobilnych/</p>	<p>Zgodnie z szacunkami Newzoo, globalna wartość rynku gier w 2018 r. wyniosła blisko 135 mld USD, co oznaczało wzrost w stosunku do 2016 r. o ok 10,6% r/r. Przewiduje się, że CAGR dla rynku gier w latach 2016-2021 wyniesie ok 10,2% (osiągając w 2021 r. 174 mld USD) i będzie wyższy od prognozowanej przez OECD dynamiki wzrostu realnego PKB dla największych państw pod względem wartości sprzedaży gier. Według analiz, największym rynkiem geograficznym jest region Azji i Pacyfiku, który już w 2017 r. odpowiadał za 61,1 mld USD, co stanowiło ok 50% całego rynku gier. Drugim największym rynkiem był rynek Ameryki Północnej z wartością 29,7 mld USD, co odpowiada za ponad 24,4% wartości rynku.</p> <p>Największy wpływ na wzrost rynku w 2018 r. miały gry mobilne przeznaczone na smartfony oraz tablety, których wartość zwiększyła się o 12,9% r/r. Prognoza Newzoo wskazuje, że w 2019 r. smartfony będą generowały 39,2% rynku, czyli największą wartość ze wszystkich segmentów. Gry mobilne, rozumiane jako smartfony plus tablety, będą odpowiadały za 48,6% wartości rynku gier. Opisany trend wynika m.in. ze zmiany modelu dystrybucji gier. Preferencje graczy zmieniają się w kierunku dystrybucji cyfrowej, odchodząc tym samym od tradycyjnego modelu dystrybucji fizycznej. Fakt ten wpływa na wzrost popularności modelu gier Free-To-Play, w którym producenci oferują użytkownikom dostęp do gry za darmo, natomiast przychody generowane są z mikropłatności oraz reklam.</p> <p>W latach 2017-2018 rynek gier mobilnych miał wartość odpowiednio 56 mld USD i 63 mld USD, co stanowiło odpowiednio 45,9% i 46,8% wartości rynku gier. Wzrost wartości segmentu gier mobilnych w 2018 r. w stosunku do 2017 r. wyniósł ponad 12,8%, podczas gdy cały rynek gier wzrósł o 10,6%. Jednocześnie, dzięki udziałowi na poziomie 46,8%, gry mobilne były zdecydowanie największym segmentem rynku gier w 2018 r. Analitycy rynkowi Newzoo przewidują, że już w 2020 r. udział segmentu mobile będzie przekraczał 51% całkowitego rynku, przy przewidywanej wartości rynku w 2020 r. wynoszącej prawie 161 mld USD.</p> <p>Poniższy wykres przedstawia globalną wartość rynku gier w latach 2016-2018 wraz z prognozami na lata 2019-2021, podział na segmenty został dokonany na podstawie platformy na którą przeznaczona jest gra.</p> <p>Wykres. Wartość rynku gier w latach 2016-2021P (USD mld).</p>  <table border="1" data-bbox="448 790 1601 1348"> <caption>Wykres. Wartość rynku gier w latach 2016-2021P (USD mld)</caption> <thead> <tr> <th>Rok</th> <th>Mobile</th> <th>Konsole</th> <th>Pc</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2016</td> <td>43</td> <td>32</td> <td>32</td> </tr> <tr> <td>2017</td> <td>56</td> <td>33</td> <td>33</td> </tr> <tr> <td>2018</td> <td>63</td> <td>38</td> <td>38</td> </tr> <tr> <td>2019P</td> <td>72</td> <td>41</td> <td>34</td> </tr> <tr> <td>2020P</td> <td>81</td> <td>43</td> <td>36</td> </tr> <tr> <td>2021P</td> <td>91</td> <td>47</td> <td>36</td> </tr> </tbody> </table> <p>Źródło: Newzoo, Global Games Market Report, October 2018 Quarterly Update.</p>	Rok	Mobile	Konsole	Pc	2016	43	32	32	2017	56	33	33	2018	63	38	38	2019P	72	41	34	2020P	81	43	36	2021P	91	47	36
Rok	Mobile	Konsole	Pc																										
2016	43	32	32																										
2017	56	33	33																										
2018	63	38	38																										
2019P	72	41	34																										
2020P	81	43	36																										
2021P	91	47	36																										

Źródło	Komentarz																								
	<p>Wykres. Wartość rynku gier mobilnych w latach 2017-2021P (USD mld).</p>  <table border="1" data-bbox="448 287 1556 829"> <thead> <tr> <th>Rok</th> <th>Smartfony</th> <th>Tablety</th> <th>Total</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2017</td> <td>44</td> <td>12</td> <td>56</td> </tr> <tr> <td>2018</td> <td>50</td> <td>13</td> <td>63</td> </tr> <tr> <td>2019P</td> <td>58</td> <td>14</td> <td>72</td> </tr> <tr> <td>2020P</td> <td>66</td> <td>15</td> <td>81</td> </tr> <tr> <td>2021P</td> <td>75</td> <td>16</td> <td>91</td> </tr> </tbody> </table> <p>Źródło: Newzoo</p>	Rok	Smartfony	Tablety	Total	2017	44	12	56	2018	50	13	63	2019P	58	14	72	2020P	66	15	81	2021P	75	16	91
Rok	Smartfony	Tablety	Total																						
2017	44	12	56																						
2018	50	13	63																						
2019P	58	14	72																						
2020P	66	15	81																						
2021P	75	16	91																						
Era pandemiczna COVID-19 [opinie z roku 2020]																									
<p>https://strefainwestorow.pl/artykuly/gaming/20200722/gaming-po-pandemii</p>	<p>22 lip 2020</p> <p>Czy kryzys pandemiczny dopadnie też branżę gamingową?</p> <p>Uznaje się, że branża gier zdecydowanie wygrała starcie z koronawirusem. Rynek cieszy się ogromną popularnością, jednak pozostaje zasadnicze pytanie - jak będzie wyglądał gaming po pandemii? Kilkumiesięczny lockdown przyczynił się do pojawienia nowych graczy na rynku gier, a branża przeżywała wręcz nagły rozkwit. Jednak zachowania konsumentów zmieniają się, a wraz z nimi ograniczane są wydatki. W tych okolicznościach powstają tezy, że sprzedaż gier może odnotować spadek. Według opinii członek zarządu Klabatera w czasie „po pandemii” należałoby oczekiwać powrotu do stabilizacji, a przede wszystkim pewnej przewidywalności zachowań konsumentów. COVID i związane z nim efekty uboczne, w postaci izolacji, utraty pracy, psychozy negatywnie wpływają na samopoczucie konsumentów, w tym graczy. Po względnie pozytywnym pierwszym kwartale z odnotowanym nawet wzrostem sprzedaży gier następuje III kwartał, gdzie trzeba się będzie liczyć z rosnącym wśród konsumentów branży bezrobociem, optymalizacją wydatków i rosnącym rozdrażnieniem społecznym związanym z trudną sytuacją.</p> <p>Światowa pandemia zmieniła trendy, również na rynku gier. Według najnowszego raportu Newzoo w 2023 roku wartość tej branży przekroczy już 200 mld USD. Nie tylko przychody, ale również liczba graczy wzrosła. Już za 3 lata ma być ich ponad 3 mld. Liczby są spektakularne, jednak przewiduje się, że wpływ na rynek gier będzie miała zmiana zachowań konsumentów. Głównie chodzi o ograniczanie wydatków, które wiąże się z możliwą utratą pracy.</p> <p>W Polsce przed graczami, ale również inwestorami ma mieć miejsce kilka ważnych premier jeszcze w roku 2020. Pod koniec 2020 roku pojawią się konsole nowej generacji, które cenowo mogą nie być dostępne dla przeciętnego użytkownika. Na listopad zapowiedziano premierę Cyberpunka, wersja konsolowa będzie kosztować 269 zł.</p>																								

Źródło	Komentarz
	<p>Przedstawiciele polskiego gamingu patrzą optymistycznie w przyszłość. Prezes DRAGO Entertainment uznaje, że rynek gier przeszedł właśnie złoty okres, który powinien nadal trwać</p> <p>Notowania indeksu WIG.Games od momentu jego uruchomienia w 2019 roku</p>  <p>WIG.GAMES - Daily 21.07.2020 Open 33302.6, Hi 33549.9, Lo 32452.8, Close 32532.9 (-1.8%)</p> <p>+158%</p> <p>Rozpoczęcie lockdownu w Polsce</p> <p>32,532.9</p> <p>32,000</p> <p>28,000</p> <p>24,000</p> <p>20,000</p> <p>16,000</p> <p>12,000</p> <p>Mar May Jun Jul Aug Sep Oct Nov Dec 2020 Feb Mar Apr May Jun Jul</p> <p>Wielu przedstawicieli polskich firm gamingowych wyraża np. brak troski o przyszłość branży gier wideo, która dziś jest jedną z kluczowych gałęzi polskiej gospodarki. Obok wideo i reklamy w Internecie gry są obecnie głównym czynnikiem wzrostu całego sektora mediów i rozrywki. Globalna wartość rynku gier wideo z roku na rok się zwiększa, a gracze wydają na projekty gamingowe setki miliardów dolarów rocznie i nie przewidują oni, aby ta sytuacja uległa zmianie. Wzrost nowych graczy nie dotyczył tylko tych komputerowych czy konsolowych. Wiele osób zdecydowało się na zakup urządzeń VR, które pozwalają na o wiele większe zaangażowanie podczas gry niż klasyczne pady. Polskim specjalistą od produkcji wirtualnej rzeczywistości jest Carbon Studio, który również nie widzi negatywnych następstw po pandemii COVID-19.</p> <p>Dane z raportu firmy analitycznej Newzoo nie wskazują na możliwość kryzysu do 2023 roku w branży gier. Jednak według prezesa spółki All in! Games, tąpnięcie na rynku może nastąpić w ciągu najbliższych lat. Czynnikiem, który będzie mieć negatywny wpływ jest brak eventów gamingowych może być blokada tradycyjnych targów branżowych. Co prawda odbywają się one w formie online, jednak brakuje im towarzyszących imprez. Jego zdaniem brak eventów z powodu pandemii będzie mieć negatywny wpływ na całą branżę. Przyjęło się co prawda mówić, że COVID-19 nie uderzył w rynek gier, ale kryzys nadejdzie za rok lub 2 lata. Z punktu widzenia cyklu produkcyjnego odciecie od wydarzeń będzie miało wpływ na początkujące studia deweloperskie, które będą miały problemy z dotarciem do kapitału. Spodziewam się również, że wiele ważnych premier zaplanowanych na jesień zostanie przesuniętych na przyszły rok, a konsole nowej generacji mogą nie zadebiutować w roku 2020.</p>

Źródło	Komentarz
<p>https://strefainwestorow.pl/art-ykuly/gaming/20200703/jak-inwestowac-w-gaming-porady</p>	<p>03 lip 2020</p> <p>Amerykański zarządzający Blake Robbins z funduszu Ludlow Ventures przekonuje, że warto inwestować w spółki produkujące gry, bo branżę czekają „złote” czasy, a na wyższą półkę wyniesie ją e-sport. Jego zdaniem najlepiej inwestować w duże spółki z szerokim portfolio innowacyjnych gier, albo poświęcić czas i wyszukiwać „perełki” – najbardziej obiecujące startupy. Robbins podkreśla, że świat gier video rozwija się w szybkim tempie, więc akcje spółek gamingowych wciąż są atrakcyjnym aktywem. Zwraca uwagę, że popularność i ważność gamingu zaczęła rosnąć znacząco w ciągu ostatnio 5 lat. Stoi za tym głównie fenomen gry Fortnite i pojawienie się gier free-to-play (bezpłatnych). Przy tym gaming ma większe możliwości rozwoju, niż np. branża filmowa. Zdaniem Robbinsa takie gry, jak Fortnite, Dota czy Counter Strike są już czymś więcej, niż rozrywką, są zjawiskiem społecznym, kulturowym, są miejscem socjalizacji, miejscem spotkań. Przewiduje on, że ten trend będzie trwał, bo zyskuje na popularności e-sport. Ekspert zwraca uwagę, że zachowania graczy powodują, iż rozwija się rynek, na którym handluje się postaciami, uzbrojeniem, „skórami” i innymi wirtualnymi obiektami. Stają się one obiektami pożądania, które potrafią osiągać zawrotne ceny. Np. Club Neverdie – wirtualna nieruchomość w grze Entropia Universe – osiągnął cenę 635 000 USD. Zdaniem eksperta najbardziej kreatywni ludzie mogą zacząć duże dochody na tworzeniu wirtualnych obiektów, a nawet oryginalnych gier indie. W jego opinii nadchodzi czas dużej indywidualizacji w świecie gamingu. Jednocześnie gry mają coraz większy rozmach, stają się wielkimi produkcjami. Stworzenie najdroższej jak do tej pory gry [Grand Theft Auto V] – kosztowało około 265 mln USD.</p> <p>Zdaniem Robbinsa należy inwestować w spółki, które mają duże możliwości rozwoju oraz wiele produktów, których gry są innowacyjne i dają możliwość społecznych interakcji.</p> <p>Notowania wybranych spółek [Tencent, EA i Activision Blizzard] – 5 lat</p>  <p>— Tencent Holdings Limited — Activision Blizzard — Electronic Arts Inc.</p>

Źródło	Komentarz																												
	<p>Największe okazje inwestycyjne kryją się wśród małych spółek gamingowych. Problem w tym, że trzeba poświęcić dużo czasu, by takie okazje wyłowić. Robbins podkreśla, że na rynku inwestycyjnym pojawia się coraz więcej inwestorów instytucjonalnych, którzy inwestują tylko i wyłącznie w spółki produkujące gry. Jednym z takich podmiotów jest np. fundusz Play Ventures, który inwestuje w małe spółki gamingowe i studia na wczesnym etapie rozwoju. Taka strategia inwestycyjna pozwala osiągać przewagę nad innymi dużymi inwestorami, którzy nie są tak bardzo wyspecjalizowani, nie obserwują dostatecznie drobiazgowo branży gamingowej i poszczególnych spółek. Eksperci pracujących w takich funduszach są w stanie wyłowić największe okazje inwestycyjne. Zdaniem eksperta z Ludlow Ventures, najbardziej wytrawni inwestorzy powinni szukać okazji na rynku e-sportu.</p>																												
<p>https://strefainwestorow.pl/artykuly/gaming/20200629/rynek-gier-raport-newzoo</p>	<p>29 cze 2020</p> <p>Rynek gier rośnie bardzo dynamicznie. Według raportu Newzoo w 2023 roku jego wartość przekroczy 200 mld USD.</p> <p>Według najnowszego raportu Newzoo dotyczącego branży gier, opublikowanego 25.06.2020 r. przychody firm działających na rynku gier mają w roku 2020 przekroczyć 159 mld USD, a już w 2023 roku przychody przekroczą 200 mld USD. Tym samym rośnie również liczba graczy na świecie – za 3 lata będzie ich ponad 3 mld.</p> <p>2020 Global Games Market Per Segment</p>  <table border="1"> <caption>2020 Global Games Market - Per Segment</caption> <thead> <tr> <th>Segment</th> <th>Value (\$Bn)</th> <th>Percentage</th> <th>YoY Change</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Smartphone Games</td> <td>\$63.6Bn</td> <td>40%</td> <td>+15.8%</td> </tr> <tr> <td>Console Games</td> <td>\$45.2Bn</td> <td>28%</td> <td>+6.8%</td> </tr> <tr> <td>Downloaded/Boxed PC Games</td> <td>\$33.9Bn</td> <td>21%</td> <td>+6.7%</td> </tr> <tr> <td>Tablet Games</td> <td>\$13.7Bn</td> <td>9%</td> <td>+2.7%</td> </tr> <tr> <td>Browser PC Games</td> <td>\$3.0Bn</td> <td>2%</td> <td>-13.4%</td> </tr> <tr> <td>2020 Total</td> <td>\$159.3Bn</td> <td></td> <td>+9.3%</td> </tr> </tbody> </table> <p>Wzrost wywołany koronawirusem – raport uwzględnia wpływ pandemii COVID-19. Według raportu to właśnie pandemia w znacznym stopniu odpowiada za wzrost przychodów na rynku gier. Społeczeństwo, zmuszone przez kilka miesięcy do siedzenia w domu, sięgało po tę formę rozrywki. Największym segmentem na rynku gier wciąż pozostają produkcje mobilne. Szacuje się, że przychody z gier PC mogą dalej spadać, właśnie na rzecz produkcji przeznaczonych na platformy mobilne. Liczba użytkowników korzystających z gier na telefon w 2020 r. wyniesie 2,6 mld. W 2020 roku przychody z rynku gier będą rosły w największym stopniu w regionie Bliskiego Wschodu oraz Afryki. Na drugim miejscu pod względem wielkości przychodów będzie rynek gier konsolowych. Jego wartość przekroczy w 2020 r. 45 mld USD. Wpływ na rozwój tej branży będą</p>	Segment	Value (\$Bn)	Percentage	YoY Change	Smartphone Games	\$63.6Bn	40%	+15.8%	Console Games	\$45.2Bn	28%	+6.8%	Downloaded/Boxed PC Games	\$33.9Bn	21%	+6.7%	Tablet Games	\$13.7Bn	9%	+2.7%	Browser PC Games	\$3.0Bn	2%	-13.4%	2020 Total	\$159.3Bn		+9.3%
Segment	Value (\$Bn)	Percentage	YoY Change																										
Smartphone Games	\$63.6Bn	40%	+15.8%																										
Console Games	\$45.2Bn	28%	+6.8%																										
Downloaded/Boxed PC Games	\$33.9Bn	21%	+6.7%																										
Tablet Games	\$13.7Bn	9%	+2.7%																										
Browser PC Games	\$3.0Bn	2%	-13.4%																										
2020 Total	\$159.3Bn		+9.3%																										

Źródło	Komentarz										
	<p>miały premiery urządzeń nowej generacji pod koniec roku. Mowa w szczególności o Xbox Series X oraz PlayStation 5. Na trzecim miejscu znajdują się gry przeznaczone na komputery osobiste. Wersje PC wygenerują w tym roku blisko 37 mld USD przychodów.</p> <p>W 2020 r. region Azji i Pacyfiku będzie odpowiedzialny za największe przychody na rynku gier. Wygeneruje on 78,4 mld USD, co stanowi 49% całej wartości branży gier. Zaraz za Azją, znajduje się Ameryka Północna, która stanowi ¼ globalnej wartości – 40 mld USD. Zgodnie z najnowszymi prognozami - uwzględniającymi wpływ epidemii koronawirusa na globalny rynek gier - przychody tej branży przekroczą w 2020 r. 159 mld USD. Już w 2023 roku wartość będzie powyżej 200 mld USD.</p> <p>Global Game Revenue Forecast Toward 2023</p>  <table border="1"> <caption>Global Game Revenue Forecast (in billions of USD)</caption> <thead> <tr> <th>Year</th> <th>Revenue</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2018</td> <td>\$138.5Bn</td> </tr> <tr> <td>2019</td> <td>\$145.7Bn</td> </tr> <tr> <td>2020</td> <td>\$159.3Bn</td> </tr> <tr> <td>2023</td> <td>\$200.8Bn</td> </tr> </tbody> </table> <p>Źródło: Newzoo</p> <p>Trendy na rynku gier - epidemia koronawirusa zmieniła przyzwyczajenia graczy. Coraz mniej czasu użytkownicy spędzają na Facebooku i wybierają granie. Społeczeństwo poszukuje w grach medium do symulacji wspólnych doświadczeń życiowych. A taką możliwość zapewnia im wirtualna rzeczywistość (VR). W czasie pandemii ogromną popularnością cieszyły się gogle VR, które wyprzedziły się w zawrotnym tempie. Na rozwój branży gier VR spory wpływ miała premiera gogli Oculus, która miała miejsce jeszcze w 2019 roku. Natomiast największym wydarzeniem na rynku gier osadzonych w wirtualnej rzeczywistości była premiera Half-Life: Alyx. Jednak nie tylko VR zyska w 2020 r. Rewolucję czeka również rynek konsol. Już pod koniec roku odbędą się dwie premiery urządzeń nowej generacji. Gracze oczekują już na Xbox Series X oraz PlayStation 5. Autorzy raporty podkreślają, że wpływ pandemii COVID-19 będzie widoczny nawet w kolejnych latach. Nie będzie to tylko chwilowe zainteresowanie grami wideo, a użytkownicy będą korzystać z tej formy rozrywki regularnie.</p>	Year	Revenue	2018	\$138.5Bn	2019	\$145.7Bn	2020	\$159.3Bn	2023	\$200.8Bn
Year	Revenue										
2018	\$138.5Bn										
2019	\$145.7Bn										
2020	\$159.3Bn										
2023	\$200.8Bn										
<p>https://strefainwestorow.pl/artykuly/gaming/20200608/rynek-gier-mobilnych</p>	<p>08 cze 2020</p> <p>Rynek gier mobilnych przekroczy wartość 100 mld USD w 2023 roku. Na GPW jest już kilka spółek specjalizujących się w takich grach. Rozwój rynku gier mobilnych jest dynamiczny. W szczególności zyskuje podczas pandemii, a jego przychody w 2023 roku powinny przekroczyć 100 mld USD. Najnowszy raport Newzoo dotyczący globalnego rynku gier mobilnych potwierdza jego szybki rozwój. Szacunki przychodów w 2020 r. przewidują poziom 77 mld USD, co oznacza wzrost o 13% r/r. Natomiast w 2023 roku</p>										

Źródło	Komentarz																				
	<p>jego wartość przekroczy już 102 mld USD. Jak wskazują twórcy raportu, w czasie pandemii społeczeństwo uciekało do tanich rozrywek jaką są gry mobilne. Rynek gier mobilnych rozwija się bardzo dynamicznie, stale tworzone są nowe podkategorie i hybrydy. Pod względem przychodów jest to obecnie największy segment gier oraz najszybciej rosnący. Sprzyjają temu co najmniej dwa aspekty: gry mobilne mają najlepsze podstawy do ekspansji [ponad 2/5 światowej populacji ludzkiej posiada smartfony, a wiele tych gier jest dostępnych za darmo]. Ponadto proces tworzenia aplikacji mobilnych jest obecnie mniej złożony, szybszy, bardziej ekonomiczny. Dlatego też powstają nowe i nietypowe podkategorie gier, które przyciągają jeszcze większą liczbę graczy. Stale rośnie także grupa odbiorców po 50 roku życia, która do tej pory nie grała w gry na PC czy konsoli. Na warszawskiej giełdzie występuje kilku specjalistów od gier mobilnych. W czołówce jest Ten Square Games, którego wartość wynosi blisko 3,5 mld zł. Do producentów tytułów przeznaczonych na smartfony można też zaliczyć m.in. BoomBit, T-Bull, Cherrypick Games, a teraz również SimFabric.</p> <p>Prognozy dla rynku gier mobilnych - branża gamingowa już od dłuższego czasu pozostaje w kręgu zainteresowań inwestorów. Obecna pandemia zdecydowanie pozytywnie wpłynęła na przychody osiągane na rynku gier wideo i nie tylko. To właśnie tytuły mobilne stanowią największy segment gier ogółem. Według najnowszego raportu Newzoo, przychody tej branży przekroczą w 2020 r. poziom 77 mld USD. W prognozie długoterminowej, w 2023 roku przychody powinny przekroczyć już 102 mld USD. Wpływ na wzrost wartości tego segmentu ma nie tylko obecna pandemia. Jak wskazują analitycy, zwiększa się liczba osób posiadających smartfony. W 2020 roku będzie ich 3,5 mld, a to oznacza nową pulę graczy. Również zaobserwowano wzrost użytkowników tabletów. Według prestiżowej agencji analitycznej Newzoo globalny rynek gier video wzrośnie z aktualnych 160 mld USD obrotów rocznie do przeszło 200 mld USD rocznie w roku 2023. Z tego dynamicznie rosnącego pokaźnego „tortu” prawie 50% jest przeznaczane właśnie na gry mobilne. Pomimo tego, iż jest to trudniejszy, wymagający większych nakładów i bardziej przewidywalny rynek, to jednak większe obroty i dynamicznie rosnące wpływy (wzrost rynku mobilnego to ponad 13% r/r) z gier mobilnych sprawiają, że jest to rynek bardzo perspektywiczny.</p> <div data-bbox="465 715 1541 1343"> <p>Mobile Gaming's First \$100-Billion Year Is Coming Global For 2019, 2020, 2023</p> <p>Legend: ● Third-Party Stores ● Google Play ● Apple App Store</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>Year</th> <th>Total Revenue (\$Bn)</th> <th>Apple App Store (%)</th> <th>Google Play (%)</th> <th>Third-Party Stores (%)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2019</td> <td>\$68.2</td> <td>-</td> <td>-</td> <td>-</td> </tr> <tr> <td>2020</td> <td>\$77.2</td> <td>50%</td> <td>36%</td> <td>14%</td> </tr> <tr> <td>2023</td> <td>\$102.8</td> <td>-</td> <td>-</td> <td>-</td> </tr> </tbody> </table> <p>+10.8% Total Mobile Game Revenues CAGR 2019-2023</p> <p>© Copyright Newzoo 2020 Source: Global Mobile Market Report, May 2020 newzoo.com/global-mobile-report</p> </div> <p>Źródło: Newzoo</p>	Year	Total Revenue (\$Bn)	Apple App Store (%)	Google Play (%)	Third-Party Stores (%)	2019	\$68.2	-	-	-	2020	\$77.2	50%	36%	14%	2023	\$102.8	-	-	-
Year	Total Revenue (\$Bn)	Apple App Store (%)	Google Play (%)	Third-Party Stores (%)																	
2019	\$68.2	-	-	-																	
2020	\$77.2	50%	36%	14%																	
2023	\$102.8	-	-	-																	

Źródło	Komentarz
	<p>USA, Chiny oraz Japonia będą stanowić największe rynki z segmentu gier mobilnych w ciągu najbliższych 3 lat.</p> <p>Gracze mobilni z GPW - na giełdzie występuje kilka spółek specjalizujących się w grach mobilnych. Jedną z nich jest Ten Square Games, który obecnie jest 2. spółką gamingową na GPW pod względem kapitalizacji. Jej wartość to prawie 3,5 mld zł, a dotychczasowym sukcesem okazała się gra Fishing Clash. Z najnowszych szacunków portalu Sensor Tower, przychody tego tytułu w maju wzrosły do 8 mln USD z 7 mln USD w kwietniu 2020 r. Segment mobile, w szczególności free to play, już od kilku lat rośnie najszybciej na rynku. To bardziej trwała zmiana, niż przejaw chwilowego trendu. Obecnie najważniejszą informacją od spółki będzie certyfikacja Fishing Clash na rynku chińskim. Analitycy DM BOŚ spodziewają się, że powinno to nastąpić w ciągu kilku najbliższych miesięcy, a pierwsze przychody z tego rynku powinny być już odnotowane we wrześniu 2020 r. Analitycy podwyższyli cenę docelową dla akcji TEN do 703 zł (rekomendacja wydana przy kursie 539 zł).</p> <p>Na GPW, od ponad roku, występuje także spółka BoomBit. Specjalizuje się w produkcjach w formule free to play (F2P) na platformy iOS, Android oraz Nintendo Switch. W I kwartale 2020 roku spółka odnotowała 6,4 mln zł zysku netto, co jest dla niej rekordowym wynikiem. Niekwestionowanym hitem jest gra hypercasual Ramp Car Jumping, która zadebiutowała w grudniu 2019. Do tej pory pobrana została 28 mln razy. Dużą popularnością cieszą się też Will It Shred? - gra zadebiutowała pod koniec lutego 2020 r. i została pobrana już blisko 13 mln razy, Stunt Truck Jumping (ponad 8 mln pobrań), Tug of War (6 mln pobrań) – to są dane spółki. Systematyczną popularnością cieszą się też starsze gry w formule GaaP, tj. Car Driving School (3.5 mln pobrań w 2020) oraz Build a Bridge (blisko 3 mln pobrań w 2020). W kwietniu 2020 r. gry spółki zostały pobrane ponad 20 mln razy, w maju 18 mln razy. Prezes BoomBit podkreśla, że spółka widzi ogromne perspektywy na rynku gier typu hypercasual, dlatego zdecydowała się wejść do tego segmentu jeszcze w połowie 2019 r. Koszt wytworzenia tego typu produkcji jest zdecydowanie niższy od gry typu GaaS. Dzięki realizacji tej strategii, BoomBit znajduje się na około 40. miejscu globalnej listy pod względem liczby pobrań gier.</p> <p>Na Głównym Rynku GPW występuje spółka T-Bull, która specjalizuje się w grach wyścigowych oraz FPS. Współzałożyciel i członek zarządu spółki, również potwierdza, że aktualnie dużą popularnością cieszą się produkcje hypercasual. Ponadto obecna pandemia wpłynęła pozytywnie na liczbę pobrań produkcji spółki. W jego opinii - biorąc pod uwagę ilość pobrań w ciągu dwóch ostatnich miesięcy – można zauważyć zdecydowany wzrost zainteresowania mobilną rozrywką. Ostatnie raporty miesięczne spółki to wyniki na poziomie 10 milionów pobrań.</p> <p>Spółki mobilne z NewConnect - na rynku alternatywnym również występuje kilka spółek gamingowych z ekspozycją na segment mobilny. Należy do nich m.in. Cherrypick Games. Do najbardziej rozpoznawalnych tytułów spółki należy My Spa Resort. W swojej działalności studio również opracowuje autorską platformę opartą na inteligentnych rozwiązaniach Cherrystream. W najbliższym czasie gracze mogą liczyć na kilka nowości od Cherrypick Games. Spółka przygotowuje się do wydania gry Solitaire: Wildlife Adventures (tytuł może ulec zmianie) w wersji klasycznej oraz wersji e-sportowej przy współpracy z wydawcą i właścicielem platformy Skillz na urządzenia mobilne. Obecnie testuje również dwie inne produkcje, w tym „EverGreen” Touchdown Hero w wersji e-sportowej. Jest w trakcie przygotowań do preprodukcji kolejnych co najmniej dwóch gier w wersji esportowej przy bliskiej współpracy z globalnym partnerem Skillz. Kolejnym tytułem, który jest w soft-launchu jest Crime Stories, którego premierę planuje na przełomie 2020/2021 r. Również niedawny debiutant, SimFabric, poszerzył swoją działalność o segment gier mobilnych. W tym celu zawiązano spółkę MobileFabric. Jak się okazało, już kilka lat temu SimFabric zdobywał doświadczenie w aplikacjach mobilnych. Gry i aplikacje mobilne to był w pewnym sensie początek i geneza powstania SimFabric S.A. Symulator kosmiczny, za który spółka otrzymała główną nagrodę i grant od Europejskiej Agencji Kosmicznej (ESA), powstał właśnie na urządzenia mobilne z systemami iOS i Android. Po odebraniu głównej nagrody w Centrum Technologicznym ESA - ESTEC w Noordwijk w Holandii, spółka otrzymała prośbę od dyrektora ESA, aby założyć przedsiębiorstwo pod grant Europejskiej Agencji Kosmicznej i tak w 2016 powstał SimFabric. Obecnie spółka pracuje nad pierwszą grą, jaką będzie Thief Simulator z portfolio PlayWaya. Produkcja będzie dystrybuowana w modelu F2P z mikropłatnościami. Tytuł w wersji na PC sprzedał się w 400 tys. egzemplarzy i podobną liczbę sztuk sprzedano na konsole Nintendo Switch. Drugim tytułem będzie Farm Expert 2021 Mobile. W roku 2021 spółka planuje produkcję pierwszego własnego tytułu od początku przygotowywanego pod zbudowaną dla Thief Simulator Mobile oraz Farm Expert 2021 Mobile infrastrukturę modelu F2P, która będzie wykorzystywana do wzmocnienia sprzedaży pierwszego tytułu własnego.</p>

2.2 Podstawowe wnioski z przeprowadzonej analizy rynku

- 2.2.1 Rynek gamingowy, w tym w szczególności segment gier na platformy mobilne zaliczany jest zdecydowanie do bardzo rozwojowej dziedziny działalności gospodarczej i to w skali całego świata, jak i w szczególności Polski. Dynamika tego rynku w kontekście wzrostu rocznego przekraczała ostatnio 10%, co czyni go jednym z bardziej atrakcyjnych segmentów inwestycyjnych na rynku kapitałowym.
- 2.2.2 W skali globalnej eksperci branżowi stawiają na inwestycje w dwóch segmentach:
 - 2.2.2.1 Segment dużych spółek, o ugruntowanej pozycji rynkowej i dysponujących już bardzo dużymi zasobami kapitałowymi na rozwój nowych produktów.
 - 2.2.2.2 Segment startupów o szczególnie interesujących innowacjach gamingowych, określanych jako okazje inwestycyjne.
- 2.2.3 W kontekście pandemii COVID-19 paradoksalnie okazuje się, że branża stała się wielce konkurencyjna dla szeregu bardziej tradycyjnych rozrywek dla społeczeństw z konieczności „zamkniętych w domach”. Nadmiar wolnego czasu kreuje znacznie większe zainteresowanie grami [w tym zwłaszcza na platformy mobilne] wśród coraz bardziej „zelektronizowanej” populacji ludzkiej. Wielu analityków rynkowych twierdzi wprost, że korzystne dla obecnego rozwoju branży efekty pandemii przełożą się także na przyszłe lata. Wiąże się to z nawykami, jakich nabywa zwłaszcza młodsza część społeczeństw do wypełniania wolnego czasu grami na urządzeniach mobilnych.
- 2.2.4 Za główne źródła ryzyka w kontekście tego planowanego trendu wzrostowego uznaje się dwie kwestie:
 - 2.2.4.1 Pogarszająca się sytuacja rodzin wobec nieuchronnych zjawisk socjalnych w zakresie skokowego wzrostu bezrobocia, jako efekt lockdown’u całej gospodarki. To wyeliminuje istotną część potencjalnej siły nabywczej społeczeństw, także w kontekście rozrywki typu gamingowego.
 - 2.2.4.2 Tradycyjne efekty cykli koniunkturalnych, zgodnie z którymi szczególnie dynamiczny wzrost prowokuje kolejne spowolnienie na skutek przesylenia rynku określonymi produktami.
- 2.2.5 Najbardziej pesymistyczne prognozy związane z powyższymi przesłankami wieszczą spowolnienie, a nawet kryzys już w perspektywie najbliższych 2-3 lat.
- 2.2.6 W ostateczności – zwłaszcza w kontekście inicjatywy MTG - należy uznać, że obecnie podejmowane wysiłki inwestycyjne wydają się mieć sens ekonomiczny. Przemawiają za tym następujące przesłanki:
 - 2.2.6.1 Ogólny klimat dla rozwoju branży jest dobry, a nawet zaskakująco – w obliczu COVID-19 – bardzo dobry. Trendy rozwojowe dotyczą rynku globalnego, a w szczególności perspektywy dla spółek notowanych na GPW także są obecnie bardzo pozytywne.
 - 2.2.6.2 Branża jest rozwojowa, ale wymaga jednakże znaczących nakładów kapitałowych na sferę projektową. Plany rozwojowe spółki uwzględniają efekty finansowe ze sprzedaży gier już od roku 2021, ale – w kontekście wyrównania struktury kapitałowej – w szczególności od roku 2024. Do tego też okresu sięga prognoza analityczna MTG.
 - 2.2.6.3 Sfera finansowania działalności nie może w odpowiedzialny sposób w ogóle brać pod uwagę oferty bankowej, która kurczy się w sposób dramatyczny. Sytuacja sfery bankowej gwałtownie się pogarsza na skutek pandemii, planowane są zwolnienia grupowe, a oferta bankowa zdecydowanie się usztywnia wobec postrzeganego ryzyka. Niewiele ma wspólnego z tym obniżanie stóp procentowych do niemal absurdalnego poziomu, bliskiego już zera, ponieważ banki odступują od finansowania wielu dziedzin gospodarki w obawie przed ryzykiem niewypłacalności kredytobiorców. W tym kontekście pozostaje już tylko forma finansowania przez prywatnych inwestorów, na którym zresztą zasadzała się dotychczasowa filozofia finansowania rozwoju spółki.
 - 2.2.6.4 Jak wynika z danych MTG, chętnych inwestorów nie brakuje. Ogólna atmosfera lockdown’u gospodarczego spowodowała gwałtowne kurczenie się tradycyjnych form inwestowania wolnych kapitałów, a tym samym miało to wpływ na przekierowanie się zainteresowania inwestorów na te segmenty rynku, dla których pandemia COVID-19 nie okazała się zdecydowaną blokadą. Segment gamingowy zalicza się do nielicznych, które cieszą się taką właśnie opinią.
 - 2.2.6.5 W kontekście powyższego należy zdawać sobie sprawę, że tradycyjnie zdecydowana większość inwestorów posiada charakter bierny, tzn. inwestuje nie tyle w daną spółkę w aspekcie strategicznym [długoterminowym], ile liczy na wzrost [szybką dynamikę rozwojową spółek] w celu zrealizowania zysków w sposób możliwie szybki i odsprzedania udziałów w – ich zdaniem – najbardziej korzystnym momencie. Tego typu inwestorzy analizują opłacalność swoich decyzji w skali 1-2 lat, a nie kilku czy tym bardziej kilkunastu. Z tak postrzeganego punktu widzenia MTG może stanowić interesujący przedmiot spekulacji i brak jest wyraźnych przesłanek świadczących przeciwko tej tezie. Oczywiście wiele zależy od oferty produktowej spółki, a tę w kontekście przewidywanych przychodów można w tej chwili oceniać jedynie przez pryzmat prognozy finansowej samego Zarządu MTG.

3 Sekwencja wycen spółki i jej konsekwencje

- 3.1.1 Pierwsza wycena spółki została przeprowadzona w marcu 2020 r., na podstawie wyników z lat 2017-2018 oraz 3 kwartałów roku 2019. Wynik tej wyceny był oparty jedynie na metodzie dochodowej DCF i opiewał na 11,4 mln PLN, z sugerowanymi odchyleniami +/-10%.
- 3.1.2 Naturalnym wydaje się przeciwstawienie bieżącej wyceny, ujmującej wyniki całego roku 2019 oraz I półrocza roku 2020 wspomnianemu procesowi szacowania. Należy zwrócić uwagę na następujące zasadnicze kwestie, które mogą różnicować obydwie te procesy wyceny [historyczny i bieżący]:
- 3.1.2.1 W I kwartale 2010 r. dokonano konwersji ponad 2 mln zadłużenia z tytułu weksli inwestycyjnych na kapitał zapasowy, co w oczywisty sposób miało pozytywny wpływ na bieżące wyniki szacowania.
- 3.1.2.2 Wycena z marca 2020 r. w ogóle nie odnosiła się do kwestii pandemii COVID-19, a zatem wpływ pandemii na perspektywy rynku gamingowego był poza świadomością animatorów przedmiotowego biznesu, a także autora wyceny.
- 3.1.2.3 Okres pomiędzy końcem III kwartału 2019 r., a końcem II kwartału 2020 r. obejmuje niemal rok, a to w przypadku spółki gamingowej znajdującej się w końcowym etapie głównej fazy inwestycyjnej jest okres dosyć reprezentatywny, aby ocenić prawidłowość założeń planistycznych Zarządu spółki z przełomu lat 2019/2020. W tym kontekście można np. podnieść aspekt ogólnego ryzyka inwestycyjnego, przykładanego do spółki w kontekście wyceny. Wydaje się bowiem uzasadnionym przyjęcie znacznej korekty w górę w zakresie wskaźnika β w pierwotnej wycenie, ale jednocześnie jego reedukacja w przypadku wyceny bieżącej. Przemawiają za tym co najmniej dwie przesłanki:
- korekta prognozy finansowej nie poddająca w wątpliwość dotychczasowych zasadniczych założeń prognostycznych;
 - dosyć optymistyczne oceny perspektyw rozwoju branży gamingowej wobec uwarunkowań powodowanych pandemią COVID-19.

4 Specyfikacja metod wyceny przedsiębiorstwa i warunki doboru metod

Ilustr. 4: Zasady stosowania metod wyceny przedsiębiorstw w uzależnieniu od celu wyceny [źródło: opracowanie własne].

Podejście w ramach wyceny	Metoda wyceny	Rodzaj wartości przedsiębiorstwa	Cele wyceny	Komentarz [uzasadnienie zastosowania i w jakich okolicznościach]
Podejście majątkowe	Metoda księgowa	Wartość bieżąca	<ul style="list-style-type: none"> Informacja. Weryfikacja potrzeb inwestycyjnych. Ocena rentowności biznesu. Wycena do celów księgowych. 	Jest na tyle łatwa do zastosowania, że chociażby ze względów informacyjnych jej zastosowanie w procesie wyceny wydaje się zasadne. Stanowi też ona pierwszy etap oceny skali ryzyka związanego z przedsiębiorstwem, np. poprzez ocenę, czy kapitały własne stanowią wartość dodatnią czy ujemną. Sama struktura bilansu pozwala wyceniającemu na ocenę, jak ważne są dla przedsiębiorstwa aktywa rzeczowe lub aktywa obrotowe [co stanowi priorytet] i czy w przedsiębiorstwie występują aktywa o charakterze inwestycji [np. długoterminowe papiery wartościowe, udziały w innych spółkach].
	Metoda skorygowanych aktywów netto	Wartość bieżąca	<ul style="list-style-type: none"> Informacja. Weryfikacja potrzeb inwestycyjnych. Ocena rentowności biznesu. Wycena do celów księgowych. 	Pozwala na zracjonalizowanie wyceny wartości majątkowej, uwypuklając niekiedy znaczne niedostatki wartości księgowej. Z pozoru pracochłonna, wymagająca bowiem teoretycznie zaangażowania np. rzeczoznawców majątkowych [wycena nieruchomości] lub rzeczoznawców ds. wyceny maszyn i urządzeń. Jednak nie musi to być regułą. Często większe znaczenie od potencjalnych korekt w zakresie wyceny składników majątku rzeczowego posiadają korekty obejmujące aktywa inwestycyjne i/lub obrotowe, a do tego typu aktywów nie potrzeba rzeczoznawców majątkowych lub innych specjalności, ale konsultantów ekonomicznych. Należy też

Podejście w ramach wyceny	Metoda wyceny	Rodzaj wartości przedsiębiorstwa	Cele wyceny	Komentarz [uzasadnienie zastosowania i w jakich okolicznościach]
	Metoda likwidacyjna	Wartość likwidacyjna	<ul style="list-style-type: none"> Wycena dla potrzeb likwidacyjnych. 	wskazać, że korekt składników aktywów obrotowych oraz zobowiązań handlowych można dokonywać automatycznie, w oparciu o obliczone wskaźniki cykli rotacji.
	Metoda odtworzeniowa	-	-	Jej wymienianie w sposób odrębny, jako odmiany metody wyceny kosztowej przedsiębiorstwa, wydaje się nieracjonalne. Wartość odtworzenia odnosi się bowiem i tak do większości przypadków wyceny aktywów – zwłaszcza rzeczowych i metoda ta jest powszechnie stosowana przez rzeczoznawców ds. wyceny maszyn i urządzeń. Wynika z tego po prostu, że odtworzenie jest procesem stosowanym w ramach zarówno metody skorygowanych aktywów netto, jak i potencjalnie metody likwidacyjnej. Dlatego odrębne wymienianie i różnicowanie metody odtworzeniowej w stosunku do wymienianych wydaje się merytorycznie nieuzasadnione.
Podejście dochodowe	Metoda kapitalizacji zysku [bez wzrostu zysku]	Wartość bieżąca	<ul style="list-style-type: none"> Wycena dla potrzeb transakcyjnych / aportowych. Wycena dla potrzeb wewnętrznych [zarządczych]. 	<p>Bardzo pragmatyczna, ponieważ w większości przypadków odniesiona do wyników historycznych. Jej zastosowanie oparte jest na pojęciu tzw. wartości rezydualnej [tzw. renta wieczna – omówiona w dalszej części opracowania]. Ponieważ w formule renty wiecznej istnieje możliwość uwzględnienia stałej dynamiki przyszłego wzrostu, metoda ta nie jest jednak [lub nie musi być] formułą czysto statyczną. Jednak ryzyko zastosowania formuły renty wiecznej ze stałym wzrostem zysków podwyższa niewątpliwie ryzyko samej wyceny. Metoda polecana zatem w szczególności do stosowania w szacowaniu wartości bieżącej – jeśli nie uwzględni dalszych systematycznych wzrostów.</p> <p>Za podstawową wadę tej metody uznaje się fakt, iż nie uwzględnia ona planowanych wydatków na cele inwestycyjne oraz na pokrycie zmian kapitału obrotowego. Tymczasem tego typu wydatki finansuje się istotnie przede wszystkim z zysków. Oznacza to, że metoda lepiej się sprawdzi w przypadku przedsiębiorstw o już ustabilizowanej działalności [dla których zmiany kapitału obrotowego mają mniejsze znaczenie] oraz oczywiście takich, które nie są szczególnie kapitałochłonne [np. firmy o usługowo-handlowym profilu działalności].</p>
	Metoda kapitalizacji zysku [ze wzrostem zysków]	Wartość perspektywiczna	<ul style="list-style-type: none"> Wycena dla potrzeb wewnętrznych [zarządczych]. 	Generalnie charakterystyka, jak powyżej, z zastrzeżeniem pewnej sztuczności w założeniu systematycznie generowanego wzrostu zysków. Sprzeczność tego założenia uwydatnia się w tezie, że wzrost przychodów i w konsekwencji zysków nie jest możliwy bez intensyfikacji działalności inwestycyjnej i to w obrębie przedsięwzięć rozwojowych, a nie stricte odtworzeniowych. Tym samym nawet wyższe perspektywicznie zyski muszą bardziej percypować w pokrywaniu nakładów inwestycyjnych i tym samym ich pełna dostępność dla właścicieli biznesu staje się wątpliwa. Stąd sugestia, że metoda ta lepiej spełnia kryteria wartości perspektywicznej, a nie bieżącej.

Podejście w ramach wyceny	Metoda wyceny	Rodzaj wartości przedsiębiorstwa	Cele wyceny	Komentarz [uzasadnienie zastosowania i w jakich okolicznościach]
	Metoda zdyskontowanych strumieni pieniężnych [DCF], nieuwzględniająca systematycznych wzrostów strumieni przepływów	Wartość bieżąca	<ul style="list-style-type: none"> Wycena dla potrzeb transakcyjnych / aportowych. Wycena dla potrzeb wewnętrznych [zarządczych]. 	Podstawowa przewaga tej metody nad metodą kapitalizacji zysku polega na możliwości uwzględnienia wpływu na wartość wyceny wydatków inwestycyjnych oraz przeznaczonych na pokrycie zmian kapitału obrotowego. Należy pamiętać, że w przedsiębiorstwach o ustabilizowanej działalności wydatki inwestycyjne zdają się mieć charakter głównie odtworzeniowo-modernizacyjny. Jak to już podkreśliłem wcześniej, brak uwzględnienia wzrostów prognozowanych przepływów pieniężnych jest założeniem bardzo in pragmatycznym i ogranicza wartość szacowania do potencjału wypracowanego przez dotychczasowego właściciela przedsiębiorstwa, podczas gdy potencjalne wzrosty powinny być już przypisywane nowemu hipotetycznemu właścicielowi – stąd przydatność metody do celów transakcyjnych.
	Metoda zdyskontowanych strumieni pieniężnych [DCF], uwzględniająca systematyczne wzrosty strumieni przepływów	Wartość perspektywiczna	<ul style="list-style-type: none"> Wycena dla potrzeb wewnętrznych [zarządczych]. 	Biorąc pod uwagę krytyczne podejście do kwestii prognozowania wzrostów przepływów pieniężnych nie można oczywiście wykluczyć sytuacji, w której nabywca przedsiębiorstwa wejdzie w prawa strony kontraktu handlowego z odbiorcami, który to kontrakt faktycznie zagwarantuje mu namacalną perspektywę eskalacji zysków i tym samym – być może - przepływów pieniężnych, może nawet w perspektywie długoterminowej. W takiej sytuacji uwzględnienie tej metody do celów transakcyjnych nie mogłoby być deprecjonowane. Z drugiej strony częstym błędem planistów jest ignorowanie oczywistego faktu, że wzrost zysków wymaga ponoszenia nakładów inwestycyjnych i to nie odtworzeniowych, tylko o charakterze rozwojowym. Często spotykane są prognozy, w ramach których zakładane wzrosty zysków wynikają z niczego, tj. tylko z woli autora wyceny i jej zleceniodawcy. Zatem wykazanie, że metoda ta miałaby zastosowanie do celów transakcyjnych i/lub aportowych wymagałoby niewątpliwie solidnego i wiarygodnego uzasadnienia.
	Metoda skapitalizowanej dywidendy lub metoda zdyskontowanych dywidend – nie zakładająca systematycznych wzrostów dywidend	Wartość bieżąca [dla biernych inwestorów]	<ul style="list-style-type: none"> Wycena dla potrzeb pozyskania biernych inwestorów [z punktu widzenia samych inwestorów wartość bieżąca ich potencjalnego zaangażowania kapitałowego]. 	Dywidendy stanowią na ogół tylko część zysków, często też nie są wypłacane regularnie. To oznacza, że oparta na nich wycena oddaje niejako najbardziej płynną część wartości przedsiębiorstwa, a zatem taką, która jest interesująca wyłącznie dla inwestorów tymczasowych, z reguły biernych, ale już nie strategicznych. Ci tymczasowi inwestorzy na ogół nie utożsamiają się w pełni z tytułem właścicielskim do całego majątku wycenianego przedsiębiorstwa, ich preferencje ograniczają się bowiem do relatywnie szybko zrealizowanych korzyści, a zatem zakładany horyzont czasowy tych inwestycji jest znacznie krótszy od horyzontu czasowego pozostałych współwłaścicieli. Trudno odmówić tego typu wycenie pragmatyzmu, jakkolwiek z drugiej strony – z racji tego częściowego podejścia – nie jest to metoda nadająca się do szerszego spektrum celów.
	Metoda skapitalizowanej dywidendy lub metoda zdyskontowanych dywidend -	Wartość perspektywiczna [dla biernych inwestorów]	<ul style="list-style-type: none"> Wycena dla potrzeb pozyskania biernych inwestorów [z punktu widzenia samych inwestorów wartość perspektywiczna ich 	Jak wyżej, z zastrzeżeniem znacznego ryzyka przyjmowania w wycenie systematycznych wzrostów wypłacanych w przyszłości dywidend. Jest tu pewna sprzeczność, ponieważ wzrosty dywidend są równoznaczne z zakładanymi wzrostami zysków, te natomiast są możliwe tylko w przypadku nowych inwestycji, a zatem wydatków, a nie przychodów i to na ogół w znaczącej skali. Przyjęcie zatem założenia o stałych wzrostach wydaje się być nieco sztuczne i często mało wiarygodne.

Podejście w ramach wyceny	Metoda wyceny	Rodzaj wartości przedsiębiorstwa	Cele wyceny	Komentarz [uzasadnienie zastosowania i w jakich okolicznościach]
	zakładająca systematyczne wzrosty dywidend		potencjalnego zaangażowania kapitałowego].	
Podejście mnożnikowe	Mnożnik wartości sprzedaży	Wartość bieżąca	<ul style="list-style-type: none"> Wycena dla potrzeb transakcyjnych / aportowych. Wycena dla potrzeb wewnętrznych [zarządczych]. 	Metody mnożnikowe posiadają zasadniczą zaletę – podlegają łatwej weryfikacji, są oparte na faktycznych wielkościach ekonomicznych dla wycenianego przedsiębiorstwa, a przy tym są proste i nie wymagają znacznego nakładu środków [są tanie]. Ich podstawowa wada natomiast to ta, że w ich ramach nie sposób jest oddać zindywidualizowanych cech danego przedsiębiorstwa, które wobec posiadania tych cech może wyróżniać się w segmencie rynkowym zarówno in plus, jak i in minus. Do ostatecznych podstawowych kryteriów sensu zastosowania tych metod zaliczyłbym natomiast ich rolę weryfikacyjną. Wyniki wyceny przedsiębiorstwa innymi metodami [majątkowymi, dochodowymi] nie muszą być oczywiście tożsame z wynikami metod mnożnikowych, jednak zbyt drastyczna różnica zawsze nakazuje ostrożność, powtórny weryfikację założeń i ostateczną konieczność przekonującej interpretacji rekomendowanych wyników wyceny. To – samo w sobie – wskazuje na bardzo korzystną rolę, jaką tego typu metody odgrywają w procesie szacowania.
	Mnożnik EBITDA	Wartość bieżąca	Jak wyżej.	Jak wyżej.
	Mnożnik EBIT	Wartość bieżąca	Jak wyżej.	Jak wyżej.
	Mnożnik kapitału zainwestowanego	Wartość bieżąca	Jak wyżej.	Jak wyżej.
	Mnożnik wartości księgowej [PBV]	Wartość bieżąca	Jak wyżej.	Jak wyżej.
	Inne [specyficzne] mnożniki	Wartość bieżąca	Jak wyżej.	Jak wyżej.
Podejście mieszane	Metody wartości mieszanej	Wartość bieżąca	<ul style="list-style-type: none"> Informacja. Wycena dla potrzeb transakcyjnych / aportowych – w szczególnych okolicznościach. 	Pierwotne znaczenie metod mieszanych [szybka wycena spółek giełdowych] całkowicie się już zdeprecjonowało. Ich dodatkowa rola [głównie w procesach prywatyzacji] związana była przede wszystkim z cechą, dopuszczającą ich zastosowanie w okolicznościach wyceny przedsiębiorstw nierentownych [w szczególności dotyczyło to metody szwajcarskiej, ale nie niemieckiej – co z kolei jest stale częstym błędem autorów wielu tego typu wycen ³]. Przyjmowano w tym przypadku uproszczone, ale też w sumie pragmatyczne założenie, że wartość przedsiębiorstwa nierentownego [w domyśle – nierentownego trwale] stanowi punkt pośredni pomiędzy wartością jego majątku oraz

³ Autor koncepcji metody niemieckiej, zwanej też berlińską [Schmallenbach] zastrzegł, że w przypadku przedsiębiorstw o wartości majątku przewyższającej ich wartość dochodową metoda w swojej podstawowej postaci nie może być stosowana.

Podejście w ramach wyceny	Metoda wyceny	Rodzaj wartości przedsiębiorstwa	Cele wyceny	Komentarz [uzasadnienie zastosowania i w jakich okolicznościach]
			<ul style="list-style-type: none"> Wycena dla potrzeb wewnętrznych [zarządczych]. 	jego wartości dochodową, potencjalnie dodatnią ⁴ . Obecnie, w obszarze poza prywatyzacyjnym metody wartości mieszanej spotyka się już raczej rzadko.

5 Koncepcja wyceny przedsiębiorstwa i podstawowe uwarunkowania tej wyceny

5.1 Pojęcie wartości wyceny

5.1.1 W kontekście terminu „wartość wyceny” w zakresie nieformalnym, ale praktycznym wyróżniam dwa obszary:

5.1.1.1 Wycena jest dokonywana dla celów określenia **wartości „wewnętrznej”**, czyli wartości postrzeganej przez dotychczasowych właścicieli biznesu, wobec ich własnej koncepcji jego dalszego rozwoju. Można w tym kontekście wymienić jej formalne cele, jako także „wewnętrzne”, a zatem księgowo, czy też ogólnie zarządcze – nie jest planowana żadna transakcja dotycząca przeniesienia praw własności do części lub całości udziałów.

Niekiedy termin „wartość wewnętrzna” można także odnieść do planowanej transakcji w tym znaczeniu, że reprezentuje ona punkt widzenia obecnego właściciela przedsiębiorstwa i jego oczekiwania, co do uzyskanej zapłaty za sprzedaż udziałów. Określenie „wewnętrzna” w tym znaczeniu sugeruje, że wartość ta prawdopodobnie z stricte rynkowego punktu widzenia jest zawyżona i reprezentuje znacznie bardziej optymistyczne podejście do perspektyw rozwojowych biznesu, niż postrzega to potencjalny nabywca. W tym ujęciu celem szacowania może zatem być także „rynkowa” wartość transakcyjna, szacowana do celów sprzedaży.

5.1.1.2 Wycena jest dokonywana dla celów określenia **wartości „zewewnętrznej”**, czyli wartości postrzeganej przez nowego inwestora lub wprost nabywcę przedsiębiorstwa. Innymi słowy – niezależnie od tego, czy istotnie transakcja ma mieć miejsce, procedura wyceny akcentuje określenie najbardziej prawdopodobnej wartości rynkowej podmiotu, czyli wartości, za jaką potencjalnie mógłby on być zbyty w warunkach realnego rynku. Zatem określenie „wartość zewnętrzna” może być utożsamione z określeniem „wartość rynkowa”.

5.1.2 Powyższe wskazuje zatem, że **kwestia szacowania wartości przedsiębiorstwa wymagałaby sformułowania jednoznacznego celu tej wyceny**.

5.2 Wizja metodologii i okresu referencyjnego prognozy

5.2.1 W Polsce dosyć powszechnie stosowany jest 5-letni okres wyceny, najczęściej bez żadnego uzasadnienia tak dobranej okresu referencyjnego.

5.2.2 W/w koncepcja w mojej ocenie stwarza okoliczności, w ramach których wycena spółki może napotykać problemy metodologiczne. Uznaję, że – chociażby ze względów metodologicznych – okresy 5-letnie są zazwyczaj zbyt krótkie, aby w ich ramach mogły zostać zidentyfikowane podstawy do logicznej wyceny przedsiębiorstwa. Ma to na ogół związek z długością cykli koniunkturalnych.

5.2.3 Literatura przedmiotu zaleca, aby w przypadku wyceny przedsiębiorstwa okres referencyjny obejmował co najmniej jeden cykl koniunkturalny właściwy dla branży wycenianej jednostki lub jego krotkość [ale nigdy nie część].

⁴ Należy w tym miejscu podkreślić, że nierentowność przedsiębiorstwa nie wynika jedynie z faktu, że notuje ono straty zamiast zysków, ale stąd, że zyski są zbyt małe, aby mogły wygenerować goodwill [czyli innymi słowy rentowność kapitału zainwestowanego przedsiębiorstwa nierentownego jest zbyt niska w stosunku do minimalnej wymaganej].

5.3 Okres referencyjny wyceny, a wartość rezydualna

- 5.3.1 Tradycyjnie pojmowana wartość rezydualna w postaci renty wiecznej jest czynnikiem, który zazwyczaj współtworzy rezultat wyceny w zakresie bardzo istotnym, a niekiedy decydującym. Klóci się to ze zdroworozsądkowym podejściem do wyceny przedsiębiorstwa, w ramach którego dla potencjalnego nabywcy najbardziej istotny jest pierwszy - uznawany za reprezentatywny - okres funkcjonowania firmy po przejściu, mierzony wymaganym przez tego inwestora [nabywcę] preferowanym okresem zwrotu poniesionego wydatku.
- 5.3.2 Poza tym teoria wyceny zakłada, że okres referencyjny powinien obejmować obszar czasu, w ciągu którego przedsiębiorstwo ustabilizuje swoje wyniki finansowe. Jednak w warunkach ciągle zmieniającego się rynku jest to założenie czysto teoretyczne i praktyka wykształciła zasady, które nie korespondują w sposób ścisły z tym założeniem.
- 5.3.3 Okres planowania finansowego jest kształtowany przez wiele czynników i zasad, ale najbardziej istotne wydają się być te, które korespondują z tzw. okresem rezydualnym i wartością rezydualną. Większość wycenianych przedsiębiorstw posiada status „going concern”, a zatem należy uwzględnić w wycenie wartość reprezentującą okres następujący po okresie referencyjnym, czyli okres rezydualny. Wartość ta zwana jest powszechnie wartością rezydualną [pozostałościową].
- 5.3.4 Wartość rezydualna stanowi, z racji formuł stosowanych do jej obliczania, wysoki na ogół wynik, który w wielu wypadkach [w praktyce w zdecydowanej większości] determinuje rezultat całej wyceny. Na ogół przekracza ona kilku- lub nawet kilkunastokrotnie wartość zysku netto planowanego dla ostatniego okresu prognozy. Ponieważ jest wartością najmniej pewną, pragmatyczna wycena winna uwzględniać minimalizowanie wpływu wartości rezydualnej na końcowy wynik szacowania. Zaleca się w tym kontekście następujące podejścia:
- a) maksymalne możliwe wydłużanie okresu referencyjnego [okresu szczegółowej prognozy finansowej], aby wartość rezydualna po zdyskontowaniu miała jak najmniejszy wpływ na ostateczny wynik wyceny;
 - b) podwyższanie stopy dyskontowej do dyskonta wartości rezydualnej w stosunku do poziomu stóp dyskontowych, zastosowanych w procesie dyskonta wartości przepływów pieniężnych w ramach okresu referencyjnego;
 - c) całkowitą rezygnację z wartości rezydualnej, przy jednoczesnym odpowiednim wydłużeniu okresu referencyjnego do kilkunastu, a nawet kilkadziesiąt lat⁵.
- 5.3.5 Statystyki wskazują, że najpowszechniej stosowane jest pierwsze zalecenie, a zatem okres prognozy powinien opiewać co najmniej na przedział 7-10 lat⁶. Poniżej przedstawiłem popularne formuły na szacowania wartości rezydualnej, oparte na formule tzw. renty wiecznej [wszystkie uwzględniają możliwość zachowania stałego wzrostu biznesu w okresie pozostałościowym]:

$$RV = \frac{Z}{WACC_n - g}$$

$$RV = \frac{Z \times (1 + g)}{WACC_n - g}$$

$$RV_{NOPLAT} = \frac{NOPLAT_n \times \left(1 - \frac{g_{NOPLAT}}{ROIC}\right)}{WACC_n - g_{NOPLAT}}$$

gdzie:

RV – wartość rezydualna,
RV_{NOPLAT} – wartość rezydualna zysków NOPLAT,
Z – zysk średni księgowy netto [na ogół z trzech ostatnich lat],
NOPLAT_n – średni zysk operacyjny po opodatkowaniu [na ogół z trzech ostatnich lat],
WACC_n – średni ważony koszt kapitału przedsiębiorstwa w roku *n* lub *n+1* [ostatni rok prognozy],
ROIC – stopa zwrotu z kapitału zainwestowanego w przedsiębiorstwo,
g – średni planowany wzrost zysków *Z* po okresie prognozy,

⁵ W tym kontekście literatura przedmiotu zaleca najczęściej okresy z przedziału 15-25 lat, podczas gdy standardowe okresy planowania to przedział 7-10 lat [w Polsce najczęściej 5 lat].

⁶ Zgodnie z zasadami wyceny okres referencyjny prognozy winien obejmować co najmniej pełny cykl koniunkturalny biznesu lub jego krotkość. W warunkach polskich zasada ta jest najczęściej pomijana, a okresy referencyjne wyznacza się sztucznie [typu 5 lat, jako niemal „standard”].

g_{NOPLAT} - średni wzrost zysków NOPLAT po okresie prognozy.

- 5.3.6 Szacowanie wartości rezydualnej w tradycyjnym podejściu jest oparte na koncepcji tzw. renty wiecznej. Koncepcja ta zakłada, że po okresie prognozy ani licznik [zysk], ani mianownik [stopa procentowa WACC i parametr wzrostu zysków g] nie ulegnie już zmianie. Model Gordona-Shapiro dotyczy dwóch pierwszych formuł, natomiast trzecia, najbardziej rozbudowana formuła to modyfikacja firmy konsultingowej McKinsey. W przypadku, gdy parametr wzrostu [g] nie jest uwzględniony, pozostaje typowa formuła renty wiecznej $Z/WACC$ lub $NOPLAT/WACC$.
- 5.3.7 Model Gordona-Shapiro jest oparty na formule, która – w przypadku niezerowej wartości parametru wzrostu zysków – jest mało wiarygodna, a nawet metodologicznie wadliwa, i generalnie istotnie zawyża wartość rezydualną. Renta wieczna oparta jest na założeniu, że nakłady na inwestycje odtworzeniowe w przedsiębiorstwie pokrywane są przez fundusz amortyzacji. Można to uznać za relatywnie prawdziwe dla $g = 0$. Jeśli jednak $g > 0$, a zatem pojawia się systematyczny wzrost zysków w przyszłości, osiągnięcie tego wzrostu bez nakładów inwestycyjnych na nowe przedsięwzięcia modernizacyjne i rozwojowe nie jest generalnie możliwe. Problem tkwi zatem w fackie nieuwzględniania nakładów na nowe inwestycje rozwojowe, pomimo uwzględniania ich efektów ekonomicznych. Czyli zgodnie z tą koncepcją powstaje „coś z niczego”, co nie jest realne. Stąd stosowanie typowej renty wiecznej opartej na omawianym modelu należy uznać za błędne.
- 5.3.8 Powyższe błędne podejście jest skorygowane tylko w formule f -my McKinsey, w ramach której, jak łatwo zauważyć, jakkolwiek niezerowy wzrost zysku operacyjnego po opodatkowaniu [NOPLAT] spowoduje odpowiednią redukcję parametru NOPLAT o wynikający procent z przyjętej w formule proporcji $g/ROIC$. Reprezentuje to sytuację, w której oczekiwany wzrost zysków jest w pewnym stopniu rekompensowany wzrostem wydatków inwestycyjnych, stanowiących określoną część tych zysków.
- 5.3.9 Należy podkreślić, że powyższa koncepcja posiada znaczenie uniwersalne, ponieważ nawet w przypadku przedsiębiorstw świadczących usługi intelektualne i pozbawionych aktywów trwałych pojęcie „inwestycje” ma jak najbardziej zastosowanie, bowiem symbolizuje w takich okolicznościach np. nakłady na zwiększenie potencjału kapitału ludzkiego w firmie poprzez wydatki na rozbudowę potencjału zatrudnionego personelu.
- 5.3.10 Reasumując, w warunkach zastosowania renty wiecznej dla celów oszacowania wartości rezydualnej uzasadnione jest jedynie zastosowanie formuły firmy McKinse’y. Jednak w przypadku wyceny przedsiębiorstw rozpoczynających dopiero działalność lub przedsiębiorstw działających w warunkach niepewności co do perspektyw rynkowych, sama koncepcja formuły renty wiecznej może okazać się zbyt sztuczna i nierealistyczna. Stąd wykształciła się zasada zastępowania jej pojęciem tzw. wartości wyjścia lub ceny wyjścia [exit value lub exit price], która reprezentuje prawdopodobny wynik wyceny rynkowej biznesu w ostatnim roku prognozy, bazując na podejściu porównawczym [czyli mnożnikowym].
- 5.3.11 Koncepcja exit value jest uznawana za uniwersalną, bowiem ryzyko nietrafionego wyniku renty wiecznej przesuwa na ogólne ryzyko rynku kapitałowego, bazujące na identyfikacji bieżących wartości mnożników giełdowych, z których najpopularniejsze to: $EV/EBITDA$, $EV/EBIT$, $EV/EBIT \times (1-T)^7$, $EV/Sales$, $EV/Book Value$, $EV/Invested Capital$. Należy wskazać, że takie podejście do wartości rezydualnej jest dopuszczalne nawet w przypadku krótkich prognoz finansowych dla wycenianych przedsiębiorstw, typu 5 lat i mniej.
- 5.3.12 Zasadnicze ryzyko tego podejścia polega na tym, że mnożniki rynkowe mogą być dobierane z aktualnych notowań giełdowych, mało bowiem realna jest antycypacja ich wartości po okresie podstawowej prognozy [okresie referencyjnym].
- 5.3.13 W ostatecznym podejściu za możliwe należy także uznać sytuację, w której wartość rezydualna wycenianego biznesu stanowi **średnią ważoną z kilku uzyskanych wyników [metody mnożnikowe + wynik renty wiecznej]**.

⁷ $EBIT \times (1-T) = NOPLAT$.

5.4 Sposób dywersyfikacji ryzyka wyceny spółki

- 5.4.1 W najbardziej rozpowszechnionym w Polsce podejściu prognoza finansowa przedsiębiorstwa jest sporządzana w jednym wariantcie bazowym. Jest to uzasadnione dla przedsiębiorstw o ustabilizowanych wynikach ekonomicznych oraz przewidywalnych perspektywach rozwojowych.
- 5.4.2 Jeśli przyszłe wyniki przedsiębiorstwa charakteryzują się z jakichkolwiek powodów niepewnością w znacznej skali, to w moim przekonaniu powyższa koncepcja nie stanowi efektywnego rozwiązania.
- 5.4.3 Zalecanym i często stosowanym rozwiązaniem w wycenach przedsiębiorstw i/lub ich aktywów w warunkach niepewności jest analiza scenariuszy. Zalecanym schematem analitycznym jest przyjęcie stosownej liczby scenariuszy rozwojowych przedsiębiorstwa, możliwie większej od dwóch, a co najmniej trzech. W przypadku braku bardziej jednoznacznych przesłanek zaleca się stosowanie scenariuszy o charakterze opisanym terminami: optymalny [najbardziej realistyczny w bieżącej ocenie], pesymistyczny i optymistyczny. Charakterystycznym wymogiem takiej analizy jest nadawanie poszczególnym scenariuszom prawdopodobieństwa wystąpienia, a tu znów w przypadku braku ukierunkowanych przesłanek zaleca się odpowiednio: 60% dla scenariusza optymalnego i po 20% - dla scenariuszy skrajnych.
- 5.4.4 Ostatecznie zatem finalny wynik wyceny jest wartością średnią ważoną z co najmniej trzech rezultatów składowych. Zasady tej koncepcji zostały opisane przy charakterystyce metody wyceny przedsiębiorstw typu startup, zwanej metodą „First Chicago” [The First Chicago method]. Oczywiście pojęcie niepewności nie dotyczy w ujęciu zasad wyceny wartości biznesu jedynie startupów i może być zdecydowanie utożsamiane także z wieloma przedsiębiorstwami działającymi od dawna, dla których perspektywy rynkowe uległy lub nadal współcześnie ulegają istotnym zmianom, wobec zmian otoczenia ekonomicznego tego biznesu.

5.5 Stopy dyskontowe

- 5.5.1 Formułowana często zasada, że zwiększanie ryzyka biznesu winno prowadzić do zwiększania wartości stóp dyskontowych stosowanych w wycenie przedsiębiorstw, wydaje się tylko pozornie prawidłowa. Jeśli dana działalność gospodarcza w realnych warunkach zwraca określony, wąski zakres stóp zwrotu, to trudno zgadzać się z tezą, że przy wycenie tej działalności koszt kapitału własnego winien reprezentować wartość zasadniczo wyższą. Jest to teza nierealna, ponieważ żaden nowy inwestor z powodów strictly rynkowych nie uzyska na tej działalności wyższej rentowności operacyjnej i wyższej stopy zwrotu z aktywów, niż to jest realnie możliwe w danym otoczeniu rynkowym i szerzej - ekonomicznym.
- 5.5.2 W powyższym ujęciu można rozważać dwie możliwości występowania różnych okoliczności transakcyjnych:
- 5.5.2.1 Wycena jest dokonywana dla celów określenia wartości „wewnętrznej”, czyli wartości postrzeganej przez dotychczasowych właścicieli biznesu, wobec ich własnej koncepcji jego dalszego rozwoju. W tych warunkach nie bardzo widać sens eskalacji stóp dyskontowych ponad występujący realnie koszt kapitału własnego, wynikający z faktów, czyli wyników dotychczasowej działalności. W przypadku przedsiębiorstw nowych zatem [w tym startupów rozumianych, jako przedsiębiorstwa inwestujące w innowacje] podstawowym kryterium budującym wyobrażenia o stopie zwrotu z kapitału zainwestowanego winny być realnie uzyskiwane wyniki w danym segmencie na rynku.
- 5.5.2.2 Wycena jest dokonywana dla celów określenia wartości „zewnętrznej”, czyli wartości postrzeganej przez nowego inwestora lub wprost nabywcę przedsiębiorstwa. W okolicznościach niepewności lub słabszych wyników wobec innych graczy rynkowych inwestor ten [lub nabywca] może zastosować specjalne dodatkowe dyskonto w obszarze szacowania wartości biznesu. Jest to związane z faktem, że jego koszt kapitału jest uznawany za odpowiednio wyższy, niż ten, który wynika z dotychczasowej działalności przedsiębiorstwa lub nawet średniej dla danego segmentu rynku. Może to również wynikać z faktu, że przedsiębiorstwo bardzo potrzebuje dodatkowego kapitału i jest zdeterminowane, aby za ten nowy kapitał zapłacić więcej, ponieważ nie posiada alternatywnych możliwości jego pozyskania.
- 5.5.3 Powyższe wskazuje zatem, że kwestia szacowania wartości kosztu kapitału i tym samym wielkości stóp dyskontowych jest zasadniczo determinowana celem wyceny – inaczej winna być oceniana dla celu szacowania wartości „wewnętrznej”, a inaczej – wartości „zewnętrznej”.

6 Zasady wyceny startupów technologicznych i/lub przedsiębiorstw w początkowej [lub szczególnie dynamicznej] fazie rozwoju

6.1 Metodologia

- 6.1.1 Wycenę startupów technologicznych i/lub przedsiębiorstw w początkowej [lub szczególnie dynamicznej] fazie rozwoju cechuje wspólna charakterystyczna przesłanka – wysoki obszar niepewności, co do możliwego kształtu prognozy dla najbliższych okresów obrotowych, a także prognozy długoterminowej. Należy zwrócić uwagę na następujące przesłanki procesu planowania:
- 6.1.1.1 W przypadku startupów używane są reguły minimalizujące ryzyko, z których część kładzie nacisk na wyeliminowanie szacowania w ramach prognoz długoterminowych, a oceniany jest np. najbliższy etap rozwojowy, który można w miarę przewidywalnie zdefiniować.
- 6.1.1.2 W przypadku przedsiębiorstw charakteryzujących się pewnym doświadczeniem rynkowym [bywa, że już co najmniej kilkuletnim], nagły rozwój biznesu reprezentowany przez znaczny wzrost przychodów może być oparty na podstawach bardziej trwałych [jeśli były świadomie przedmiotem dążeń i strategii rynkowej] lub bardziej incydentalnych [okazja inwestycyjna, która nie gwarantuje zachowania wyników na osiągniętym nagle poziomie w przyszłości].
- 6.1.2 Główne podejścia w zakresie wyceny spółek typu startup zostały scharakteryzowane w poniższym zestawieniu. Należy stwierdzić, że w dużej mierze te metody mogą być także stosowane wobec przedsiębiorstw niebędących startupami, ale podlegających skokowemu wzrostowi biznesu, co samo w sobie także implikuje znaczące ryzyko prognoz finansowych.

Ilustr. 5: Metodologia wyceny startupów technologicznych i/lub przedsiębiorstw w początkowej [lub szczególnie dynamicznej] fazie rozwoju [źródło: opracowanie własne]

Podejście / metoda	Komentarz
Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych [DCF - Discounted Cash Flows]	<ul style="list-style-type: none"> • Metoda oparta jest na zdyskontowanych przepływach pieniężnych netto⁸ [NCF – Net Cash Flows]. Przepływy pieniężne w wariantcie użytecznym do wyceny są prezentowane w formie zestawienia pośredniego, które obejmuje: <ul style="list-style-type: none"> a) strumień operacyjny [w uproszczeniu suma wyniku finansowego netto, jako $NOPLAT = EBIT \times (1 - tax)$], funduszu amortyzacji oraz zmian kapitału obrotowego; b) strumień inwestycyjny [saldo nakładów inwestycyjnych oraz dezinwestycji]; c) strumień finansowy [zmiana kapitałów własnych oraz zmiana kapitałów obcych]. • Kategorie NCF tworzą dwa pierwsze strumienie, czyli strumień operacyjny oraz strumień inwestycyjny. • Projekcja strumieni przepływów pieniężnych dla spółek typu startup jest koncepcją noszącą generalnie bardzo duże ryzyko, głównie z racji relatywnie niskiej przewidywalności efektów możliwych ścieżek rozwoju startupu. Ta przewidywalność jest funkcją wielu parametrów, m.in. efektów dotychczasowych etapów rozwoju spółki, potencjału rynkowego jej technologii, kategorii wynalazku, skali zainteresowania danego rynku nowym rozwiązaniem, postawy sponsorów i ich stosunku do perspektyw rozwoju technologii, potencjału samego docelowego rynku zastosowania danej technologii [natężenie konkurencji, ograniczenia patentowe], dostęp spółki do źródeł finansowania. • W praktyce model DCF należy uznać za jeden z najbardziej ryzykownych i najbardziej niedoskonałych pod względem kwestii dywersyfikacji ryzyka zainteresowanych transakcją stron, czyli z jednej strony animatorów startupu, a z drugiej inwestorów. To sprawia, że wynik wyceny tą metodą jest z zasady postrzegany, jako bliski warunkom stricte spekulacyjnym, czyli noszący bardzo wysokie ryzyko. To ryzyko podlega zazwyczaj ocenie poprzez wysokie lub bardzo wysokie stopy dyskontowe, ale z ogólnego punktu widzenia procedura ta i tak przypomina czystą spekulację: z jednej strony sugerowane perspektywiczne wysokie zyski, z drugiej „zbijające” sztucznie ich wartość wysokie stopy dyskontowe [wielokrotnie może to przybierać po prostu postać „zabawy w liczby”]. • Kluczowymi parametrami metody DCF są: <ul style="list-style-type: none"> a) okres referencyjny prognozy [z reguły w przypadku startupów krótki, rzędu 3-4 lat, co dodatkowo eskaluje ryzyko wyceny, bowiem pozostały okres egzystencji spółki wycenia się na podstawie tzw. wartości rezydualnej, która w tych okolicznościach często jawi się, jako wartość czysto spekulacyjna];

⁸ Spotykane jest także określenie wolnych strumieni przepływów pieniężnych [FCF – Free Cash Flows].

Podejście / metoda	Komentarz
	<p>b) projekcja strumieni przepływów pieniężnych netto [NCF]; c) model wielkości stóp dyskontowych dla okresu prognozy; d) model szacowania wartości rezydualnej [RV – Residua Value].</p> <ul style="list-style-type: none"> Należy podkreślić, że obowiązek zbudowania biznesplanu [prognozy finansowej] ciąży zazwyczaj na animatorach startupu, jako że trudno oczekiwać, aby ktokolwiek poza nimi dysponował bardziej miarodajną wizją przyszłego rozwoju startupu. To z jednej strony ceduje całe ryzyko prognoz finansowych na tych animatorach, z drugiej – niejako „zdejmuje” je – co najmniej w istotnej mierze - bezpośrednio z autora wyceny [jeśli nie jest nim przedstawiciel startupu].
<p>Metoda „First Chicago” [The First Chicago method].</p>	<ul style="list-style-type: none"> Metoda „The First Chicago Method” lub „Venture Capital Method” stanowi odzwierciedlenie podejścia stosowanego w USA przez fundusze Venture Capital [VC] oraz inwestorów prywatnych. Jest ona oparta częściowo na metodach mnożnikowych, a częściowo na metodzie DCF. Metoda ta została opracowana i rozwinięta przez fundusz First Chicago Corporation Venture Capital [stąd jej nazwa], będący protoplastą funduszy Madison Dearborn Partners oraz GTCR. Metoda opiera się na założeniu wypłat na rzecz posiadacza udziałów w spółce według różnych scenariuszy. Najczęściej te scenariusze są tworzone w następujący sposób: <ol style="list-style-type: none"> scenariusz optymistyczny [„upside case” lub „best-case scenario”] – często oparty na przedłożonym biznesplanie przedsięwzięcia; scenariusz optymalny [bazowy, „base case”], uchodzący za najbardziej realistyczny ze startowego punktu widzenia; scenariusz pesymistyczny [„downside” lub „worst-case scenario”], uwypuklający zasadnicze ryzyka w zakresie zaistnienia mniej korzystnych rozwiązań od tych oczekiwanych. Kolejne etapy stosowania tej metodologii są następujące: <ol style="list-style-type: none"> Dla każdego ze scenariuszy budowany jest plan finansowy w okresie aż do przewidywanego wycofania kapitału inwestorów prywatnych. Dla każdego scenariusza kalkulowana jest wartość rezydualna [Terminal Value], jako wartość oparta na mnożnikowej wartości biznesu w końcowym roku projekcji finansowej [z reguły jest to mnożnik EBITDA] – jest to tzw. cena wyjścia [Exit Price]. Wycofanie kapitału z oczekiwaną przez inwestorów premią może przybierać różne formy. Wartość biznesu dla każdego ze scenariuszy stanowi suma zdyskontowanych przepływów pieniężnych w okresie projekcji finansowej [czyli wartości bieżącej przyszłych strumieni pieniężnych, PV – Present Value] oraz zdyskontowanej wartości rezydualnej [ceny wyjścia]. Finalnie każdy z uzyskanych dla danego scenariusza wyników wyceny jest mnożony przez wagi, równe prawdopodobieństwu wystąpienia i-tego scenariusza [oczywiście suma wag wynosi 100%]. W ten sposób ostateczny rezultat wyceny stanowi wartość średnią ważoną z wyników poszczególnych scenariuszy. Metoda jest w szczególności wykorzystywana w wycenie spółek startup o szybkim wzroście, nieposiadających zbyt długiej historii finansowej. Dla tego typu przedsiębiorstw zastosowanie typowych metod mnożnikowych zwraca zbyt niskie wartości wyceny, wobec zakładanych perspektyw ich rozwoju. Praktycy rynku amerykańskiego [USA] twierdzą, że w przypadku startupów metoda „First Chicago” winna być preferowana w zestawieniu z typową metodą DCF [czyli opartą na jednej, ustalonej prognozie]. Profesjonalnie przygotowane wyceny powinny opierać się na zestawie metod, reprezentujących wszystkie trzy standardowe podejścia [majątkowe, dochodowe i rynkowe – porównawcze]. Opisana metoda „First Chicago” jest zbliżona do koncepcji tzw. oczekiwanej NPV [eNPV, Expected NPV], a także w pewnym zakresie do metody znanej pod nazwą rNPV [risk-adjusted Net Present Value]. Ta ostatnia metoda jest standardowo stosowana w wycenie projektów medycznych i biomedycznych.
<p>Metody porównawcze (mnożnikowe) [Market & Transaction Comparables]</p>	<ul style="list-style-type: none"> Metody te są oparte na mnożnikach giełdowych i pochodzących z rynków równoległych, obejmujących wyłącznie spółki technologiczne [startupy]. Model działa dokładnie tak samo, jak stosowane do wyceny korporacji giełdowych mnożniki EBITDA, EBIT, NOPLAT, wartości sprzedaży, zainwestowanego kapitału itd. Należy jednak wyraźnie podkreślić, że mnożniki dla startupów stanowią kategorię, która nie jest tożsama z mnożnikami dla spółek giełdowych. Używając wobec startupów pojęcia „giełda” należy mieć na myśli wydzielony dla nich rynek. W przypadku Polski, a nawet – jak sądzę – Europy raczej trudno jest mówić realnie o rynku startupów. USA pełniły zawsze w zakresie rozwoju wszelkiego rodzaju rynków rolę prekursorską i podobnie jest w przypadku startupów. W związku z tym wydaje się, że obecnie [stan ten potrwa zapewne jeszcze relatywnie długo] jakiegokolwiek bardziej miarodajne mnożniki siłą rzeczy będą pochodziły z tamtego obszaru gospodarczego. Należy jednak podkreślić, że określenie „miarodajne” także

Podejście / metoda	Komentarz
	<p>winno się ograniczyć do tamtego wewnętrznego rynku i próby porównywania przy zastosowaniu tamtych relacji perspektywicznego potencjału startupów powstających w innych częściach świata należy uznać za mało reprezentatywne lub wprost niereprezentatywne.</p>
<p>Metody kosztowe, jak np. metoda księgową lub metoda likwidacyjną [Asset-Based Valuations such as the Book Value or the Liquidation value]</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Pomimo wielu twierdzeń, że wartość majątkowa nie jest reprezentatywna dla terminu „wartość rynkowa”, nawet w warunkach krajów i rynków rozwiniętych zauważa się jednak obszar do zastosowania tych metod, w określonych warunkach. • Warto zwrócić uwagę, że wobec bardzo dużego ryzyka rozwoju spółek typu startup możliwość oszacowania wartości likwidacyjnej jawi się, jako istotna dla inwestorów z punktu widzenia ewentualnego niepowodzenia przedsięwzięcia. Wartość likwidacyjna określa wówczas, na jaką część zwrotu z za inwestowanego kapitału inwestorzy mogliby liczyć w przypadku fiaska projektu biznesowego. • W przypadku spółek technologicznych wartość majątkowa – także w znaczeniu likwidacyjnej - nie musi być oparta wyłącznie na aktywach rzeczowych. Zasadniczą wartością tych spółek zazwyczaj są aktywa niematerialne [składniki IP] – chociażby w zakresie chronionym patentami [o ile takowe istnieją] – co sprawia, że nawet spółki o symbolicznym majątku trwałym [w sensie sald bilansowych] mogą reprezentować znacząco wyższą wartość likwidacyjną. • Generalnie wycena wartości likwidacyjnej patentów lub innych aktywów niematerialnych z pewnością zalicza się do zagadnień trudnych, niemniej funkcjonują w zakresie analitycznym określone metody statystyczne, które chociażby w przybliżeniu pozwalają na oszacowanie wartości likwidacyjnej przedsiębiorstwa na podstawie jego wielkości bilansowych oraz poza bilansowych. Do takich metod zaliczana jest np. popularna metoda Wilcoxa [spotykana w literaturze przedmiotu także pod nazwą Wilcoxa-Gamblera], która szacuje wartość likwidacyjną spółki poprzez przypisywanie określonych współczynników redukcyjnych do różnych obszarów jej aktywów bilansowych.
<p>Metoda inwestorska [spekulacyjna]</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Metoda ta została rozwinięta w USA i w zarysie polega na następującej sekwencji kroków: <ol style="list-style-type: none"> a) Animator startupu precyzyjnie określa kolejny krok w jego rozwoju oraz związane z tym zapotrzebowanie na kapitał. Oznacza to, że w ogóle nie opiera swoich oczekiwań finansowych na jakimkolwiek biznesplanie, uwzględniającym perspektywę długoterminową. Chodzi jedynie o jeden najbliższy krok rozwojowy [np. zakup niezbędnej infrastruktury do uruchomienia produkcji innowacyjnego wyrobu na etapie półtechnicznym]. b) Inwestor jest gotów pokryć oczekiwaną wartość wkładu kapitałowego w startup na zasadzie stricte spekulacyjnej [z reguły]. c) Obydwie strony negocjują, jaką część udziałów w spółce uzyska inwestor za swój wkład kapitałowy. Negocjacje te mogą opierać się na różnych przesłankach, ale zasadniczym kanonem jest fakt, iż nie wymagają one żadnych wcześniejszych oficjalnych wycen wartości startupu, opartych na jakiegokolwiek metodzie. Jakikolwiek zatem wewnętrzny proces szacowania korzyści z kapitałowego wejścia do spółki stanowi wyłącznie przedmiot indywidualnych analiz samego inwestora. • Opisany powyżej schemat może być powtarzany w przyszłości, o ile rozwój startupu stanowi spełnienie oczekiwań zainteresowanych stron transakcji. W ten sposób następują kolejne rundy finansowania spółek startupowych, które cyklicznie określają warunki kolejnych kroków rozwojowych. Ich bieżąca wycena jest kwestią prostej arytmetyki: jeśli np. wkład inwestora wynosi 100 tys. USD w zamian za 10% udziałów w spółce, to bieżąca wartość tej spółki jest kalkulowana, jako $100\ 000\ \text{USD} : 10\% = 1\ \text{mln}\ \text{USD}$. • Cechą charakterystyczną dla tego typu procesu są następujące czynniki oraz przesłanki: <ol style="list-style-type: none"> a) Rozważanie tylko najbliższego kroku rozwojowego spółki niweluje istotnie ryzyko inwestycji, ponieważ ryzyko najbliższego etapu w jej rozwoju nie jest w ogóle porównywalne z ryzykiem dochodzenia spółki do docelowych osiągnięć [na których np. często oparty jest schemat metody DCF]. b) Inwestycja ma charakter czystej gry spekulacyjnej i oczywiście wymaga funkcjonowania relatywnie bogatego rynku inwestorów, gotowych zaryzykować swoje oszczędności na finansowanie tego typu przedsięwzięć. Należy podkreślić, że ryzyko tych inwestorów jest dodatkowo redukowane poprzez fakt, iż większość z nich to nie są inwestorzy strategiczni [czyli tacy, którzy chcieliby związać się ze spółką na dłużej]. Dla inwestorów indywidualnych docelową korzyścią jest potencjalny zysk, jaki można wygenerować na odsprzedaży swoich udziałów przy założeniu systematycznego wzrostu wartości startupu. • Wobec powyższego dla inwestorów najbardziej reprezentatywne są takie czynniki związane z rozwojem danego startupu, jak np.: <ol style="list-style-type: none"> a) duża dynamika wzrostu startupu mierzona niekoniecznie wielkościami pieniężnymi [np. ilość sympatyków w aplikacjach społecznościowych]; b) „modny” segment rynku, który w najbliższej perspektywie zapewnia systematyczne wzrosty; c) uznane nazwisko animatora biznesu, związanego z poprzednimi sukcesami podobnych spółek.

Podejście / metoda	Komentarz
	<ul style="list-style-type: none"> Należy podkreślić przede wszystkim znaczenie tempa dynamiki wzrostu startupu, ponieważ jest to bezpośredni parametr odniesienia dla większości inwestorów [niebędących inwestorami strategicznymi]. Niektóre źródła podają, że według standardów amerykańskich minimalny poziom dynamiki wzrostu w okresie pierwszych 18 m-cy to wzrost co najmniej 10-krotny. Jeśli założyciel nie osiągnie tego progu, to albo liczy na inwestora, który zainwestuje w jego startup pomimo ograniczonego tempa wzrostu, albo po prostu zostanie bez kapitału na dalszy rozwój. Wyróżnia się tu dwie strategie: <ol style="list-style-type: none"> 1) „Go big or go home”, czyli dynamiczny wzrost albo fiasko. Zatem właściciel stawia na spektakularny wzrost, największy możliwy, stawia wszystko na jedną kartę, angażuje cały dostępny kapitał i jest skoncentrowany na dalszym największym możliwym do osiągnięcia wzroście. Jeśli to się uda, wycena przy okazji kolejnego etapu będzie na tyle wysoka, że relatywnie wysokie oszacowanie na etapie inicjacyjnym okaże się motorem napędowym biznesu i się opłaci. Jeśli wolniej rosnący startup doświadczy 55-procentowego rozwodnienia kapitału [kwestia struktury udziałów i ilości udziałowców], w przypadku szybko rosnącego biznesu rozwodnienie to może osiągnąć np. poziom 30% [kwestia koncentracji kapitału]. To oznacza, że założyciel oszczędzi 25% kapitału, który może zainwestować na etapie inicjacyjnym. Zatem zyskuje wolne środki, a także dodatkowo darmowe wsparcie doświadczonych inwestorów. 2) „Raise as you go”, czyli „rośnij tylko tyle, ile sobie założyłeś”. Założyciel powinien według tej zasady zainwestować minimalną kwotę dostępnego kapitału – celem jest ograniczony, ale za to konsekwentny wzrost. Oczywiście nie ma niczego złego w systematycznym, stabilnym wzroście, co w konsekwencji skutkuje systematycznym wzrostem szacowanej wartości spółki. Przedmiotowy biznes co prawda nie okaże się spektakularnym sukcesem, ale zakończy się coraz wyższymi wycenami na kolejnych etapach rozwoju.
Inne metody	<ul style="list-style-type: none"> Należy tu wskazać głównie na model rNPV, który stanowi modyfikację metody DCF, niejako dodatkowo redukując planowane zyski w ramach projektu typu startup. Model ten stosowany jest głównie dla inwestycji obliczonych na bardzo długie okresy czasu, ale rokujących dobrze, co do przyszłych oczekiwanych zysków. Stąd jego zastosowanie głównie dla projektów medycznych, w ramach których standardowa procedura 3-etapowych badań klinicznych opiewa nawet na terminy kilkunastoletnie. Ryzyko powodzenia tych projektów jest uznawane za bardzo znaczące, ale w przypadku sukcesu przyszłe zyski stanowią także bardzo spektakularną wielkość. Należy dodać, że branża medyczna wypracowała przez dziesięciolecia swoje standardy techniczne i ekonomiczne, dzięki którym przewidywalność tak odległych w czasie inwestycji oparta jest w znacznej mierze na bogatych statystykach rynkowych. To uzasadnia stosowanie w tej branży modeli dedykowanych, takich jak rNPV. Moim zdaniem stosowanie modelu rNPV dla przeciętnych przedsięwzięć startupowych – głównie spoza branży medycznej – nie ma większego sensu. Sam model przypominałby wówczas często podobnie mało miarodajne założenia, jak dla metody DCF w wielu jej „startupowych” zastosowaniach.

6.1.3 Co do zasady, w procesie wyceny startupu lub przedsiębiorstwa znajdującego się w dynamicznym okresie rozwoju należy dążyć do możliwie największej liczby zastosowanych metod wyceny, głównie z uwagi na ryzyko samej wyceny, jak i wady i zalety poszczególnych podejść i metod.

6.1.4 W wyjątkowych okolicznościach proces wyceny może jednak ograniczać się z konieczności do jednej metody [najczęściej jest to metoda dochodowa, bazująca na planie finansowym przedłożonym przez Zarząd wycenianego podmiotu].

7 Wycena wartości MTG

7.1 Identyfikacja metody [metod] wyceny przedsiębiorstwa

- 7.1.1 Specyfika spółki powoduje, że większość z przedstawionych, uznawanych za typowe dla wyceny przedsiębiorstwa metod generuje określone ryzyko, związane głównie z faktem, że spółka posiada charakter startupu. Biznes spółki oparty jest na wizji specjalistów przedmiotowego rynku gier mobilnych, którzy podejmują konkurencję z innymi graczami w sektorze, mając za sobą fazę rozruchu. Wizja ta zakłada osiągnięcie przez jednostkę obrotów na poziomie 15 mln PLN w ciągu 5 lat [2020-2024]. Zysk operacyjny Zarząd spółki przewiduje według ostatniej, zaktualizowanej prognozy dopiero w ostatnim planowanym okresie prognozy [2024].
- 7.1.2 Warto zauważyć, że w wyżej opisanych okolicznościach – i dodatkowo wobec braku podstaw do analizy scenariuszy – można powoływać się na różne podejścia i metody wyceny, jakkolwiek one z założenia generują bardzo duży rozrzut wyników. Jednym ze sposobów dywersyfikacji ryzyka jest branie pod uwagę wyników skrajnych i uśrednianie ich, przy czym z reguły większe wagi są nadawane wynikom niższymi. W pewnym stopniu tego typu kryteria spełnia zastosowanie metod wartości mieszanej przedsiębiorstw, gdzie w przypadku wyceny uznawanych za perspektywiczne startupów wartość dochodowa jest dosyć wysoka i wielokrotnie przewyższa wartość majątkową. Jednak uśredniony wynik może być w określonych okolicznościach traktowany, jako potencjalny miarodajny rezultat, uwzględniający zbyt wysokie ryzyko znaczącej wartości dochodowej i przykładający pewną wagę do pewniejszej wartości dochodowej.
- 7.1.3 Nie da się abstrahować w ramach planów od faktu, że przedmiotowa branża jest obecnie uznawana za bardzo rozwojową, ze średnim wzrostem sprzedaży przekraczającym poziom 10% r/r i wysoką rentownością, po ustabilizowaniu się wyników [i to pomimo warunków pandemicznych]. Tym samym segment stwarza ramy, w których przedstawiciele spółki dopatrują się korzystnych perspektyw.
- 7.1.4 Okoliczności wskazują, że w praktyce w tym konkretnym przypadku można by pokusić się o uwzględnienie bardzo szerokiego podejścia do kwestii potencjalnej wartości projektu biznesowego spółki, a w szczególności można rozważać zastosowanie następujących metod wyceny:
- a) Metoda majątkowa skorygowanych aktywów netto [SAN] została przedstawiona w procesie wyceny do celów informacyjnych i wobec potrzeby oszacowania tzw. aktywów i pasywów nieoperacyjnych.
 - b) Metoda dochodowa [DCF], oparta na prognozie finansowej Zarządu spółki – jako podstawowe kryterium poszukiwania poziomu wartości spółki.
 - c) Metoda zdyskontowanej [skapitalizowanej] dywidendy, odniesiona w praktyce tylko do ostatniego roku prognozy, czyli jedynego, który umożliwiłby naliczenie i wypłacenie dywidendy. Tym samym miałyby to charakter wartości rezydualnej, opartej na dywidendzie.
 - d) Metody mnożnikowe – nadają się w tych okolicznościach w szczególności do oszacowania ceny wyjścia [exit price], co stanowi uznaną alternatywę dla ryzykownej wartości renty wiecznej.
 - e) Metoda wartości mieszanej – zgodnie z ich podaną wcześniej charakterystyką.
 - f) Metoda spekulacyjna [inwestorska] – spółka nie jest może standardowym startupem, ukierunkowanym na opracowanie innowacyjnych technologii, jakkolwiek trzeba wskazać, że jej właściciele w zasadzie znajdują się pod presją pozyskania kapitału w celu realizacji kolejnych zamierzeń [choć te zamierzenia nie noszą cech wynalazku]. Wobec tego można sobie jednak wyobrazić zastosowanie tego podejścia w praktyce, jakkolwiek należy sobie zdawać sprawę, że wynik tej metody w porównaniu z innymi należałoby co najwyżej traktować, jako pomocniczy.

7.2 Wskaźniki weryfikacyjne metody dochodowej DCF

7.2.1 W przypadku metody DCF istnieje możliwość jej zastosowania w dwóch niezależnych trybach:

- Metoda pełna, bazująca tradycyjnie na szczegółowym zestawieniu strumieni przepływów pieniężnych.
- Metoda uproszczona, bazująca na uproszczonym modelu przepływów. Model ten wymaga wcześniejszego określenia pięciu wskaźników finansowych [stąd nazywam tą metodę - metodą 5 wskaźników], są to: dynamika sprzedaży, wydajność gotówkowa sprzedaży [skorygowana rentowność operacyjna], dynamika kapitału obrotowego [zmiany kapitału obrotowego wobec zmian sprzedaży]; stopa inwestycji netto oraz stopa zwrotu z kapitału zainwestowanego [ROIC]⁹. Wszystkie te wskaźniki zostały scharakteryzowane w poniższym zestawieniu:

Ilustr. 6: Identyfikacja 5 wskaźników zarządczych w ramach analizy finansowej przedsiębiorstwa, na których oparta jest uproszczona metoda DCF [źródło: opracowanie własne].

Definicja	Formuła 1	Formuła 2	Interpretacja
Dynamika sprzedaży	$D_S \% = \frac{\Delta S}{S_{n-1}} = \frac{S_n - S_{n-1}}{S_{n-1}}$		Dynamika sprzedaży świadczy o fazie rozwoju przedsiębiorstwa oraz o chłonności rynku [rezerwie rozwojowej rynku]. Na ogół duża dynamika sprzedaży charakteryzuje podmioty młode, o niedługim stażu rynkowym.
	<p><i>D_S% - dynamika sprzedaży,</i> <i>ΔS - przyrost sprzedaży w latach n i n-1,</i> <i>S_n - wartość sprzedaży w roku n,</i> <i>S_{n-1} - wartość sprzedaży w roku n-1.</i></p>		
Wydajność gotówkowa sprzedaży	$WG_B \% = \frac{EBIT}{S}$	$WG_N \% = \frac{NOPLAT}{S}$	Wydajność gotówkowa sprzedaży [rentowność na poziomie operacyjnym lub netto] potwierdza skalę opłacalności działalności operacyjnej przedsiębiorstwa. Ważne pozostają kształtujące ją trendy [wzrost lub spadek].
	<p><i>WGSB% - wydajność gotówkowa sprzedaży brutto,</i> <i>EBIT - zysk operacyjny,</i> <i>S - wartość sprzedaży.</i></p>	<p><i>WGSN% - wydajność gotówkowa sprzedaży netto,</i> <i>NOPLAT - zysk operacyjny po opodatkowaniu,</i> <i>S - wartość sprzedaży.</i></p>	
Dynamika kapitału obrotowego	$D_{NWC} \% = \frac{\Delta NWC}{\Delta S}$		Wskaźnik informujący, w jakiej skali następuje przyrost kapitału obrotowego w stosunku do przyrostu sprzedaży. Typowe wartości dla przedsiębiorstw przemysłowych mieszczą się w zakresie 11-18%. Należy zaznaczyć, że ΔNWC obejmuje w formule tylko zmiany kapitału obrotowego, związane z zapasami oraz należnościami i zobowiązaniami handlowymi [pozostałe w tej formule nie są brane pod uwagę, jako nie powiązane ze sprzedażą w sposób bezpośredni.
	<p><i>Δ_{nwc}% - dynamika kapitału obrotowego,</i> <i>ΔNWC - przyrost kapitału obrotowego,</i> <i>Σ - πρζψρσστ sprzedaży.</i></p>		
Aktywność inwestycyjna	$INV_B \% = \frac{CAPEX}{NOPLAT}$	$INV_N \% = \frac{CAPEX - D \& A}{NOPLAT}$	Wskaźnik informuje, jak duża jest aktywność inwestycyjna przedsiębiorstwa [kapitałochłonność] i czy pokrywanie nakładów jest możliwe z zysków, czy też niezbędne

⁹ Do samego procesu wyceny wykorzystywany jest jednak średni ważony koszt kapitału [WACC], przy którego ustalaniu wartość ROIC ma oczywiście znaczenie.

Definicja	Formuła 1	Formuła 2	Interpretacja
	<i>INVB% - stopa inwestycji brutto, CAPEX – nakłady inwestycyjne w roku, NOPLAT – zysk operacyjny po opodatkowaniu.</i>	<i>INVN% - stopa inwestycji netto, CAPEX – nakłady inwestycyjne w roku, D&A – fundusz roczny amortyzacji, NOPLAT – zysk operacyjny po o</i>	jest zadłużenie. W wymiarze netto wskaźnik informuje, czy przedsiębiorstwo inwestuje poniżej, czy powyżej rocznego funduszu amortyzacji.
Stopa zwrotu z kapitału zainwestowanego	$ROIC = \frac{NOPLAT}{CAP_{INV}}$ <hr/> <i>ROIC – stopa zwrotu z kapitału zainwestowanego, NOPLAT – zysk operacyjny po opodatkowaniu, CAP_{INV} – kapitał zainwestowany.</i>		Jeden z kluczowych wskaźników analizy finansowej przedsiębiorstwa, informuje o uzyskiwanych realnie stopach zwrotu z zainwestowanego kapitału. Porównanie tego wskaźnika z preferencjami inwestorów w sektorze daje odpowiedź na fundamentalne pytanie o rentowność przedsiębiorstwa. Wymagany warunek to przewaga wartości parametru ROIC nad stopą zwrotu żadaną przez inwestorów branżowych.

7.3 Źródło analizy wskaźników weryfikacyjnych

- 7.3.1 Wskaźniki weryfikacyjne dla okresu ex post nie zostały poddane analizie z uwagi na niereprezentatywność tego okresu dla oczekiwanych efektów prognozy.
- 7.3.2 Wskaźniki weryfikacyjne dla okresu ex ante zostały poddane analizie w **Raporcie analitycznym 6**.

7.4 Korekta wyceny z tytułu aktywów i pasywów nieoperacyjnych

- 7.4.1 Korekta z tytułu aktywów i pasywów nieoperacyjnych została oszacowana na dzień wyceny na **-2 282 903,57 PLN**.
- 7.4.2 Szczegóły analityczne zostały przedstawione w **Raporcie analitycznym 4 i 6**, a ostateczne zestawienie także poniżej.

Ilustr. 7: Korekta wyceny z tytułu aktywów i pasywów nieoperacyjnych dla MTG [źródło: Raport analityczny 4]

Specyfikacja	Aktywa		Pasywa	
	Wartość ewidencyjna	Wartość skorygowana	Wartość ewidencyjna	Wartość skorygowana
Należności długoterminowe				
Inwestycje długoterminowe				
Inwestycje krótkoterminowe	6 200,27	6 200,27		
Pozostałe pozycje aktywów nieoperacyjnych	10 297,95	10 297,95		
<i>w tym: środki trwałe w budowie i zaliczki</i>				
<i>w tym: pozostałe należności krterm. od jedn. powiązanych</i>				
<i>w tym: pozostałe należności krterm. od jedn. pozostałych</i>	10 297,95	10 297,95		
<i>w tym: należności sporne</i>				
Rezerwy na zobowiązania [w zakresie salda "Pozostałe rezerwy"]				
Zobowiązania długoterminowe			-1 267 000,00	-1 267 000,00
Zobowiązania krótkoterminowe oprocentowane				
RMK wymagalne			-752,89	-752,89
Pozostałe pozycje pasywów			-1 031 648,90	-1 031 648,90
<i>w tym: zobowiązania krt. wobec powiązanych [inne]</i>				
<i>w tym: zobowiązania krt. wobec pozostałych [inne]</i>			-1 037,67	-1 037,67
<i>w tym: pozostałe</i>			-1 030 611,23	-1 030 611,23
Zobowiązania poza bilansowe wymagalne				
Razem	16 498,22	16 498,22	-2 299 401,79	-2 299 401,79
Saldo księgowe	-2 282 903,57	<i>zaokr.</i>	-2 282 904,00	PLN
Saldo skorygowane	-2 282 903,57	<i>zaokr.</i>	-2 282 904,00	PLN

7.5 Okres referencyjny prognozy

- 7.5.1 Spółka przedstawiła prognozowane dane dla okresu 5-letniego [2020-2024]. Okres ten obejmuje ilość lat, pozwalającą na wskazanie docelowego wyniku finansowego w ostatnim, 2024 roku prognozy. Jednocześnie okres ten uwzględnia specyfikę interwału czasowego, w ramach którego rozliczane są skumulowane straty finansowe z lat poprzednich.
- 7.5.2 Można zatem wskazać, że końcowy wynik finansowy w roku 2024 może zostać uznany za reprezentatywny z punktu widzenia interesów inwestorów. Jednocześnie nie dostrzegam możliwości samodzielnej ekstrapolacji wyników finansowych z kolejnych kilku lat tak, aby wartość rezydualna została odpowiednio odsunięta w czasie. Obecny charakter działalności spółki nie czyni przewidywalnymi jej wyników finansowych w okresie następującym po przyjętym przez Zarząd okresie referencyjnym prognozy.

7.6 Sprzedaż i dynamika

7.6.1 W modelu analitycznym wartość sprzedaży wzrasta w okresie referencyjnym od 760 tys. PLN [2020] do 15 137 tys. PLN [2024]. Dynamika sprzedaży nie ma charakteru ustabilizowanego [jak często się przyjmuje w prognozach], chociaż w latach 2022-2024 sięga wąskiego zakresu 60-68% r/r.

7.6.2 Największe obroty według prognozy generuje linia produktowa Freemium, następnie zaś Master – przy wzrastającym potencjale od 2023 roku.

Ilustr. 8: Prognoza sprzedaży dla MTG według wyników linii produktowych [źródło: Raport analityczny 6]

Wyniki finansowe wg danych Inwestora				<i>tys. PLN</i>						
Okres obrotowy	2016	2017	2018	2019	2020	2020	2021	2022	2023	2024
Ilość m-cy okresu obrotowego	12	12	12	12	6	6	12	12	12	12
L.p. okresu obrotowego	-5	-4	-3	-2	-1		1	2	3	4
Przychody netto ze sprzedaży			89	909	235	525	3 365	5 656	9 421	15 137
<i>Dynamika %</i>				923%	-74%	123%	540%	68,1%	66,6%	60,7%
<i>Hyper-casual</i>						138	936	1 320	1 675	2 124
<i>Freemium</i>						133	1 438	2 322	3 322	4 753
<i>Premium</i>						231	551	747	1 355	1 762
<i>Publishing</i>						24	440	1 040	1 499	2 189
<i>Master</i>								228	1 571	4 309

Pozostałe przychody

7.7 Wydajność gotówkowa sprzedaży brutto

7.7.1 Parametr ten mierzony jest ilorazem wyniku operacyjnego [EBIT] i wartości sprzedaży netto [odpowiada on zatem formule rentowności operacyjnej].

7.7.2 Historyczna rentowność spółki kształtowała się na poziomach ujemnych. W roku 2019 wskaźnik ten osiągnął -0,1%.

7.7.3 W ramach prognozy Zarząd MTG przyjął założenia, wobec których poziom rentowności wzrósł do 4,4% [2023] oraz do 32,5% [2024]. Jest to głównie związane z bezprecedensowym wzrostem planowanych przychodów spółki, wobec czego istotnie winien ulec redukcji poziom kosztów stałych [co wpływa na zwiększanie marży].

Ilustr. 9: Wyniki finansowe MTG według bazowego scenariusza prognostycznego [źródło: Raport analityczny 6]

Wyniki finansowe wg danych Inwestora		tys. PLN									
Okres obrotowy	2016	2017	2018	2019	2020	2020	2021	2022	2023	2024	
Ilość m-cy okresu obrotowego	12	12	12	12	6	6	12	12	12	12	
L.p. okresu obrotowego	-5	-4	-3	-2	-1		1	2	3	4	
Przychody netto ze sprzedaży			89	909	235	525	3 365	5 656	9 421	15 137	
<i>Dynamika %</i>				923%	-74%	123%	540%	68,1%	66,6%	60,7%	
Koszty operacyjne		29	57	930	1 061	2 742	6 997	7 949	9 006	10 221	
Fundusz amortyzacji			4	83	58						
Zużycie materiałów i energii			4	9	10						
Usługi obce			19	516	765						
Podatki i opłaty			4	4							
Wynagrodzenia		29	7	217	137						
Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia			2	64	25						
Pozostałe koszty rodzajowe			0	36	66						
Wartość sprzedanych towarów i materiałów			16			255	990	1 787	2 854	3 951	
<i>Pozostałe materiały i towary</i>											
Wynik operacyjny [EBIT] skorygowany		-1	-2	-1	-1	-2 216	-3 632	-2 293	415	4 916	
Wydajność gotówkowa brutto			-1,9%	-0,1%	-0,3%	-421,7%	-107,9%	-40,5%	4,4%	32,5%	
Wynik operacyjny [EBITDA]		-1	2	82	57	-2 159	-3 511	-2 169	540	5 032	

7.8 Dynamika kapitału obrotowego

- 7.8.1 Bieżące cykle rotacji składników aktywów i pasywów bieżących spółki nie mogą być uznane za w pełni odpowiadające warunkom rynkowym. Z tego względu cykle zostały skompilowane na podstawie danych i założeń Zarządu spółki z jednej strony oraz średnich wskaźników branżowych z drugiej.
- 7.8.2 W kontekście finalnych zmian kapitału obrotowego wartości ujemne oznaczają przyrost tego kapitału, czyli reprezentują wpływ gotówki.
- 7.8.3 Należy zwrócić uwagę, że wysokie zmiany w roku 2018 były związane przede wszystkim z prowadzeniem prac rozwojowych, które nie znajdowały jeszcze odzwierciedlenia w efektach ekonomicznych [czyli przychodach ze sprzedaży]. W późniejszych okresach sytuacja ta wyraźnie się stabilizuje, czyniąc prognozę w tym zakresie bardziej przewidywalną.

Ilustr. 10: Analiza statystyk dotyczących cykli rotacji aktywów i pasywów bieżących w spółce i skojarzonych segmentach rynkowych [źródło: Raport analityczny 6]

Weryfikacja zarządzania kapitałem obrotowym [cykle rotacji w dniach]					
Okresy obrotowe	12'2016	12'2017	12'2018	12'2019	6'2020
Acc Rec [rotation cycle] Należności krótkoterminowe					
Software (Entertainment) [SE]					50
Software (Internet) [SI]					94
Software (System & Application) [SSA]					80
Segment 4 [-]					
Analizowane przedsiębiorstwo		126	15		34
Inventory [rotation cycle] Zapasy					
Software (Entertainment) [SE]					0
Software (Internet) [SI]					2
Software (System & Application) [SSA]					2
Segment 4 [-]					
Analizowane przedsiębiorstwo		48	27	8	173
Acc Pay [rotation cycle] Zobowiązania nieoprocentowane					
Software (Entertainment) [SE]					39
Software (Internet) [SI]					59
Software (System & Application) [SSA]					26
Segment 4 [-]					
Analizowane przedsiębiorstwo		48	3 706	262	19
Non-cash WC [rotation cycle] Kapitał obrotowy netto					
Software (Entertainment) [SE]					-10
Software (Internet) [SI]					23
Software (System & Application) [SSA]					42
Segment 4 [-]					
Analizowane przedsiębiorstwo		1	-3 554	-239	188

Analiza porównawcza wskaźników cykli rotacji badanego segmentu biznesowego z segmentami skojarzonymi wskazuje na ewentualne podobieństwa lub odchylenia. Analiza ta może stanowić czynnik pomocniczy dla potwierdzenia sugerowanych skojarzeń z konkretnymi segmentami rynkowymi. Zdecydowane odchylenia mogą także wynikać z typowo indywidualnej specyfiki analizowanego obszaru biznesowego. W przypadku niepełnego ostatniego okresu obrotowego [poniżej 12 m-cy] wskaźniki mogą być niereprezentatywne z uwagi na wpływ sezonowości sprzedaży.

Ilustr. 11: Założenia dotyczące cykli rotacji aktywów i pasywów bieżących w ramach prognozy MTG [źródło: Raport analityczny 6]

Zmiana kapitału obrotowego		tys. PLN									
Okres obrotowy	2016	2017	2018	2019	2020	2020	2021	2022	2023	2024	
Ilość m-cy okresu obrotowego	12	12	12	12	6	6	12	12	12	12	
L.p. okresu obrotowego	-5	-4	-3	-2	-1		1	2	3	4	
Zapasy		8		39	1 889	45	144	242	404	649	
Cykl rotacji zapasów				15	1 445	15	15	15	15	15	
Zmiana zapasów		-8	8	-39	-1 850	1 844	-99	-98	-161	-245	
Należności handlowe		3	58	4	64	89	285	480	799	1 283	
Cykl rotacji należności			234	2	49	31	31	31	31	31	
Zmiana należności handlowych		-3	-55	54	-60	-25	-196	-194	-319	-485	
Zobowiązania handlowe		8	1 084	148	63	92	294	495	824	1 324	
Cykl rotacji zobowiązań handlowych			4 392	58	48	31	31	31	31	31	
Zmiana zobowiązań handlowych		8	1 076	-936	-85	29	202	200	329	500	
Kapitał obrotowy		3	-1 026	-105	1 891	42	135	227	378	608	
Zmiana kapitału obrotowego		-3	1 029	-921	-1 996	1 849	-93	-92	-151	-230	
Zmiana sprzedaży			89	820	-674	290	2 840	2 291	3 765	5 716	
Dynamika kapitału obrotowego			-1157,9%	112,3%	-296,3%	-637,2%	3,3%	4,0%	4,0%	4,0%	

7.9 Stopa inwestycji

- 7.9.1 Ruchy na saldach aktywów trwałych były szczególnie intensywne w ostatnich latach okresu ex post, co wydaje się zrozumiałe. Generalnie przedmiotowy biznes nie wiąże się z dużą kapitałochłonnością, co do zmiany salda aktywów trwałych.
- 7.9.2 Dla branży średni statystyczny wskaźnik retencji¹⁰ [Retention Ratio] dla spółek europejskich wynosi 74,14%, co wskazuje, że niemal ¾ zysków jest reinwestowanych w spółki, jednak jest to zapewne głównie efekt finansowania kapitału obrotowego, a nie nakładów inwestycyjnych.
- 7.9.3 W końcowych latach prognozy wskaźnik stopy inwestycji netto kształtuje się już na poziomie ujemnym, co oznacza, że przewidywane wydatki inwestycyjne są poniżej funduszu amortyzacji.

¹⁰ Retention Ratio (RR) = (Net Income - Dividends) / Net Income wg danych serwisu Damodaran Online.

Ilustr. 12: Analiza statystyk dotyczących cykli rotacji aktywów i pasywów bieżących w spółce i skojarzonych segmentach rynkowych [źródło: Raport analityczny 6]

Wydatki inwestycyjne		tys. PLN									
Okres obrotowy	2016	2017	2018	2019	2020	2020	2021	2022	2023	2024	
Ilość m-cy okresu obrotowego	12	12	12	12	6	6	12	12	12	12	
L.p. okresu obrotowego	-5	-4	-3	-2	-1		1	2	3	4	
Wartość aktywów trwałych			1 492	1 203	1 029	982	869	754	637	530	
Zmiana aktywów			1 492	-289	-174	-47	-113	-115	-116	-108	
Fundusz amortyzacji			4	83	58	57	121	124	124	116	
CAPEX			1 496	-206	-116	11	8	8	8	8	
Stopa inwestycji brutto			-33029%	127%	15623%	0%	0%	0%	2%	0%	
Stopa inwestycji netto			-32943%	178%	23426%	2%	3%	5%	-28%	-2%	

7.10 Stopy dyskontowe

- 7.10.1 Projekcja metody szacowania stóp dyskontowych została przedstawiona w **Raporcie analitycznym 2**. W tym celu zastosowany został model CAPM, z uwzględnieniem założenia, że model dotyczy spółki nie giełdowej i związanego z tym dodatkowego ryzyka.
- 7.10.2 W kontekście powyższego należy zwrócić uwagę, że – o ile w stosunku do modelowego dla danej branży wskaźnika beta dla spółki nie giełdowej stosuje się minimum 20-procentowy dodatek na ryzyko, to w przypadku MTG zastosowałem 40-procentowy dodatek z tytułu zwiększonego ryzyka planów rozwojowych spółki [w pierwotnej wycenie było to 60%].
- 7.10.3 Ostatecznie zwraca to koszt kapitału własnego na nominalnym poziomie **12,30%** podczas, gdy dla skojarzonego segmentu rynku branżowego w Europie [Software (Entertainment)] średni koszt kapitału własnego [Cost of Equity] został określony na **9,85%**.
- 7.10.4 Koszt kapitałów obcych w przypadku spółki jest kreowany w głównej mierze przez oprocentowanie pożyczki długoterminowej, w wymiarze 6,00% p.a.
- 7.10.5 Przy założonych proporcjach udziału kapitału obcego w działalności spółki wskaźnik zadłużenia na podstawie formuły ROIC dla okresu prognozy kształtuje się w praktyce na poziomie 100% [w roku 2024 obniża się do zera]. Stąd poziom średniego ważonego kosztu kapitału WACC w latach 2020-2023 sięgał 5,0% p.a. w wymiarze nominalnym [z uwzględnieniem tarczy podatkowej]. W roku 2024 wskaźnik WACC zwiększył się do 12,30% p.a.
- 7.10.6 Koszt kapitału własnego (Cost of Equity) - jako wartość średnia ważona dla skojarzonego segmentu rynkowego, wynosi 9,85%. Średni koszt długu w segmencie został oszacowany na 4,36%. Średni udział długu w kapitale stałym w skojarzonym segmencie wynosił 6,36%, a to prowadziło do średniego ważonego kosztu kapitału w wysokości 9,44% (przy średniej stopie podatkowej w wysokości 7,90%). Dla rynków z walutą dla strefy euro średni ważony koszt kapitału WACC wynosił 8,04%. Segment skojarzony dla potrzeb analizy projektu biznesowego został skompilowany dla następujących rynków branżowych i nadanych im wag: Software (Entertainment) - 100%; Software (Internet) - 0%; Software (System & Application) - 0%; Segment 4 - 0%.
- 7.10.7 Reasumując, dosyć spektakularne plany rozwojowe spółki zostały „obłożone” relatywnie znaczącym dodatkiem na ryzyko. Wszelkie techniki szacowania stóp procentowych typu „dodatek z tytułu niższej płynności” lub „dodatek z tytułu firmy prywatnej” zostały w moim przekonaniu ujęte w opisanym systemie kwalifikacyjnym ryzyka w sposób bardziej systemowy właśnie, a nie uznaniowy, przez co wskazuję, że na obecnym etapie wiedzy o projekcie biznesowym kwantyfikacja ryzyka jest adekwatna. Nie stwierdziłem też, aby rozwój spółki w znaczeniu strategicznym był zależny od obecnej struktury właścicielskiej w stopniu decydującym i wskazuję, że kompetencje Zarządu spółki w ogólnej ocenie można uznać za „przenoszalne”, w sensie potencjalnego transferu praw własnościowych.

7.11 Wartość rezydualna

- 7.11.1 Wartość rezydualna w wycenach spółek rozpoczynających działalność i o charakterze oczekiwanej dużej dynamiki wzrostu [jak w przypadku MTG] stanowi najbardziej ryzykowny parametr wyceny. Potencjalne ryzyko przeszacowania tego parametru wobec zbyt optymistycznych założeń prognostycznych może być ograniczone poprzez zastosowanie w wycenie nie typowej renty wiecznej, ale wartości wyjścia [exit value, exit price]. Parametr ten – oparty na mnożnikach branżowych – miałby być jednocześnie dla inwestorów miarą oceny możliwości zwrotu z przeprowadzonych inwestycji w spółkę.
- 7.11.2 W przypadku MTG uwzględniłem finalnie wynik średni ważony, złożony z kilku wyników wyceny wartości rezydualnej. Rozrzut tych wartości z zasady jest bardzo znaczący, a ponieważ ryzyko ich wyceny należy uznać za duże, średnia ważona objęła wyniki po odrzuceniu skrajnie najwyższych, a jednocześnie z priorytetową wagą dla wartości najniższej.
- 7.11.3 Dodatkowo wobec potrzeby dyskonta wartości rezydualnej uwzględniłem zasadę nadzwyczajnego zwiększenia stopy dyskontowej dla tej wartości, o 20% wobec wielkości stopy bazowej.
- 7.11.4 Pomimo tych zbiegów w przypadku spółki i tak wartość rezydualna stanowi ostatecznie i tak ponad 100%, ponieważ wartość samych zdyskontowanych przepływów z uwzględnieniem zobowiązań oprocentowanych jest per saldo ujemna.

Ilustr. 13: Kalkulacja wartości rezydualnej dla potrzeb wyceny MTG na zasadzie wartości wyjścia (exit price) [źródło: Raport analityczny 6]

Wycena przedsiębiorstwa metodą mnożnikową		tys. PLN	
Mnożniki dla skojarzonego segmentu rynkowego	Wielkości ekonomiczne dla projektu w roku 2024		Wynik wyceny
EV/EBITDAR&D	17,67	-	-
EV/EBITDA	21,88	5 032 Saldo wyniku EBITDA	110 088
EV/EBIT	29,14	4 916 Saldo wyniku EBIT	143 261
EV/EBIT (1-t)	42,61	4 916 Saldo wyniku finansowego NOPLAT	209 480
EV/Sales	7,67	15 137 Wartość przychodów ze sprzedaży	116 077
PBV	7,17	Wartość księgowa [kapitałów własnych]	6 954
EV/ Invested Capital	6,44	1 081 Wartość zainwestowanego kapitału [średnia	6 954

Ilustr. 14: Zasada wyboru wartości rezydualnej dla potrzeb wyceny MTG uwzględniająca dodatkowy wynik renty wiecznej [źródło: Raport analityczny 6]

Wartość rezydualna według mnożników rynkowych:	tys. PLN	
	Wartość RV	Waga %
Renta wieczna wg formuły f-my McKinsey	39 965	100%
Wartość mnożnikowa [EV/EBITDAR&D]	-	
Wartość mnożnikowa [EV/EBITDA]	110 088	
Wartość mnożnikowa [EV/EBIT]	143 261	
Wartość mnożnikowa [EV/EBIT (1-t)]	209 480	
Wartość mnożnikowa [EV/Sales]	116 077	
Wartość mnożnikowa [PBV]		
Wartość mnożnikowa [EV/ Invested Capital]	6 954	
Wartość średnia ważona	39 965	100%

Ilustr. 15: Finalna kalkulacja wartości dochodowej MTG z uwzględnieniem zdyskontowanej wartości rezydualnej [źródło: Raport analityczny 6]

Saldo aktywów i pasywów nieoperacyjnych	-2 283 tys. PLN	<i>Udziały %</i>	-12%
Wartość NCF [zdyskontowana]	-774 tys. PLN		-4%
Wartość rezydualna	39 965 tys. PLN		
Stopa dyskontowa dla roku 2024	12,30%		
Wsk. korekcyjny dla ryzyka wartości rezydualnej w roku 2024	20%		
Podwyższona stopa dyskontowa dla wartości rezydualnej w roku 2024	14,76%		
Liczba porządkowa (nr roku n) dla roku 2024	4,5		
Wsp. dyskontowy w roku 2024	0,5382		
Wartość rezydualna [zdyskontowana]	21 509 tys. PLN		117%
Wartość wyceny razem	18 452 tys. PLN		100%
Wartość wyceny zaokr.	18 500 tys. PLN		
Wartość jednostkowa udziału	87 264,15 PLN/jedn.udz.		
Przyjęta ilość udziałów	212 jedn.udz.		

7.12 Wartość spółki oparta na zdyskontowanych dywidendach

7.12.1 Procedura wyceny wartości MTG opartej na zdyskontowanych dywidendach została zaprezentowana w **Raporcie analitycznym 6**.

7.12.2 W praktyce – wobec specyfiki prognozy finansowej – wycena oparta została na wartości rezydualnej dywidendy ustalonej dla roku 2024. Wynik wyceny to 21,6 mln PLN.

Ilustr. 16: Kalkulacja wartości MTG opartej na zdyskontowanych dywidendach [źródło: Raport analityczny 6]

Saldo aktywów i pasywów nieoperacyjnych	-2 283 tys. PLN	<i>Udziały %</i>	-11%
Wartość NCF [zdyskontowana]	850 tys. PLN		4%
Wartość rezydualna	39 965 tys. PLN		
Stopa dyskontowa dla roku 2024	12,30%		
Wsk. korekcyjny dla ryzyka wartości rezydualnej w roku 2024	20%		
Podwyższona stopa dyskontowa dla wartości rezydualnej w roku 2024	14,76%		
Liczba porządkowa (nr roku n) dla roku 2024	4		
Wsp. dyskontowy w roku 2024	0,5766		
Wartość rezydualna [zdyskontowana]	23 042 tys. PLN		107%
Wartość wyceny razem	21 609 tys. PLN		100%
Wartość wyceny zaokr.	21 600 tys. PLN		
Wartość jednostkowa udziału	101 886,79 PLN/jedn.udz.		
Przyjęta ilość udziałów	212 jedn.udz.		

7.13 Wartość mnożnikowa spółki

7.13.1 Procedura wyceny wartości mieszanej MTG została zaprezentowana w **Raporcie analitycznym 8**.

7.13.2 Wartość mnożnikowa została ustalona na podstawie średniej dla dwóch skrajnych wyników, jak to zostało uwidocznione w poniższym zestawieniu. Należy podkreślić, że w metodach mnożnikowych wykorzystywane są salda historyczne, stąd metody oparte na dochodach zwróciły wartości ujemne. Mnożnik sprzedaży zazwyczaj w warunkach polskich zwraca wyniki niewspółmiernie wysokie wobec innych mnożników. W tych okolicznościach zestawienie przesadnie wysokiego rezultatu opartego na tym mnożniku z poziomem wyniku opartym na wartości kapitału zainwestowanego spełnia omawiane już wcześniej kryterium „wypośrodkowania” rezultatu wyceny przy skrajnie różnych wynikach kilku metod.

7.13.3 W nawiązaniu do powyższego zastosowana została przy doborze wag filozofia metody Pareto, a zatem wynikowi wyższemu przyznana została jedynie 20-procentowa waga. Ostateczny zatem wynik szacowania to 16,5 mln PLN.

Ilustr. 17: Kalkulacja wartości mnożnikowej MTG [źródło: Raport analityczny 7]

Podsumowanie wyceny wg metod mnożnikowych:	Wartość wyceny	Waga %
Wartość biznesu wg parametru EBITDA [netto]	-1 600 tys. PLN	
Wartość biznesu wg parametru EBIT [netto]	-2 300 tys. PLN	
Wartość biznesu wg parametru EBIT x (1-t) [netto]	-2 300 tys. PLN	
Wartość biznesu wg parametru Sprzedaż (Sales) [netto]	62 100 tys. PLN	20%
Wartość biznesu wg parametru PBV [netto]	5 200 tys. PLN	
Wartość biznesu wg mnożnika kap. zainwestow. [netto]	5 100 tys. PLN	80%
Wartość średnia ważona	16 500 tys. PLN	100%
Wartość średnia ważona [zaokr.]	16 500 tys. PLN	

7.14 Wartość mieszana spółki

7.14.1 Procedura wyceny wartości mnożnikowej MTG została zaprezentowana w **Raporcie analitycznym 7**.

7.14.2 Wartość mieszana w określonych okolicznościach może spełniać kryterium „godzenia” skrajnych wyników wyceny dochodowej i majątkowej. W tym zakresie procedura oparta jest na podobnych przesłankach, co przy opisanych powyżej metodach mnożnikowych, chociaż metodologia wyceny oparta jest na innych założeniach ekonomicznych.

7.14.3 W przedmiotowym przypadku jednak wartość mieszana wyniosła 7,9 mln PLN, czyli zbyt zaakcentowana została wartość majątkowa przedsiębiorstwa, wobec jego realnych perspektyw rozwojowych. Tym samym wynik tej metody można uznać za niereprezentatywny wobec wyników innych metod wyceny MTG.

Ilustr. 18: Kalkulacja wartości mieszanej MTG [źródło: Raport analityczny 8]

Wartość przedsiębiorstwa netto [wyniki]:

Metoda niemiecka	9 746 tys. PLN
Metoda szwajcarska	12 664 tys. PLN
Metoda UEC	7 476 tys. PLN
Metoda 2 st.kap. [nielimit.]	12 664 tys. PLN
Metoda 2 st.kap. [limit.]	5 315 tys. PLN
Metoda zakupu rocznego	9 329 tys. PLN
Metoda stuttgartarcka	5 008 tys. PLN
Metoda odpisów reputacji	6 640 tys. PLN
Metoda Grefa	10 841 tys. PLN

Wartość mieszana [średnia] 8 900 tys. PLN

Wartość mieszana [min]	5 000 tys. PLN
Wartość mieszana [max]	12 700 tys. PLN

Metody preferowane do celów wyceny

Metoda UEC	7 476 tys. PLN
Metoda 2 st.kap. [limit.]	5 315 tys. PLN
Metoda Grefa	10 841 tys. PLN
MIN	5 315 tys. PLN
MAX	10 841 tys. PLN

Wartość mieszana [średnia] 7 900 tys. PLN

Jednostkowa wartość udziału	37 300,00 PLN/jedn.udz.
-----------------------------	-------------------------

ilość jednostek udziałów w liczbie 212 [jeśli brak danych, to zakładana na tym poziomie]

7.15 Podsumowanie wyceny spółki

7.15.1 Projekcja zasad wyceny rekomendowanej wartości spółki została przedstawiona w **Raporcie analitycznym 9**.

7.15.2 W toku procesu wyceny uzyskano kilka rezultatów, z których pod uwagę wziąłem ostateczne trzy, zbliżone poziomem szacowania. W ich wyniku rekomendowana wartość spółki została ustalona na 18,5 mln PLN.

7.15.3 W aspekcie wagowania założyłem 50% dla preferowanej metody dochodowej DCF, a dla pozostałych dwóch metod 30% dla wyniku niższego [metody mnożnikowe] oraz 20% dla wyższego [zdyskontowane dywidendy]. Pole negocjacji może być ustalone dwójako:

7.15.3.1 Jako arbitralnie ustalone granice odchyień [w mojej ocenie dla przedsiębiorstwa maksymalnie +/-10%].

7.15.3.2 Jako odchylenia powstałe w wyniku zastosowania koncepcji wartość oczekiwanej ENPV [Expected Net Present Value], co w warunkach przedmiotowego procesu szacowania zwróciło rozrzut +/-5,9%.

7.15.4 Finalnie proponuję uznanie dla potrzeb wyceny za bardziej miarodajny przedział mniejszy, czyli +/-5,9%, co zwraca rozrzut wyników od 17,4 do 19,6 mln PLN. Wobec ustalenia ilości udziałów spółki na 212 szt., wynik wyceny odpowiada wartości jednostkowej udziału w wysokości 87 264,15 PLN/jedn.udz., z przedziałem od 82 075,47 do 92 452,83 PLN/jedn.udz.

Ilustr. 19: Podsumowanie wyników wyceny MTG w ramach scenariusza bazowego prognozy finansowej [źródło: Raport analityczny 9]

Podsumowanie wyceny biznesu [metoda średniej ważonej]		tys. PLN			
Metoda	Wynik	Waga %	Wartość średnia ważona [zaokr.]		
Metoda księgowa	1 046		Brak wag dla wyników oznacza przyjęcie metody statystyki wyników wyceny i identyfikacji poziomów wartości.	18 500 tys. PLN	
Metoda skorygowanych aktywów netto	992				
Metoda dochodowa DCF [wskaźnikowa]	bd			16 700 tys. PLN	przy odchyleniu: -10,0% [po zaokr.]
Metoda dochodowa DCF [szczegółowa]	18 500	50%		20 400 tys. PLN	przy odchyleniu: 10,0% [po zaokr.]
Metoda zdyskontowanych dywidend	21 600	20%			
Metoda kapitalizacji wyniku finans. NOPLAT	bd				
Metody mnożnikowe [wartość uśredniona]	16 500	30%			
Inne metody [wartość mieszana]	7 900				
Wartość rynkowa [kapitalizacja giełdowa]	bd	0%			
Wartość średnia ważona	18 520	100%			
Wartość średnia ważona [zaokr.]	18 500 tys. PLN				

Ilustr. 20: Podsumowanie rozmiaru pola negocjacji wyników wyceny MTG w ramach scenariusza bazowego prognozy finansowej oparte na koncepcji wartości oczekiwanej ENPV [źródło: Raport analityczny 10]

Rekomendowana wartość wyceny: **18 500 tys. PLN**

17 400 tys. PLN przy odchyleniu: -5,9% [po zaokr.]

19 600 tys. PLN przy odchyleniu: 5,9% [po zaokr.]

Wartość udziałów*	87 264,15 PLN/udz. - rekomendacja
	82 075,47 PLN/udz. - min
	92 452,83 PLN/udz. - max

*) ilość jednostek udziałów w liczbie 212 [jeśli brak danych, to zakładana na tym poziomie]
Wartość jednostkowa nominalna udziału przyjęta jako 50,00 PLN/udz.

7.16 Analiza wrażliwości wyniku metody dochodowej DCF na zmiany wybranych parametrów prognozy finansowej

- 7.16.1 Wyniki analizy wrażliwości wartości wyceny zostały przedstawione w **Raporcie analitycznym 6**. Największy sens mają one dla metody DCF, jednak można traktować te odchylenia, jako reprezentatywne dla całego procesu wyceny.
- 7.16.2 W przedmiotowym przypadku zastosowałem pomiar wrażliwości wyniku wyceny na zmiany następujących parametrów finansowych:
 - a) zmiana poziomu kosztu kapitału WACC [stóp dyskontowych];
 - b) zmiana poziomu wartości sprzedaży;
 - c) zmiana długości cyklu rotacji należności handlowych [w dniach].
- 7.16.3 Każdy parametr bazowy podlegał zmianom procentowym w zakresie +/-25%, z interwałem co +/-5%.
- 7.16.4 Należy zwrócić uwagę, że wobec zastosowanego modelu prognozy finansowej w projekcji nie występuje typowy związek pomiędzy poziomem sprzedaży i kosztami bezpośrednimi, powiązany ze zmianami sprzedaży. W MTG poziom przychodów jest konsekwencją reakcji rynku użytkowników indywidualnych na jakość danej gry i praktycznie zmiany przychodów nie pociągają za sobą proporcjonalnej zmiany części kosztów operacyjnych. Zasadnicza część tych kosztów to wynagrodzenia, a te mają charakter bardziej stały, niż zależny od wyników sprzedażowych. Tym bardziej dotyczy to pozostałych kosztów operacyjnych.
- 7.16.5 W związku z powyższym badana w ramach analizy scenariuszy zmiana wielkości przychodów staje się jednocześnie analizą wrażliwości wyniku wyceny na zmiany poziomu rentowności operacyjnej spółki.
- 7.16.6 Analiza wrażliwości wskazuje, że najbardziej krytyczne dla wyceny są zmiany poziomu sprzedaży lub poziomu kosztu kapitału. W pierwszym przypadku uzyskane odchylenia wyników szacowania to od -152% do +94%, a w drugim od 64% do -37%.

7.17 Metoda inwestorska

- 7.17.1 Zgodnie z udzielonymi informacjami przez przedstawiciela spółki wstępne rozmowy z inwestorami lokują wartość pakietu 30% udziałów w spółce na poziomie 8 mln PLN. Zatem w przybliżeniu prosta kalkulacja prowadzi do wniosku, że całość udziałów spółki mogłaby być szacowana na ok. 24 mln PLN.
- 7.17.2 Metoda inwestorską ma w tym przypadku jedynie znaczenie informacyjne, ponieważ powyższa informacja nie posiada charakteru oficjalnego. Niemniej można wskazać, że ta prosta symulacja uwzględnia pewną premię spekulacyjną, ale sam poziom wyceny nie odbiega bardzo istotnie od ostatecznie sugerowanego rezultatu wyceny [17,4-19,6 mln PLN].

8 Dyskusja wyników wyceny spółki

- 8.1.1 Należy podkreślić, że – podobnie jak przy wycenie perspektywicznych startupów – wycena wartości biznesu w fazie silnego wzrostu rodzi stosowne ryzyka. Głównie lokujące się w sferze skali spełnienia się przedłożonych planów sprzedaży i w konsekwencji zysków, bo przecież zasadniczy składnik wyniku wyceny stanowi odpowiednik tylko i wyłącznie tzw. wartości rezydualnej. Z drugiej strony taką sytuację należy uznać za dosyć typową dla nowych projektów biznesowych, opartych na szczególnie rozwojowych segmentach rynku. Ta cecha pozostaje istotna tak w kontekście poprzedniej, pierwotnej wyceny, jak i wyceny bieżącej.
- 8.1.2 W przeciwieństwie do pierwotnej wyceny obecnie istotnemu rozszerzeniu uległa metodologia procesu szacowania. Uznaję, że pierwotnie założenia poczynione przez Zarząd spółki mogły być rozważane jedynie w kontekście jego wizji rozwoju biznesu, jednak obecnie część istotnych założeń uległa materializacji, działając na korzyść wizji Zarządu. Powoduje to możliwość rozszerzenia spektrum metodologicznego wyceny także o te metody, z których pierwotnie świadomie zrezygnowałem. Należy w tym aspekcie szczególnie uwypuklić, że wiedza o spółce, a w szczególności o perspektywach jej rynku uległa zdecydowanemu poszerzeniu, zwłaszcza w zakresie analizy potencjalnych efektów pandemii COVID-19 i ich wpływu na perspektywy branżowe. Okazało się, że jak dotąd wpływ ten nadał nawet temu rozwojowi pozytywny bodziec.
- 8.1.3 W tych okolicznościach podwyższenie wyniku wyceny z poziomu 11,4 mln PLN [wycena pierwotna] do 18,5 mln PLN nie powinno budzić zasadniczych wątpliwości. Wydaje się być oczywiste, że w warunkach tego typu wyceny rozwój spółki winien podlegać szczegółowemu monitoringowi i wycena weryfikacyjna winna być dokonywana co najmniej raz w roku.

Na powyższym raporcie zakończono.

21 sierpnia 2020


ANDRZEJ PÓLKOSZEK
KONSULTING
62-040 Puszczkowo, ul. Tulipanowa 1
NIP: 522-174-22-92, REG. 012252755

Załączniki do raportu

- RAPORT ANALITYCZNY 1: Dane rynkowe dla celów porównawczych do analizy finansowej obszaru biznesowego (Mousetrap Games sp. z o.o.) - poziom współczesny
- RAPORT ANALITYCZNY 2: Szacowanie kosztu kapitału na poziomie korporacyjnym dla potrzeb oceny ekonomicznej oraz procesu wyceny biznesu (Mousetrap Games sp. z o.o.) - poziom współczesny [Scenariusz: BAZOWY]
- RAPORT ANALITYCZNY 3: Analiza finansowa ex post na poziomie przedsiębiorstwa (Mousetrap Games sp. z o.o.) w okresie lat 2017-2020
- RAPORT ANALITYCZNY 4: Wycena wartości przedsiębiorstwa metodą skorygowanych aktywów netto (Mousetrap Games sp. z o.o.) na dzień 30-6-2020
- RAPORT ANALITYCZNY 5: Schemat funkcjonalny analizowanego obszaru biznesowego (Mousetrap Games sp. z o.o.) [Scenariusz: BAZOWY]
- RAPORT ANALITYCZNY 6: Analiza finansowa i wycena projektu biznesowego [przedsiębiorstwa] (Mousetrap Games sp. z o.o.) [Scenariusz: BAZOWY]
- RAPORT ANALITYCZNY 7: Wycena wartości przedmiotowego obszaru biznesu (Mousetrap Games sp. z o.o.) metodami mnożnikowymi na podstawie analizy finansowej w okresie lat 2017-2020
- RAPORT ANALITYCZNY 8: Wycena wartości biznesu wg metod mieszanych (Mousetrap Games sp. z o.o.) na podstawie analizy finansowej
- RAPORT ANALITYCZNY 9: Wycena wartości przedmiotowego obszaru biznesu (Mousetrap Games sp. z o.o.) - podsumowanie procesu wyceny [Scenariusz: BAZOWY]
- RAPORT ANALITYCZNY 10: Wartość oczekiwana obszaru biznesowego według formuły wartości oczekiwanej ENPV [Expected Net Present Value] dla ustalonego wariantu wyceny (Wariant BAZOWY)

Lista ilustracji w raporcie

Ilustr. 1: Wizualizacja strony web MTG – widok współczesny [źródło: https://mousetrap.games/]	10
Ilustr. 2: Wybrane salda RZiS oraz bilansu MTG [źródło: sprawozdania finansowe spółki]	11
Ilustr. 3: Charakterystyka rynku działalności MTG [źródło: Internet]	11
Ilustr. 4: Zasady stosowania metod wyceny przedsiębiorstw w uzależnieniu od celu wyceny [źródło: opracowanie własne].	25
Ilustr. 5: Metodologia wyceny startupów technologicznych i/lub przedsiębiorstw w początkowej [lub szczególnie dynamicznej] fazie rozwoju [źródło: opracowanie własne]	33
Ilustr. 6: Identyfikacja 5 wskaźników zarządczych w ramach analizy finansowej przedsiębiorstwa, na których oparta jest uproszczona metoda DCF [źródło: opracowanie własne].	38
Ilustr. 7: Korekta wyceny z tytułu aktywów i pasywów nieoperacyjnych dla MTG [źródło: Raport analityczny 4]	40
Ilustr. 8: Prognoza sprzedaży dla MTG według wyników linii produktowych [źródło: Raport analityczny 6]	41
Ilustr. 9: Wyniki finansowe MTG według bazowego scenariusza prognostycznego [źródło: Raport analityczny 6]	42
Ilustr. 10: Analiza statystyk dotyczących cykli rotacji aktywów i pasywów bieżących w spółce i skojarzonych segmentach rynkowych [źródło: Raport analityczny 6]	43
Ilustr. 11: Założenia dotyczące cykli rotacji aktywów i pasywów bieżących w ramach prognozy MTG [źródło: Raport analityczny 6]	44
Ilustr. 12: Analiza statystyk dotyczących cykli rotacji aktywów i pasywów bieżących w spółce i skojarzonych segmentach rynkowych [źródło: Raport analityczny 6]	45
Ilustr. 13: Kalkulacja wartości rezydualnej dla potrzeb wyceny MTG na zasadzie wartości wyjścia (exit price) [źródło: Raport analityczny 6]	46
Ilustr. 14: Zasada wyboru wartości rezydualnej dla potrzeb wyceny MTG uwzględniająca dodatkowy wynik renty wiecznej [źródło: Raport analityczny 6]	46
Ilustr. 15: Finalna kalkulacja wartości dochodowej MTG z uwzględnieniem zdyskontowanej wartości rezydualnej [źródło: Raport analityczny 6]	47
Ilustr. 16: Kalkulacja wartości MTG opartej na zdyskontowanych dywidendach [źródło: Raport analityczny 6]	47
Ilustr. 17: Kalkulacja wartości mnożnikowej MTG [źródło: Raport analityczny 7]	48
Ilustr. 18: Kalkulacja wartości mieszanej MTG [źródło: Raport analityczny 8]	49
Ilustr. 19: Podsumowanie wyników wyceny MTG w ramach scenariusza bazowego prognozy finansowej [źródło: Raport analityczny 9]	50
Ilustr. 20: Podsumowanie rozmiaru pola negocjacji wyników wyceny MTG w ramach scenariusza bazowego prognozy finansowej oparte na koncepcji wartości oczekiwanej ENPV [źródło: Raport analityczny 10]	50

Autor [nota]

mgr inż. Andrzej Półkoszek jest konsultantem ekonomiczno-finansowym z 20-letnim doświadczeniem na rynku doradczym, 15-letnim stażem bankowym w banku komercyjnym [Pekao SA, mBank - dawny BRE Bank S.A.], posiada uprawnienia licencjonowanego rzeczoznawcy SIMP [Stowarzyszenie Inżynierów i Techników Mechaników Polskich, ze specjalizacją Ekonomia przedsiębiorstw oraz Organizacja Zakładów Pracy] oraz BOMIS [rzeczoznawca ds. wycen przedsiębiorstw oraz aktywów niematerialnych]. Autor wycen i opinii dla celów sporów sądowych, jest także powoływany przez sądy do pełnienia roli biegłego sądowego ad hoc [do wybranych spraw sądowych, m.in. Sąd Rejonowy w Krakowie, Sąd Rejonowy w Łodzi, Sąd Okręgowy w Warszawie, Sąd Apelacyjny w Szczecinie].