



WYCENA

ICE CODE GAMES SPÓŁKA Z O.O.

00 -838 Warszawa, ul. Prosta nr 51



OPERAT SZACUNKOWY

Kraków, 29 Grudzień 2020 rok

Kancelaria Biegłego Rewidenta
Anna Kuza i Wspólnicy sp.k.
ul. Batorego 4/6, 31-135 Kraków
NIP 6762457379, REGON 122618599
KRS 0000427758

Autor opracowania:

Wyceny dokonała Kancelaria Biegłego
Rewidenta Anna Kuza i Wspólnicy
Spółka komandytowa z siedzibą w
Krakowie przy ul. Batorego 4/6 wpisana
na listę podmiotów uprawnionych do
badania pod nr 3804, a w jego imieniu
wycenę sporządziła

mgr Anna Kuza

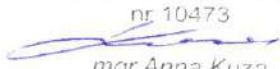
Biegły rewident

Nr 10473

BIEGŁY REWIDENT
nr 10473

mgr Anna Kuza

KANCELARIA BIEGŁEGO REWIDENTA – ANNA KUZA I WSPÓLNICY SP.K.

<p>PRZEDMIOT WYCENY</p>	<p>Przedsiębiorstwo ICE CODE GAMES Sp. z o.o. i w ramach tej wyceny określono wartość wartości niematerialnych i prawnych</p>
<p>STAN PRAWNY</p>	<p>Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością</p>
<p>CEL WYCENY</p>	<p>Określenie wartości przedsiębiorstwa ICE CODE GAMES Sp. z o.o. i w ramach tej wyceny określono wartość wartości niematerialnych i prawnych w celu podjęcia strategicznych decyzji dotyczących połączenia z inną spółką</p>
<p>WARTOŚĆ PRZEDSIĘBIORSTWA</p>	<p>117 394 918,00 zł</p>
<p>DATA SPORZĄDZENIA OPERATU SZACUNKOWEGO</p>	<p>29 grudzień 2020 rok</p>
<p>AUTOR OPRACOWANIA</p> <p>Kancelaria Biegłego Rewidenta Anna Kuza i Wspólnicy sp.k. ul. Batorego 4/6, 31-135 Kraków NIP 6762457379, REGON 122618599 KRS 0000427758</p>	<p>Wyceny dokonała Kancelaria Biegłego Rewidenta Anna Kuza i Wspólnicy Spółka komandytowa z siedzibą w Krakowie przy ul. Batorego 4/6 wpisana na listę podmiotów uprawnionych do badania pod nr 3804, a w jego imieniu wycenę sporządziła</p> <p>mgr Anna Kuza BIEGŁY REWIDENT Biegły rewident nr 10473 nr 10473  mgr Anna Kuza</p>

SPIS TREŚCI

WYCIĄG OPERATU SZACUNKOWEGO.....	2
1. <u>CZEŚĆ OGÓLNA</u>.....	4
1.1. Przedmiot wyceny	4
1.2. Zakres wyceny	4
1.3. Cel wyceny	4
1.4. Podstawy wyceny	4
1.4.1. Podstawa formalna	4
1.4.2. Podstawy materialno- prawne.....	4
1.4.3. Źródła danych merytorycznych.....	5
1.5. Data sporządzenia wyceny.....	5
1.5.1. Data na którą określono wartość przedmiotu wyceny.....	5
2. <u>CZEŚĆ SZCZEGÓŁOWA</u>.....	5
2.1. Opis i określenie stanu prawnego przedmiotu wyceny.....	5
2.1.1. Stan prawny.....	5
2.1.2. Opis przedmiotu wyceny	5
2.2. Sposób wyceny.....	10
2.3. Określenie wartości przedmiotu wyceny.....	12
2.4. Klauzule i zastrzeżenia.....	29

1. CZĘŚĆ OGÓLNA

- 1.1. Przedmiot wyceny

Przedmiotem niniejszej wyceny jest ICE CODE GAMES Sp. z o.o.
Siedziba: 00-838 Warszawa, ul. Prosta nr 51.

- 1.2. Zakres wyceny

W związku z celem wyceny zakresem objęto wycenę ICE CODE GAMES Sp. z o.o.
Siedziba: 00-838 Warszawa, ul. Prosta nr 51.

- 1.3. Cel wyceny

Określenie wartości ICE CODE GAMES Sp. z o.o. w celu podjęcia strategicznych decyzji dla tego przedsiębiorstwa dotyczące jego połączenia z inną spółką.

- 1.4. Podstawy wyceny

1.4.1. Podstawa formalna:

Zlecenie przedsiębiorstwa: ICE CODE GAMES Sp. z o.o.
Siedziba: 00-838 Warszawa, ul. Prosta nr 51.

Zgodnie z Umową nr 6/W/2020 z dnia 14.12.2020 roku wycenę sporządzono w okresie od 14.12.2020 r. do 29.12.2020 r.

1.4.2. Podstawy materialno- prawne

- Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości (tekst jednolity: Dz.U. z 2019 r. poz. 351 z późn. zm.),
- Ustawa z dnia 23.04.1964 r.- Kodeks Cywilny (tekst jednolity: Dz.U. z 2020 r. poz. 1740 z późn. zm.),
- Ustawa z dnia 15.09.2000 r. – Kodeks Spółek Handlowych (tekst jednolity: Dz.U. z 2020 r. poz. 1526 z późn. zm.),
- Ustawa z dnia 30.06.2000r. Prawo własności przemysłowej (tekst jednolity: Dz.U. z 2020 r. poz. 286, z późn. zm.),
- Ustawa z dnia 4 lutego 1994 r. o prawie autorskim i prawach pokrewnych (tekst jednolity: Dz. U. z 2019 r. poz. 1231 z późn.zm.),

1.4.3. Źródła danych merytorycznych:

- dane pochodzące z przedsiębiorstwa,
- literatura fachowa dotycząca wyceny wartości przedsiębiorstw,
- dane giełdowe dotyczące spółek porównawczych.

1.5 Data sporządzenia wyceny

- 29 grudnia 2020 rok

1.5.1. Data na którą określono wartość przedmiotu wyceny

- 01 grudnia 2020 rok

2. CZĘŚĆ SZCZEGÓŁOWA

- 2.1. Opis i określenie stanu prawnego przedmiotu wyceny

2.1.1. Stan prawny

ICE CODE GAMES Sp. z o.o. wpisana jest do KRS nr 0000662489 przez Sąd Rejonowy dla M. St. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy KRS.

Posiada :

- numer identyfikacji podatkowej NIP 5223083787,
- REGON 366569268

2.1.2. Opis przedmiotu wyceny.

ICE CODE GAMES Sp. z o. o. to niezależny producent gier wideo powstały jako spółka w 2017 roku, a wcześniej działający jako jednoosobowa działalność gospodarcza Ice Code Games Paweł Wilk. Studio w dorobku posiada kilka wydanych tytułów na platformy PC, VR oraz mobile. W 2019 studio wydało pierwszy istotny tytuł, który otworzył mu drogę do współpracy z dużymi podmiotami na rynku gier wideo, rynku wydawniczym oraz w mediach. Spółka w ciągu swojego istnienia zaznaczyła swoją obecność na największych targach branżowych na świecie (Games Developers Conference, Gamescom, PAX, Paris Game Week, PG Connection czy Unite) i w Polsce (Poznań Game Arena, Game Industry Conference, Digital Dragons, Pixel Heaven). W 2020 roku nawiązano partnerstwa o strategicznym znaczeniu z Good Shepherd Entertainment oraz QED Software a także rozpoczęto rozmowy z innymi potencjalnymi partnerami. Ice Code

Games posiada aktualnie w procesie produkcji dwa znaczące tytuły oraz system narzędzi dla twórców gier wideo. Siedziba Ice Code Games mieści się przy ulicy Prostej w Warszawie, a drugi oddział firmy mieści się w Rzeszowie.

Obecnie realizowane projekty:

- Spółka pracuje aktualnie nad grą znaną jako "Project W" (nazwa kodowa), która jest znacząco większym projektem niż do tej pory tworzone. Gra produkowana jest we współpracy z doświadczonym, międzynarodowym wydawcą Good Shepherd Entertainment, który posiada szeroką wiedzę o rynku gier zbieżnych z "Projektem W" i wspiera Spółkę na każdym etapie produkcji.
- Spółka pozyskała dofinansowanie w programie GameINN na projekt o wartości 5.6m PLN. Przedmiotem projektu jest "System DEMIURG" czyli wspierany sztuczną inteligencją (AI) zestaw narzędzi do tworzenia gier wideo na silniku Unity, którego celem jest skrócenie czasu potrzebnego na wykonanie rutynowych i pracochłonnych czynności obarczonych dużym ryzykiem popełnienia błędu. Wdrożenie systemu DEMIURG jako części działalności własnej, przełoży się na zwiększenie możliwości wytwórczych Spółki w zakresie produkcji gier. Ponadto, rozszerzy rynek docelowy Spółki na twórców gier i prosumentów, prowadząc do dalszego wzrostu konkurencyjności przedsiębiorstwa. Zakończenie projektu w 2022 roku będzie wiązało się z rozpoczęciem sprzedaży systemu klientom docelowym.
- Spółka pracuje również nad kolejną grą o nazwie kodowej "Project Odysseus", znajdującej się we wczesnej fazie koncepcyjnej, która będzie wykorzystywała doświadczenia zdobyte przy pracach nad "Project W" oraz utylizowała narzędzia stworzone w ramach Systemu DEMIURG.

Zespół

Ice Code Games to 50-cio osobowy zespół produkcyjny developerów, artystów, designerów oraz osób wspomagających produkcję w tym naukowców pomagających przy tworzeniu systemów uczenia maszynowego i sztucznej inteligencji. W spółce można znaleźć wysokiej klasy specjalistów, którzy doświadczenie zbierali przy produkcji największych hitów eksportowych oraz gier w firmach takich jak: People Can Fly, Techland, CI Games, CD Projekt, czy Vivid Games. W ciągu ostatnich 12 miesięcy nastąpił dynamiczny rozwój spółki w związku z wkroczeniem w zaawansowane stadium produkcji gry „Project W” oraz rozpoczęciu prac w ramach programu GameINN, co doprowadziło do prawie trzykrotnego wzrostu zatrudnienia.

Dotychczasowe produkcje

Ice Code Games posiada w swoim dorobku kilka tytułów, które pomogły w opracowaniu procesów produkcyjnych oraz zebraniu dobrego rdzenia zespołu. Do tej pory spółka wyprodukowała dwie produkcje skierowane na platformę PC (jedna ze wsparciem VR), trzy gry skierowane na rynek mobile oraz liczne prototypy gier casual. Najważniejsza dotychczasowa gra studia (*Re-Legion*) została wydana z wiodącym wydawcą gier strategicznych (*1C Entertainment*) na platformie PC (Steam, GOG oraz inne platformy sprzedaży internetowej). Gra była prezentowana na targach branżowych za granicą (Gamescom, PG Connects, PAX South, PAX West, PAX East) jak i w Polsce, gdzie została nominowana do nagrody Best Indie Game 2018 na targach Digital Dragons, oraz była opisywana w największych serwisach takich jak: PCgamer, RPS, IGN, Kotaku. W przygotowaniu znajduje się wersja gry na platformę Nintendo Switch, która swoją premierę będzie miała w 2021 roku.

ICE CODE GAMES 2020- 2025

Spółka ma plan zostać topowym producentem gier strategicznych i taktycznych, którego tytuły będą cechowały się wysoką jakością wykonania oraz unikatowością mechanik. Aktualnie zespół pracuje nad dwoma grami (w fazie produkcyjnej i koncepcyjnej) które posłużą do zbudowania know-how firmy, pozycji na rynku oraz miejsca w świadomości graczy i mediów. Docelowa organizacja produkcji zakłada powstanie dwóch zespołów, które pracować będą nad dwoma projektami tak, aby Spółka mogła wydawać jeden tytuł co 1,5 - 2 lata. Zakłada się że kolejne produkcje studia będą rosły względem wielkości i budżetu, a przede wszystkim jakości dzięki doświadczeniu zdobytemu przy wcześniejszych projektach. Ice Code Games posiada już jedno istotne IP, oraz prawa do tworzenia gier na bazie innego tytułu, w planach jest również tworzenie kolejnych marek z potencjałem na długookresowy rozwój poprzez produkcję sequeli oraz produktów towarzyszących.

Poza produkcją gier spółka prowadzi prace badawcze nad systemem narzędzi, który w przyszłości będzie wykorzystywany na potrzeby własnych produkcji jak i licencjonowany zewnętrznym firmom. Spółka otrzymała dofinansowanie w wysokości 73% z budżetu opiewającego na 5.6 mln PLN w ramach projektu GameINN na wykonanie Systemu DEMIURG.

Sytuacja rynkowa w branży

Rynek gier wideo nieprzerwanie od lat zwiększa swoją wartość, a wielkość przychodów przekroczyła wszystkie inne gałęzie rozrywki.

Opierając się na branżowym raporcie "Global Games Market Report 2020" przygotowanym przez renomowaną w branży firmę badawczą Newzoo można przyjąć założenie, że dobra sytuacja branży gier wideo utrzyma się w najbliższych latach.

Globalne przychody całej branży notują rok do roku stabilny wzrost i uśredniony współczynnik wzrostu YoY na poziomie 7.7%. Wartość przychodów w 2020 roku szacunkowo miała wynieść 159.3 miliarda dolarów (wzrost o 9.3% względem roku 2019), a w 2023 przewiduje się, że kwota ta przekroczy 200 miliardów dolarów. Ze wzrostem przychodów nierozłącznie wiąże się też wzrost liczby graczy i tu również możemy mówić o stabilności i przewidywaniach utrzymania aktualnej dynamiki. W 2020 roku szacowało się ilość graczy na całym świecie na 2.69 miliarda, a w 2023 ma to być już ponad 3.07 miliarda osób oddających się elektronicznej rozrywce.

Spółka skupia się na produkcji gier przeznaczonych na platformę PC oraz konsole, które stanowią odpowiednio 21% i 28% całego rynku. Firma Newzoo oszacowała że wartość rynku PC w 2020 roku wyniosła 33.9 miliarda dolarów (wzrost o 6.7% względem 2019), a wartość rynku konsolowego 45.2 miliarda dolarów (wzrost o 6.8% względem poprzedniego roku).

Szczególnymi czynnikami ryzyka w branży pozostają:

- ryzyko nietrafionego produktu wynikające z koncepcji i założeń projektu (zwłaszcza w przypadku producentów niewielkiej liczby gier),
- ryzyko nieukończenia projektu lub niskiej jakości ukończonej gry. W przypadku projektów growych, jest to poważne ryzyko, ponieważ gra nie ukończona, nie może być wydana a co za tym idzie wartość takiej gry jest praktycznie zerowa. Podobnie też w przypadku gry o bardzo niskiej jakości szanse na dobrą sprzedaż są ograniczone,
- ryzyko utraty bądź niepozyskania kluczowych pracowników. Ryzyko to jest szczególnie istotne w przypadku gdy zespół opuści osoba kluczowa dla realizacji projektu,
- ryzyko nieprzewidywalnego popytu na grę, zmiany rynkowe oraz konkurencja. Proces produkcji gry, w zależności od wielkości, zajmuje średnio od 1,5 roku do 3 lat, co powoduje że na tak dynamicznym rynku jak produkcja gier mogą w międzyczasie nastąpić duże zmiany,

- ryzyko walutowe - w przypadku większości projektów growych, tantiemy/wynagrodzenie otrzymywane są w USD lub EUR, natomiast większość kosztów będzie ponoszona w PLN, co przy wahaniu kursów walut może spowodować znaczące zmiany rentowności projektu.
- ryzyko naruszenia praw autorskich (zarówno z punktu widzenia naruszenia praw innych twórców, jak i ze względu na nielegalny obrót kopiami gier Przedsiębiorstwa),
- ryzyko zależności od wydawcy w szczególności w przypadku projektów które są finansowane przez wydawcę,
- ryzyko braku dostępności wystarczającego finansowania projektów.

Konkurencja

Ice Code Games ze względu na międzynarodowy charakter rynku gier konkuruje zarówno z polskimi ale przede wszystkim międzynarodowymi producentami gier wideo o podobnym profilu. Dodatkowo na rynku polskim spółka konkuruje przede wszystkim w zakresie rekrutacji oraz pozyskiwania wykwalifikowanych pracowników oraz współpracowników, co jest efektem szybkiego rozwoju polskiego rynku.

Spółka definiuje poniższe podmioty jako zbieżne w profilu prowadzonej działalności:

- 11 Bit Studios - polski producent i wydawca gier wideo skupiający się na grach strategicznych, obecny na GPW,
- Games Operators SA (GOP) – Spółka o podobnej wielkości oraz historii jak Ice Code Games, robiąca gry z widokiem z góry, notowana na GPW,
- Destructive Creations - polski producent gier wideo skupiający się na grach strategicznych i taktycznych,
- CreativeForge Games - polski producent gier wideo skupiający się na grach strategicznych i taktycznych, obecny na NewConnect,
- Bloober Team SA - polski producent gier wideo, obecny na NewConnect,
- Artifex Mundi - polski producent gier wideo, obecny na GPW,
- Paradox Entertainment - międzynarodowy producent i wydawca skupiający się na grach strategicznych i taktycznych, konkurencyjnych dla produkcji Ice Code Games. Firma jest notowana na giełdzie sztokholmskiej,
- The Bearded Ladies - szwedzki producent gier taktycznych,
- Harebrained Schemes - amerykański producent gier strategicznych.

Określenie parametrów oceny siły wartości WNiP (tj. marek, know how) wg Interbrand

Czynnik	Maksymalna ocena	Ocena przedsiębiorstwa
Przywództwo	25	14
Stabilność	15	12
Rynek	5	4
Umiędzynarodowienie	15	15
Trend	20	18
Poparcie	15	10
Ochrona	5	5
Razem:	100	78

Aby określić siłę marki, stosuje się 7 ważonych czynników. Są to:

1. **Przywództwo**- jeżeli chodzi o udział w rynku, cenowe, dominacje w kanałach dystrybucji i odporność na działania konkurentów w branży ,
2. **Stabilność** – wskazuje na lojalność wobec marki i czas jej obecności na rynku.
3. **Rynek**- marki – miejsce na rynku.
4. **Umiędzynarodowienie**- marka z międzynarodową akceptacją jest silniejsza niż ta, która występuje tylko w danym kraju lub regionie.
5. **Trend**- długookresowy trend marki.
6. **Poparcie**- marka, która uzyskuje ciągłe poparcie, jest silniejsza.
7. **Ochrona**- zarejestrowane znaki towarowe i ochrona patentowa zwiększają siłę marki

2.2. Sposób wyceny

Opublikowany w „Gazecie Bankowej” raport pt. „Rankingi Liderów efektywności” dedykowany polskiemu rynkowi kapitałowemu, pokazał, że najbardziej efektywne są nie spółki- giganty, dysponujące potężnym zapleczem kapitałowym i ogromnymi aktywami, lecz przedsiębiorstwa o wiele mniejsze kapitałowo, działające przeważnie w sektorze usług. Wycena dokonywana przez rynki kapitałowe to wycena oparta na metodologii NPV, tyle że osadzona w realiach rynkowych. Jest to zatem metoda, w której liczą się przede wszystkim przyszłe wyniki przedsiębiorstwa, a nie historyczna wartość księgowa majątku, a jednocześnie metoda uwzględniająca ryzyko prowadzenia biznesu (odzwierciedlone w wysokości stopy dyskonta). Zgodnie z powszechnym wśród analityków podejściem, przedsiębiorstwo warte jest tyle, ile dochodu jest w stanie wygenerować w przyszłości, a nie tyle, ile wynika z wyceny rzeczowych składników jego majątku. Spółka może dysponować niezwykle skromnym



majątkiem, lecz wiele nie uwzględnionych w sprawozdaniach finansowych elementów (know-how, kapitał ludzki, identyfikacja marki) sprawia, że zdolności zarobkowe tego majątku mogą być ogromne. Spostrzeżenie to potwierdzają wyceny spółek nowej ekonomii, dokonywane przez rynki kapitałowe na całym świecie.

Wybór metody waluacji został podyktowany zarówno przedmiotem wyceny, jak i dostępnością materiałów bazowych do przeprowadzenia niezbędnych wyliczeń.

Uzasadnienie: dobór metody wyceny uzależniony jest od kilku zmiennych.

Należą do nich cel wyceny, jej przedmiot (rodzaj wycenianego dobra) oraz kontekst gospodarczy. Zachowanie minimum poprawności metodologicznej w szacowaniu wartości wymaga uwzględnienia wszystkich powyższych czynników wraz z ich oceną i korektą w postaci ryzyka związanego z wystąpieniem odchyień od założeń wyjściowych. Skoro o wartości biznesu decyduje siła jego zarobkowania, wyrażona w przyszłym dochodzie, dochód ów należy jakoś wyrazić. Zawodne będą z całą pewnością wszelkie księgowe kategorie zysku; mogą one podlegać łatwym manipulacjom, mają charakter memoriałowy, a ponadto inwestorzy podejmujący decyzje na rynkach kapitałowych kierują się raczej wielkością gotówki, nie zaś zysku księgowego. Ów dochód wykorzystywany w metodach dochodowych musi być więc kategorią pieniężną, a nie „papierową”. Jego wielkość musi być kategorią rezydualną w tym sensie, że obrazuje korzyści finansowe inwestorów po pomniejszeniu o wszystkie inwestycje niezbędne do podtrzymania działalności przedsiębiorstwa i jego rozwoju, a ponadto musi być wielkością uwzględniającą obciążenia fiskalne. Kategorią o takich cechach jest **wolny przepływ gotówkowy –FCF (free cash flow)**.

Z uwagi na dostępność danych dla spółek z branży gamingowej, wynikającej z licznej reprezentacji tego segmentu zarówno na Rynku Głównym GPW jak i w Alternatywnym Systemie Obrotu NewConnect, zdecydowano również o przeprowadzeniu wyceny porównawczej. W takim przypadku wycena następuje poprzez odniesienie danej wartości do istniejących na rynku wskaźników lub współczynników standardowych w danej branży, które można przenieść na poziom analizowanego podmiotu. Kluczowym elementem takiego procesu jest odpowiedni dobór wskaźników referencyjnych oraz poprawne określenie grupy spółek porównywanych. Należy w tym miejscu wspomnieć, że niemożliwym jest jednoznaczne dopasowanie wycenianego przedsiębiorstwa do grupy porównawczej, dlatego w tego typu waluacjach zastosowanie znajdują arbitralne premie i dyskonta służące dookreśleniu wartości wycenianego przedsiębiorstwa.

Biorąc powyższe pod uwagę do wyceny ICE CODE GAMES Sp. z o.o. przyjęto metodę dochodową **DCF** jako podstawową oraz metodę **porównawczą**

(mnożnikową), jako metodę pomocniczą. Na bazie tych oszacowań określono wartość przedsiębiorstwa z uwzględnieniem poniższych wag:

- Metoda DCF – 70%
- Metoda mnożnikowa – 30%

2.3 Określenie wartości przedmiotu wyceny

2.3.1. Założenia metody DCF

Zgodnie z metodologią zdyskontowanych przepływów pieniężnych - DCF (discounted cash flow), będącą najczęściej wykorzystywaną metodą wyceny przedsiębiorstwa, wartość biznesu wyznaczona jest przez sumę generowanych przyszłych wolnych przepływów gotówkowych – FCF. Przepływy te jednak dotyczą różnych momentów na osi czasu, nie można ich więc zsumować bez uprzedniego sprowadzenia do jednego punktu na owej osi, najlepiej dotyczącego chwili obecnej. Wartość przedsiębiorstwa – V (value) to suma wszystkich przyszłych przepływów pieniężnych (FCF) od okresu 1 do okresu n, zdyskontowanych stopą procentową (zwaną stopą dyskonta), którą jest średni ważony koszt kapitału.

Poniżej zostanie zaprezentowana wycena ICE CODE GAMES Sp. z o.o.

Krok 1 - przedsiębiorstwo sporządziło szczegółową prognozę przyszłych wyników za okres 5-ciu lat: 2021-2025. Kierunkowo nie wnosimy zastrzeżeń do przedstawionego materiału i uznajemy, że oszacowania Zarządu są wiarygodnym estymatem przyszłych wyników Spółki, dlatego przyjmujemy je jako podstawę w dalszym procesie wyceny. Nasze przewidywania muszą zakładać oczekiwane, przybliżone zmiany podstawowych wielkości z rachunku wyników przychodów ze sprzedaży oraz kosztów (dla przejrzystości nie dokonujemy tutaj szczegółowego podziału kosztów, różnica pomiędzy sprzedażą, a sumą kosztów traktowana jest jako wynik na działalności operacyjnej; wyjątkiem jest koszt amortyzacji, który zostanie wyselekcjonowany z sumy łącznych kosztów ze względu na jego znaczenie w dalszych analizach wynikające z niegotówkowego charakteru tego kosztu). Po roku 2025 zakładamy kontynuację działalności, przy czym przyjmujemy konserwatywne założenie, zgodnie z którym wyniki rozważanego podmiotu w odległej przyszłości zostają zachowane na poziomie rezultatów ostatniego z lat okresu szczegółowej prognozy (rok 2025). Przychody kolejnych lat po 2025 szacujemy na poziomie 23 788 520,00 zł. Tak jak w wypadku sprzedaży, łączne koszty w okresie kontynuacji wyznaczone są przez ich wielkość z ostatniego roku okresu szczegółowej prognozy (2 769 149,00 zł), co skutkuje określeniem niezdykontowanej wartości wolnych przepływów pieniężnych na poziomie 16 987 691,00 zł

Stopa dyskonta dla przedsięwzięcia powinna być skorygowana tak, aby ewentualne zwiększone jego ryzyko znalazło odbicie w zwiększonej stopie dyskonta. Stopa podatku dochodowego została przyjęta na stałym poziomie 19% dla całego okresu prognozy. Przyjęto też upraszczające założenie co do stałości stopy WACC w całym okresie prognozy na poziomie 9,0%. Z uwagi na praktycznie nieistotną wartość zadłużenia, podstawowym elementem WACC jest koszt kapitału własnego. Zgodnie z teorią zmiennej wartości pieniądza w czasie, przyszłe wolne przepływy są sprowadzone do wartości dzisiejszej za pomocą stopy odzwierciedlającej średni ważony koszt kapitału, gdzie koszt kapitału własnego jest określony jako minimalny wymagany zwrot inwestora, który mógłby on zrealizować na alternatywnej inwestycji w danej klasie ryzyka. W kalkulacji WACC największym problemem nastęrcza szacunek wymaganej przez udziałowców (akcjonariuszy) stopy zwrotu (koszt kapitału własnego). Najczęściej wykorzystywaną metodą jest model wyceny aktywów kapitałowych – CAPM (*capital assets pricing model*). Zgodnie z założeniami tego modelu wymagana przez udziałowców (akcjonariuszy) stopę zwrotu ustalona została następująco:

$$K_E = R_{RF} + \beta \times MRP$$

Gdzie: K_E – wymagana stopa zwrotu

R_{RF} – stopa zwrotna wolna od ryzyka (*risk-free rate*)

β – współczynnik beta – rozstęp indeksu ryzyka

MRP – rynkowa premia za ryzyko (*market risk premium*)

W przypadku tego równania, kluczowym elementem jest określenie wskaźnika β , który jest specyficzny dla poszczególnych podmiotów i jego określenie dla pomiotów nienotowanych skażone jest wysokim subiektywizmem.

Krok 2- Wynik na działalności operacyjnej, EBIT w danym roku, to różnica pomiędzy przychodami ze sprzedaży a sumą kosztów:

$$EBIT = \text{sprzedaż} - \text{koszty}$$

Przykładowo w 2021 r. EBIT wyniesie 611 159,00 zł

$$EBIT_{2021} = 5\,892\,480,00 - 5\,281\,321,00 = 611\,159,00 \text{ zł}$$

Krok 3- EBITDA to wynik na działalności operacyjnej, powiększony o koszt amortyzacji:

$$EBITDA = EBIT + A$$

W 2021 r. EBITDA wyniesie więc 811 159,00 zł

$$\text{EBITDA}_{2021} = 611\,159,00 + 200\,000,00 = 811\,159,00 \text{ zł}$$

Krok 4 - EBIDAAT, od której naliczamy (w pewnym sensie gotówkowym) podatek dochodowy:

$$\text{EBIDAAT} = \text{EBITDA} \times (1-T)$$

W 2021 r. wielkość EBIDAAT poddanej opodatkowaniu wyniesie 657 039,00 zł

$$T=19\% \times 0,01=0,19$$

$$\text{EBIDAAT} = 811\,159,00 \times (1-T) = 657\,039,00 \text{ zł}$$

Krok 5 – NOPAT to z kolei EBITDA poddana opodatkowaniu, od której ponownie odejmujemy amortyzację (NOPAT to wynik opodatkowany- after taxes- oraz netto – net, w sensie: pomniejszony o amortyzację):

$$\text{NOPAT} = \text{EBIDAAT} - A$$

W 2021 r. wielkość NOPAT wyniesie więc 457 039,00 zł

$$\text{NOPAT}_{2021} = 657\,039,00 - 200\,000,00 = 457\,039,00 \text{ zł}$$

W celu prognozowania przyszłych wolnych przepływów gotówkowych (FCF), oprócz zdefiniowanych już wielkości z rachunku wyników oraz poniekąd sztucznych nie księgowych kategorii, będących ich pochodnymi, dokonano założeń dotyczących przyszłych inwestycji w kapitał obrotowy netto oraz majątek przedsiębiorstwa. Ekspansja przedsiębiorstwa dokonująca się wraz ze wzrostem przychodów ze sprzedaży wymaga od niego rozwoju, za którym muszą iść odpowiednie inwestycje, zarówno w majątek krótkoterminowy, jak i te w majątek trwały. Gdy rośnie sprzedaż, następuje równoczesny wzrost poziomu zapasów, należności oraz zobowiązań bieżących. Zwiększa się więc wielkość kapitału obrotowego netto (NWC). Zmiany kapitału obrotowego netto będą stanowiły określony procent rocznych zmian przychodów ze sprzedaży tj. 20% okresowej zmiany sprzedaży.

$$\text{Zmiana NWC} = 20\% \times \text{zmiana sprzedaży}$$

Zatem w roku 2021 wzrost wartości kapitału obrotowego netto wyniesie 0,00 zł

$$\text{zmiana NWC}_{2021} = 20 \% \times 0 = 0,00 \text{ zł}$$

Zgodnie z założeniami inwestycje w majątek trwały mają dwojaki charakter: są to inwestycje odtworzeniowe (RFCI) oraz nowe inwestycje zwiększające posiadane środki trwałe ponad wymóg odtworzeniowy (IFCI). Założono, że roczne inwestycje odtworzeniowe zgodnie z ich charakterem, pokrywać się będą z wielkością rocznej amortyzacji:

$$\text{RFCI} = A$$

W odniesieniu zaś do inwestycji ponad wymóg odtworzeniowy przyjęto na poziomie 0,00 zł

$$\text{IFCI}_{2021} = 0,00 \text{ zł}$$

Krok 6 – Prognoza wolnych przepływów gotówkowych ICE CODE GAMES Sp. z o.o.

FCF to EBITDA poddana opodatkowaniu i skorygowana o zmiany kapitału pracującego i inwestycje w majątek trwały:

$$\text{FCF} = \text{EBIDAAT} -/+ \text{zmiana NWC} - \text{RFCI} - \text{IFCI}$$

W 2021 r. wielkość wolnego przepływu pieniężnego wyniesie więc 457 039,00 zł

$$\text{FCF} = 657\,039 - 0 - 0 - 200\,000 = 457\,039,00 \text{ zł}$$

Wolne przepływy pieniężne, które ustalono dla wszystkich okresów prognozy, muszą zostać zdyskontowane stopą odzwierciedlającą ryzyko wszystkich inwestorów (WACC). W tym celu konstruujemy współczynnik dyskonta DF, dostosowane do odpowiednich okresów dyskonta:

$$\text{DF}_{2021} = \frac{1}{(1 + \text{WACC})} = 0,917431$$

Znając odpowiednie współczynniki dyskonta, sprowadzono przyszłe wartości FCF do ich wartości dzisiejszej, mnożąc (zgodnie z procedurą dyskontowania) wartość przyszłą (FCF) przez odpowiednią wartość współczynnika dyskonta (DF):

$$DCF = FCF \times DF$$

gdzie: DCF- zdyskontowany przepływ pieniężny (discounted cash flow).

Zatem na podstawie powyższych ustaleń zdyskontowany wolny przepływ gotówkowy z roku 2021 wyniesie 419 302,00 zł

$$DCF = 457\,039,00 \times 0,917431 = 419\,302,00 \text{ zł}$$

Konieczne jest tu przybliżenie konstrukcji współczynnika dyskonta dla tzw. okresu kontynuacji. Wszystkie wielkości z tego okresu, zgodnie z założeniami, są stałe i wyznaczone przez wartości z ostatniego okresu szczegółowej prognozy. Traktujemy je więc na zasadzie renty wieczystej. Wartość dzisiejszej renty wieczystej ustala się, dzieląc jej wielkość przez stopę dyskonta

$$PVP = \frac{P}{WACC}$$

gdzie: PVP - wartość dzisiejsza renty wieczystej (present value of perpetuity);

P - renta wieczysta (perpetuity).

Z ustaleń wynika, że współczynnik dyskonta dla renty wieczystej ma postać:

$$DF = \frac{1}{WACC}$$

Kalkulacja wymaganej stopy zwrotu :

Tabela nr 1

WACC	
stopa wolna od ryzyka	2,25%
Premia za ryzyko	5,0%
Beta	1,35
koszt kapitału	9,0%

$$K_E = R_{RF} + \beta \times MRP = 2,25 + 1,35 \times 5\% = 9,0\%$$

Gdzie: K_E – wymagana stopa zwrotu

R_{RF} – stopa zwrotna wolna od ryzyka (*risk-free rate*) = 2,25% poziom rentowności długoterminowych obligacji Skarbu Państwa

β – współczynnik beta – rozstęp indeksu ryzyka (1,8- 0,5)

MRP – rynkowa premia za ryzyko (*market risk Premium* = 5%)

Z uwagi na marginalną wartość zadłużenia przy pozytywnych wynikach finansowych w horyzoncie prognozy uznajemy, że Spółka finansowana będzie jedynie w oparciu o kapitał własny. Przy takim założeniu odступujemy od uwzględnienia w WACC kosztu finansowania dłużnego.

$$DF = \frac{1}{0,09} = 11,11111111$$

Po zdyskontowaniu renty wieczystej (na koniec roku piątego) dodatkowo uzyskaną wielkość zdyskontujemy w okresie 5 lat, aby wyrazić jej wartość, tak jak wszystkich pozostałych Cash floks, na dzień dzisiejszy (dzień wyceny). Dlatego też dodatkowo przemnażamy ją, tak jak czyniliśmy powyżej, przez współczynnik dyskonta ustalony dla 5 lat.

$$DF_{2025} = \frac{1}{(1 + 0,09)^5} = 0,649931$$

Ostatecznie sprowadzenie przyszłej wartości FCF z okresu kontynuacji do jej wartości dzisiejszej wymaga przemnożenia jej przez dwa współczynniki dyskonta: DF dla renty wieczystej (DF_{rw}) i DF dla okresu pięcioletniego (DF_{2025}):

$$DF_{rw} \times DF_{2025} = 11,11111111 \times 0,649931 = 7,221$$

Zatem wartość dzisiejsza wolnych przepływów pieniężnych z okresu kontynuacji wyniesie ostatecznie 122 668 113,00 zł.



$$DCF = 16\,987\,691 \times 7,221 = 122\,668\,113,00 \text{ zł}$$

Analogicznie postępujemy w przypadku przepływów gotówkowych z pozostałych lat okresu czteroletniego i okresu wartości rezydualnej. Znając zdyskontowane wartości wszystkich przyszłych cash flows (zarówno tych z okresu wyrażonej prognozy, jak i z okresu kontynuacji), możemy je zsumować – pozycja DCF w tabeli nr 2. Zgodnie z metodologią wyceny DCF i naszych analiz wskazują więc, że wartość ICE CODE GAMES Sp. z o.o. wynosi 151 561 324,00 zł.

Tabela nr 2

Prognoza wyników ICE CODE GAMES Sp. z o.o. oraz jego wycena metodą DCF

Wyszczególnienie	Prognoza					
	2021	2022	2023	2024	2025	kontynuacja
amortyzacja zł	200 000	200 000	200 000	200 000	200 000	200 000
EBIT	611 159	3 193 752	8 095 267	22 738 011	21 019 371	21 019 371
EBITDA*	811 159	3 393 752	8 295 267	22 938 011	21 219 371	21 219 371
TR %	19	19	19	19	19	19
EBIDAAT**	657 039	2 748 939	6 719 166	18 579 789	17 187 691	17 187 691
NOPAT***	457 039	2 548 939	6 519 166	18 379 789	16 987 691	16 987 691
zmiana NWC**** zł	0	1 298 564	600 178	2 024 194	-343 728	0
IFCI***** zł	0	0	0	0	0	0
RFCI***** zł	200 000	200 000	200 000	200 000	200 000	200 000
FCF***** zł	457 039	1 250 375	5 918 988	16 355 595	17 331 419	16 987 691
WACC***** %	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%
DF*****	0,917431	0,841680	0,772183	0,708425	0,649931	7,221
DCF***** zł	419 302	1 052 416	4 570 545	11 586 716	11 264 233	122 668 113
CDCF	419 302	1 471 718	6 042 263	17 628 978	28 893 211	151 561 324
VALUE*****						151 561 324
wartość długu oprocentowanego						-1 681 710
wartość firmy metodą dochodową						149 879 614
dyskonto IPO						0%
wartość						149 879 614

* EBITDA- - wynik na działalności operacyjnej powiększony o koszt amortyzacji

**EBITDAAT – to EBITDA, od której naliczamy (w pewnym sensie gotówkowym) podatek dochodowy

***NOPAT- to z kolei EBITDA poddana opodatkowaniu, od której ponownie odejmujemy amortyzację

**** Zmiana NWC % -zmiana kapitału obrotowego netto

***** IFCI – inwestycje ponad wymóg odtworzeniowy

*****RFCI inwestycje odtworzeniowe

*****FCF – wielkość wolnego przepływu pieniężnego

*****WACC - stopa zwrotu z kapitału

*****DF – współczynnik dyskonta

*****DCF – zdyskontowane przepływy pieniężne

***** VALUE – wartość przedsiębiorstwa.

Wartość metodą dochodową DCF

W= 149 879 614,00 zł

(słownie: sto czterdzieści dziewięć milionów osiemset siedemdziesiąt dziewięć tysięcy sześćset czternaście złotych 00/100)

2.3.2 Założenia metody rynkowej porównawczej (mnożnikowej)

Metoda porównawcza (mnożnikowa) jest powszechnie stosowana przy wycenie firm w pierwszych i wtórnych ofertach publicznych, transakcjach sprzedaży spółek do inwestora strategicznego, transakcjach fuzji i przejęć zarówno przez samych emitentów i ich doradców, jak i analityków giełdowych i inwestorów. Jest łatwa w zastosowaniu, obiektywna i powiązana z bieżącą sytuacją rynku akcji lub rynku prywatnych transakcji. Rozróżniamy dwie kategorie mnożników służących do wyceny rynkowej: mnożniki Equity Value oraz mnożniki Enterprise Value. Mnożniki Equity Value służą ustaleniu wartości rynkowej kapitału własnego przedsiębiorstwa, mnożniki Enterprise Value służą ustaleniu wartości rynkowej całego przedsiębiorstwa (wraz z zadłużeniem netto). Kalkulacja mnożników polega na porównywaniu metryk spółki do określonych baz wyceny spółek porównywalnych. Wartości używane do kalkulacji mnożników pozyskuje się m.in. z rynków notowań, raportów analitycznych biur maklerskich lub banków inwestycyjnych, prospektów emisyjnych, ogłaszanych przez zarządy spółek prognoz. Do wyceny posłużono się bazami danych na III kwartał 2020 roku dla wybranych spółek z branży gier komputerowych New Connect i GPW. Przy wyborze spółek referencyjnych kierowano się zbieżnością profilu działania natomiast przyjęte wagi wynikają z arbitralnego oszacowania nakładania się szans i ryzyk dla prowadzonej działalności z wycenianą spółką.

W przypadku Spółki z uwagi na koniec roku 2020 oraz dane księgowe obejmujące 11 miesięcy 2020 r. przyjęto konserwatywne założenie o wykorzystaniu tych danych jako danych referencyjnych dla roku 2020, które następnie będą podstawą dla wyceny mnożnikowej.

Wycena metodą porównawczą (mnożnikową)

wskaźniki	Spółki GPW			spółki NewConnect	
	11 bit Studios	GAMES Operators	ARTIFEX MUNDI	BLOOBER TEAM	CREATIVEFORGE GAMES
C/Z	23,80	48,30	x	44,60	132,80
C/WK	6,77	6,09	3,48	9,31	12,13
wartość księgowa (mln zł)	159,27	17,80	27,96	36,19	7,87
wartość rynkowa (mln zł)	1 077,59	108,34	97,32	336,85	95,48

Wycena metodą porównawczą:

Metoda			waga
wycena porównawcza wg. wskaźnika C/WK	wartość księgowa 01.12.2020 (Post money)	3 237 939	
	przyjęta wartość wskaźnika C/Wk	6,93	
	szacunkowa wartość rynkowa	22 451 869	50%
wycena porównawcza wg. wskaźnika C/Z	zysk 01.12.2020 Pre-money (Prognoza)	1 202 621	
	przyjęta wartość wskaźnika C/Z	50,51	
	szacunkowa wartość rynkowa	60 742 719	50%
uśredniona wartość rynkowa			41 597 294

Kalkulacja wskaźników dla wyceny:

Wskaźnik	Firma:	branża IT a					średnia ważona
		11BIT STUDIOS	GAMES OPERATORS	ARTIFEX MUNDI	BLOOBER TEAM	CREATIVEFORGE GAMES	
	Waga:	2	4	4	3	2	
C/Z (cena akcji/sprzedaż na akcje)		23,80	48,30		44,60	132,80	50,51
C/Wk (cena akcji/wartość księgowa na akcje)		6,77	6,09	3,48	9,31	12,13	6,93

W= 41 597 294,00 zł

(słownie: czterdzieści jeden milionów pięset dziewięćdziesiąt siedem tysięcy dwieście dziewięćdziesiąt cztery złote 00/100).

2.3.3 Końcowa wycena ICE CODE GAMES Sp. z o.o.

Wycena mieszana

rodzaj wyceny	wartość PLN	waga
wycena DCF (Post money)	149 879 614	70%
wycena rynkowa metodą porównawczą	41 597 294	30%
średnia ważona	117 394 918	100%
Dyskonto IPO	0%	
wartość przyjęta	117 394 918	

Wartość końcowa wyceny

$$W = 117\,394\,918,00 \text{ zł}$$

(słownie: sto siedemnaście milionów trzysta dziewięćdziesiąt cztery tysiące dziewięćset osiemnaście złotych 00/00).

2.3.4 Wycena wartości niematerialnych i prawnych ICE CODE GAMES Sp. z o.o.

- Wartość dochodowa do wartości księgowej

Najprostszym sposobem obliczenia wartości niematerialnych i prawnych dla firmy jest odjęcie od wartości z wyceny (metoda mieszana obejmująca metodę dochodową DCF i porównawczą rynkową) wartość księgową.

$$W_{NiP} = W \text{ z wyceny} - WK$$

$$W_{NiP} = 117\,394\,918,00 - 3\,237\,939,33 = 114\,156\,978,67 \text{ zł}$$

Dane:

- W z wyceny = 117 394 918,00 zł
- WK na 01.12.2020 roku (aktywa netto) = 3 237 939,33 zł
- WNiP na 01.12.2020 roku wykazane w bilansie = 887 696,07 zł

Przyjęta wartość W = 114 156 978,67 zł

Wyszczególnienie	Udział procentowy	Wartość
A. Umowy		
Umowy wydawnicze	26,00%	29 680 814,45
Umowa dotacyjna DEMIURG	4,00%	4 566 279,15
Razem A	30,00%	34 247 093,60
B. prawa autorskie-majątkowe:		
do gry "Projekt Achilles"	49,00%	55 936 919,55
do gry ""Projekt Odyseseus"	20,00%	22 831 395,73
do systemu narzędzi DEMIURG	1,00%	1 141 569,79
Razem B	70,00%	79 909 885,07
Ogółem (A+B)	100,00%	114 156 978,67

Przedstawiona powyżej wartość wartości niematerialnych i prawnych obejmujących Umowy i autorskie prawa majątkowe w kwocie 114 156 978,67 zł odpowiada najbardziej prawdopodobnej wartości godziwej. Uzasadnieniem końcowego wyniku wyceny jest właściwy dobór metody wyceny, na co wskazują wielkości liczbowe i dane wyjściowe do obliczeń.

2.3.5 Wycena przedsiębiorstwa ICE CODE GAMES Sp. z o.o.

METODA MAJĄTKOWA – metoda skorygowanych aktywów netto

Założenia do wyceny:

Zasady ustalania wartości godziwej aktywów i zobowiązań

Składnik bilansu	Wartość godziwa
notowane papiery wartościowe	aktualny kurs notowań pomniejszony o koszty sprzedaży
nie notowane papiery wartościowe	wartość oszacowana, uwzględniająca takie czynniki, jak współczynnik cena do zysku i stopa dywidendy porównywalnych papierów wartościowych wyemitowanych przez spółki o podobnych charakterystykach
należności	wartość bieżąca (zdyskontowana) kwot wymagających zapłaty, wyznaczona przy odpowiednich bieżących stopach procentowych, pomniejszona o odpisy na należności zagrożone i nieściągalne oraz ewentualne koszty windykacji. Wyznaczanie wartości bieżących (zdyskontowanych) w odniesieniu do należności krótkoterminowych nie jest konieczne, jeżeli różnica pomiędzy wartością należności według kwot wymagających zapłaty a według ich wartością zdyskontowaną nie jest istotna
zapasy produktów gotowych i towarów	cena sprzedaży netto pomniejszona o opust marży zysku wynikający z kosztów doprowadzenia do sprzedaży zapasów lub znalezienia nabywcy
zapasy produktów w toku	cena sprzedaży netto produktów gotowych pomniejszona o

	koszty zakończenia produkcji i opust marży zysku wynikający z kosztów doprowadzenia zapasów do sprzedaży lub znalezienia nabywcy
zapasy materiałów	aktualna cena nabycia
środki trwałe	wartość rynkowa lub ich wartość według niezależnej wyceny. W przypadku gdy nie jest możliwe uzyskanie niezależnej wyceny środków trwałych- aktualna cena nabycia albo koszt wytworzenia, z uwzględnieniem aktualnego stopnia ich zużycia
wartości niematerialne i prawne	wartość oszacowana, wyznaczona w oparciu o ceny rynkowe takich samych lub podobnych wartości niematerialnych i prawnych, a w odniesieniu do wartości firmy lub ujemnej wartości firmy zawartej w bilansie- wartość zerową. W przypadku gdy wartość oszacowana nie może zostać wyznaczona w oparciu o ceny rynkowe, to przyjmuje się taką wartość, która nie spowoduje powstania lub zwiększenia ujemnej wartości firmy
zobowiązania	wartość bieżąca (zdyskontowana) kwot wymagających zapłaty, wyznaczona przy odpowiednich bieżących stopach procentowych. Wyznaczanie wartości bieżących (zdyskontowanych) w odniesieniu do zobowiązań krótkoterminowych nie jest konieczne, jeżeli różnica pomiędzy wartością zobowiązań według kwot wymagających zapłaty a według ich wartością zdyskontowaną nie jest istotna
rezerwa lub aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	Wartość możliwa do realizacji

II SPRAWOZDANIE FINANSOWE SPÓŁKI

Rok obrotowy Spółki liczy się od dnia 1 stycznia danego roku do dnia 31 grudnia danego roku.

Poniżej zaprezentowano bilans Spółki na potrzeby wyceny dzień 01.12.2020 roku tj. na dzień najbliższy na moment transakcji.

Tabela 1 Bilans – aktywa trwałe

Bilans - aktywa / PLN	01.12.2020
Aktywa trwałe	1 421 178,69
Wartości niematerialne i prawne	1 182 048,84
Koszty prac rozwojowych	0,00
Wartość firmy	0,00
Inne wartości niematerialne i prawne	887 696,07
Zaliczki na poczet wartości niematerialnych i	294 352,77

prawnych	
Rzeczowe aktywa trwałe	0,00
Środki trwałe	0,00
<i>Grunty [w tym prawo użytkowania wieczystego]</i>	0,00
<i>Budynki, lokale i obiekty inżynierii lądowej i wodnej</i>	0,00
<i>Urządzenia techniczne i maszyny</i>	0,00
<i>Środki transportu</i>	0,00
<i>Inne środki trwałe</i>	0,00
Środki trwałe w budowie	0,00
Zaliczki na środki trwałe w budowie	0,00
Należności długoterminowe	0,00
Inwestycje długoterminowe	100 305,07
Nieruchomości	0,00
Wartości niematerialne i prawne	0,00
Długoterminowe aktywa finansowe	100 305,07
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	138 824,78

Tabela 2 Bilans – aktywa obrotowe

Bilans - aktywa / PLN	01.12.2020
Aktywa obrotowe	4 306 094,89
Zapasy	94 250,31
Materiały	0,00
Półprodukty i produkty w toku	0,00
Produkty gotowe	0,00
Towary	39 707,50
Zaliczki na poczet dostaw	54 542,81
Należności krótkoterminowe	206 945,42
Należności od jednostek powiązanych	0,00
Należności od pozostałych jednostek, w których jednostka posiada zaangażowanie w kapitale	0,00
Należności od pozostałych jednostek	206 945,42
<i>Z tytułu dostaw i usług</i>	<i>0,00</i>
<i>Z tytułu podatków, dotacji, ceł, ubezpieczeń społecznych i zdrowotnych oraz innych świadczeń</i>	<i>181 631,93</i>
<i>Inne</i>	<i>25 313,49</i>
<i>Dochodzone na drodze sądowej</i>	<i>0,00</i>
Inwestycje krótkoterminowe	3 967 651,93
Krótkoterminowe aktywa finansowe	3 967 651,93
W jednostkach powiązanych	0,00
W pozostałych jednostkach	3 967 651,93
<i>- Środki pieniężne i aktywa pieniężne</i>	<i>3 967 651,93</i>
Inne inwestycje krótkoterminowe	0,00
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	37 247,23
Należne wpłaty na kapitał (fundusz) podstawowy	60 106,00
Udziały (akcje) własne	0,00
Aktywa razem	5 787 379,58

Tabela 3 Bilans – pasywa

Bilans - pasywa / PLN	01.12.2020
Kapitał [fundusz] własny	3 237 939,33
Kapitał [fundusz] podstawowy	51 000,00
Kapitał (fundusz) zapasowy	3 460 604,00
Zysk [strata] z lat ubiegłych	-1 476 285,97
Zysk [strata] netto	1 202 621,30
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	2 549 440,25
Rezerwy na zobowiązania	0,00
Rezerwa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	0,00
Rezerwa na świadczenia emerytalne i podobne	0,00
Pozostałe rezerwy	0,00
Zobowiązania długoterminowe	1 681 709,73
Wobec jednostek powiązanych	0,00
Wobec pozostałych jednostek	1 681 709,73
<i>Kredyty i pożyczki</i>	<i>1 681 709,73</i>
<i>Z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych</i>	<i>0,00</i>
<i>Inne zobowiązania finansowe</i>	<i>0,00</i>
<i>Inne</i>	<i>0,00</i>
Zobowiązania krótkoterminowe	867 730,52
Wobec jednostek powiązanych	0,00
Wobec pozostałych jednostek, w których jednostka posiada zaangażowanie w kapitale	0,00
Wobec pozostałych jednostek	867 730,52
<i>Kredyty i pożyczki</i>	<i>0,00</i>
<i>Z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych</i>	<i>0,00</i>
<i>Inne zobowiązania finansowe</i>	<i>0,00</i>
<i>Z tytułu dostaw i usług</i>	<i>188 956,17</i>
<i>Zaliczki otrzymane na dostawy</i>	<i>1 973,21</i>
<i>Zobowiązania wekslowe</i>	<i>0,00</i>
<i>Z tytułu podatków, ceł, ubezpieczeń i innych świadczeń</i>	<i>84 690,53</i>
<i>Z tytułu wynagrodzeń</i>	<i>0,00</i>
<i>Inne</i>	<i>592 110,61</i>
Fundusze specjalne	0,00
Rozliczenia międzyokresowe	0,00
Pasywa razem	5 787 379,58

Z bilansu należy zauważyć, że:

- majątek trwały Spółki to wyłącznie WNiP, inwestycje długoterminowe,
- majątek obrotowy Spółki to wyłącznie zapasy, należności od pozostałych jednostek i środki pieniężne,

- po stronie kapitałów własnych występuje tylko zarejestrowany kapitał zakładowy, strata z lat ubiegłych i zysk roku obrotowego,
- zobowiązania wobec pozostałych jednostek.

III USTALENIA WYJŚCIOWE DO WYCENY

Przy wyborze metody wyceny wzięto pod uwagę:
cel wyceny,
określone możliwości zastosowania wyceny,
materiały do wykonania wyceny,
kondycję finansową Spółki.

2.3.6 W oparciu o dokonaną analizę do oszacowania wartości Spółki ICE CODE GAMES Sp. z o.o. wykorzystano *metodę wartości skorygowanej aktywów netto*. Za pomocą tej metody można dokonać wyceny całego przedsiębiorstwa zarówno aktywów jak i pasywów, skorygowanych następnie do wartości urealnionych oraz zwiększonych o wartości nie wykazane w bilansie, a decydujące o jego wartości.

Metoda wartości skorygowanej aktywów netto wykazuje wysoki stopień wiarygodności i sprawdzalności. Oparta jest na ściśle określonych regułach zawartych w ewidencji księgowej, prowadzonej w oparciu o ustawę o rachunkowości z dnia 29.09.1994r. (t.j. Dz.U. z 2019r., poz. 351 z późn.zm.).

IV WYCENA SPÓŁKI

Podstawę wyjściową do wyceny stanowi księgowy bilans Spółki sporządzony na dzień wyceny, poszczególne elementy bilansu wyznaczające wartość przedsiębiorstwa tj. składniki majątku trwałego i obrotowego oraz pasywa obce. Dla dokonania wyceny przeanalizowano poszczególne składniki aktywów i pasywów zawarte w bilansie sporządzonym na dzień 01.12.2020 r.

KOREKTA AKTYWÓW

1. Korekta wartości niematerialnych i prawnych:

Wartości niematerialne i prawne w kwocie 887 696,07 zł będą powiększone o kwotę 114 156 978,67 zł. Do wyceny ich wartość przyjęto w wartości godziwej.

- WNiP – ujęte w bilansie na 01.12.2020 rok

wyszczególnienie	wartość netto
45% udziałów w WNiP Pawła	17 077,50
55% udziałów w WNiP Mateusz	20 872,50
Publikacja gry Re-legion	585 169,28
publikacja gry Packed Train	11 995,95
publikacja gry Re-legion:Holy Wars	231 996,27
inne WNiP	20 584,57
Razem	887 696,07

- WNiP- ujęte w wartości godziwej

Wyszczególnienie	Udział procentowy	Wartość
A. Umowy		
Umowy wydawnicze	26,00%	29 680 814,45
Umowa dotacyjna DEMIURG	4,00%	4 566 279,15
Razem A	30,00%	34 247 093,60
B. prawa autorskie-majątkowe:		
do gry "Projekt Achilles"	49,00%	55 936 919,55
do gry ""Projekt Odyseseus"	20,00%	22 831 395,73
do systemu narzędzi DEMIURG	1,00%	1 141 569,79
Razem B	70,00%	79 909 885,07
Ogółem (A+B)	100,00%	114 156 978,67

Tabela 4 Bilans – aktywa po korektach

Bilans - aktywa / PLN	01.12.2020	korekty	Po korektach
Aktywa trwałe	1 421 178,69	+114 156 978,67	115 578 157,36
Wartości niematerialne i prawne	1 182 048,84	+114 156 978,67	115 339 027,51
Koszty prac rozwojowych	0,00		0,00
Wartość firmy	0,00		0,00
Inne wartości niematerialne i prawne	887 696,07	+114 156 978,67	115 044 674,74
Zaliczki na poczet wartości niematerialnych i	294 352,77		

prawnych			294 352,77
Rzeczowe aktywa trwałe	0,00		0,00
Środki trwałe	0,00		0,00
<i>Grunty [w tym prawo użytkowania wieczystego]</i>	<i>0,00</i>		<i>0,00</i>
<i>Budynki, lokale i obiekty inżynierii lądowej i wodnej</i>	<i>0,00</i>		<i>0,00</i>
<i>Urządzenia techniczne i maszyny</i>	<i>0,00</i>		<i>0,00</i>
<i>Środki transportu</i>	<i>0,00</i>		<i>0,00</i>
<i>Inne środki trwałe</i>	<i>0,00</i>		<i>0,00</i>
Środki trwałe w budowie	0,00		0,00
Zaliczki na środki trwałe w budowie	0,00		0,00
Należności długoterminowe	0,00		0,00
Inwestycje długoterminowe	100 305,07		100 305,07
Nieruchomości	0,00		0,00
Wartości niematerialne i prawne	0,00		0,00
Długoterminowe aktywa finansowe	100 305,07		100 305,07
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	138 824,78		138 824,78

Tabela 5 Wynik końcowy – oszacowanie wartości Spółki metodą wartości skorygowanej aktywów netto

wartość majątkowa wg stanu na dzień 01.12.2020 roku	
aktywa	wartość skorygowana
aktywa trwałe	115 578 157,36
aktywa obrotowe	4 306 094,89
należne wpłaty na kapitał podstawowy	60 106,00
suma aktywów	119 944 358,25
rezerwy	0,00
zobowiązania długoterminowe	1 681 709,73
zobowiązania krótkoterminowe	867 730,52
rozliczenia międzyokresowe	0,00
razem zadłużenie	2 549 440,25
wartość skorygowanych aktywów netto	117 394 918,00

Wartość Spółki wg wartości skorygowanej aktywów netto

wynosi: **117 394 918,00 zł**

*słownie: sto siedemnaście milionów trzysta dziewięćdziesiąt cztery tysiące
dziewięćset osiemnaście złotych 00/100*

V KLAUZULE I ZASTRZEŻENIA

1. Niniejsza wycena sporządzona została zgodnie z przepisami prawa.
2. Niniejsza wycena nie może być użyta do innych celów niż określony w pkt I 1.
3. Wycenę opracowano w oparciu o informacje uzyskane i dostarczone dokumenty. Zakłada się, że nie ukryto żadnych faktów, które mogłyby mieć wpływ na wartość Spółki i jej udziałów.
4. Wykonane dzieło stanowi autorskie opracowanie wykonawcy.
5. Przedstawiona wycena uwzględnia stan faktyczny i prawny na dzień jej sporządzenia.
6. Autor opracowania nie ponosi odpowiedzialności za ewentualne ukryte wady wycenianego przedsiębiorstwa, których autor nie mógł stwierdzić na podstawie posiadanych materiałów dokumentacji.
7. Kwota 117 394 918,00 zł przedstawiona w pkt 2.3.6 niniejszego operatu stanowi wartość godziwą przedmiotu wyceny na dzień 01.12.2020 roku.
8. Operat szacunkowy sporządzono w czterech jednobrzmiących egzemplarzach, z których trzy otrzymuje zleceniodawca, a jeden stanowi egzemplarz archiwalny.