



## WYCENA

# VR FACTORY GAMES SPÓŁKA Z O.O.

02 -532 Warszawa, ul. Rakowiecka nr 34, lok. 5

## OPERAT SZACUNKOWY

Kraków, 25 listopada 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.

ul. Batorego 4/6, 31-135 Kraków, tel. +48 12) 630 98 98, fax + 48 12) 630 98 99,  
Sąd Rejonowy dla Krakowa-Śródmieścia w Krakowie Wydział XI Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego,  
KRS 0000427758, NIP 6762457379, REGON 122618599,  
[info@kancelaria-kbr.pl](mailto:info@kancelaria-kbr.pl), [www.kancelaria-kbr.pl](http://www.kancelaria-kbr.pl)

<p><b>PRZEDMIOT WYCENY</b></p>	<p>Przedsiębiorstwo VR FACTORY GAMES SPÓŁKA i w ramach tej wyceny określono wartość wartości niematerialnych i prawnych</p>
<p><b>STAN PRAWNY</b></p>	<p>Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością</p>
<p><b>CEL WYCENY</b></p>	<p>Określenie wartości przedsiębiorstwa VR FACTORY GAMES SPÓŁKA 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><b>WARTOŚĆ PRZEDSIĘBIORSTWA</b></p>	<p>35 596 450,00 zł</p>
<p><b>DATA SPORZĄDZENIA OPERATU SZACUNKOWEGO</b></p>	<p>25 listopad 2020 rok</p>
<p><b>AUTOR OPRACOWANIA</b></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>Kancelaria Biegłego Rewidenta Anna Kuza i Wspólnicy sp.k. ul. Batorego 4/6, 31-135 Kraków NIP 6762457379, REGON 122618599 KRS 0000427758</p>	<p>mgr Anna Kuza Biegły rewident nr 10473</p> <p style="text-align: right;">   <b>BIEGŁY REWIDENT</b>  nr 10473  mgr Anna Kuza </p>

## SPIS TREŚCI

WYCIĄG OPERATU SZACUNKOWEGO.....	2
<b>1. CZĘŚĆ OGÓLNA.....</b>	<b>4</b>
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
<b>2. CZĘŚĆ SZCZEGÓŁOWA.....</b>	<b>5</b>
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.....	9
2.3. Określenie wartości przedmiotu wyceny.....	11
2.4. Klauzule i zastrzeżenia.....	27

## 1. CZĘŚĆ OGÓLNA

### - 1.1. Przedmiot wyceny

Przedmiotem niniejszej wyceny jest VR FACTORY GAMES SPÓŁKA Z O.O.  
Siedziba: 02-532 Warszawa, ul. Rakowiecka nr 34, lok. 5.

### - 1.2. Zakres wyceny

W związku z celem wyceny zakresem objęto wycenę VR FACTORY GAMES SPÓŁKA Z O.O.

Siedziba: 02-532 Warszawa, ul. Rakowiecka nr 34, lok. 5.

### - 1.3. Cel wyceny

Określenie wartości VR FACTORY GAMES SPÓŁKA 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: VR FACTORY GAMES SPÓŁKA Z O.O.  
Siedziba: 02-532 Warszawa, ul. Rakowiecka nr 34, lok. 5.

Zgodnie z Umową nr 4/W/2020 z dnia 20.11.2020 roku wycenę sporządzono w okresie od 20.11.2020 r. do 25.11.2020 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.

#### 1.5 Data sporządzenia wyceny

- 25 Listopad 2020 rok.

##### 1.5.1. Data na którą określono wartość przedmiotu wyceny

- 01 listopad 2020 rok.

## 2. CZĘŚĆ SZCZEGÓŁOWA

### - 2.1.Opis i określenie stanu prawnego przedmiotu wyceny

#### 2.1.1.Stan prawny

VR FACTORY GAMES SPÓŁKA Z O.O. wpisana jest do KRS nr 0000787989 przez Sąd Rejonowy dla M. ST. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy KRS. Posiada :

- numer identyfikacji podatkowej NIP 9472000064,
- REGON 383450485

#### 2.1.2.Opis przedmiotu wyceny.

VR FACTORY GAMES SPÓŁKA Z O.O. to firma specjalizująca się w produkcji i wydawaniu gier oraz aplikacji marketingowych opartych o technologię wirtualnej (VR) i rozszerzonej (AR) rzeczywistości.

Spółka powstała w skutek przekształcenia się działalności gospodarczej VR Factory Sławomir Matul w spółkę z o.o. poprzez wniesienie przedsiębiorstwa zorganizowanego do spółki VR FACTORY GAMES SPÓŁKA Z O.O. (pierwotna nazwa VR Screans Sp z o.o.)

VR Factory rozpoczęło swoją działalność w 2016 roku wraz z komercyjnym pojawieniem się wirtualnej rzeczywistości na świecie. Przed wniesieniem JDG do spółki JDG osiągało przychody blisko 1 mln zł i zysk 0,4 mln złotych. Ten rok JDG zamknie z wynikiem ponad 2 mln zł.

Założycielem i prezesem powstałego w 2016 roku VR Factory jest Sławomir Matul

- 22 lata doświadczeń jako przedsiębiorca
- Twórca firmy reklamowej MAT, która po dokonaniu fuzji z Lemon Sky została sprzedana do międzynarodowej sieci reklamowej J.W. Thomson za 21 mln. PLN
- 5 lata doświadczeń w obszarze tworzenia aplikacji opartych o technologię VR i AR
- Laureat z 2019 i 2020 roku prestiżowej nagrody „50 Najbardziej kreatywnych w biznesie” Nagroda przyznana za budowanie innowacyjnych przedsiębiorstw w oparciu o technologię wirtualnej i rozszerzonej rzeczywistości.

VR FACTORY GAMES SPÓŁKA Z O.O. specjalizuje się w tworzeniu aplikacji biznesowych oraz gier wykorzystujących technologię wirtualnej i rozszerzonej rzeczywistości na takie platformy jak: HTC VIVE, Oculus, Microsoft VR/MR, PS4 VR, Mobile VR/AR). Posiadanie zaplecza reklamowego pozwala VR FACTORY GAMES SPÓŁKA Z O.O. na tworzenie kompletnego produktu- od konceptu po przez produkcję a skończywszy na promocji i wsparciu sprzedaży.

Spółka podkreśla, że tworzy gry i aplikacje z „misją”, które nie są tylko rozrywką, ale również rozwijają wiedzę użytkownika. Firma właśnie pochwaliła się swoim najnowszym osiągnięciem: zdobyła drugą nagrodę „Viveport Developer Awards” w prestiżowym konkursie na najlepszą i najbardziej innowacyjną aplikację VR (wirtualnej rzeczywistość) w kategorii „Edukacja”. Na gali wręczenia nagród odbywającej się w San Francisco w USA w ramach Game Developers Conference za pierwszą na świecie platformę szkoleniową, będącą połączeniem symulatora, kursu barmańskiego i gry „Bartender VR Simulator” nagrodę odebrał założyciel i CEO firmy Sławomir Matul.

Obecnie spółka ma na swoim koncie stworzenie pierwszych na świecie profesjonalnych eksportowych turniejów barmańskich rozgrywanych w oparciu o dedykowaną autorską aplikację „Bartender VR League”, produkcję kilku aplikacji marketingowych i szkoleniowych wykorzystujących VR dla międzynarodowych koncernów, wydanie 3 gier na PC VR i PlayStation VR a kolejne gry są w trakcie produkcji.

Gry produkowane przez VR FACTORY GAMES SPÓŁKA Z O.O. sprzedawane są na całym świecie w dystrybucji elektronicznej za pośrednictwem międzynarodowych dystrybutorów takich jak: Steam, Oculus Store, Vive Port, Sony Store.

Od 2016 roku firma zdobyła międzynarodowe uznanie branżowe i rozpoznawalność na całym świecie uzyskując najbardziej prestiżowe nagrody za jedną ze swoich gier „Bartender VR Simulator”.

- Laureat “50 Najbardziej Kreatywnych w Biznesie 2020 I 2019 ”
- GDC 2018 Viveport Developer Awards – USA “VR Education & Training of the Year”
- VR Awards 2018 “VR Education of the Year”
- Finalista VR/AR European Congress 2017

Wytwarzając aplikację VR Factory stworzyła autorskie środowisko programistyczne którego modyfikacja pozwala wytwarzać kolejne gry VR i aplikacje VR w znacznie szybszym czasie a co za tym idzie przy niższych kosztach.

VR Factory posiada kompetencje portacji gier VR z gier tworzonych na PC VR na gry na PlayStation VR – kompetencje te firma potwierdziła wydając na PlayStation we własnym zakresie grę „Bartender VR Simulator”

Firma posiada również kompetencje wydawnicze gier VR potwierdzając je wydaniem we własnym zakresie 3 tytułów własnych gier „Bartender VR Simulator” (PC VR, PSVR), „Guns and Notes” (PC VR + w trakcie portacji na PSVR), „Horror Bar VR” (PCVR, w trakcie portacji na PSVR)

Posiadanie zaplecza reklamowego pozwala VR FACTORY na tworzenie kompletnego produktu – od konceptu po przez produkcję a skończywszy na promocji i wsparciu sprzedaży. Firma we własnym zakresie tworzy strategię reklamowe dla gier, wytwarza wszelkie materiały komunikacyjne jak i zajmuje się kreowaniem i moderacją profili na mediach społecznościowych dedykowanych do tytułów własnych.

### **Sytuacja rynkowa w branży**

**Ogólnie pojmowany rynek rozrywki i mediów znajduje się w fazie stabilnego wzrostu.**

Ze względu na jego istotne zróżnicowanie, sytuacja w poszczególnych branżach może jednak w istotny sposób odbiegać od tego trendu zarówno in plus, jak i in minus, zależnie od rodzaju działalności i regionu, w którym jest ona prowadzona. Przykładowo, rynek mediów drukowanych ulega zmniejszeniu, podczas gdy rynek reklamy internetowej jest jednym z najszybciej rozwijających się.

W branży gier komputerowych notowany jest stały wzrost.

Wartość rynku gier VR w 2019 roku wyniósł 13 mld EUR która to wartość szacunkowo ma wzrosnąć w 2025 roku do 50 mld EUR \*

\* Raportu grupy IMARC „Rynek gier VR: trendy w branży, udział, wielkość, wzrost, szansa i prognoza 2020-2025”

#### **Szczególnymi ryzykami w branży pozostają:**

- ryzyko nietrafionego produktu (zwłaszcza w przypadku producentów niewielkiej liczby gier),
- ryzyko nieprzewidywalnego popytu na grę,
- ryzyko naruszenia praw autorskich (zarówno z punktu widzenia naruszenia praw innych twórców, jak i ze względu na nielegalny obrót kopiami gier Przedsiębiorstwa),
- ryzyko utraty bądź niepozyskania kluczowych pracowników,
- ryzyko braku dostępności wystarczającego finansowania projektów.

#### **Konkurencja**

##### **Główni konkurenci rynkowi to:**

##### **ŚWIAT**

Owlchemy Labs (twórcy Job Simulator)

<https://owlchemylabs.com/>

TOAST

<https://toast.gg/>

Sress Level Zero

<http://www.stresslevelzero.com/>

Beat Games

<https://beatsaber.com/>

Hello Games

<https://hellogames.org/>



Survios - Ci mają tyle hitów, że nie sposób zliczyć

<https://survios.com/studio/>

Free Lives - twórcy GORNA

<https://freelives.net/>

CroTeam

<http://www.croteam.com/>

## **POLSKA**

Carbon Studio

<https://www.carbonstudio.pl/pl/carbon-studio/>

Game Boom VR (spółka zależna od Play Way)

<http://gameboomvr.com/>

OVID WORKS

<http://ovidworks.com/>

SUPERHOT

<https://superhotgame.com/>

BLOOBER TEAM

<https://www.blooberteam.com/>

ANSHAR STUIO

<https://ansharstudios.com/>

Varsav Game Studios

## - 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.

Zaaplikujemy do wyceny metody dochodowe.

Wybór 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)**.

Do wyceny VR FACTORY GAMES SPÓŁKA Z O.O. przyjęto metodę dochodową DCF jako podstawową oraz metody: rynkową porównawczą (mnożnikową). Jako końcową przyjęto metodę mieszaną.

## 2.3 Określenie wartości przedmiotu wyceny

### 2.3.1. Założenia metody DCF

Zgodnie z konwencjonalną metodologią zdyskontowanych przepływów pieniężnych -DCF /discounted cash flow/ , będącą najczęściej wykorzystywaną metodą w praktyce dochodową metodą wyceny przedsiębiorstwa, wartość biznesu wyznaczona jest przez sumę generowanych przez niego 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 VR FACTORY GAMES SPÓŁKA Z O.O.

**Krok 1-** przedsiębiorstwo sporządziło szczegółową prognozę przyszłych wyników za okres 5-ciu lat: 2021- 2025. 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). Po roku 2025 zakładamy kontynuację działalności, przy czym przyjmujemy założenie, zgodnie z którym wyniki rozważanego podmiotu w odległej przyszłości zostają zachowane na poziomie rezultatów ostatniego z lat okresu szczegółowej prognozy (rok 2025).

Po pięcioletnim okresie wyraźnej prognozy, w tzw. okresie kontynuacji, przychody ze sprzedaży zostają zachowane na poziomie z roku 2025 ( 9 150 000,00 zł). Poziom kosztów wraz z ich planowaną okresową zmianą rok po roku prezentują wiersze 4 i 5 tabeli nr 2. Tak jak w wypadku sprzedaży, łączne koszty w okresie kontynuacji wyznaczone są przez ich wielkość z ostatniego roku okresu szczegółowej prognozy (3 1589 851,00 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 8,5%. Zgodnie z teorią zmiennej wartości pieniądza w czasie, przyszłe dochody inwestora są sprowadzone do wartości dzisiejszej za pomocą stopy odzwierciedlającej minimalny wymagany zwrot inwestora, który mógłby on zrealizować na alternatywnej inwestycji w danej klasie ryzyka. W kalkulacji WACC największych problemów nastęca 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) stopa zwrotu ustalono następująco.

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

Gdzie:  $K_E$  – wymagana stopa zwrotu

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

$\beta$  – współczynnik beta – rozstęp indeksu ryzyka

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

**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 - 673 100,00 zł

$$EBIT_{2021} = 660\,000,00 - 1\,333\,100,00 = -673\,100,00 \text{ zł}$$

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

$$EBITDA = EBIT + A$$

W 2021 r. EBITDA wyniesie więc -610 600,00 zł

$$EBITDA_{2021} = -673\,100,00 + 62\,500,00 = -610\,600,00 \text{ zł}$$

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

$$EBIDAAT = EBITDA \times (1-T)$$

W 2021 r. wielkość EBITDAAT poddanej opodatkowaniu wyniesie 0,00 zł

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

**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 -673 100,00 zł

$$\text{NOPAT}_{2021} = -610\,600,00 - 62\,500,00 = -673\,100,00 \text{ zł}$$

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 stanowić 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

$$\text{IFCI}_{2021} = 10 \% \times 0 = 0,00 \text{ zł}$$

### **Krok 6 – Prognoza wolnych przepływów gotówkowych VR FACTORY GAMES SPÓŁKA 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 673 100,00 zł

$$\text{FCF} = -610\,600 - 0 - 0 - 62\,500 = 673\,100,00 \text{ zł}$$

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:

$$\text{DF}_{2021} = \frac{1}{(1 + \text{WACC})} = 0,921659$$

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):

$$\text{DCF} = \text{FCF} \times \text{DF}$$

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

Zatem na podstawie powyższych ustaleń zdyskontowany wolny przepływ gotówkowy z roku 2021 wyniesie -620 369,00 zł

$$\text{DCF} = -673\,100 \times 0,921659 = -620\,369,00 \text{ zł}$$

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	1,25
koszt kapitału	8,50%

$$K_E = R_{RF} + \beta \times MRP = 2,25 + 1,25 \times 5\% = 8,50 \%$$

Gdzie:  $K_E$  – wymagana stopa zwrotu

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

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

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

$$DF = \frac{1}{0,085} = 11,76470588$$

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.

$$DF = \frac{1}{(1 + 0,085)^5} = 0,665045423$$

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 ( $DF_{2025}$ ):

$$DF_{rw} \times DF_{2025} = 11,76470588 \times 0,665045423 = 7,824$$

Zatem wartość dzisiejsza wolnych przepływów pieniężnych z okresu kontynuacji wyniesie ostatecznie 35 185 081,00 zł.

$$DCF = 4\,497\,071 \times 7,824 = 35\,185\,081,00 \text{ zł}$$

Analogicznie postępujemy w przypadku przepływów gotówkowych z pozostałych lat okresu czteroletniego i okresu wartości rezydualnej. Znając zdyskontowane wartości wszystkich przyszłych cash flowes ( zarówno tych z okresu wyraźnej 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 VR FACTORY GAMES SPÓŁKA z o.o. wynosi 39 870 375,00 zł.



Tabela nr 2

Prognoza wyników VR FACTORY GAMES SPÓŁKA z o.o. oraz jego wycena metodą DCF

Wyszczególnienie	Prognoza					
	2021	2022	2023	2024	2025	kontynuacja
Sprzedaż zł	660 000	2 750 000	5 520 000	6 700 000	9 150 000	9 150 000
zmiana sprzedaży %	0%	316,7%	100,7%	21,4%	36,6%	-
zmiana sprzedaży zł	0	2 090 000	2 770 000	1 180 000	2 450 000	0
koszty tys. zł	1 333 100	2 043 400	2 767 900	3 238 467	3 589 851	3 589 851
zmiana kosztów %	0%	53,3%	35,5%	17,0%	10,9%	-
amortyzacja zł	62 500	14 000	35 000	35 000	35 000	35 000
EBIT	-673 100	706 600	2 752 100	3 461 533	5 560 149	5 560 149
EBITDA*	-610 600	720 600	2 787 100	3 496 533	5 595 149	5 595 149
TR %	19	19	19	19	19	19
EBIDAAT**	-610 600	583 686	2 257 551	2 832 192	4 532 071	4 532 071
NOPAT***	-673 100	569 686	2 222 551	2 797 192	4 497 071	4 497 071
zmiana NWC**** zł	0	418 000	554 000	236 000	490 000	0
IFCI***** zł	0	209 000	277 000	118 000	245 000	0
RFCI***** zł	62 500	14 000	35 000	35 000	35 000	35 000
FCF***** zł	-673 100	-57 314	1 391 551	2 443 192	3 762 071	4 497 071
WACC***** %	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
DF*****	0,921659	0,849455	0,782908	0,721574	0,665045	7,824
DCF***** zł	-620 369	-48 686	1 089 457	1 762 944	2 501 948	35 185 081
VALUE	-620 369	-669 055	420 402	2 183 346	4 685 294	39 870 375

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

\*\*EBIDAAT - 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.

**W= 39 870 375,00 zł**

(słownie: trzydzieści dziewięć milionów osiemset siedemdziesiąt tysięcy trzysta siedemdziesiąt pięć 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). Kalkulacja mnożników polega na porównywaniu do określonych baz wyceny spółek porównywalnych. Wartości używane do kalkulacji mnożników pozyskuje się m.in. z 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 kierowano się wyborem zleceniodawcy. Są to:

### Wycena metodą porównawczą (mnożnikową)

wskaźniki	Spółki			
	BLOOBER TEAM S.A.	CARBON STUDIO	OVID WORKS S.A.	VARSAV GAME STUDIOS S.A.
C/Z	43,10	116,50	x	6,50
C/WK	8,98	16,84	29,56	3,45
wartość księgowa (mln. zł)	36,19	5,48	0,97	12,04
wartość rynkowa (mln. zł)	325,18	82,37	28,58	41,50

Wycena metodą porównawczą:			
Metoda			waga
wycena porównawcza wg. wskaźnika C/Wk	wartość księgowa (Post money)	3 535 532	
	przyjęta wartość wskaźnika C/Wk	15,36	
	szacunkowa wartość rynkowa	54 314 617	70%
wycena porównawcza wg. wskaźnika C/Z	zysk 31.10.2020 Pre-money (Prognoza)	-468 617	
	przyjęta wartość wskaźnika C/Z	47,64	
	szacunkowa wartość rynkowa	-22 325 695	30%
<b>uśredniona wartość rynkowa wyliczona metodą porównawczą</b>			<b>31 322 524</b>

Kalkulacja wskaźników dla wyceny:

		wybrane spółki branży GRY z rynku New Connect i GPW					
Firma:		BLOOBER TEAM	CARBON STUDIO	OVID WORKS	VARSAV GAME STUDIOS	średnia ważona	
Waga:		2	4	3	3		
Wskaźnik	C/Z (cena akcji/zysk na akcję)	43,10	116,50	0,00	6,50	47,64	
	C/Wk (cena akcji/wartość księgowa na akcję)	8,98	16,84	29,56	3,45	15,36	

źródło:

<https://www.blooberteam.com/>

<https://www.carbonstudio.pl/pl/carbon-studio/>

<http://ovidworks.com/>

**W= 31 322 524,00 zł**

(słownie: trzydzieści jeden milionów trzysta dwadzieścia dwa tysiące pięćset dwadzieścia cztery złote 00/100).

### 2.3.3 Końcowa wycena VR FACTORY GAMES SPÓŁKA z o.o.

rodzaj wyceny	wartość PLN	waga
wycena DCF (Post money)	39 870 375	50%
wycena rynkowa metodą porównawczą	31 322 524	50%
średnia ważona	35 596 450	100%
Dyskonto IPO	0%	
<b>wartość przyjęta</b>	<b>35 596 450</b>	

Wartość końcowa wyceny

**W = 35 596 450,00 zł**

(słownie: trzydzieści pięć milionów pięćset dziewięćdziesiąt sześć tysięcy czterysta pięćdziesiąt złotych 00/00).

### 2.3.4 Wycena wartości niematerialnych i prawnych VR FACTORY GAMES SPÓŁKA 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.

$$\text{WNIp} = \text{W z wyceny} - \text{WK}$$

$$\text{WNIp} = 35\,596\,450,00 - 2\,078\,576,10 = 33\,517\,873,90 \text{ zł}$$

Dane:

- W z wyceny = 35 596 450,00 zł
- WK na 01.11.2020 roku (aktywa netto) = 4 050 076,10 zł
- WNIp na 31.11.2020 roku wykazane w bilansie = 1 971 500,00 zł
- WK = 4 050 076,10 – 1 971 500,00 zł = 2 078 576,10 zł

**Przyjęta wartość W = 33 517 873,90 zł**

Wyszczególnienie	dział procentow	Wartosc
<b>A. Umowy</b>		
Umowa wydawnicza z globalnymi dystrybutorami gier: Sony, Steam, Facebook (Oculus), Vive do korzystania z wizeunku Tomasza Małka w grze "Bartender VR Simulator" na PC VR i PCVR, wynikające z umowy zawartej z Tomaszem Małkiem przez JDC w dniu 29 lipca 2017 t.	5,00%	1 675 893,70
	0,30%	100 553,62
<b>Razem A</b>	<b>5,30%</b>	<b>1 776 447,32</b>
<b>B. prawa autorskie-majątkowe:</b>		
do gry "Brtender VR Simulator"	15,00%	5 027 681,09
do gry B2B- aplikacja eventova "VR-bar"	10,00%	3 351 787,39
do gry B2B "Bartender VR League"	10,00%	3 351 787,39
do wydanej na platformę PCVR gry "Guns and Notes VR"	13,00%	4 357 323,61
do gry "Horror Bar"(obecnie gra wydana już we wczesnym dostępie na PCVR)	15,00%	5 027 681,09
do gry "Desert Dream VR"	15,00%	5 027 681,09
do gry "Space Camp VR"	10,00%	3 351 787,39
do strony internetowej znajdującej się na witrynie www.vrfactory.pro	0,10%	33 517,87
do strony internetowej znajdującej się na witrynie www.bartendervrsimulator.com	0,10%	33 517,87
do domeny internetowej www.vrfactory.pro	0,10%	33 517,87
do domeny internetowej www.bartendervrsimulator.com	0,10%	33 517,87
do profilu promującego grę "Bartender VR Simulator" w profilu społecznościowym Facebook	0,50%	167 589,37
do profilu promującego grę "Gunes and Notes" w profilu społecznościowym Facebook	0,10%	33 517,87
do profilu promującego przedsiębiorstwo "VR Factory" w profilu społecznościowym Facebook	0,10%	33 517,87
identyfikacja wizualna marki "VR Factory", w tym prawa do nazwy i logo "VR Factory" (niezarejestrowane jako znak towarowy słowno graficzny)	5,00%	1 675 893,70
identyfikacja wizualna marki "Bartender VR Simulator", w tym prawa do logo "Bartender VR Simulator" (niezarejestrowane jako znak towarowy słowno graficzny)	0,10%	33 517,87
identyfikacja marki "Bartender VR League", w tym logo "Bartender VR League" (niezarejestrowane znak towarowy słowno- graficzny)	0,10%	33 517,87
identyfikacja marki "VR BAR", w tym logo "VR BAR" (niezarejestrowane znak towarowy słowno- graficzny)	0,10%	33 517,87
do filmów promocyjnych gry "Bartender VR Simulator": trailer oraz development story	0,10%	33 517,87
materiały promocyjne i handlowe do gry B2B - aplikacji eventowej "VR BAR"	0,10%	33 517,87
materiały promocyjne i handlowe do gry B2B "Bartender VR League" (na potrzeby edycji "Stock Prestige Bartender VR League")	0,10%	33 517,87
<b>Razem B</b>	<b>94,70%</b>	<b>31 741 426,58</b>
<b>Ogółem (A+B)</b>	<b>100,00%</b>	<b>33 517 873,90</b>

Przedstawiona powyżej wartość wartości niematerialnych i prawnych obejmujących Umowy i autorskie prawa majątkowe w kwocie 33 517 873,90 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 VR FACTORY GAMES SPÓŁKA Z O.O.

#### METODA MAJĄTKOWA – metoda skorygowanych aktywów netto

Założenia do wyceny:

Zasady ustalania wartości godziwej aktywów i zobowiązań

Składnik bilansu	Wartość godziwa
<b>notowane papiery wartościowe</b>	aktualny kurs notowań pomniejszony o koszty sprzedaży
<b>nie notowane papiery wartościowe</b>	wartość oszacowana, uwzględniająca takie czynniki, jak współczynnik cena do zysku i stopa dywidendy porównywalnych papierów wartościowych wyemitowanych przez spółki o podobnych charakterystykach
<b>należności</b>	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
<b>zapasy produktów gotowych i towarów</b>	cena sprzedaży netto pomniejszona o opust marży zysku wynikający z kosztów doprowadzenia do sprzedaży zapasów lub znalezienia nabywcy
<b>zapasy produktów w toku</b>	cena sprzedaży netto produktów gotowych pomniejszona o koszty zakończenia produkcji i opust marży zysku wynikający z kosztów doprowadzenia zapasów do sprzedaży lub znalezienia nabywcy
<b>zapasy materiałów</b>	aktualna cena nabycia
<b>środki trwałe</b>	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
<b>wartości niematerialne i prawne</b>	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
<b>zobowiązania</b>	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
<b>rezerwa lub aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego</b>	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 01.11.2020 roku tj. na dzień najbliższy na moment transakcji.

**Tabela 1 Bilans – aktywa trwałe**

Bilans - aktywa / PLN	01.11.2020
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>1 971 500,00</b>
<b>Wartości niematerialne i prawne</b>	<b>1 971 500,00</b>
Koszty prac rozwojowych	0,00
Wartość firmy	0,00
Inne wartości niematerialne i prawne	1 971 500,00
Zaliczki na poczet wartości niematerialnych i prawnych	0,00
<b>Rzeczowe aktywa trwałe</b>	<b>0,00</b>
Środki trwałe	0,00
<i>Grunty [w tym prawo użytkowania wieczystego]</i>	<i>0,00</i>
<i>Budynki, lokale i obiekty inżynierii lądowej i wodnej</i>	<i>0,00</i>
<i>Urządzenia techniczne i maszyny</i>	<i>0,00</i>
<i>Środki transportu</i>	<i>0,00</i>
<i>Inne środki trwałe</i>	<i>0,00</i>
Środki trwałe w budowie	0,00
Zaliczki na środki trwałe w budowie	0,00
<b>Należności długoterminowe</b>	<b>0,00</b>
<b>Inwestycje długoterminowe</b>	<b>0,00</b>
Nieruchomości	0,00
Wartości niematerialne i prawne	0,00
Długoterminowe aktywa finansowe	0,00
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0,00

**Tabela 2 Bilans – aktywa obrotowe**

Bilans - aktywa / PLN	01.11.2020
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>2 143 398,08</b>
<b>Zapasy</b>	<b>0,00</b>
Materiały	0,00
Półprodukty i produkty w toku	0,00
Produkty gotowe	0,00
Towary	0,00
Zaliczki na poczet dostaw	0,00
<b>Należności krótkoterminowe</b>	<b>511 431,55</b>
Należności od jednostek powiązanych	0,00



Należności od pozostałych jednostek, w których jednostka posiada zaangażowanie w kapitale	0,00
Należności od pozostałych jednostek	511 431,55
<i>Z tytułu dostaw i usług</i>	96 517,88
<i>Z tytułu podatków, dotacji, ceł, ubezpieczeń społecznych i zdrowotnych oraz innych świadczeń</i>	414 580,00
<i>Inne</i>	333,67
<i>Dochodzone na drodze sądowej</i>	0,00
<b>Inwestycje krótkoterminowe</b>	<b>1 631 966,53</b>
Krótkoterminowe aktywa finansowe	1 631 966,53
W jednostkach powiązanych	0,00
W pozostałych jednostkach	1 631 966,53
<i>- Środki pieniężne i aktywa pieniężne</i>	1 631 966,53
Inne inwestycje krótkoterminowe	0,00
<b>Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe</b>	<b>0,00</b>
Należne wpłaty na kapitał (fundusz) podstawowy	0,00
Udziały (akcje) własne	0,00
<b>Aktywa razem</b>	<b>4 114 898,08</b>

Tabela 3 Bilans – pasywa

Bilans - pasywa / PLN	01.11.2020
<b>Kapitał [fundusz] własny</b>	<b>4 050 076,10</b>
Kapitał [fundusz] podstawowy	500 000,00
Kapitał (fundusz) zapasowy	4 004 700,00
Zysk [strata] z lat ubiegłych	-550,10
Zysk [strata] netto	-454 073,80
<b>Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania</b>	<b>64 821,98</b>
<b>Rezerwy na zobowiązania</b>	<b>64 821,98</b>
Rezerwa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	0,00
Rezerwa na świadczenia emerytalne i podobne	0,00
Pozostałe rezerwy	0,00
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>0,00</b>
Wobec jednostek powiązanych	0,00
Wobec pozostałych jednostek	0,00
<i>Kredyty i pożyczki</i>	0,00
<i>Z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych</i>	0,00
<i>Inne zobowiązania finansowe</i>	0,00
<i>Inne</i>	0,00
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>64 821,98</b>
Wobec jednostek powiązanych	0,00
Wobec pozostałych jednostek, w których jednostka posiada zaangażowanie w kapitale	0,00
Wobec pozostałych jednostek	64 821,98
<i>Kredyty i pożyczki</i>	46 802,26



Z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych	0,00
Inne zobowiązania finansowe	0,00
Z tytułu dostaw i usług	3 515,64
Zaliczki otrzymane na dostawy	0,00
Zobowiązania wekslowe	0,00
Z tytułu podatków, ceł, ubezpieczeń i innych świadczeń	14 504,08
Z tytułu wynagrodzeń	0,00
Inne	0,00
Fundusze specjalne	0,00
<b>Rozliczenia międzyokresowe</b>	<b>0,00</b>
<b>Pasywa razem</b>	<b>4 114 898,08</b>

Z bilansu należy zauważyć, że:

- majątek trwały Spółki to wyłącznie udziały w pozostałych jednostkach i aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego,
- majątek obrotowy Spółki to wyłącznie zapasy, należności od pozostałych jednostek i środki pieniężne,
- po stronie pasywów występuje tylko zarejestrowany i opłacony w całości kapitał zakładowy, zysk 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 VR FACTORY GAMES SPÓŁKA Z O.O. wykorzystano *metodę wartości skorygowanej aktywów netto*. Za pomocą tej netto 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 01.11.2020r.

### KOREKTA AKTYWÓW

#### 1. Korekta wartości niematerialnych i prawnych:

Do wyceny ich wartość przyjęto w wartości godziwej.

**Tabela 4 Bilans – aktywa po korektach**

Bilans - aktywa / PLN	01.11.2020	korekty	Po korektach
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>1 971 500,00</b>		<b>33 517 873,90</b>
<b>Wartości niematerialne i prawne</b>	<b>1 971 500,00</b>	- 1 971 500,00 +33 517 873,90	<b>33 517 873,90</b>
Koszty prac rozwojowych	0,00		0,00
Wartość firmy	0,00		0,00
Inne wartości niematerialne i prawne	1 971 500,00	- 1 971 500,00 +33 517 873,90	33 517 873,90
Zaliczki na poczet wartości niematerialnych i prawnych	0,00		0,00
<b>Rzeczowe aktywa trwałe</b>	<b>0,00</b>		<b>0,00</b>
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
<b>Należności długoterminowe</b>	<b>0,00</b>		<b>0,00</b>
<b>Inwestycje długoterminowe</b>	<b>0,00</b>		<b>0,00</b>
Nieruchomości	0,00		0,00
Wartości niematerialne i prawne	0,00		0,00
Długoterminowe aktywa finansowe	0,00		0,00
<b>Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe</b>	<b>0,00</b>		<b>0,00</b>

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

wartość majątkowa we stanu na dzień 01.11.2020 roku	
aktywa	wartość skorygowana
aktywa trwałe	33 517 873,90
aktywa obrotowe	2 143 398,08
<b>suma aktywów</b>	<b>35 661 271,98</b>
rezerwy	0,00
zobowiązania długoterminowe	0,00
zobowiązania krótkoterminowe	64 821,98
rozliczenia międzyokresowe	0,00
<b>razem zadłużenie</b>	<b>64 821,98</b>
<b>wartość skorygowanych aktywów netto</b>	<b>35 596 450,00</b>

Wartość Spółki wg wartości skorygowanej aktywów netto  
wynosi: **35 596 450,00 zł**

*słownie: trzydzieści pięć milionów pięćset dziewięćdziesiąt sześć tysięcy czterysta pięćdziesiąt 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 35 596 450,00 zł przedstawiona w pkt 2.3.6 niniejszego operatu stanowi wartość godziwą przedmiotu wyceny na dzień 01.11.2020 rok.
8. Operat szacunkowy sporządzono w czterech jednobrzmiących egzemplarzach, z których trzy otrzymuje zleceniodawca, a jeden stanowi egzemplarz archiwalny.