

ZAKTUALIZOWANA WYCENA MAJĄTKU SPÓŁEK



**Wycena wartości majątku SMT SOFTWARE S.A. z siedzibą we Wrocławiu
(Spółka Przejmowana)**

oraz

**Wycena wartości majątku GRUPA ADV S.A. z siedzibą w Gdyni
(Spółka Przejmująca)**

na dzień 23 listopada 2012 roku

w związku z planem wniesienia aportem akcji będących w posiadaniu obecnych akcjonariuszy mniejszościowych SMT SOFTWARE S.A. do majątku GRUPA ADV S.A.

opracowane przez:

Damian Król partnersAndVENTURES.com

na zlecenie Zarządu GRUPA ADV S.A.

Warszawa, dnia 23 listopada 2012 r.

SPIS TREŚCI

1. PODSUMOWANIE	3
1.1. WNIOSKI Z WYCENY.....	3
1.2. INFORMACJE UZUPEŁNIAJĄCE	4
2. USTALENIE WARTOŚCI SPÓŁKI PRZEJMUJĄCEJ GRUPA ADV S.A.	5
2.1. PODSTAWOWE DANE SPÓŁKI	5
2.2. HISTORIA I MODEL BIZNESOWY	5
2.3. ANALIZA RYNKU	7
2.3.1. Rynek reklamy.....	7
2.3.2. Rynek e-commerce.....	8
2.3.3. Rynek IT.....	8
2.4. KLUCZOWI PRACOWNICY I ICH DOŚWIADCZENIE.....	8
2.5. ZAŁOŻENIA DO WYCENY.....	9
2.6. WYCENA GRUPA ADV S.A. METODĄ DCF.....	10
2.7. WYCENA GRUPA ADV S.A. METODĄ PORÓWNAŃ RYNKOWYCH	10
2.8. PODSUMOWANIE WYCENY GRUPA ADV S.A.	12
3. USTALENIE WARTOŚCI SPÓŁKI PRZEJMOWANEJ SMT SOFTWARE S.A.	13
3.1. PODSTAWOWE DANE SPÓŁKI	13
3.2. HISTORIA I MODEL BIZNESOWY	13
3.3. ANALIZA RYNKU	14
3.4. KLUCZOWI PRACOWNICY I ICH DOŚWIADCZENIE.....	16
3.5. ZAŁOŻENIA DO WYCENY.....	17
3.6. WYCENA SMT SOFTWARE S.A. METODĄ DCF	17
3.7. WYCENA SMT SOFTWARE S.A. METODĄ PORÓWNAŃ RYNKOWYCH	18
3.8. PODSUMOWANIE WYCENY SMT SOFTWARE S.A.	19
4. INFORMACJE UZUPEŁNIAJĄCE	20
4.1. ASPEKTY METODOLOGICZNE WYCENY DOCHODOWEJ DCF.....	20
4.2. DYSKONTA I PREMIE	21
4.3. SZACOWANIE KOSZTU KAPITAŁU.....	21
4.4. ASPEKTY METODOLOGICZNE WYCENY METODĄ PORÓWNAŃ RYNKOWYCH.....	23

1. PODSUMOWANIE

1.1. Wnioski z wyceny

- Celem niniejszego opracowania jest ustalenie szacunkowej wartości majątku Spółek SMT SOFTWARE S.A. oraz GRUPA ADV S.A. w związku z planem wniesienia aportem akcji będących w posiadaniu obecnych akcjonariuszy mniejszościowych SMT SOFTWARE S.A. do majątku GRUPA ADV S.A. w zamian za nowowyemitowane akcje GRUPA ADV S.A. według stosunku wymiany (parytetu) odpowiadającego wartości Spółek oszacowanych zgodnie z metodą DCF (wykorzystano również metodę porównań rynkowych w celu zweryfikowania wyników metody DCF).
- Opracowanie zostało przygotowane na zlecenie Zarządu GRUPA ADV S.A.
- Określenie szacunkowej wartości majątku obu Spółek (wyceny Spółek) zostało dokonane metodą dochodową (DCF) oraz metodą porównań rynkowych, szczegółowo opisanych w dalszej części niniejszego opracowania.
- Od 2008 r. GRUPA ADV S.A. jest większościowym akcjonariuszem SMT SOFTWARE S.A. Przejęcie mniejszościowego pakietu akcji SMT SOFTWARE S.A. przez GRUPA ADV S.A. ma pozwolić na pełną konsolidację operacyjną i kompetencyjną i spowodować zwiększenie efektywności operacyjnej GRUPA ADV S.A., zapewniając kompleksową obsługę jej klientów i znaczący wzrost skali działania.
- Metoda DCF należy do grona najczęściej stosowanych metod wyceny, która zakłada, iż wartość przedsiębiorstwa jest w głównej mierze odzwierciedlona przez jego zdolność do generowania nadwyżek gotówki (przepływów pieniężnych). Metodzie tej, choć intuicyjnie zrozumiałej, przyszuje się szereg wad, wśród których przede wszystkim wymienia się znaczną wrażliwość na zmiany założeń.
- Metoda porównań rynkowych opiera się na prawie jednej ceny, sprowadzającej się do tego, iż aktywa o podobnej charakterystyce powinny mieć zbliżoną cenę. Z uwagi na to, iż źródłem mnożników stosowanych przy wycenie mnożnikowej są dane rynkowe właściwe dla grupy spółek porównywalnych, działających w tej samej branży co podmiot wyceniany, uważa się iż metoda porównawcza w większym stopniu niż metoda DCF odzwierciedla bieżące warunki rynkowe. Główne wady metody mnożnikowej to trudność w doborze odpowiedniej spółek porównawczych oraz wrażliwość na wahania notowań cen akcji.
- **Estymowana wartość kapitału własnego Spółki SMT SOFTWARE S.A. (wycena Spółki Przejmowanej) ustalona metodą DCF oraz metodą porównań rynkowych (średnia z wycen) wynosi w przybliżeniu 81,5 mln PLN.**
- **Estymowana wartość kapitału własnego Spółki Grupa ADV S.A. (wycena Spółki Przejmującej) ustalona metodą DCF oraz metodą porównań rynkowych (średnia z wycen) wynosi w przybliżeniu 85,5 mln PLN.**
- Bazując na powyższych wartościach przybliżony parytet wymiany powinien wynieść jak 1 do 1,243.
- Kapitał akcyjny GRUPA ADV S.A. wynosi aktualnie 700 000,00 PLN (słownie złotych: siedemset tysięcy złotych zero groszy) o wartości nominalnej 0,10 PLN za akcję i dzieli się na:
 - 3 178 585 akcji imiennych serii A,
 - 1 821 415 akcji na okaziciela serii B,
 - 2 000 000 akcji na okaziciela serii C.
- Kapitał akcyjny SMT SOFTWARE S.A. wynosi aktualnie 536 957,70 PLN (pięćset trzydzieści sześć tysięcy dziewięćset pięćdziesiąt siedem złotych siedemdziesiąt groszy) o wartości nominalnej 0,10 PLN za akcję i dzieli się na:
 - 2 000 000 akcji imiennych serii A,
 - 3 000 000 akcji na okaziciela serii B,
 - 369 577 akcji na okaziciela serii C.
- W zamian za majątek Spółki Przejmowanej, który ma być przeniesiony na Spółkę Przejmującą w wyniku połączenia, akcjonariusze Spółki Przejmowanej powinni otrzymać proporcjonalnie Akcje Emisji Połączeniowej, zgodnie ze stosunkiem wymiany: **1 akcja Spółki Przejmowanej za 1,243 Akcji Emisji Połączeniowej.**

1.2. Informacje uzupełniające

- Niniejsza wycena ma charakter szacunkowy i informacyjny, a ostateczna decyzja w zakresie ustalenia stosunku wymiany akcji Spółki Przejmującej za akcje Spółki Przejmowanej, a co się z tym wiąże wycena wartości majątku poszczególnych Spółek, należy do Zarządu GRUPA ADV S.A.
- Wyceniający dokonując wyceny opierał się głównie na danych przekazanych mu przez Zarządy Spółek GRUPA ADV S.A. i SMT SOFTWARE S.A., a w szczególności:
 - sprawozdaniach finansowych Spółek za rok 2011, opiniach i raportach biegłych rewidentów,
 - projekcjach finansowych na lata 2012-2015,
 - danych finansowych Spółek w postaci bilansów na dzień 30 czerwca 2012 roku i rachunków zysków i strat za okres od 1 stycznia do 30 czerwca 2012 roku oraz wybranych szczegółowych danych księgowych za te okresy i okresy wcześniejsze,
 - oraz ogólnodostępnych danych rynkowych i finansowych.

Mając powyższe na uwadze należy zaznaczyć, iż Wyceniający nie ponosi odpowiedzialności za wiarygodność i kompletność, w tym w szczególności projekcji finansowych przedstawionych przez Zarządy poszczególnych Spółek, mogących mieć istotny wpływ na wynik niniejszej wyceny. Dokonując wyceny przyjęto założenie, iż projekcje finansowe zostały sporządzone przez Zarządy Spółek w dobrej wierze, z dochowaniem zasady należytej staranności i profesjonalizmu zawodowego.

Wyceniający nie ponosi odpowiedzialności wobec GRUPA ADV S.A. i SMT SOFTWARE S.A. oraz podmiotów i osób trzecich z tytułu utraconych korzyści albo szkód następnych, ubocznych ani pośrednich w związku z niniejszą wyceną, niezależnie od tego czy prawdopodobieństwo takich szkód było rozważane.

Treść niniejszego opracowania została skonsultowana ze Spółkami GRUPA ADV S.A. i SMT SOFTWARE S.A.

O ile nie zaznaczono inaczej, niniejszy dokument został sporządzony według stanu na dzień 23 listopada 2012 r.

Niniejszy dokument został przygotowany z zachowaniem należytej staranności zawodowej jako materiał prezentujący Spółki GRUPA ADV S.A. i SMT SOFTWARE S.A. Wyceniający ani Spółki GRUPA ADV S.A. i SMT SOFTWARE S.A. nie deklarują ani nie zapewniają o kompletności i dokładności informacji, prognoz i ocen w nim zawartych i nie odpowiadają za decyzje podjęte na ich podstawie.

Dokument zawiera treści dotyczące przyszłych wyników finansowych Spółek GRUPA ADV S.A. i SMT SOFTWARE S.A. oparte na danych historycznych i przewidywaniach. Są to jedynie potencjalne wyniki zdarzeń opartych na szeregu założeń, charakteryzujące się znacznym poziomem niepewności i ryzyka. Stwierdzenia dotyczące przyszłości nie stanowią gwarancji przyszłych wyników, które mogą istotnie różnić się od prognoz, planów, celów i oczekiwań inwestycyjnych.

Z uwagi na możliwość wystąpienia szeregu czynników takich jak m.in. zmieniające się warunki ekonomiczne, prawne, polityczne czy podatkowe, treści odnoszące się do zdarzeń przyszłych nie stanowią gwarancji, że opisane zdarzenia wystąpią w rzeczywistości.

Wyceniający

Warszawa, 23 listopada 2012 r.



Damian Król partnersAnDVENTURES.com

damian@partnersandventures.com

2. USTALENIE WARTOŚCI SPÓŁKI PRZEJMUJĄCEJ GRUPA ADV S.A.

2.1. Podstawowe dane spółki

GRUPA ADV Spółka GRUPA ADV S.A. z siedzibą w Gdyni, ul. Świętojańska 9/4, 81-368 Gdynia, wpisana w Rejestrze Przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego prowadzonym przez Sąd Rejonowy dla Gdańska-Północ w Gdańsku, VIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS 0000286369, NIP 583-26-22-565, kapitał zakładowy w wysokości 700 000,00 PLN, wpłacony w całości („Spółka Przejmująca”).

Spółka Przejmująca jest spółką publiczną w rozumieniu ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, której akcje dopuszczone są do obrotu giełdowego na rynku podstawowym Giełdy Papierów Wartościowych S.A. w Warszawie.

Strona WWW: www.grupa-adv.pl

2.2. Historia i model biznesowy

GRUPA ADV S.A. powstała w 2000 r. (jako poprzednik prawny Adv.pl spółka cywilna, wspólnego przedsięwzięcia Rafała Dziedzica i Konrada Pankiewicza, w 2001 r. przekształconego w Adv.pl sp. z o.o., a następnie w 2007 r. w Adv.pl S.A.), pod obecną nazwą GRUPA ADV S.A. funkcjonuje od 2010 r.

W październiku 2007 r. spółka zadebiutowała na rynku NewConnect, od kwietnia 2011 r. akcje GRUPA ADV S.A. notowane są na rynku podstawowym GPW w Warszawie, a od kwietnia 2012 r. amerykańskie kwity depozytowe spółki notowane są na rynku OTC QX w Nowym Jorku.

Od 2008 r. GRUPA ADV S.A. działa jako grupa kapitałowa, poszczególne linie działalności prowadzone i rozwijane są przez poszczególne spółki:

➔ Zależne:



Lemon Sky

Lemon Sky sp. z o.o. – agencja strategiczno-kreatywna, działająca w obszarze digital,



SMT SOFTWARE S.A. – outsourcing IT, tworzenie aplikacji dedykowanych, rozwiązań na urządzenia mobilne, portali webowych oraz systemów GIS (oraz jej spółki zależne i powiązane: TrafficInfo sp. z o.o., iAlbatros S.A., MobiCare S.A., SMT SOFTWARE Netherlands B.V., Recrutia sp. z o.o.),



Codemedia S.A. – strategiczne planowanie i zakup mediów (oraz jej spółki zależne: TradeTracker Poland sp. z o.o., Trade Marketing Poland sp. z o.o., Offiliate sp. z o.o.),

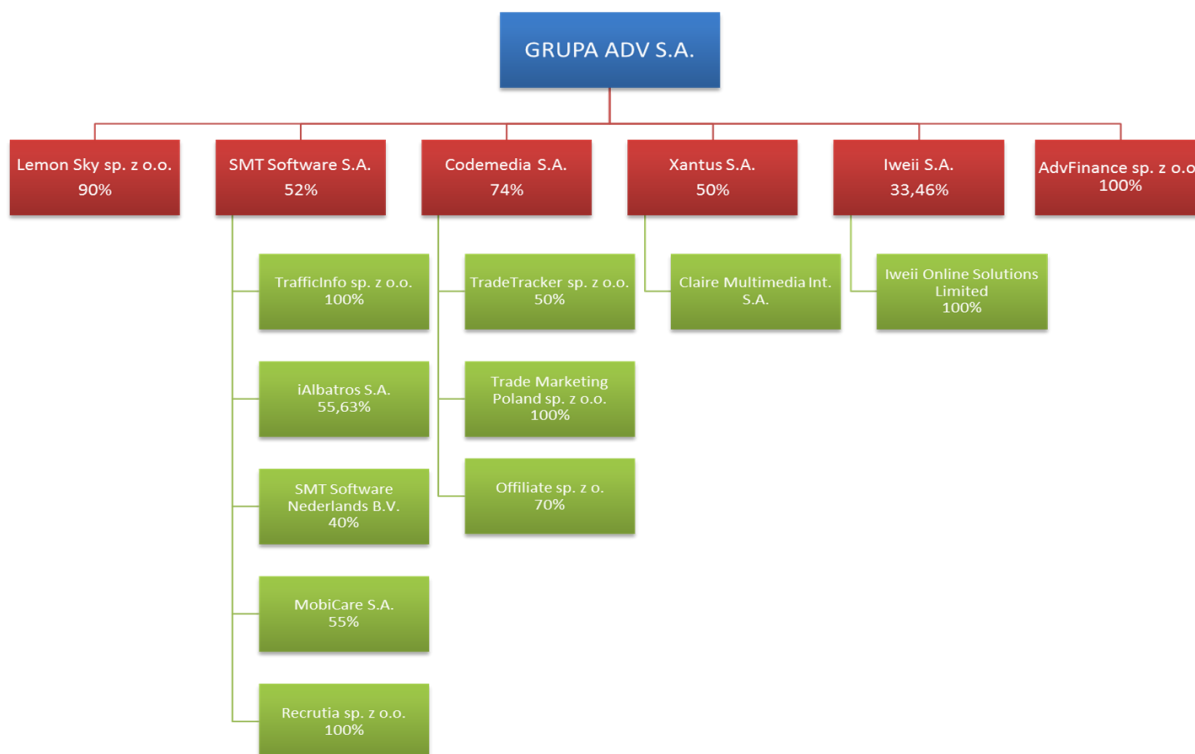


Xantus S.A. – jedno z największych w Polsce studiów postprodukcyjnych (i jej spółka powiązana Claire Multimedia S.A.),

➔ Powiązane: Iweii.com sp. z o.o. – działający w obszarze marketingu afiliacyjnego (wraz ze spółką zależną Iweii Online Solutions Limited),

➔ Dodatkowo w skład GRUPA ADV S.A. wchodzi spółka AdvFinance sp. z o.o., powołana w celu zwiększenia efektywności obsługi finansowo-księgowej wszystkich spółek wchodzących w skład grupy kapitałowej.

Rysunek 1 Struktura grupy kapitałowej zarządzanej przez GRUPA ADV S.A.



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GRUPA ADV S.A.

GRUPA ADV S.A. zarządza spółkami specjalizującymi się w trzech obszarach działalności:

- ➔ komunikacji cyfrowej – nowoczesne rozwiązania marketingowo-sprzedażowe realizowane w mediach cyfrowych,
- ➔ innowacyjnych technologii – outsourcing IT, tworzenia aplikacji dedykowanych, rozwiązań na urządzenia mobilne, portali webowych oraz systemów GIS, rozwiązań IT z zakresu business travel oraz telemedycyny,
- ➔ e-commerce – wsparcie sprzedaży poprzez Internet, tworzenia strategii i realizacji programów sprzedażowych online.

Spółki z grupy kapitałowej, którą zarządza GRUPA ADV S.A., oferują:

- ➔ Pełen zakres usług z obszaru zintegrowanej komunikacji marketingowej:
 - ➔ Strategia/kreacja/implementacja we wszystkich kanałach komunikacji marketingowej,
 - ➔ Zakup mediów cyfrowych oraz tradycyjnych,
 - ➔ Wyspecjalizowane usług marketingu w wyszukiwarkach internetowych,
 - ➔ Pozyskiwanie oraz monetyzacja baz danych,
 - ➔ Tworzenie rozbudowanych narzędzi marketingu internetowego oraz mobilnego.
- ➔ Usługi w obszarze innowacyjnych technologii:
 - ➔ Aplikacje dedykowane – realizacja aplikacji dopasowanych do specyficznych wymagań klientów (rozwiązania „pod klucz”),
 - ➔ Outsourcing – delegowanie kadry IT – wsparcie realizowanych projektów na rzecz klientów,

- Rozwiązania mobilne – tworzenie wyspecjalizowanego oprogramowania na urządzenia przenośne (głównie smartfony i tablety),
- Portale webowe – usługi związane z wdrażaniem korporacyjnych aplikacji internetowych i portali intranetowych oraz przeprowadzaniem testów użyteczności,
- Systemy GIS – przetwarzanie danych mapowych (płaskich i przestrzennych).
- ➔ Wsparcie procesów sprzedaży przez Internet (e-commerce):
 - Tworzenie strategii sprzedażowych online,
 - Realizacja programów sprzedażowych w Internecie w oparciu o success fee,
 - Własny unikatowy system afiliacyjny 2.0 – pierwsze tego typu narzędzie na świecie.

2.3. Analiza rynku

2.3.1. Rynek reklamy

Wartość polskiego rynku reklamy w 2011 r. wyniosła 7,8 mld PLN z czego wydatki na reklamę telewizyjną stanowiły blisko 50% polskiego rynku reklamy. W latach 2007-2009 obserwowano trend związany z systematycznym wzrostem udziału tego segmentu, a w kolejnych latach utrzymanie na stabilnym poziomie. Równocześnie zauważalny był spadek udziału reklamy w dziennikach i magazynach, co było związane m.in. z postępującym procesem migracji czytelników i reklamodawców do mediów cyfrowych. Zakłada się, że wraz ze wzrostem penetracji internetu będzie następować stopniowe zwiększenie znaczenia reklamy internetowej¹

Drugim pod względem wartości rynkiem reklamy było radio (1,4 mld PLN), udział reklamy internetowej w polskim rynku reklamy w 2011 r. wynosił 16% (1,2 mld PLN) i w ostatnich latach charakteryzował się najwyższym tempem wzrostu.^{1 2}

Do głównych czynników, które wpływają na wzrost wartości rynku reklamy w internecie zalicza się:

- ➔ postępujący proces konwergencji mediów związany z przenikaniem się funkcji poszczególnych mediów, co jest związane m.in. z: rozprzestrzenianiem się szerokopasmowego dostępu do Internetu, wzrostem znaczenia e-biznesu oraz dynamicznym rozwojem aplikacji informatycznych i multimedialnych,
- ➔ zwiększenie ilości danych dostępnych w internecie oraz efektywności wyszukiwarek internetowych,
- ➔ wzrost zawartości multimedii w Internecie,
- ➔ rosnąca dostępność Internetu w urządzeniach mobilnych oraz innych, poza komputerami,
- ➔ rozwój środków komunikacji w internecie,³

a najistotniejszym z nich jest obserwowany wzrost poziomu powszechności wykorzystania internetu. Ograniczanie barier rozwoju tego medium (do których należą m.in.: wysoka cena dostępu do Internetu w Polsce, niska jakość infrastruktury teleinformatycznej, istnienie zjawiska wykluczenia cyfrowego oraz bariery związane z przepisami regulującymi rynek e-commerce)⁴ ma podstawowy wpływ na zwiększenie poziomu wykorzystania reklamy w internecie. Ponadto, wpływ na wartość rynku reklamy internetowej ma wzrost znaczenia handlu elektronicznego, w którym głównym narzędziem marketingowym jest reklama w internecie.

Sektorami, które wydały najwięcej były już tradycyjnie: żywność, produkty farmaceutyczne, telekomunikacja, handel oraz finanse – wydatki tych reklamodawców stanowią ponad połowę wszystkich wydatków reklamowych minionego roku.⁵

¹ MPG Media Market Scan, kwiecień 2012; Kantar Media – Nielsen Audience Measurement

² adStandard 2012, Internet Standard, luty 2012

³ Do you CEE? Interactive Overview of Central and Eastern Europe Markets 2009, IAB Europe, Gemius, styczeń 2010

⁴ Do you CEE? Interactive Overview of Central and Eastern Europe Markets 2009, IAB Europe, Gemius, styczeń 2010

⁵ MPG Media Market Scan, kwiecień 2012

Dynamicznie rozwijającym się segmentem marketingu internetowego jest marketing afiliacyjny, w którym wykorzystywane są narzędzia umożliwiające bezpośrednie powiązanie poziomu wynagrodzenia usługodawcy z efektywnością prowadzonej kampanii reklamowej. Marketing afiliacyjny zezwala na stosowanie modelu współpracy cost-per-action⁶.

2.3.2. Rynek e-commerce

Rynek e-commerce obejmuje nabywanie oraz sprzedawanie produktów (np. za pośrednictwem aukcji internetowych) oraz usług (np. bankowość internetowa) z wykorzystaniem systemów informatycznych takich jak Internet lub innych sieci komputerowych.

Rynek zakupów online jest wciąż jeszcze względnie młody i dynamicznie się rozwija. 70 proc. internautów deklaruje, że robi zakupy w Internecie. Wartość e-handlu w Polsce wyniosła w 2011 r. ponad 17,5 mld zł.⁷ Polska znajduje się na pierwszym miejscu w Europie pod względem szybkości wzrostu rynku e-commerce, którego wzrost w 2011 r. wyniósł 33,5%. Szacuje się, że sprzedaż w sklepach online na 17 głównych rynkach europejskich wzrośnie z 96 mld EUR w 2011 r. do 172 mld EUR w 2016 r.⁸

Na rynku widoczna jest także bardzo wyraźna tendencja, wskazująca, że internauci powoli odchodzą od popularnych kiedyś serwisów aukcyjnych, na rzecz sklepów internetowych, których w Polsce jest ponad 11 tys. Istotnym kanałem marketingu sprzedaży stały się platformy zakupów grupowych.

2.3.3. Rynek IT

Opis rynku informatycznego znajduje się w pkt. 3.3.

2.4. Kluczowi pracownicy i ich doświadczenie

Zarząd	Konrad Pankiewicz – Prezes Zarządu
	Kamila Karpińska – Członek Zarządu
	Adam Kuszyk – Członek Zarządu
Rada Nadzorcza	Rafał Jelonek – Przewodniczący Rady Nadzorczej
	Piotr Sulima – Wiceprzewodniczący Rady Nadzorczej
	Jakub Bartkiewicz – Członek Rady Nadzorczej
	Jakub Deryng-Dymitrowicz – Członek Rady Nadzorczej
	Przemysław Jakub Kruszyński – Członek Rady Nadzorczej

Konrad Pankiewicz – Prezes Zarządu

Ukończył Akademię Ekonomiczną we Wrocławiu na wydziale Zarządzania i Informatyki.

Od 12 lat związany jest zawodowo ze sprzedażą i marketingiem. Jako założyciel GRUPA ADV S.A. jest odpowiedzialny za strategię, sprzedaż, rozwój, a także relacje z mediami, inwestorami instytucjonalnymi oraz indywidualnymi. Konrad Pankiewicz stoi za wszystkimi akwizycjami oraz nowymi biznesami (spółki zależne), akumulowanymi w ramach GRUPA ADV S.A. Od samego początku aktywnie realizuje funkcje sprzedażowe. Pracował między innymi dla takich firm i marek, jak: AVON, BRE Bank, BZWBK, Canon, DnB NORD, GETIN Bank, LUKAS Bank, Liberty Direct, Mastercook, Nestle, Orange, Procter&Gamble, Pernod Ricard, Philip Morris Polska, Tesco Polska, Tchibo czy TP S.A. Ma na swoim koncie liczne publikacje w Home&Market, Marketing w Praktyce, Salesman oraz innych czasopismach branżowych. Jest

⁶ Cost-per-action – model rozliczenia kosztów reklamy internetowej, wg którego koszt reklamy jest uzależniony od czynności wykonanych przez odbiorców reklamy, np. kliknięcie w link do strony internetowej reklamodawcy, zakup produktu

⁷ Webhosting.pl, „Polski rynek e-commerce: miliardowy potencjał w 2012 roku”, kwiecień 2012

⁸ Forrester Research, „European Online Retail Forecast: 2011 to 2016”, luty 2012

autorem książek „Alchemia Sprzedaży” (OnePress, 2007) i „Sympatyczna Perswazja” (OnePress, 2008) oraz współautorem książki „e-marketing w akcji” (OnePress, 2008).

Konrad Pankiewicz jest członkiem Rady Nadzorczej Iweii S.A., AdvFinance sp. z o.o. Ma za sobą 5-letnie doświadczenie związane z rynkami kapitałowymi. Był bezpośrednio odpowiedzialny za debiut Adv.pl S.A. na rynku NewConnect oraz przejście GRUPA ADV S.A. na Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie. Pod jego nadzorem GRUPA ADV S.A. upubliczniła spółki SMT SOFTWARE S.A. oraz CODEMEDIA S.A. Konrad Pankiewicz był bezpośrednio odpowiedzialny za pozyskanie inwestorów instytucjonalnych do akcjonariatu GRUPA ADV S.A.

Kamila Karpińska – Członek Zarządu

Ukończyła Uniwersytet Gdański na wydziale Zarządzania.

Ze spółką związana niemal od początku jej istnienia. Przez 10 lat bezpośrednio związana z zarządzaniem finansami GRUPA ADV S.A. Aktualnie odpowiedzialna za obszary prawno-administracyjne, obowiązki informacyjne oraz procesy przekształceniowe realizowane w GRUPA ADV S.A. Kamila Karpińska stworzyła i nadzoruje pracę spółki AdvFinance sp. z o.o. powołanej w celu zwiększenia efektywności obsługi finansowo-księgowej wszystkich spółek z GRUPA ADV S.A. Ma za sobą 5-letnie doświadczenie związane z rynkami kapitałowymi. Była odpowiedzialna za debiut Adv.pl S.A. na rynku NewConnect oraz przejście GRUPA ADV S.A. na Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie.

Kamila Karpińska jest także członkiem rady nadzorczej AdvFinance sp. z o.o., członkiem Rady Nadzorczej, Iweii S.A. oraz Codemedia S.A.

Adam Kuszyk – Członek Zarządu

Ukończył studia menedżerskie w Szkole Głównej Handlowej w Warszawie oraz zarządzanie i marketing (specjalność: kontroling) na Uniwersytecie Łódzkim, jest biegłym rewidentem i certyfikowanym audytorem wewnętrznym (CIA) oraz w trakcie uzyskiwania uprawnień ACCA.

Od 10 lat piastuje stanowiska menedżerskie zarówno w firmach z polskim, jak i zagranicznym kapitałem. Podczas wieloletniej kariery zawodowej zdobywał doświadczenie w spółkach z obszaru nowych technologii, mediów, handlu, produkcji oraz doradztwa finansowego.

Był dyrektorem finansowym Rolmex S.A., głównego akcjonariusza Indykpol S.A. (2009-2011), Gen-Bud S.A. (2008-2009), CR Media S.A. (2006-2007). Wcześniej pracował jako menedżer w spółce doradztwa finansowego BDO Numerica sp. z o.o. (2008) oraz jako dyrektor audytu wewnętrznego i kontroler biznesowy w Grupie Kapitałowej Agora S.A. (2003-2005). Pracę zaczynał w Deloitte sp. z o.o. (1997-2002), przechodząc od stanowiska asystenta do superwizora.

Adam Kuszyk jest członkiem Rad Nadzorczych spółek SMT SOFTWARE S.A., CODEMEDIA S.A. oraz Xantus S.A., a także prezesem zarządu Iweii S.A.

2.5. Założenia do wyceny

Celem niniejszego opracowania jest przedstawienie wyceny wartości kapitałów własnych spółki GRUPA ADV S.A. Podstawą sporządzenia wyceny są prognozy wyników finansowych (wybranych danych rachunku wyników oraz bilansu), a także założenia dotyczące nakładów inwestycyjnych w latach 2012-2015, które zostały sporządzone przez Zarząd GRUPA ADV S.A. na potrzeby sporządzenia wyceny z zastosowaniem metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF). Ponadto, dokonano szacunkowej oceny skali ryzyka związanego ze strukturą finansowania Spółki, w kontekście wyceny wartości przedsiębiorstwa Spółki oraz oszacowania poziomu kosztu kapitału stanowiącego stopę dyskontową.

2.6. Wycena GRUPA ADV S.A. metodą DCF

Tabela 1 Wycena GRUPA ADV S.A. metodą DCF, tys. PLN

GRUPA ADV	2012	2013	2014	2015
FCFF				
Przychody operacyjne razem	123 214	162 839	191 132	216 463
Koszty działalności operacyjnej	110 970	146 703	172 977	196 468
Amortyzacja	1 170	1 300	1 300	1 300
EBIT	12 244	16 136	18 156	19 995
<i>marża EBIT</i>	<i>9,9%</i>	<i>9,9%</i>	<i>9,5%</i>	<i>9,2%</i>
Podatek od zysku operacyjnego	19%	2 326	3 066	3 450
NOPAT	9 917	13 071	14 706	16 196
CAPEX	1 170	2 300	2 300	1 300
Zmiana kapitału obrotowego netto	-6 584	-4 511	-3 815	-4 027
Bieżące saldo przepływów pieniężnych FCFF	3 333	7 559	9 891	12 168
Skumulowane saldo przepływów pieniężnych	3 333	10 892	20 783	32 951
Zdyskontowane saldo przepływów pieniężnych FCFF	3 251	9 615	16 604	23 826
Czynnik dyskontowy	0,98	0,88	0,80	0,72
Wartość działalności operacyjnej w okresie szczegółowej prognozy	53 297			
Wartość rezydualna	105 691			
Razem wartość działalności operacyjnej	158 987			
Wartość przedsiębiorstwa	158 987			
Dług netto	11 844			
Udział mniejszości	7 878			
Wartość kapitału własnego	139 265			
Dyskonto	15,0%			
Wartość kapitału własnego po dysconcie	118 375			

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GRUPA ADV S.A.

Powyższa wycena wskazuje na szacunkową wartość GRUPA ADV S.A. zbliżoną do **wartości 118,4 milionów PLN**.

2.7. Wycena GRUPA ADV S.A. metodą porównań rynkowych

Z uwagi na to, iż na polskim rynku nie ma dużej ilości podmiotów o zbliżonym profilu działalności co GRUPA ADV S.A. grupę porównawczą tworzą jedna spółka polska, tj. K2 Internet S.A., notowana na rynku regulowanym oraz podmoty zagraniczne, notowane na zagranicznych rynkach.

Tabela 2 Wskaźniki spółek porównywalnych GRUPA ADV S.A., (TTM)

Spółka porównywalna	P/E	EV/EBITDA
K2 Internet S.A.	7,76x	4,87x
Hi-Media S.A. (ENXTPA:HIM)	12,70x	5,94x
Harte-Hanks Inc. (NYSE:HHS)	9,60x	4,97x
Aegis Group plc (LSE:AGS)	36,70x	14,20x
Publicis Groupe SA (ENXTPA:PUB)	17,20x	7,95x
Goldbach Group AG (SWX:GBMN)	16,60x	2,41x
Sedo Holding AG (XTRA:LKI)	12,50x	3,62x
Antevenio S.A. (ENXTPA:ALANT)	16,30x	4,37x
Mediana	14,50x	4,92x

Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych S&P, ceny zamknięcia z dnia 2.11.2012 r.

Tabela 3 Wycena GRUPA ADV S.A. metodą porównań rynkowych, w oparciu o wybrane wskaźniki oraz dane finansowe za okres III kw. 2011 – II kw. 2012, tys. PLN

	P/E	EV/EBITDA
Według mediany	81 591,5	39 897,4
Wagi	50,0%	50,0%
Equity value	60 744	
Dyskonto	15,0%	
Equity value po dyskoncie	51 633	

Źródło: Obliczenia własne

Tabela 4 Wskaźniki spółek porównywalnych dla GRUPA ADV S.A. (dane prognozowane na 2012 r.)

Spółka porównywalna	P/E	EV/EBITDA
Aegis Group plc (LSE:AGS)	19,00x	12,00x
Antevenio S.A. (ENXTPA:ALANT)	28,30x	6,13x
Goldbach Group AG (SWX:GBMN)	11,20x	2,35x
Harte-Hanks Inc. (NYSE:HHS)	9,60x	5,13x
Hi-Media S.A. (ENXTPA:HIM)	9,49x	5,61x
Publicis Groupe SA (ENXTPA:PUB)	12,90x	7,81x
Mediana	12,05x	5,87x

Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych S&P, ceny zamknięcia z dnia 2.11.2012 r.

Tabela 5 Wycena GRUPA ADV S.A. metodą porównań rynkowych, w oparciu o wybrane wskaźniki oraz prognozowane dane finansowe na 2012 r., tys. PLN

	P/E	EV/EBITDA
Według mediany	59 727,4	66 894,4
Wagi	50,0%	50,0%
Equity value	63 311	
Dyskonto	15,0%	
Equity value po dyskoncie	53 814	

Źródło: Obliczenia własne

Na podstawie średniej arytmetycznej z wycen metodą porównań rynkowych w oparciu o historyczne wyniki finansowe (III kw. 2011 – II kw. 2012 r.) oraz prognozowane wyniki finansowe na 2012 r., szacunkowa wartość kapitału własnego GRUPA ADV S.A. wynosi **52,7 mln PLN**.

2.8. Podsumowanie wyceny GRUPA ADV S.A.

Biorąc pod uwagę wyniki wyceny kapitału własnego GRUPA ADV S.A. metodą DCF oraz metodą porównań rynkowych oraz stosując wagi na poziomie 50% dla każdej z wycen ostateczna szacowana wartość kapitału własnego GRUPA ADV S.A. jest zbliżona do **85,5 mln PLN**.

3. USTALENIE WARTOŚCI SPÓŁKI PRZEJMOWANEJ SMT SOFTWARE S.A.

3.1. Podstawowe dane spółki



Spółka SMT SOFTWARE S.A. z siedzibą we Wrocławiu, ul. Marszałka Józefa Piłsudskiego 13, 50-048 Wrocław, wpisana w Rejestrze Przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego prowadzonym przez Sąd Rejonowy dla Wrocławia-Fabrycznej we Wrocławiu, VI Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS 0000332508, NIP 897-17-24-271, kapitał zakładowy w wysokości 536 957,70 PLN, wpłacony w całości („Spółka Przejmowana”).

Spółka Przejmowana jest spółką publiczną w rozumieniu ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, której akcje wprowadzone są do obrotu zorganizowanego w alternatywnym systemie obrotu NewConnect prowadzonego w oparciu o przepisy ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi przez Giełdę Papierów Wartościowych S.A. w Warszawie.

Strona WWW: www.smtsoftware.com

3.2. Historia i model biznesowy

Początki SMT SOFTWARE S.A. sięgają 2002 r., kiedy zawiązana została jednoosobowa działalność gospodarcza Sebastiana Łękawy, prowadzona pod nazwą SMT SOFTWARE Sebastian Łękawa. W 2007 r. działalność przekształcono w spółkę z ograniczoną odpowiedzialnością (SMT SOFTWARE sp. z o.o.). W 2008 r. SMT SOFTWARE sp. z o.o. pozyskała inwestora strategicznego i stała się członkiem grupy kapitałowej Grupa ADV S.A. (Spółki Przejmujące). W 2009 r. w wyniku kolejnego przekształcenia powstało SMT SOFTWARE S.A.

W kwietniu 2010 r. spółka zadebiutowała na rynku NewConnect.

Główna siedziba SMT SOFTWARE S.A. mieści się we Wrocławiu, ponadto spółka posiada biura w czterech innych miastach (w Warszawie, Poznaniu, Gliwicach i w Białymstoku), a w lipcu 2010 r. został uruchomiony pierwszy zagraniczny oddział SMT SOFTWARE S.A., SMT SOFTWARE Nederland B.V., który działa w Holandii i ma wyłączność na sprzedaż usług spółki w tym kraju.

SMT SOFTWARE S.A. działa w branży informatycznej, świadcząc usługi związane z outsourcingiem kadry IT oraz wytwarzaniem specjalistycznego oprogramowania (w tym aplikacji dedykowanych, rozwiązań mobilnych, portali internetowych oraz systemów GIS):

- **Outsourcing** – SMT SOFTWARE S.A. udostępnia specjalistów IT, a także buduje całe zespoły specjalistów IT na życzenie klienta klientom, którzy chcą wzmocnić czasowo swój wewnętrzny zespół deweloperski.
- **Rozwiązania dedykowane** – SMT SOFTWARE S.A. tworzy oprogramowanie na zamówienie w pełni sprofilowane pod potrzeby klientów, w tym rozwiązania mobilne (aplikacje, gry oraz mobilne wersje serwisów WWW na urządzenia przenośne, smartfony, tablety wykorzystujące wszystkie dostępne platformy – iOS, Android, Windows Mobile/Phone, Symbian), rozwiązania online (zaawansowane portale internetowe, intranetowe oraz aplikacje webowe), testy i audyty oraz systemy GIS (służących do wprowadzania, gromadzenia, przetwarzania oraz wizualizacji danych przestrzennych)
- **Produkty własne** – SMT SOFTWARE S.A. oferuje również własne rozwiązania i produkty (niektóre z nich są oferowane z pośrednictwem spółek zależnych):



SATIS – system telemetryczny, wykorzystywany do lokalizacji i monitoringu GPS pojazdów oraz do zarządzania flotą pojazdów, optymalizacji procesów transportowych, kontroli pracowników mobilnych, kontroli zużycia paliwa, ograniczania kosztów eksploatacyjnych floty. www.satisgps.com



iAlbatros – system rezerwacji hotelowych dla klienta biznesowego oferujący dostęp do bazy ponad 200 000 hoteli. Zastosowane w nim rozwiązania pozwalają usprawnić proces zarządzania podróżami służbowymi w korporacji, kontrolować wydatki oraz ograniczyć koszty związane z organizacją delegacji pracowniczych. Spółka iAlbatros S.A. powstała w listopadzie 2010 r., SMT SOFTWARE S.A. posiada w niej 55,63% głosów, natomiast w marcu 2011 r. powstała spółka bliźniacza iAlbatros SAS z siedzibą we Francji. www.ialbatros.com



MobiCare – jedyny produkt w portfolio SMT SOFTWARE S.A. kierowany do klienta indywidualnego. MobiCare oferuje nowatorskie rozwiązania do opieki i telemonitoringu seniorów, których celem jest zwiększenie samodzielności, zapewnienie bezpieczeństwa, a także poprawienie komfortu życia zarówno osób starszych, jak i ich najbliższych. Oferta dzieli się na opiekę domową (w której to zestaw bezprzewodowych czujników wraz z urządzeniem do rozpoznawania upadków zapewnia bezpieczeństwo osobom mieszkającym samotnie) oraz opiekę mobilną (w oparciu o lokalizator dla osób z chorobami demencyjnymi i smartfon ze specjalnie uproszczoną obsługą najważniejszych funkcji – telefon potrafi wykryć potencjalny upadek użytkownika i automatycznie poinformować o tym zdarzeniu operatora centrum teleopieki). Spółka MobiCare S.A. powstała w maju 2010 r., SMT SOFTWARE S.A. posiada w niej 55% głosów. www.mobicare.pl

Madeline – system służy do zarządzania wierzytelnościami i jest dedykowany dla instytucji finansowych, banków, przedsiębiorstw komunalnych, firm telekomunikacyjnych oraz innych przedsiębiorstw charakteryzujących się dużym przepływem klientów. Madeline jest rozwiązaniem usprawniającym i automatyzującym przebieg postępowania upominawczego, windykacyjnego oraz komorniczo-egzekucyjnego, pozwala również na scentralizowane zarządzanie wierzytelnościami poprzez wsparcie procesu przekazywania spraw do windykacji zewnętrznej.



Recrutia.IT - Recrutia sp. z o.o. jest spółką rekrutacyjną świadczącą usługi pozyskiwania specjalistów IT oraz outsourcingu procesu rekrutacji (RPO). Oferta kierowana jest do firm, które nie są w stanie swoimi siłami pozyskiwać nowych pracowników: zarówno polskich spółek poszukujących specjalistów IT, jak również podmiotów zagranicznych zainteresowanych pozyskaniem polskich specjalistów, otwierających swoje oddziały w Polsce, które w związku z ekspansją planują dynamiczny wzrost zatrudnienia, potrzebujących wsparcia w zakresie obsługi procesów rekrutacyjnych oraz HR w swojej organizacji. Dzięki zleceniu rekrutacji zewnętrznej firmie, proces ten przebiega szybciej i efektywniej. Recrutia.IT korzysta z doświadczenia SMT SOFTWARE S.A., świadczącego usługi outsourcingu kadr, posiadającego wypracowany know-how i standardy w działaniach rekrutacyjnych. Recrutia sp. z o.o. powstała w sierpniu 2012 r., SMT SOFTWARE S.A. posiada w niej 100% udziałów. www.recrutia.it

3.3. Analiza rynku

Światowe wydatki na informatykę w 2012 r. wzrosną o 7%, osiągając wartość 1,8 biliona USD. Na 20% tego wzrostu przyczynią się smartfony, tablety, sieci mobilne, sieci społecznościowe i narzędzia do analiz big data.⁹ Istotne znaczenie będzie miał również wzrost konkurencji w cloud computing. Uwidacznia się walka o dominację jednej platformy informatycznej dla przedsiębiorstwa między IBM, Microsoft i Oracle, którzy napotykają wyzwania ze strony Amazon, Google, Salesforce.com czy VMware.

Sektor IT w Polsce odnotowuje stały wzrost przychodów. Wartość polskiego rynku informatycznego wyniosła w 2011 r. 31,3 mld PLN, z czego kontrakty na dostawy sprzętu stanowiły 17,9 mld PLN, dostawy usług wyniosły 9,1 mld PLN, a zakup oprogramowania 4,3 mld PLN. W porównaniu z rokiem 2010 przychody wzrosły o 2,3 mld PLN, czyli o ponad 8%. Takie wyniki świadczą o tym, że sytuacja sektora zaczęła się stabilizować. Po spadku w roku 2009, w kolejnym roku udało się powiększyć przychody o 2,5 mld PLN, a w ostatnim roku utrzymać trend wzrostowy. Największym odbiorcą są instytucje sektora publicznego (23%) oraz branża finansowa (22%).¹⁰

Na pozycji największych dostawców standardowego softwaru utrzymują się Microsoft, SAP, Oracle i IBM, a do producentów producentów oprogramowania indywidualnie dopasowanego do odbiorcy należą dostawcy polscy:

⁹ IDC, grudzień 2011

¹⁰ Computerworld TOP200 2011, 2012

Infovide-Matrix, Sygnity oraz ABG. Największymi spółkami IT pod względem wartości obrotu są HP Polska, ABC Data, Action i AB.

→ **Outsourcing IT**

Instytut Outsourcingu i MillwardBrown SMG/KRC przeprowadziły badanie firm outsourcingowych działających w Polsce wyceniając rynek usług outsourcingowych na około 4 mld PLN w 2011 r. Wzrost outsourcingu usług informatycznych rok do roku na poziomie 7% pokazuje, że jest to jeden z najbardziej dynamicznie rozwijających się segmentów rynku informatycznego w Polsce. W ciągu czterech najbliższych lat rynek oprogramowania dla firm ma wzrosnąć niemal o jedną trzecią.¹¹

Szacunkowa wartość środkowoeuropejskiego rynku outsourcingu IT w 2008 r. wyniosła blisko 3 mld EUR, a roczna dynamika osiągnęła w tym czasie 25%. W 2008 r. ok. 40% przychodów pochodziło z rynku rosyjskiego. Kolejne dwa miejsca pod względem wielkości przychodów z outsourcingu zajmują Ukraina i Polska. Dalszy wzrost wartości rynku, z roczną dynamiką w okresie 2009-2010 utrzymującą się na poziomie około 20%.

→ **Rozwiązania mobilne**

Specjaliści spodziewają się, że popularność mobilnych aplikacji będzie wciąż rosła w związku z dynamicznie rosnącym rynkiem smartfonów, który w 2014 ma przekroczyć 1 mld sprzedanych sztuk, co będzie oznaczało dwukrotne zwiększenie rynku w ciągu 3 lat.¹²

Wzrostowe tendencje obserwowane na rynku urządzeń mobilnych (przede wszystkim smartfonów i tabletów) wciąż nie słabną. Ich sprzedaż ma przekroczyć światowe dostawy komputerów PC (desktopów, laptopów i netbooków), a liczba aplikacji mobilnych pobieranych i instalowanych w takich urządzeniach szacowana jest w 2011 r. na ok. 25 mld sztuk – to nowa jakość na rynku usług cyfrowych i dostarczania treści.

→ **Portale internetowe**

Wnioski raportu firmy badawczej Forrester Research dotyczącego prognoz rynku aplikacji webowych (mashupów) przewidują trend wzrostowy związany z nowymi standardami pracy generowanymi przez pakiety narzędziowe do obsługi procesów biznesowych. Wzrost wykorzystania sieci społecznościowych do celów biznesowych (promocje, nawiązywanie kontaktów z potencjalnym klientem) stanowi kolejny ważny element zmian w sektorze IT. Według danych IDC w 2011 r. 40% małych i średnich firm brało aktywny udział w życiu szeroko pojętej społeczności sieciowej.

→ **Systemy GIS**

Do podstawowych sektorów, w których wykorzystuje się oprogramowanie klasy GIS należą: infrastruktura i telekomunikacja, wojsko, transport, kataster, ochrona środowiska oraz administracja publiczna. Według ARC Advisory Group, światowy rynek Systemów Informacji Geoprzestrzennej w okresie 5 najbliższych lat wzrośnie o ok. 50%.

Dyrektywa INSPIRE (Infrastructure for Spatial Information in the European Community), która weszła w życie w połowie 2010 r., ustanawia infrastrukturę informacji przestrzennej w Europie do wspierania wspólnotowych polityk ochrony środowiska oraz polityk lub działań mogących mieć wpływ na środowisko. Nakłada na instytucje publiczne szereg obowiązków związanych z infrastrukturą danych przestrzennych, w szczególności z ich publikowaniem. Przekłada się ona na potrzebę wdrożeń systemów informatycznych klasy GIS, które umożliwiają odpowiednie pozyskanie i skatalogowanie danych, a następnie ich publikowanie w geoportalach oraz poprzez usługi w formie rastrów i wektorów, co stymuluje wzrost wartości realizowanych wdrożeń z zakresu GIS na polskim rynku.

¹¹ Millward Brown SMG/KRC, lipiec 2011

¹² Credit Suisse, kwiecień 2012

3.4. Kluczowi pracownicy i ich doświadczenie

Zarząd	Sebastian Łękawa – Prezes Zarządu
	Szymon Pura – Członek Zarządu
	Emilian Półrolnik – Członek Zarządu
Rada Nadzorcza	Konrad Pankiewicz – Przewodniczący Rady Nadzorczej
	Michał Ogierman – Wiceprzewodniczący Rady Nadzorczej
	Tomasz Frątczak – Członek Rady Nadzorczej
	Sławomir Nowak – Członek Rady Nadzorczej
	Adam Kuszyk – Członek Rady Nadzorczej

Sebastian Łękawa – Prezes Zarządu

Sebastian Łękawa jest absolwentem Politechniki Wrocławskiej, Wydział Informatyki i Zarządzania, Kierunek Informatyka, Specjalność: Sieciowe Systemy Informacyjne. Posiada certyfikat IPMA – International Project Management Association oraz certyfikat z zakresu metodyki PMI – Project Management Institute.

Sebastian Łękawa jest jednym ze współzałożycieli SMT SOFTWARE S.A., obecnie odpowiedzialny jest za sprzedaż, marketing oraz rozwiązania mobilne. Jest specjalistą w zakresie rozwoju oprogramowania i tworzenia aplikacji internetowych oraz rozwiązań na urządzenia mobilne. Wcześniejsze doświadczenie zawodowe zdobywał w Lukas Bank S.A. (2002-2006) pracując na stanowisku projektanta-programisty oraz analityka, a także w Pyton Software (2002), pracując jako projektant-programista.

Szymon Pura – Członek Zarządu

Szymon Pura jest absolwentem Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie na kierunku Metody Ilościowe, ukończył ponadto Podyplomowe Studium Zarządzania Projektami na tej samej uczelni. Posiada certyfikaty z zakresu zarządzania projektami - PMP, Prince 2, CompTIA Project +, ITIL oraz certyfikaty techniczne Microsoft – MCDBA, MCSA, MCAD.

Szymon Pura jest jednym ze współzałożycieli SMT SOFTWARE S.A., posiadając wieloletnie doświadczenie w realizacji projektów IT. Jest specjalistą w zakresie rozwoju oprogramowania i tworzenia aplikacji internetowych oraz narzędzi klasy Business Intelligence. Wcześniejsze doświadczenie zawodowe zdobywał w Deloitte Business Consulting S.A. (2006) jako konsultant w dziale Technology Integration Services oraz na analogicznym stanowisku w Andersen Business Consulting sp. z o.o. (2002-2006), a także w niemieckim oddziale KPMG (2001) w departamencie Software Development for Insurance.

Emilian Półrolnik – Członek Zarządu

Emilian Półrolnik ukończył studia magisterskie z Marketingu i Zarządzania na Wydziale Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego. Ponadto jest absolwentem Politechniki Warszawskiej, gdzie uzyskał tytuł magistra na wydziale Elektroniki i Technik Informacyjnych. Jest praktykiem metodologii Prince2, posiada certyfikaty TOGAF, CISA oraz SOA.

Emilian Półrolnik odpowiedzialny jest w SMT SOFTWARE S.A. za rozwój działalności na nowych rynkach. Jest menedżerem z bogatym doświadczeniem w zakresie doradztwa biznesowego oraz informatycznego. Pracował dla największych firm z branż energetycznej, wydobywczej, usług finansowych oraz telekomunikacyjnej, zarówno w Polsce jak i Europie Środkowo-Wschodniej. Doświadczenie zawodowe zdobywał w firmach doradczych: Deloitte (2010-2011) jako Starszy Menedżer, Ernst & Young (2009-2010) jako Menedżer, Deloitte (2006-2009) jako Menedżer oraz Andersen Business Consulting (2002-2006) jako Starszy Konsultant.

3.5. Założenia do wyceny

Celem niniejszego opracowania jest przedstawienie wyceny wartości kapitałów własnych spółki SMT SOFTWARE S.A. Podstawą sporządzenia wyceny są prognozy wyników finansowych (wybranych danych rachunku wyników oraz bilansu) oraz założenia dotyczące nakładów inwestycyjnych w latach 2012-2015, które zostały sporządzone przez Zarząd SMT SOFTWARE S.A. na potrzeby sporządzenia wyceny z zastosowaniem metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF). Ponadto, dokonano szacunkowej oceny skali ryzyka związanego ze strukturą finansowania w kontekście wyceny wartości przedsiębiorstwa Spółki oraz oszacowania poziomu kosztu kapitału stanowiącego stopę dyskontową.

Bazą dla analizy i jej wyników przedstawionych w niniejszym opracowaniu jest całokształt działalności prowadzonej przez SMT SOFTWARE S.A. w momencie sporządzenia niniejszego dokumentu oraz przyjęte założenia dotyczące prognozy wyników finansowych SMT SOFTWARE S.A. na lata 2012-2015, które zostały dostarczone przez Zarząd SMT SOFTWARE S.A. Sporządzając wycenę wartości akcji spółki SMT SOFTWARE S.A. nie dokonywano weryfikacji prawidłowości przedstawionych prognoz danych finansowych.

3.6. Wycena SMT SOFTWARE S.A. metodą DCF

Tabela 6 Wycena SMT SOFTWARE S.A. metodą DCF, tys. PLN

SMT SOFTWARE S.A.	2012	2013	2014	2015
FCFF				
Przychody operacyjne razem	50 000	68 400	82 080	94 392
Koszty działalności operacyjnej, w tym:	42 750	59 166	70 743	81 015
Amortyzacja	670	800	800	800
EBIT	7 250	9 234	11 337	13 377
<i>marża EBIT</i>	<i>14,5%</i>	<i>13,5%</i>	<i>13,8%</i>	<i>14,2%</i>
Podatek od zysku operacyjnego 19%	1 378	1 754	2 154	2 542
NOPAT	5 873	7 480	9 183	10 835
CAPEX	670	1 800	1 800	800
Zmiana kapitału obrotowego netto, w tym	-2 263	-2 590	-2 055	-1 850
Bieżące saldo przepływów pieniężnych FCFF	3 609	3 889	6 128	8 985
Skumulowane saldo przepływów pieniężnych	3 609	7 498	13 626	22 611
Zdyskontowane saldo przepływów pieniężnych FCFF	3 525	6 669	11 034	16 671
Czynnik dyskontowy	0,98	0,89	0,81	0,74
Wartość działalności operacyjnej w okresie prognozy	37 899			
Wartość rezydualna	99 873			
Wartość działalności operacyjnej	137 772			
Wartość przedsiębiorstwa	137 772			
Dług netto	4 540			
Wartość kapitału własnego	133 232			
Dyskonto	15,0%			
Wartość kapitału własnego po dyskoncie	113 247			

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych SMT SOFTWARE S.A.

Powyższa wycena wskazuje na szacunkową wartość SMT SOFTWARE S.A. zbliżoną do wartości **113,3 milionów PLN**.

3.7. Wycena SMT SOFTWARE S.A. metodą porównań rynkowych

Jako spółki porównywalne w przypadku SMT Software S.A. zdecydowano się na uwzględnienie wybranych, notowanych na rynku regulowanym GPW podmiotów, działających w branży IT w sektorach podobnych do tych, w których działalność prowadzi SMT Software S.A.

Tabela 7 Wskaźniki spółek porównywalnych dla SMT SOFTWARE S.A. (TTM)

Spółka porównywalna	P/E	EV/EBITDA
Asseco Business Solutions S.A.	16,73x	9,00x
Asseco SEE S.A.	7,93x	5,09x
Betacom S.A.	7,65x	1,87x
Comp S.A.	39,50x	12,57x
Simple S.A.	13,00x	7,46x
Wasko S.A.	16,57x	6,50x
Comarch	8,05x	4,32x
Sygnity	x	12,64x
Mediana	13,00x	6,98x

Źródło: Obliczenia własne na podstawie sprawozdań finansowych poszczególnych spółek za okres III kw. 2011 –II kw. 2012 r., ceny zamknięcia z dnia 2.11.2012 r.

Tabela 8 Wycena SMT SOFTWARE S.A. metodą porównań rynkowych, w oparciu o wybrane wskaźniki oraz dane finansowe za okres III kw. 2011 – II kw. 2012, tys. PLN

	P/E	EV/EBITDA
Według mediany	77 801,3	40 017,1
Wagi	50,0%	25,0%
Equity value	58 909,2	
Dyskonto	15,0%	
Equity value po dyskoncie	50 072,8	

Źródło: Obliczenia własne

Tabela 9 Wskaźniki spółek porównywalnych dla SMT SOFTWARE S.A. (dane prognozowane na 2012 r.)

Spółka porównywalna	P/E	EV/EBITDA
Asseco Business Solutions S.A.	12,69x	7,15x
Asseco SEE S.A.	8,77x	6,96x
Comp S.A.	X	13,35x
Sygnity S.A.	X	9,35x
Comarch S.A.	11,41x	5,38x
Mediana	11,41x	7,15x

Źródło: Obliczenia własne w oparciu o średnie prognozy wybranych biur maklerskich w odniesieniu do wyników finansowych poszczególnych spółek na 2012 r., ceny zamknięcia z dnia 2.11.2012 r.

Tabela 10 Wycena SMT SOFTWARE S.A. metodą porównań rynkowych, w oparciu o wybrane wskaźniki oraz prognozowane dane finansowe na 2012 r., tys. PLN

	P/E	EV/EBITDA
Według mediany	64 706,2	52 070,8
Wagi	50,0%	50,0%
Equity value	58 388,5	
Dyskonto	15,0%	
Equity value po dyskoncie	49 630,2	

Źródło: Obliczenia własne

Na podstawie średniej arytmetycznej z wycen metodą porównań rynkowych w oparciu o historyczne wyniki finansowe (III kw. 2011 – II kw. 2012 r.) oraz prognozowane wyniki finansowe na 2012 r., szacunkowa wartość kapitału własnego SMT SOFTWARE S.A. wynosi **49,8 mln PLN**.

3.8. Podsumowanie wyceny SMT SOFTWARE S.A.

Biorąc pod uwagę wyniki wyceny kapitału własnego SMT SOFTWARE S.A. metodą DCF oraz metodą porównań rynkowych oraz stosując wagi na poziomie 50% dla każdej z wycen ostateczna szacowana wartość kapitału własnego SMT SOFTWARE S.A. jest zbliżona do **81,5 mln PLN**.

4. INFORMACJE UZUPEŁNIAJĄCE

4.1. Aspekty metodologiczne wyceny dochodowej DCF

Zgodnie z metodologią zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF), która jest jedną z najczęściej stosowanych metod w procesie wyceny, wartość przedsiębiorstwa wyznaczona jest przez sumę generowanych przez to przedsiębiorstwo przyszłych wolnych przepływów pieniężnych FCFF (Free Cash DFlow to the Firm). Z uwagi na to, iż przepływy pieniężne używane w metodzie DCF odnoszą się do różnych momentów w przyszłości sprowadza się je do jednego punktu na osi czasu. Ostatecznie bieżącą wartością przedsiębiorstwa jest suma wszystkich prognozowanych przepływów pieniężnych zdyskontowanych właściwą stopą procentową (stopą dyskonta), będącą miarą ryzyka. Zgodnie z teorią metody DCF za właściwą stopę dyskonta przyjmuje się średni ważony koszt kapitału (WACC – weighted average cost of capital) czyli zagregowaną stopę ryzyka właściwą dla wszystkich inwestorów, zarówno akcjonariuszy jak i wierzycieli. Podsumowując metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych jest odzwierciedleniem punktu widzenia inwestora, dla którego wartość przedsiębiorstwa odzwierciedlona jest przez jego zdolność do generowania dochodu będącego nadwyżką gotówki netto, przy założeniu określonych warunków dotyczących ryzyka, odzwierciedlonych w stopie dyskontowej.

Z uwagi na to, iż stosując metodę DCF, w której wolnym przepływem pieniężnym jest wolny przepływ pieniężny dla wszystkich dawców kapitału (FCFF), dla określenia wartości kapitałów własnych przedsiębiorstwa należy wynik metody DCF pomniejszyć o wartość kapitałów obcych określonych na dzień sporządzania wyceny. Ponadto, ponieważ wolne przepływy pieniężne generowane są przez posiadany przez przedsiębiorstwo zestaw aktywów operacyjnych określając wartość kapitałów własnych przedsiębiorstwa należy dodać wartość aktywów nieoperacyjnych.

Komponentami sumy zdyskontowanych wolnych przepływów pieniężnych są wolne przepływy pieniężne prognozowane szczegółowo w określonym horyzoncie czasowym oraz zaktualizowana wartość rezydualna, będąca wartością spółki po okresie szczegółowej prognozy.

Dokonując szacunku wartości przedsiębiorstwa dla SMT SOFTWARE S.A. oraz GRUPA ADV S.A. posłużono się wolnymi przepływami pieniężnymi FCFF oraz założeniem o prowadzeniu działalności przez poszczególne przedsiębiorstwa w nieograniczonym horyzoncie czasowym. Założone przepływy pieniężne są wielkością rezydualną, co oznacza iż odzwierciedlają one korzyści finansowe inwestorów skorygowane o wszystkie inwestycje niezbędne do podtrzymania działalności przedsiębiorstw i ich rozwoju, uwzględniając również obciążenia fiskalne. Wolne przepływy pieniężne są więc w zastosowanej metodologii obliczane według następującego wzoru:

$$\begin{aligned}
 &+ \text{zysk operacyjny} \\
 &+ \text{amortyzacja} \\
 &+/- \text{zmiany stanu kapitału obrotowego} \\
 &- \text{podatek dochodowy} \\
 &- \text{wydatki inwestycyjne (CAPEX)} \\
 &= \text{FCFF}
 \end{aligned}$$

Wartość bieżącą przyszłych przepływów pieniężnych (WP) Spółek oblicza się na podstawie prognozowanych wyników finansowych w szczegółowym okresie prognozy, którymi dla spółek SMT SOFTWARE S.A. oraz GRUPA ADV S.A. są lata 2012 - 2015, przy wykorzystaniu poniższego wzoru:

$$W_p = \sum_{i=2012}^{2016} \frac{FCFF_i}{(1 + r_{WACC})^i}$$

Gdzie:

$FCFF_i$ – operacyjny przepływ pieniężny w i -tym roku prognozy

r_{WACC} – średni ważony koszt kapitału (stopa dyskontowa)

Podstawowym założeniem przy określaniu zdyskontowanej wartości rezydualnej (WR), odzwierciedlającej wartość Spółki po okresie szczegółowej prognozy, jest założenie tzw. zasady kontynuacji (going concern), biorąc za podstawę szacunek wolnego przepływu pieniężnego z ostatniego roku szczegółowej prognozy, z uwzględnieniem następujących założeń:

- ➔ Uznano, iż dla zapewnienia ciągłości działalności po okresie szczegółowej prognozy niezbędne będą jedynie odtworzeniowe nakłady kapitałowe przez co nakłady te w okresie rezydualnym są dla obu Spółek równe amortyzacji prognozowanej dla 2015 r.,
- ➔ Podstawą dla określenia stóp wzrostu FCFF po okresie szczegółowej prognozy są przewidywania Zarządów obu Spółek,
- ➔ Stosując zasadę ostrożnej wyceny, przyjęto że przepływy pieniężne po okresie szczegółowej prognozy będą wzrastać na poziomie **3%** dla SMT SOFTWARE S.A. oraz 2% dla spółki GRUPA ADV S.A. Niższy poziom stopy zwrotu po okresie prognozy dla GRUPA ADV S.A. wynika z działania Grupy w różnych branżach o różnym potencjale wzrostu.

W związku z powyższym łączna wartość przedsiębiorstwa szacowana jest dla obu Spółek w oparciu o następujący wzór:

$$W_c = \sum_{i=2011}^{2016} \frac{FCFF_i}{(1+r_{WACC})^i} + \left\{ \frac{FCFF_{2016} * (1+g)}{r_{WACC} - g} \right\}$$

Gdzie:

W_c – Wartość całkowita przedsiębiorstwa

$FCFF_t$ – wolne przepływy pieniężne dla przedsiębiorstwa w roku t

r_{wacc} – stopa dyskontowa - średni ważony koszt kapitału

g – stopa wzrostu wolnych przepływów pieniężnych w okresie rezydualnym (po okresie szczegółowej prognozy)

Przyjęto, iż wartość rynkowa zadłużenia oprocentowanego dla obu spółek jest równa ich wartości księgowej wykazanej w bilansach na dzień 30 czerwca 2012 r. Dla obliczenia długu netto odjęto gotówkę i jej ekwiwalenty, wykazane w bilansach obu Spółek na dzień 30 czerwca 2012 r.

Zarówno w przypadku spółki SMT SOFTWARE S.A. jak i GRUPA ADV S.A. założono brak aktywów nieoperacyjnych.

4.2. Dyskonta i premie

Z uwagi na relatywnie niską płynność akcji zarówno w przypadku GRUPA ADV S.A., jak i SMT SOFTWARE S.A. zdecydowano się zastosować dyskonto z tytułu braku płynności na poziomie 15% dla obu spółek.

4.3. Szacowanie kosztu kapitału

Zgodnie z teorią zmiennej wartości pieniądza w czasie, przyszłe przepływy pieniężne sprowadzane są do wartości bieżącej za pomocą stopy odzwierciedlającej poziom ryzyka będącej minimalną wymaganą stopą zwrotu, która mogłaby być zrealizowana poprzez inwestycje w alternatywne aktywa w tej samej klasie ryzyka. W przypadku przedsiębiorstwa, którego majątek sfinansowany jest kompozycją kapitału własnego i kapitału obcego, właściwym podejściem jest zastosowanie kategorii zagregowanej tj. łącznego kosztu kapitału, którym w tym wypadku jest średni

ważony koszt kapitału, gdzie wagami są udziały poszczególnych źródeł kapitału. Dokonując kalkulacji średniego ważonego kosztu kapitału (WACC) posłużono się następującym wzorem:

$$WACC = [K_d \times (1 - TR) \times U_d] + [K_e \times U_e]$$

Gdzie:

K_d – koszt kapitału obcego (zadłużenia oprocentowanego)

TR – stopa podatku dochodowego CIT

U_d – udział kapitału obcego w strukturze finansowania

K_e – koszt kapitału własnego (minimalna wymagana przez akcjonariuszy stopa zwrotu)

U_e – udział kapitału własnego w strukturze finansowania

Najczęściej stosowaną metodą dla określenia poziomu stopy zwrotu z kapitału własnego jest metoda oparta o jeden z modeli finansowych zajmujących się badaniem zależności pomiędzy poziomem ryzyka a wymaganą stopą zwrotu tj. model CAPM (Capital Assets Pricing Model). Zgodnie z przywołanym modelem wymagana przez akcjonariuszy stopa zwrotu obliczana jest w oparciu o następujący wzór¹³:

$$K_e = R_{rf} + \beta \times MRP$$

Gdzie:

R_{rf} – stopa zwrotu wolna od ryzyka (risk-free rate)

β – współczynnik beta będący miarą ryzyka niedywersyfikowalnego

MRP – rynkowa premia za ryzyko (market risk premium)

Stosownie do powyższego wzoru pierwszym krokiem w procesie oszacowania stopy zwrotu wymaganej przez akcjonariuszy jest określenie stopy zwrotu właściwej dla aktywa wolnego od ryzyka. W warunkach polskich jako aktywo wolne od ryzyka przyjmuje się bony skarbowe lub obligacje skarbowe. Z uwagi na horyzont szczegółowej prognozy w niniejszym opracowaniu jako stopę wolną od ryzyka przyjęto rentowność 5 letnich obligacji skarbowych, tj. 3,96% w skali roku.

Podstawowym parametrem wymagany do oszacowania kosztu kapitału własnego zgodnie ze stosowaną metodologią jest współczynnik beta. Dla SMT SOFTWARE S.A. zdecydowano się na zastosowanie wskaźnika beta według danych udsotępnianych przez A. Damodorana. Zgodnie z nimi beta zdelewarowana dla sektorów Computer Software i Computer Services dla rynków wschodzących wynosi odpowiednio 0,82 oraz 0,87¹⁴. Stosując średnią z powyższych wskaźników oraz korygując go o wartość wskaźnika długu do kapitału własnego według danych księgowych SMT SOFTWARE S.A. na dzień 30.06 2012 r. wskaźnik beta dla SMT SOFTWARE S.A. oszacowano na poziomie 1,1. W przypadku GRUPA ADV zdecydowano się na zastosowanie wskaźnika beta dla sektora Advertising oraz Computer Software i Computer Software Services (A.Damodaran), będący średnią ważoną udziałami przychodów SMT SOFTWARE S.A. w skonsolidowanych przychodach ogółem GRUPA ADV S.A. oraz przychodami z pozostałych segmnetnów działalności, który został skorygowany o wskaźnik długu do kapitału własnego właściwego dla SMT SOFTWARE ADV S.A. na dzień 30.06 2012 r. Wskaźnik beta dla spółki GRUPA ADV oszacowano na poziomie 1,18.

W teorii metody DCF jako poziom premii za ryzyko rynkowe przyjmuje się zwrot historycznej premii uzyskanej z akcji ponad stopę wolną od ryzyka w okresie długoterminowym. Takie podejście jest jednak właściwe dla rynków

¹³ M.Panfil "Metody Wyceny spółki, perspektywa klienta i inwestora", Poltext, Warszawa 2006

¹⁴ <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar>

rozwinętych, o dużym i zdywersyfikowanym rynku akcji i długiej historii stóp zwrotu. Przyjmuje się, iż w warunkach polskich metoda ta nie jest metodą właściwą, z uwagi na relatywnie krótką historię działalności GPW oraz relatywnie niski udział rynków kapitałowych w PKB Polski. W związku z powyższym dla określenia premii za ryzyko rynkowe przyjęto podejście uproszczone oparte o sumę premii bazowej dla dojrzałych rynków oraz premii właściwej dla danego kraju. Przyjęto założenie, iż za dojrzały rynek można przyjąć rynek amerykański. Dla oszacowania komponentów premii za ryzyko rynkowe przyjęto w przypadku premii bazowej poziom: 5,0%. Natomiast biorąc pod uwagę rating kredytowy dla Polski i wynikający z tego spread, oraz dane udostępniane przez A. Damodora, przyjęto premię za ryzyko kraju dla Polski na poziomie 1,5%¹⁵.

Ostatecznie stopę zwrotu z kapitału własnego określono na poziomie:

- ➔ Dla SMT SOFTWARE S.A. $3,96\% + 1,1 \times (5,0\% + 1,5\%) = 11,1\%$,
- ➔ Dla GRUPA ADV S.A. $3,96\% + 1,18 \times (5,0\% + 1,5\%) = 11,6\%$.

Jako koszt długu dla GRUPA ADV przyjęto rentowność wyemitowanych przez Spółkę obligacji serii A2, która uwzględniając wartość stopy WIBOR 6M z dnia wyceny oraz premii na poziomie 590 pb wynosi 10,62%.

Na podstawie powyższych założeń średni ważony koszt kapitału spółki GRUPA ADV oszacowano na poziomie 10,5%

W przypadku SMT SOFTWARE S.A. kosztem długu jest teoretyczny koszt po jakim spółka mogłaby w obecnych warunkach rynkowych zaciągnąć dług bankowy po koszcie zbliżonym do kosztu obecnych kredytów, których stroną jest SMT SOFTWARE S.A. W związku z powyższym koszt długu dla spółki SMT SOFTWARE S.A. przyjęto na poziomie 8%. Na podstawie powyższych założeń średni ważony koszt kapitału SMT SOFTWARE S.A. oszacowano na poziomie 9,8%.

4.4. Aspekty metodologiczne wyceny metodą porównań rynkowych

Przy zastosowaniu metody porównań rynkowych (porównawczej, mnożnikowej) podstawowym założeniem jest dobór bazy (wzorca) odpowiedniego dla przedmiotu wyceny, który będzie podstawą braną pod uwagę przy konstrukcji mnożników. Ostatecznie mnożnik pełni funkcję parametru modelu. Ogólną postać modelu można sprowadzić do następującego wzoru:

$$W_p (M) = M_r \times P_e$$

Gdzie:

$W_p (M)$ – wartość przedsiębiorstwa

M_r - mnożnik, skonstruowany na bazie charakterystyki właściwej dla branży bądź grupy spółek porównywalnych

P_e – odpowiednia charakterystyka właściwa dla przedsiębiorstwa, którego wartość jest przedmiotem wyceny.

Podstawowy problem metodologiczny spotykany w procesie wyceny metodą porównawczą sprowadza się do właściwego doboru grupy przedsiębiorstw oraz grupy mnożników. Istotnym czynnikiem jest również dobór parametrów ekonomicznych, które w sposób najbardziej właściwy mogą wpływać na wartość wycenianego przedsiębiorstwa, a które decydują również o wyborze odpowiednich mnożników. Z uwagi na specyfikę prowadzonej przez obie spółki działalności zdecydowano się na zastosowanie następujących wskaźników: wskaźnika **EV / EBITDA** (Enterprise value / Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization) oraz wskaźnika **P / E** (Price/Earnings).

¹⁵ <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/Country Default Spreads and Risk Premiums>