

Wycena wartości godziwej kapitałów własnych Spółki

Topmall Sp. z o.o.

z siedzibą w Warszawie

według stanu na 30.09.2016r.

Maciej Czerwinka
Prezes Zarządu
AVCS Sp. z o.o.

AVCS Sp. z o.o.

ul. Grzybowska 4 lok. 9B

00-131 Warszawa

Tel: (+48 22) 419-20-71/72, Fax: (+48 22) 419-20-79

REGON:141528453, NIP: 525-24-36-685

Warszawa, listopad 2016

Spis treści

1	Wstęp.....	2
1.1	Wprowadzenie	2
1.2	Prezentacja wyników wyceny.....	3
1.3	Uzasadnienie zastosowanych metod wyceny	4
2	Wiadomości ogólne o Spółce	5
2.1	Informacje ogólne.....	5
2.2	Przedmiot podstawowej działalności Spółki	6
3	Informacje rynkowe.....	8
3.1	Rynek e-commerce	8
3.2	Rynek e-commerce dla książki i mediów w Polsce.....	9
4	Wycena metodą mnożników rynkowych.....	11
4.1	Dane przyjęte do wyceny.....	12
5	Wycena metodą mnożników giełdowych.....	13
5.1	Metodologia wyceny metodą giełdowych mnożników rynkowych	13
5.2	Prezentacja spółek podobnych.....	14
5.3	Wyliczenie wartości mnożników giełdowych dla spółek bazowych (podobnych)	15
5.4	Wyniki wyceny wartości godziwej Spółki metodą giełdowych mnożników rynkowych	18
5.4.1	Podmiot krajowy	18
5.4.2	Podmioty zagraniczne	19
6	Wycena metodą transakcyjnych mnożników rynkowych	20
6.1	Przedstawienie transakcji rynkowych stanowiących podstawę wyceny metodą transakcyjnych mnożników rynkowych	20
6.2	Wyniki wyceny wartości godziwej Spółki metodą transakcyjnych mnożników rynkowych	27
6.3	Spis tabel i wykresów	28
7	Załączniki.....	29
7.1	Sprawozdanie finansowe za rok 2015	29
7.2	Bilans oraz rachunek zysków i strat Topmall Sp. z o.o. za okres 01.01.-30.09.2016.....	30
7.3	Założenia przychodowe Topmall Sp. z o.o. za okres 01.01.2016 – 31.12.2017 stanowiących podstawę wyceny	31

1 WSTĘP

1.1 WPROWADZENIE

Niniejszy raport dotyczy oszacowania wartości godziwej kapitałów własnych Spółki Topmall Sp. z o.o. (dalej określanej również jako „Topmall”, „Spółka”) ustalonej w oparciu o wycenę 100% kapitałów własnych Spółki wg stanu na 30.09.2016 r.

Raport został sporządzony przez firmę AVCS Sp. z o.o. z siedzibą w Warszawie (dalej określaną również jako „Wykonawca”, „Wyceniający”) na zlecenie Topmall Sp. z o.o. z siedzibą w Warszawie w celu ustalenia wartości godziwej kapitałów własnych Spółki.

Do wyceny wartości godziwej Spółki Topmall zastosowano metody:

1. metodę mnożników transakcyjnych,
2. metodę mnożników giełdowych.

Podczas prac nad wyceną oparto się na następujących danych i dokumentach, które zostały udostępnione przez Spółkę:

1. sprawozdania finansowe Spółki za rok 2014 oraz 2015,
2. bilans na dzień 30.09.2016 r. oraz rachunek zysków i strat za okres 01.01-30.09.2016 r.,
3. założenia prognostyczne w układzie miesięcznym dla lat 2016-2017,
4. inne materiały analityczne zebrane i przygotowane przez pracowników Spółki.

W trakcie prac nad oszacowaniem wartości godziwej Spółki wykorzystano dostępne dane makroekonomiczne oraz informacje uzyskane od Spółki. Założono, że wszystkie te informacje są prawdziwe i rzetelne oraz odzwierciedlają stan faktyczny oraz najlepszą wiedzę Zarządu co do kształtowania się przyszłych relacji ekonomiczno-finansowych w Spółce.

Zwracamy uwagę, że zakres zleconych nam prac nie obejmował żadnych prac o naturze audytu lub analiz due diligence, w odniesieniu do wszelkich informacji, które były dla nas dostępne i uwzględnione w procesie analizy i wyceny (w tym w odniesieniu do założeń prognostycznych przedstawionych przez Spółkę). W związku z tym, na potrzeby sporządzenia niniejszego raportu założyliśmy, iż otrzymane dane są wystarczająco dokładne i kompletne, by możliwe było sporządzenie wiarygodnej wyceny.

Wycenę sporządzono z należytą rzetelnością, jednak należy zwrócić uwagę na fakt, że wszelkie opracowania dotyczące wyceny podmiotów gospodarczych niosą za sobą ryzyko popełnienia błędu wynikającego z subiektywizmu ocen wyprowadzonych przez Wyceniającego bądź też ocen zawartych w cytowanych materiałach źródłowych, czy też braku wiedzy o zjawiskach i zdarzeniach dotyczących wycenianego podmiotu, a nie przekazanych Wyceniającemu w trakcie zbierania materiałów informacyjnych.

Przedmiotową wycenę Wykonawca sporządził z należytą starannością. Jednakże Wykonawca, ani żaden z członków zespołu dokonującego wyceny nie ponosi odpowiedzialności za jakiegokolwiek błąd i pominięcia w związku z realizacją przedmiotowej wyceny (wyłączając odpowiedzialność za szkodę wyrządzoną umyślnie, jak również na wskutek rażącego niedbalstwa).

Wyliczenia przeprowadzono z pełną dokładnością arkusza kalkulacyjnego, dlatego mogą wystąpić pewne rozbieżności w tabelach prezentujących rezultaty kalkulacji wynikające z zaokrągleń, które nie mają wpływu na poprawność oszacowanej wartości Spółki.

Wycenę sporządzono w tysiącach PLN (tys. PLN) chyba, że inaczej zaznaczono w treści opracowania.

1.2 PREZENTACJA WYNIKÓW WYCENY

Poniższa tabela przedstawia wyniki wyceny wartości godziwej kapitałów własnych Spółki Topmall Sp. z o.o. z siedzibą w Warszawie wg stanu na 30.09.2016 r.

Tabela 1. Wyniki wyceny wartości godziwej kapitałów własnych Spółki Topmall

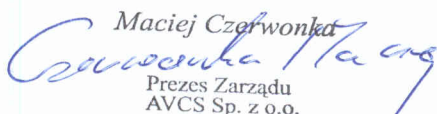
Lp.	Wyszczególnienie	Wartość wyceny na dzień 30.09.2016 r. (tys. PLN)
A.	Wartość godziwa 100% kapitałów własnych Spółki oszacowana metodą giełdowych mnożników rynkowych – na podstawie InBook S.A.	27 371
B.	Wartość godziwa 100% kapitałów własnych Spółki oszacowana metodą giełdowych mnożników rynkowych – na podstawie podmiotów zagranicznych	21 736
C.	Wartość godziwa 100% kapitałów własnych Spółki oszacowana metodą transakcyjnych mnożników rynkowych	29 929
D.	Wagi dla poszczególnych metod wyceny	
1.	Wagi dla wyceny metodą mnożników giełdowych – InBook S.A.	33,33%
2.	Wagi dla wyceny metodą mnożników giełdowych – podmioty zagraniczne	33,33%
3.	Wagi dla wyceny metodą mnożników transakcyjnych	33,33%
E.	Średnia ważona wartość godziwa kapitałów własnych Spółki	26 345

Źródło: Opracowanie własne Wykonawcy na podstawie danych otrzymanych od Spółki

Rekomendowana wartość godziwa kapitałów własnych Spółki Topmall Sp. z o.o. z siedzibą w Warszawie wg stanu na 30.09.2016 r. wynosi:

26 345 tys. PLN

(słownie: dwadzieścia sześć milionów trzysta czterdzieści pięć tysięcy PLN)

Maciej Czerwonka

Prezes Zarządu
AVCS Sp. z o.o.

AVCS Sp. z o.o.
ul. Grzybowska 4 lok. 9B
00-131 Warszawa
Tel: (+48 22) 419-20-71/72, Fax: (+48 22) 419-20-79
REGON:141528453, NIP: 525-24-36-685

Prognozowany na najbliższe lata model prowadzenia przez Spółkę biznesu zakłada osiągnięcie progu rentowności na poziomie operacyjnym w grudniu 2017 r. (przy zakładanej wysokiej dynamice sprzedaży). Do tego momentu Spółka planuje ujemną rentowność operacyjną, co przy obecnych ujemnych kapitałach własnych wskazuje na konieczność pozyskania środków finansowych na finansowanie bieżącej działalności operacyjnej. Brak pozyskania takiego finansowania może znacząco utrudnić osiągnięcie zakładanych celów rozwojowych, a tym samym obniżyć atrakcyjność inwestycyjną Spółki w oczach potencjalnych inwestorów rynkowych, co w konsekwencji może doprowadzić do znaczącego obniżenia wartości godziwej kapitałów własnych Spółki. Przedmiotowa wycena zakłada pozyskanie środków finansowych na sfinansowanie rozwoju Spółki oraz dalszy jej szybki rozwój.

1.3 UZASADNIENIE ZASTOSOWANYCH METOD WYCENY

Do wyceny wartości godziwej 100% kapitałów własnych Spółki przyjęto dwie metody:

- transakcyjnych mnożników rynkowych,
- giełdowych mnożników rynkowych.

Wybrane metody reprezentują podejścia porównawcze (rynkowe). Biorąc pod uwagę liczbę podmiotów podobnych notowanych na rynkach giełdowych oraz dostępność danych, metody te umożliwiają wiarygodne ustalenie wartości godziwej wycenianej Spółki.

Wybrane metody wyceny umożliwiają zatem właściwą rekomendację wartości godziwej Spółki będącej przedmiotem wyceny.

Wykonawca rekomenduje przyjęcie dla metody:

- giełdowych mnożników rynkowych – oszacowanych na podstawie danych Spółki InBook S.A. wagi na poziomie 33,33%,
- giełdowych mnożników rynkowych – oszacowanych na podstawie podmiotów zagranicznych wagi na poziomie 33,33%.
- mnożników transakcyjnych - wagi na poziomie 33,33%.

2 WIADOMOŚCI OGÓLNE O SPÓŁCE

2.1 INFORMACJE OGÓLNE

FIRMA SPÓŁKI:

TOPMALL SPÓŁKA Z OGRANICZONA ODPOWIEDZIALNOSCIA

ADRES SIEDZIBY SPÓŁKI:

ul. Matuszewska 14, 03-876 Warszawa

NUMER IDENTYFIKATORA GUS:

Nr REGON 142799272

NUMER IDENTYFIKACYJNY PODATNIKA PODATKU OD TOWARÓW I USŁUG:

Nr NIP 5272647706

DATA REJESTRACJI SPÓŁKI:

Spółka została wpisana do Krajowego Rejestru Sądowego prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS: 0000377830

KAPITAŁ PODSTAWOWY SPÓŁKI:

Kapitał zakładowy Spółki wynosi 764 450,00 PLN i dzieli się na 15 289 równych i niepodzielnych udziałów o wartości nominalnej 50,00 PLN każdy.

Tabela 2. Struktura własnościowa Spółki na 30.09.2016 r.

Nazwa	Ilość akcji/udziałów	Wartość akcji/udziałów
DATAMILL INVESTMENTS LIMITED	8 550	427 500,00
TOPMALL AG	2 850	142 500,00
Dominik Ostrowski	600	30 000,00
Adam Jarmicki	771	38 550,00
Fryda Marcin	2 518	125 900,00
RAZEM	15 289	764 450,00

Źródło: Opracowanie własne Wykonawcy na podstawie danych otrzymanych od Spółki

2.2 PRZEDMIOT PODSTAWOWEJ DZIAŁALNOŚCI SPÓŁKI

Topmall jest polską firmą, która od ponad czterech lat zajmuje się działalnością e-commerce na rynku ukraińskim. Prowadzi tam, w modelu cross-border sklep internetowy – topmall.ua, dostarczając na rynek ukraiński produkty z Unii Europejskiej.

Spółka w okresie zarządzania przez poprzedniego akcjonariusza jeszcze w 2014 roku generowała 3 000 zamówień miesięcznie. W związku z pogorszeniem sytuacji politycznej i makroekonomicznej na Ukrainie w 2014 spółka zmuszona była do ograniczenia skali działalności. Obecnie Spółka podejmuje działania ukierunkowane na odbudowę sprzedaży.

W Polsce Topmall od marca 2016 roku prowadzi sklep merlin.pl. Zgodnie z umową o długoterminowej współpracy handlowej zawartą 27 listopada 2015 roku ze spółką Magus S.A. (dawniej Merlin.pl S.A.), spółka Topmall wydzierżawiła na 10 lat znak towarowy, bazę danych klientów oraz domeny internetowe, w tym główną domenę „merlin.pl”.

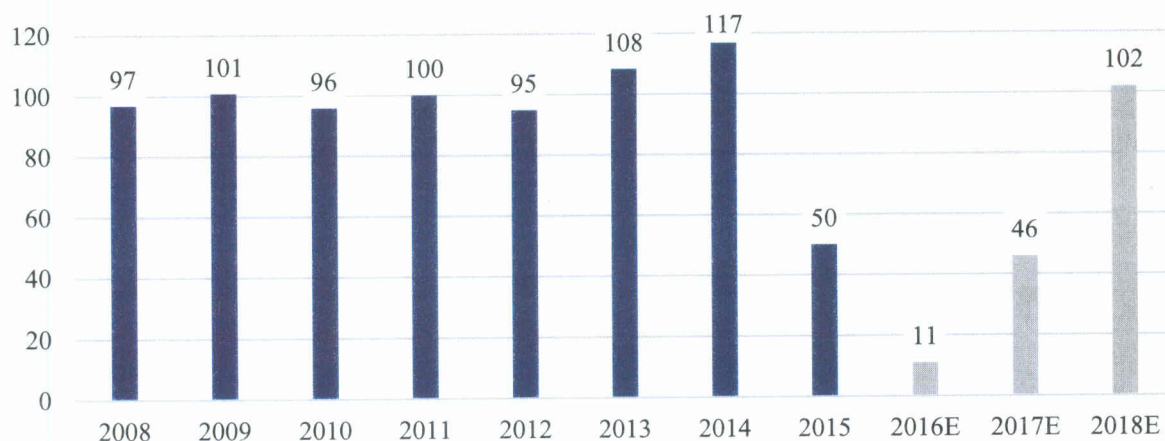
Serwis Merlin.pl istnieje od 1999 roku. Zaczynał jako księgarnia internetowa z niewielkim asortymentem książek. Szybko jednak stał się dużym sklepem internetowym oferującym ponad 200 tys. produktów i posiadającym ponad 3 miliony zarejestrowanych klientów.

Topmall będzie mógł sprzedawać na Merlin.pl wybrane towary i usługi. W zamian ma wносить opłatę licencyjną oraz czynsz dzierżawy.

Według badań firmy Smartscope przeprowadzonych na zlecenie Topmall w lutym 2016 roku, markę merlin.pl rozpoznaje 63 proc. internautów.¹

Obecnie spółka realizuje strategię rozwoju na krajowym rynku, której celem jest szybka odbudowa wartości sprzedaży w modelu e-commerce w oparciu o dzierżawione aktywa niematerialne do poziomów wcześniej osiągniętych przez spółkę Merlin.pl S.A. Poniżej zaprezentowano osiągnięte i prognozowane przychody, wyłącznie w oparciu o funkcjonowanie serwisu merlin.pl.

Wykres 1. Przychody historyczne i prognozowane dla Merlin.pl (mln zł)



Źródło: Na podstawie danych otrzymanych od Spółki

Zgodnie z aktualnymi prognozami, wartość sprzedaży całej Spółki osiągnie w latach 2016-2017 wartość odpowiednio: 14,0 mln PLN oraz 60,3 mln PLN.

¹ Źródło: <http://www.topmall.pl/#txt-1col-76948>, data dostępu: 25.10.2016 r.

Topmall chce "wyprowadzić markę Merlin.pl na prostą" oraz odbudowywać zaufanie klientów i dostawców implementując strategię rozwoju, która ograniczałaby ryzyko operacyjne oraz inwestycyjne. Docelowy model biznesowy Spółki zakłada istotne różnice w stosunku do modelu biznesowego realizowanego wcześniej przez poprzedniego akcjonariusza spółki Merlin.pl S.A. tj.:

- zmniejszenie struktury zatrudnienia z ok. 240 do 50-60 etatów;
- outsourcing magazynów oraz serwerów;
- bazowanie na działaniach marketingowych o wysokiej wydajności, w tym reklama telewizyjna;
- rezygnacja z własnych punktów odbioru zamówionych towarów na rzecz współpracy z zewnętrznymi podmiotami (w tym RUCH);
- minimalizacja ryzyka zakupowego towarów na zapas (własne zapasy mają stanowić do 25% ich wartości, pozostała część zabezpieczona będzie w modelu o4o);
- stopniowe rozbudowanie asortymentu o komplementarne produkty, w tym produkty dla kobiet.

3 INFORMACJE RYNKOWE

3.1 RYNEK E-COMMERCE

E-commerce, nazywany również e-handlem oraz handlem elektronicznym polega na posługiwaniu się urządzeniami IT w procesie dokonywania zakupów. Samo zamówienie odbywa się w trybie online, natomiast doręczenie oraz zapłata mogą odbywać się zarówno za pośrednictwem sieci, jak i poza nią.

Jak wynika z informacji przygotowanych przez Sociomantic Labs wartość rynku handlu internetowego w Polsce wzrosła o 15 proc. i osiągnie wartość 35,8 mld złotych, a w 2020 roku przekroczy poziom 63 mld zł. Z kolei liczba sklepów internetowych w naszym kraju wzrosła o 7 proc. i przekroczy poziom 23,5 tysiąca, a w 2020 ponad 30 tysięcy. To ponad 6 razy więcej niż w 2006 roku i dwa razy tyle, co w roku 2010. Mimo tak dużej liczby sklepów internetowych, nadal 1/3 właścicieli tradycyjnych sklepów wyraża chęć rozpoczęcia sprzedaży internetowej.

Do najbardziej popularnych form e-commerce należą serwisy aukcyjne i ogłoszeniowe oraz sklepy internetowe. Liderami w tym zakresie na rynku polskim są Allegro, OLX, Zalando, eBay oraz Ceneo. Jeśli zaś chodzi o najczęściej wybierane kategorie produktów nabywanych za pomocą sieci, zalicza się do nich przede wszystkim odzież, akcesoria i dodatki, książki, płyty, filmy, a także telefony, smartfony, tablety, akcesoria GSM oraz sprzęt RTV/AGD.

Niewątpliwie, głównym czynnikiem wpływającym na pozytywne zmiany na rynku e-commerce był występujący nieprzerwanie na przestrzeni ostatnich lat postęp technologiczny, który przyczynił się do wzrostu liczby osób korzystających z sieci stanowiących już 76,6% populacji w Polsce. W efekcie rozpowszechnieniu uległo robienie zakupów przez Internet, których fakt zaistnienia deklaruje prawie połowa internautów, z których 10% kupuje w zagranicznych sklepach internetowych.

Według ekspertów z Sociomantic Labs do działań w największym stopniu stymulujących i wpływających na wzrost rynku oraz przychody podmiotów tam działających, tj. sklepów internetowych oraz e-biznesów można zaliczyć:

- personalizacja,
- programmatic buying,
- loyality i CRM,
- omnichannel i cross devices,
- M-commerce, w tym płatności mobilne,
- full funnel.

Jako umiarkowane stymulatory wymieniono:

- marketing 3.0 – predictive marketing, attribution i reklama natywna,
- handel transgraniczny,
- dostawa tego samego dnia (Same-Day Delivery),
- social commerce,
- software as a service (SaaS),
- AdBlock.

Postępujący rozwój technologiczny oraz zmiany przyzwyczajzeń konsumentów sprawiają, że z roku na rok rośnie liczba osób robiących zakupy przez Internet. Jak pokazują estymacje praktyków i ekspertów, do końca dekady wartość rynku e-commerce w Polsce podwoi się i będzie bliska 10 proc. udziału w całym handlu. Jeszcze bardziej imponujące prognozy deklarują europejscy eksperci, szacując że już w 2020 roku e-zakupy będą odpowiadać nawet za 45 proc. przychodów ze sprzedaży ogółem w Europie. Dlatego też przedsiębiorcy chcący wygrać w wyścigu o klienta powinni stawiać na innowacyjne rozwiązania i technologie, które stają się kluczem do osiągnięcia celów biznesowych.

Wśród osób dokonujących zakupów w sieci nieznacznie przeważają kobiety oraz dominują osoby w przedziałach wiekowych 15-24 oraz 35-49 lat, stanowiąc łącznie 60% wszystkich osób kupujących przez Internet. Głównymi zaletami korzystania z handlu elektronicznego wymienianymi przez internautów są:

- wygoda,
- bardziej atrakcyjne ceny,
- oszczędność czasu,
- większy wybór produktów.

Rozwojowi rynku e-commerce sprzyjał wzrost zaufania internautów do tej formy robienia zakupów dzięki rozpowszechnieniu możliwości sprawdzenia opinii o danym sklepie. W ostatnich latach na ogólną dostępność do baz opinii o sklepach zajmujących się sprzedażą internetową zwracana jest szczególna uwaga, na co wskazuje chociażby liczba odsłon na niezależnym serwisie Opineo.pl zajmującym się zbieraniem i udostępnianiem tego rodzaju opinii, która sięga miesięcznie średnio 2,5 miliona.

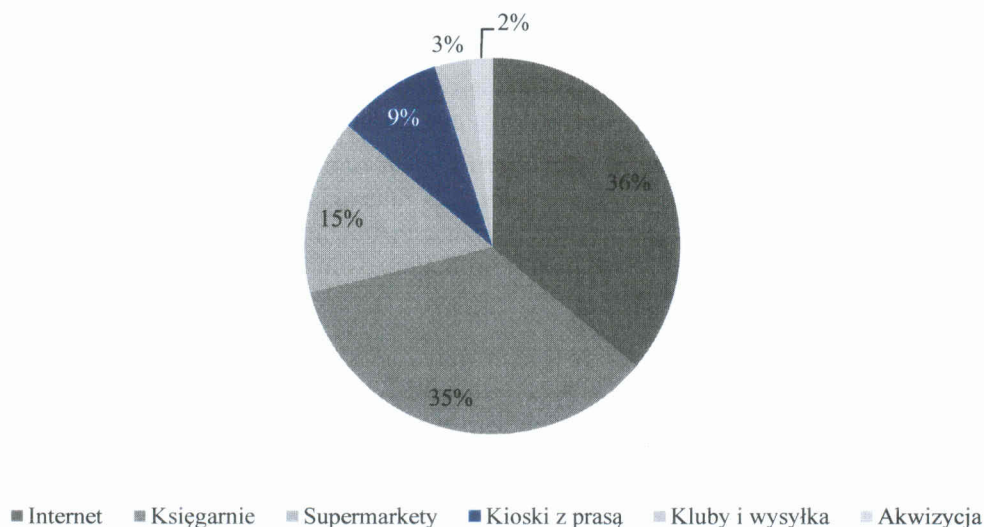
Badania przeprowadzone przez Gemius wskazują, że wciąż połowa internautów nie kupuje przez Internet. Wśród nich dominują osoby starsze, mieszkające na wsi oraz o złej sytuacji materialnej. Powodami, dla których internauci wstrzymują się z dokonaniem zakupów w sieci są głównie:

- konieczność ponoszenia kosztów dostawy,
- czas oczekiwania na dostarczenie zakupów,
- potrzeba kontaktu fizycznego z produktem,
- obawa o bezpieczeństwo dokonanych transakcji.

3.2 RYNEK E-COMMERCE DLA KSIĄŻKI I MEDIÓW W POLSCE

Internetowa sprzedaż książek jest jednym z niewielu kanałów dystrybucyjnych książki drukowanej, który odnotował stały wzrost wartości w ostatnich latach. Jak wynika z danych Instytutu Książki, sprzedaż kanałem Internetowym w 2014 roku stanowiła ponad 36% udziału w rynku.

Wykres 2 Udział poszczególnych kanałów w sprzedaży książek w Polsce w 2014r.

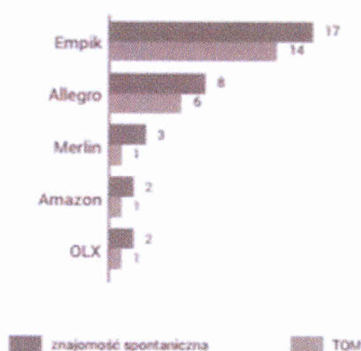


Źródło: Rynek książki w Polsce w 2015r., Instytut Książki

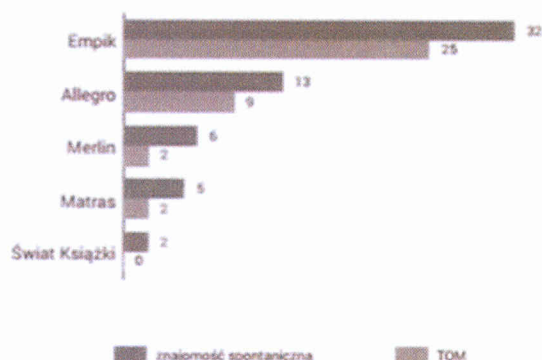
Księgarnie internetowe oferują nie tylko nowe tytuły, ale także tytuły nie będące już w ofercie księgarskiej. Przychód ze sprzedaży internetowej w 2014 roku wyniósł 835 mln zł. Do najbardziej rozpoznawalnych według Instytutu Książki można zaliczyć: matras.pl, merlin.pl, gandalf.com.pl, empik.pl, helion.pl, taniaksiążka.pl, ravelo.pl, inBook.pl, bonito.pl czy pwn.pl.

Według badania przeprowadzonego przez firmę Gemius liderami spontanicznej znajomości serwisów internetowych sprzedających multimedia w formie elektronicznej (aplikacje, e-booki itp.) są Empik (17%), Allegro (8%) oraz Merlin (3%). Te trzy marki osiągnęły także najwyższe wyniki w przypadku pytania o znajomość serwisów internetowych sprzedających multimedia w formie tradycyjnej (książki, płyty itp.) zdobywając odpowiednio 32% (Empik), 13% (Allegro) i 6% (Merlin).

Wykres 3. Znajomość spontaniczna serwisów internetowych sprzedających multimedia w formie elektronicznej (aplikacje, e-booki itp.)



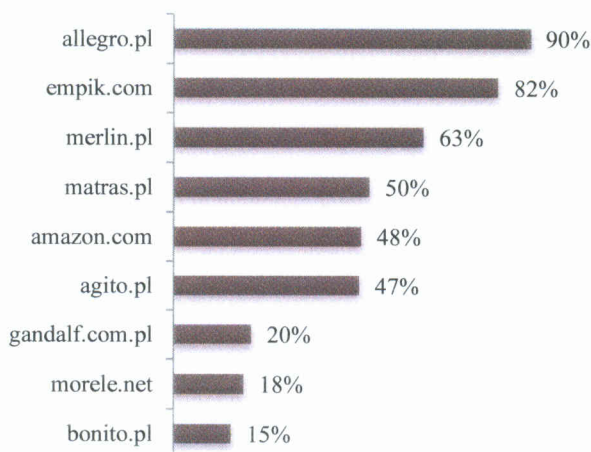
Wykres 4. Znajomość spontaniczna serwisów internetowych sprzedających multimedia w formie tradycyjnej (książki, płyty itp.)



Źródło: E-commerce w Polsce 2016 Gemius dla e-Commerce Polska

Natomiast wspomagana świadomość marki kształtuje się następująco:

Wykres 5 Znajomość wspomagana marek serwisów internetowych sprzedających multimedia



Źródło: Smartscope server conducted on 800 internauts, Feb '2016

4 WYCENA METODĄ MNOŻNIKÓW RYNKOWYCH

W ramach wyceny podmiotów gospodarczych metodą mnożników rynkowych stosowane są dwa podstawowe podejścia:

- Metoda giełdowych mnożników rynkowych, która pozwala określić wartość rynkową wycenianego przedsiębiorstwa poprzez porównywanie go do podobnych spółek, których akcje notowane są na giełdach papierów wartościowych. Analiza właściwych mnożników pozwala określić oczekiwania i percepcję inwestorów, a co za tym idzie wyznaczyć wartość rynkową wycenianego przedsiębiorstwa. Po zidentyfikowaniu i wyborze porównywalnych spółek dokonywana jest analiza ich wielkości, potencjału wzrostu, sytuacji finansowej a także szeregu innych czynników, które mogą mieć wpływ na kształtowanie się cen ich akcji.
- Metoda transakcyjnych mnożników rynkowych, która pozwala określić wartość rynkową wycenianego przedsiębiorstwa poprzez porównanie go z innymi podobnymi podmiotami, których akcje/udziały były przedmiotem transakcji kupna/sprzedaży. W oparciu o historyczne ceny transakcyjne pakietów, jakie akcje/udziały tych spółek uzyskały, metoda ta pozwala oszacować rynkową wartość analizowanego przedsiębiorstwa.

Wartość kapitałów własnych Spółki została oszacowana na podstawie obydwu powyżej wymienionych metod.

Możliwość uzyskania dużej liczby wiarygodnych danych w dostępnych bazach danych na temat transakcji kupna/sprzedaży pakietów udziałów/akcji niepublicznych podmiotów podobnych do wycenianej Spółki była ograniczona. Przedmiotową wycenę oparto na wybranych podmiotach w największym stopniu podobnych do Spółki. W trakcie prac wzięto pod uwagę transakcje, które hipotetycznie mogłyby posłużyć za podstawę oszacowania wartości Spółki, nie mniej jednak wnikliwa analiza wpłynęła na ich pominięcie w procedurze wyceny, co zostało w przedmiotowym dokumencie opisane.

Ponadto ze względu na znajdujący się w fazie rozwoju rynek e-commerce w Polsce wycena metodą mnożników rynkowych została przeprowadzona w podziale na podmioty funkcjonujące na rynku Polskim (w oparciu o InBook S.A.) oraz na rynkach zagranicznych.

4.1 DANE PRZYJĘTE DO WYCENY

Tabele poniżej prezentują wybrane założenia finansowe stanowiące podstawę wyceny:

Tabela 3. Pakiet udziałów podlegający wycenie

Lp.	Wyszczególnienie	Wartości
1	Ogólna liczba akcji/udziałów Spółki	15 289
2	Liczba akcji/udziałów podlegająca wycenie	15 289
3	Procent akcji/udziałów Spółki podlegający wycenie	100,00%

Źródło: Opracowanie własne Wykonawcy na podstawie danych otrzymanych od Spółki

Wycenę przeprowadzono w oparciu o dostarczone przez Spółkę dokumenty i informacje obejmujące:

- Bilans oraz Rachunek Zysków i Strat okres 01.01.2016- 30.09.2016 r. oraz
- prognozowane dane na IV kwartał 2016 oraz na lata 2017-2018.

Ze względu na to, że Spółka w roku 2015 wydzierżawiła znak towarowy, bazę danych klientów oraz domenę internetową „merlin.pl” oraz rozpoczyna działalność z przywróceniem domeny merlin.pl na rynek, zasadnym było zastosowanie do wyceny danych z wykonania za okres od czerwca do września roku 2016 oraz danych prognozowanych dla kolejnych ośmiu miesięcy (01.10.2016 r.- 31.05.2017 r.). Dodatkowo ze względu na zakładaną wysoką dynamikę sprzedaży, dla celów wyceny przyjęto niższą dynamikę sprzedaży w stosunku do założeń Spółki.

Ze względu na ograniczoną ilość podmiotów będących porównywalnych do wycenianej Spółki oraz w związku z ujemnymi wynikami finansowymi realizowanymi przez grupę podmiotów porównywalnych do wyliczenia mnożników wykorzystano wielkości dotyczące przychodów ze sprzedaży.

Poniżej przedstawiono dane odpowiadające średniej wartości uzyskiwanych przez Spółkę wyników.

Tabela 4. Dane finansowe przyjęte do wyceny wartości godziwej kapitałów własnych Spółki Topmall (tys. PLN)

Lp.	Wyszczególnienie	Okres 12 miesięcy
1	Przychody ze sprzedaży Spółki za 12 miesięcy	25 256

Źródło: Opracowanie własne Wykonawcy na podstawie danych otrzymanych od Spółki

5 WYCENA METODĄ MNOŻNIKÓW GIEŁDOWYCH

5.1 METODOLOGIA WYCENY METODĄ GIEŁDOWYCH MNOŻNIKÓW RYNKOWYCH

Wycena metodą giełdowych mnożników rynkowych polega na wykorzystaniu do celów wyceny relacji ekonomicznych (wskaźników, mnożników) ukształtowanych na rynku kapitałowym danego kraju w wyniku powtarzających się transakcji kupna-sprzedaży całości lub części (udziałów, akcji) przedsiębiorstw. Wskaźniki określają najczęściej relacje wartości rynkowej kapitału przedsiębiorstw do wartości ekonomicznej, charakteryzującej efekty działalności tych przedsiębiorstw. Inaczej mówiąc, przy zastosowaniu metody wskaźników giełdowych wartość przedsiębiorstwa określa się pośrednio, na podstawie jego porównania z innymi, podobnymi podmiotami gospodarczymi.

Procedura wykorzystania metody wskaźników giełdowych do wyceny przedsiębiorstwa polega na:

- dokonaniu wyboru wskaźnika (lub ich grupy) będącego podstawą wyceny,
- znalezieniu grupy przedsiębiorstw o charakterystyce zbliżonej do wycenianego,
- wyznaczeniu dla wycenianej firmy wielkości będącej podstawą wybranego mnożnika (wielkość ekonomiczna wyrażająca efekt działalności),
- ustaleniu wartości przedsiębiorstwa przez przemnożenie tej wielkości przez poziom mnożnika w porównawczej grupie przedsiębiorstw.

W niniejszym opracowaniu wycena metodą wskaźników giełdowych została sporządzona w oparciu o wskaźnik **ceny akcji/udziału do wartości sprzedaży przypadającej na jedną akcję/udziału**.

$$V_o = \left[\frac{P}{S} \right]_b * S_o, \text{ gdzie}$$

V_o - rynkowa/godziwa wartość kapitału własnego,

$\left[\frac{P}{S} \right]_b$ - wartość wskaźnika dla spółek porównywalnych,

S_o - sprzedaż za 4 kwartały wycenianej Spółki przyjęte na potrzeby wyceny.²

² W przedmiotowej procedurze wyceny posłużono się częściowymi danymi prognozowanymi (4.1)

5.2 PREZENTACJA SPÓŁEK PODOBNYCH

Wycenę metodą mnożników giełdowych dokonano wg wskaźników charakterystycznych dla spółek podobnych (działających w tej samej branży co wyceniany podmiot) notowanych na rynkach giełd światowych.

Rynek krajowy:

Firma InBook S.A. powstała w 2001 roku jako spółka z ograniczoną odpowiedzialnością. Firmie od początku powstania przyświeca myśl o kształtującej się w Polsce społeczności internetowej, idea szybkiego i łatwego dostępu do poszukiwanych towarów lub usług za pośrednictwem sieci www. W 2008 roku firma została przekształcona w spółkę akcyjną. Spółka zarządza przedsięwzięciami, które już są rentowne, a wraz z ich dalszym rozwojem oczekujemy wzrostu satysfakcji zarówno Klientów jak i Akcjonariuszy. Jednym z pierwszych typowo autorskich projektów jest obecnie prowadzona przez Spółkę księgarnia, która zajmuje czołowe miejsce w internetowej sprzedaży książek. W swojej ofercie posiada największą na rynku księgarskim ilość pozycji i są to nie tylko książki, lecz również płyty z muzyką cd, filmy dvd jak również inny asortyment. W Rankingu Sklepów Internetowych Tygodnika "Wprost" oraz portalu Money, cztery lata z rzędu (2005, 2006, 2007, 2008) serwis InBook.pl znalazł się na medalowych pozycjach.

Rynek zagraniczny:

CafePress Inc. jest sklepem internetowym posiadającym w swojej ofercie zindywidualizowane produkty w zakresie różnych prezentów i akcesoriów, w tym koszulek i odzieży, kubków, towarów gospodarstwa domowego. Spółka prowadzi swoją działalność na swojej podstawowej domenie w Stanach Zjednoczonych, a także działa na rynkach Wielkiej Brytanii, Kanadzie i Australii. Sprzedaje również markowe produkty CafePress za pośrednictwem innych partnerów handlowych prowadzących biznes internetowy.

Zooplus to największy w Europie internetowy sklep zoologiczny, oferujący swoim klientom ponad 8.000 artykułów dla zwierząt - obecny w 28 krajach. Asortyment to karmy dla psów, kotów, królików, chomików, ptaków i innych zwierząt. Oferuje również szeroką gamę akcesoriów.

Sportamore Publ AB jest szwedzką firmą sprzedającą sprzęt sportowy za pośrednictwem Internetu. Spółka oferuje takie kategorie produktów, jak buty: dla dzieci, buty piłkarskie, buty golfowe, sandały, tenisówki, buty do biegania i buty zimowe, ubrania obejmujące: spodnie, rękawice, kurtki, spodenki, sukienki, koszulki i rajstopy. Ponadto Spółka oferuje sprzęt obejmujący: okulary, zegarki, rakietki tenisowe itp.. Firma oferuje produkty takich marek jak: Adidas, Bjorn Borg, Converse, Hummel, Nike, Peak Performance, Puma, Reebok, Salomon, The North Face, Tretorn, Umbro i WeSC.

Spółki, których nie uwzględniono ostatecznie w procesie wyceny, ze względu na: skalę działalności, wartość kapitalizacji, odmienny model funkcjonowania, istotnie wyższą marżę handlową, dodatnią rentowność operacyjną, czy inny etap rozwoju odbiegający istotnie od obecnej i planowanej w najbliższym okresie charakterystyki i sytuacji Spółki:

Wayfair Inc. (Wayfair) oferuje przeglądanie, merchandising, poznawanie nowych produktów i cen dla szerokiej gamy produktów od dostawców różnych marek, w tym Wayfair.com, Joss & Main, allmodern, DwellStudio i Birch Lane. Firma oferuje szeroką gamę mebli, wyposażenia wnętrz i dekoracji. Spółka Wayfair.com jest marką masową, która koncentruje się na oferowaniu pełnej gamy wyposażenia wnętrz i wystroju.

Lands'End, Inc. ("Lands End Lands") jest wielokanałowym sprzedawcą odzieży, akcesoriów i obuwia, a także produktów do domu. Spółka oferuje produkty poprzez katalogi, a także internet - www.landsend.com. Segment bezpośredni sprzedaje produkty za pośrednictwem e-commerce -stron międzynarodowych. Segment detaliczny prowadzi również sprzedaż

produktów i usług przez sklepy na terenie Stanów Zjednoczonych za pośrednictwem placówek własnych oraz międzynarodowych sieci.

Overstock.com, Inc. jest sklepem internetowym oferującym szeroką gamę towarów, w tym meble, elementy wystroju domu, pościel i wyposażenie łazienek, biżuterie i zegarki, odzież i dodatki znanych projektantów, produkty w zakresie ochrony zdrowia i urody, elektronikę i komputery, a także artykuły sportowe. Spółka prowadzi działalność poprzez dwa segmenty: bezpośredni oraz partnerów. Jej bezpośrednią działalność obejmuje sprzedaż do odbiorców indywidualnych i przedsiębiorstw. Do biznesu partnerskiego Spółka sprzedaje towary od producentów, dystrybutorów i innych dostawców. Sprzedaje te produkty za pośrednictwem swoich stron internetowych znajdujących się w www.overstock.com, www.o.co i www.o.biz.

Duluth Holdings Inc. to marka odzieży casualowej, odzieży roboczej i dodatków sprzedawanych za pośrednictwem własnych kanałów bezpośrednich i detalicznych. Asortyment produktów firmy obejmuje koszule, spodnie, bieliznę, odzież wierzchnią, obuwie, akcesoria i wyroby twarde. Firma oferuje szeroką gamę produktów, takich jak koszule Longtail T, bieliznę Buck Naked i spodnie robocze Fire Hose.

boohoo.com plc jest spółką holdingową. Spółka sprzedaje pod własną marką odzież, obuwie i akcesoria za pośrednictwem stron internetowych boohoo.com. Spółka ma siedziby w Wielkiej Brytanii, Irlandii i Australii i sprzedaje swoje produkty w ponad 100 krajach.

Asos PLC Spółka posiada szeroką ofertę produktów związanych z modą. Segmenty spółki obejmują Wielką Brytanie, USA, UE. Spółka sprzedaje ponad 85.000 markowych i własnych produktów za pośrednictwem lokalnych rozwiązań mobilnych i internetowych. Oferuje produkty obejmujące odzież damską i męską, obuwie i akcesoria, wraz z biżuterią i kosmetykami.

Zalando SE to niemiecki internetowy sprzedawca butów i odzieży. Spółka oferuje asortyment dla kobiet, mężczyzn i dzieci. Jej asortyment obejmuje szeroką gamę obuwia, odzieży, akcesoriów, kosmetyków i artykułów sportowych z ponad 1500 marek. Zalando SE oferuje również bezpłatną wysyłkę i politykę długich zwrotów (100 dni). Produkty spółki można nabyć za pośrednictwem komputerów stacjonarnych, tabletów i smartfonów w około 15 krajach europejskich.

5.3 WYLICZENIE WARTOŚCI MNOŻNIKÓW GIEŁDOWYCH DLA SPÓŁEK BAZOWYCH (PODOBNYCH)

Dla spółek bazowych dokonano wyliczenia mnożników giełdowych na podstawie:

- kapitalizacji wartości spółek na podstawie średnich ważonych wolumenem kursów akcji z okresu 25.07.2016-24.10.2016 roku.
- publikowanych przez spółki aktualnych sprawozdań finansowych na dzień wyceny.

Wyliczenie wartości poszczególnych wskaźników dla spółek bazowych przedstawiają poniższe tabele:

Tabela 5. Wartość rynkowa kapitału własnego spółek bazowych

Lp.	Wyszczególnienie	Siedziba podmiotu podobnego (kraj)	Giełda, na której notowany jest podmiot podobny (nazwa, kraj)	Daty sporządzenia sprawozdań finansowych spółek	Waluta notowań giełdowych i danych finansowych	Kapitalizacja rynkowa (w tys. waluty notowań)	Indywidualna korekta za wielkość
InBook S.A. – pomiot krajowy							
1	InBook S.A.	Polska	GPW	30.06.2016 r.	PLN	4 183	0%
Podmioty zagraniczne							
2	CafePress	USA	NASDAQ	30.06.2016	USD	50 792	-10%
3	zooplus AG (DB:ZO1)	Germany	DB	12/31/2015	EUR	893 572	-15%
4	Sportamore AB (publ) (OM:SPOR)	Sweden	OM	12/31/2015	SEK	485 333	-10%

Źródło: Opracowanie własne Wykonawcy na podstawie danych otrzymanych od Spółki

Tabela 6. Dane finansowe spółek bazowych na dzień sporządzenia raportu finansowego oraz kalkulacja giełdowych mnożników rynkowych

Lp.	Wyszczególnienie	Kapitalizacja rynkowa (w tys. waluty notowań)	Sprzedaż za ostatnie 12 m-cy lub ostatni rok obrotowy (w tys. waluty notowań)	P/S
1	InBook S.A.	4 183	4 108	1,02
I	Wartość wskaźników bazowych (mediana)			1,02
InBook S.A. – pomiot krajowy				
1	CafePress	50 792	97 087	0,47
2	zooplus AG (DB:ZO1)	893 572	739 000	1,03
3	Sportamore AB (publ) (OM:SPOR)	485 333	542 000	0,81
II	Wartość wskaźników bazowych (mediana)			0,81

Źródło: Opracowanie własne Wykonawcy na podstawie danych otrzymanych od Spółki

5.4 WYNIKI WYCENY WARTOŚCI GODZIWEJ SPÓŁKI METODĄ GIEŁDOWYCH MNOŻNIKÓW RYNKOWYCH

Ustalając wagi dla mnożników rynkowych kierowano się podstawowymi kryteriami, jakie potencjalni inwestorzy biorą pod uwagę w swych decyzjach inwestycyjnych tj.:

- zdolność Spółki do generowania zysku,
- zdolność Spółki do generowania strumieni pieniężnych z działalności operacyjnej,
- rentowność Spółki na podstawowej działalności operacyjnej,
- posiadany rynek oraz zdolność do generowania przyszłych dochodów,
- potencjał majątkowy do generowania przyszłych dochodów.

5.4.1 PODMIOT KRAJOWY

Wyniki wyceny metodą giełdowych mnożników prezentują poniższe tabele:

Tabela 7. Wyniki wyceny wartości godziwej 100% kapitałów własnych Spółki dla poszczególnych mnożników giełdowych (wartości w tys. PLN)

L.p.	Wyszczególnienie	P/S
1	Waga wskaźnika	100%
2	Wartość wskaźnika	1,02
3	Wartość godziwa Spółki wg poszczególnych mnożników przed korektami z tytułu płynności, kontroli i wielkości	25 761
4	Korekta z tytułu dyskonta za niepłynność wycenianej Spółki*	-15%
5	Korekta z tytułu premii za kontrolę**	25%
6	Wartość godziwa Spółki wg poszczególnych mnożników po korektach z tytułu płynności i kontroli	27 371

Źródło: Opracowanie własne Wykonawcy na podstawie danych otrzymanych od Spółki

* - ze względu na fakt, że wyceniana Spółka jest podmiotem nienotowanym na rynku publicznym, a wyznaczone mnożniki rynkowe zostały ustalone dla podmiotów, których akcje notowane są na rynku giełdowym, należy dokonać korekty z tytułu braku płynności akcji/udziałów wycenianej Spółki.

** - ze względu na fakt, że wyceniany pakiet to 100% kapitałów własnych Spółki, należy dokonać korekty z tytułu kontroli.

5.4.2 PODMIOTY ZAGRANICZNE

Wyniki wyceny metodą giełdowych mnożników prezentują poniższe tabele:

Tabela 8. Wyniki wyceny wartości godziwej 100% kapitałów własnych Spółki dla poszczególnych mnożników giełdowych (wartości w tys. PLN)

L.p.	Wyszczególnienie	P/S
1	Waga wskaźnika	100%
2	Wartość wskaźnika	0,81
3	Wartość godziwa Spółki wg poszczególnych mnożników przed korektami z tytułu płynności, kontroli i wielkości	20 457
4	Korekta z tytułu dyskonta za niepłynność wycenianej Spółki*	-15%
5	Korekta z tytułu premii za kontrolę**	25%
6	Wartość godziwa Spółki wg poszczególnych mnożników po korektach z tytułu płynności i kontroli	21 736

Źródło: Opracowanie własne Wykonawcy na podstawie danych otrzymanych od Spółki

* - ze względu na fakt, że wyceniana Spółka jest podmiotem nienotowanym na rynku publicznym, a wyznaczone mnożniki rynkowe zostały ustalone dla podmiotów, których akcje notowane są na rynku giełdowym, należy dokonać korekty z tytułu braku płynności akcji/udziałów wycenianej Spółki.

** - ze względu na fakt, że wyceniany pakiet to 100% kapitałów własnych Spółki, należy dokonać korekty z tytułu kontroli.

6 WYCENA METODĄ TRANSAKCYJNYCH MNOŻNIKÓW RYNKOWYCH

6.1 PRZEDSTAWIENIE TRANSAKCJI RYNKOWYCH STANOWIĄCYCH PODSTAWĘ WYCENY METODĄ TRANSAKCYJNYCH MNOŻNIKÓW RYNKOWYCH

Dla porównywalnych transakcji przeprowadzonych na rynku dokonano wyliczenia wskaźników na podstawie:

- dostępnych danych finansowych w zakresie ceny zrealizowanych transakcji kupna-sprzedaży,
- sprawozdań finansowych za okres pełnego roku obrotowego przypadającego na datę sprzedaży, lub ze względu na brak dostępności danych z roku poprzedzającego przeprowadzenie transakcji.

Charakterystyka transakcji porównywalnych:

Transakcja 1:

Nazwa firmy nabywanej:	Gandalf Sp. z o.o.
Nazwa firmy przejmującej:	NFI Empik Media & Fashion SA
Wartość transakcji:	12 043 500,00 zł ³
Ilość przejętych akcji/udziałów:	70%
Data transakcji:	2011 rok

Wyliczenie wartości wskaźników bazowych dla poszczególnych Spółek przedstawiają poniższe zestawienie:

Tabela 9 Wyliczenie wartości wskaźników bazowych dla Spółek porównywalnych niepublicznych na podstawie transakcji 1 (w tys. PLN)

Lp.	Wyszczególnienie	Transakcja 1
I	Wartości bazowe	
1	Wartość 100% kapitałów własnych ustalona w oparciu o wartość transakcji	17 205,00
2	Data transakcji	2011
3	Przychody z roku przeprowadzenia transakcji (PLN)	16 934,56
II	Wartości wskaźników bazowych	
1	Wartość wskaźnika P/S	1,02

Źródło: Opracowanie własne Wykonawcy na podstawie danych z serwisu www.gpwinfostrefa.pl

Transakcja 2⁴

Nazwa firmy nabywanej:	Merlin/Magus S.A.
------------------------	-------------------

³ Na podstawie: Sprawozdania finansowego grupy NFI Empik Media & Fashion SA za 2011 rok;

⁴ Na podstawie: raportów bieżących Spółki Czerwona Torebka S.A. opublikowanych w serwisie gpwinfostrefa.pl o numerach: 26/2013, 32/2016, 33/2016, 50/2013, danych pozyskanych z bazy Infoveriti;

Nazwa firmy przejmującej:	Czerwona Torebka S.A.
Wartość transakcji:	19 822 188,00 zł ⁵
Ilość przejętych akcji/udziałów:	99,6% ³
Data transakcji:	2013 rok

Wyliczenie wartości wskaźników bazowych dla poszczególnych Spółek przedstawiają poniższe zestawienie:

Tabela 10 Wyliczenie wartości wskaźników bazowych dla Spółek porównywalnych niepublicznych na podstawie transakcji 2 (w tys. PLN)

Lp.	Wyszczególnienie	Transakcja 2
I Wartości bazowe		
1	Wartość transakcji (PLN)	19 901,80
2	Data transakcji	2013
3	Przychody z roku poprzedzającego transakcję (PLN)	91 365,21
II Wartości wskaźników bazowych		
1	Wartość wskaźnika P/S	0,22

Źródło: Opracowanie własne Wykonawcy na podstawie danych z serwisu www.gpwinfostrefa.pl

Transakcja została odrzucona ze względu na sytuację finansową spółki, realne ryzyko utraty płynności oraz sposób ustalenia ceny – w informacjach prasowych podawano wartość przejęcia na poziomie ok. 53 mln PLN⁶.

Transakcja 3:

Nazwa firmy nabywanej:	Merlin/Magus S.A.
Nazwa firmy przejmującej:	NFI Empik Media & Fashion SA
Wartość transakcji:	115 000 000,00 - 130 000 000,00 zł ⁷
Ilość przejętych akcji/udziałów:	100,00%
Data transakcji:	2010-2011 rok
Szacunkowy wskaźnik P/S	1,1 – 1,3

W lipcu 2010 roku do UOKiK wpłynął wniosek NFI EMF S.A. o przejęcie spółki Merlin. NFI EMF S.A. stał na czele grupy kapitałowej, którą tworzyło 45 spółek. Był właścicielem m.in. sieci salonów Empik, Smyk oraz sklepu internetowego Empik.com. Merlin.pl S.A. zajmował się przede wszystkim sprzedażą detaliczną za pośrednictwem sklepu internetowego Merlin.pl. NFI EMF S.A. chciał przejąć 100 proc. kapitału zakładowego i głosów na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy Merlin.

⁶ Rynek książki w Polsce w 2015r., Instytut Książki, str. 9

⁷ Na podstawie: raportów bieżących NFI Empik Media & Fashion SA opublikowanych w serwisie gpwinfostrefa.pl o numerach: 27/2010, 46/2010, 7/2011, danych pozyskanych z bazy Infoveriti;

W tej sprawie UOKiK przeprowadził największe w swojej historii badanie rynku. Skierowano pytania do ponad 1,1 tys. potencjalnych konkurentów i kontrahentów uczestników transakcji, w tym – wydawnictw, dystrybutorów, sklepów internetowych sprzedających książki i płyty z muzyką oraz wytwórni muzycznych.

UOKiK uznał, że przejęcie Merlina przez NFI Empik doprowadzi do ograniczenia konkurencji na rynkach sprzedaży internetowej książek niespecjalistycznych oraz płyt z muzyką. Ponadto negatywnie wpłynie na rynek zakupu książek niespecjalistycznych.

Ze względu na nie dojście do skutku transakcji oraz brak szczegółowych danych o ostatecznej cenie ofertowej (kwota bazowa w zakresie 115-130 mln PLN miała podlegać uzgodnionym pomniejszeniom o między innymi dług finansowy), przedmiotową transakcję pominięto bezpośrednio w procedurze kalkulacyjnej, jednak wzięto ją pod uwagę w procedurze ustalenia rekomendowanej wartości godziwej wycenianych kapitałów własnych Topmall S.A.

Transakcja 4:

Nazwa firmy nabywanej:	BDSKLEP.PL SP. Z O.O.
Nazwa firmy przejmującej:	WSI Capital
Wartość transakcji:	25 000 000,00 zł
Wartość 100% kapitałów własnych w formule post-money ⁸ :	48 076 923,08 zł
Wartość 100% kapitałów własnych w formule pre-money ⁹ :	28 076 923,08 zł
Ilość przejętych akcji/udziałów:	52%
Data transakcji:	2016 rok

Wyliczenie wartości wskaźników bazowych dla poszczególnych Spółek przedstawiają poniższe zestawienie:

Tabela 11 Wyliczenie wartości wskaźników bazowych dla Spółek porównywalnych niepublicznych na podstawie transakcji 4 (w tys. PLN)

Lp.	Wyszczególnienie	Transakcja 4
I Wartości bazowe		
1	Wartość 100% kapitałów własnych ustalona w oparciu o wartość transakcji	28 076,92
2	Data transakcji	2016
3	Przychody z roku poprzedzającego transakcję (PLN)	30 000,00 ¹⁰
II Wartości wskaźników bazowych		
1	Wartość wskaźnika P/S	0,94

Źródło: Opracowanie własne Wykonawcy na podstawie danych z serwisu www.gpwinfostrefa.pl

⁸ wartość firmy bezpośrednio po inwestycji

⁹ wartość firmy bezpośrednio przed inwestycją

¹⁰ Informacja pochodząca z portalu www.money.pl

Transakcja 5:

Nazwa firmy nabywanej:	SUGARFREE SP. Z O.O.
Nazwa firmy przejmującej:	HubStyle S.A
Wartość transakcji:	10 600 000,00 zł
Ilość przejętych akcji/udziałów:	75%
Data transakcji:	2016 rok

Wyliczenie wartości wskaźników bazowych dla poszczególnych Spółek przedstawiają poniższe zestawienie:

Tabela 12 Wyliczenie wartości wskaźników bazowych dla Spółek porównywalnych niepublicznych na podstawie transakcji 5 (w tys. PLN)

Lp.	Wyszczególnienie	Transakcja 5
I Wartości bazowe		
1	Wartość 100% kapitałów własnych ustalona w oparciu o wartość transakcji	14 133,33
2	Data transakcji	2015
3	Przychody z roku transakcji (PLN)	10 195,17
II Wartości wskaźników bazowych		
1	Wartość wskaźnika P/S	1,39

Źródło: Opracowanie własne Wykonawcy na podstawie danych z serwisu www.gpwinfostręfa.pl

Wartość przychodów została oszacowana na podstawie danych podanych przez Spółkę HubStyle S.A. dla 7 miesięcy roku 2015 oraz 5 miesięcy roku 2016 dla segmentu sprzedaży przy wykorzystaniu e-commerce.

Transakcja 6:

Nazwa firmy nabywanej:	PRZEDSIĘBIORSTWO HANDLOWE TRAF K.GRZYMKOWSKA, K.GRZYMKOWSKI - SP. J.
Nazwa firmy przejmującej:	CCC S.A
Wartość transakcji:	129 980 000,00 zł
Ilość przejętych akcji/udziałów:	74,99%
Data transakcji:	2015 rok

Wyliczenie wartości wskaźników bazowych dla poszczególnych Spółek przedstawiają poniższe zestawienie:

Tabela 13 Wyliczenie wartości wskaźników bazowych dla Spółek porównywalnych niepublicznych na podstawie transakcji 6 (w tys. PLN)

Lp.	Wyszczególnienie	Transakcja 6
I Wartości bazowe		
1	Wartość 100% kapitałów własnych ustalona w oparciu o wartość transakcji	173 329,78
2	Data transakcji	2015
3	Przychody z roku przeprowadzenia transakcji (PLN)	148 008,03
II Wartości wskaźników bazowych		
1	Wartość wskaźnika P/S	1,17

Źródło: Opracowanie własne Wykonawcy na podstawie danych z serwisu www.gpwinfostrafa.pl

Transakcja 7:

Nazwa firmy nabywanej:	Frisco S.A.
Nazwa firmy przejmującej:	Eurocash S.A.
Wartość transakcji:	29 803 838,00 zł
Wartość 100% kapitałów własnych w formule post-money:	67 536 455,93 zł
Wartość 100% kapitałów własnych w formule pre-money:	43 026 567,18 zł
Ilość przejętych akcji/udziałów:	44,13%
Data transakcji:	2015 rok

Wyliczenie wartości wskaźników bazowych dla poszczególnych Spółek przedstawiają poniższe zestawienie:

Tabela 14 Wyliczenie wartości wskaźników bazowych dla Spółek porównywalnych niepublicznych na podstawie transakcji 7 (w tys. PLN)

Lp.	Wyszczególnienie	Transakcja 7
I Wartości bazowe		
1	Wartość 100% kapitałów własnych ustalona w oparciu o wartość transakcji	43 026,57
2	Data transakcji	2015
3	Przychody z roku poprzedzającego transakcje (PLN)	35 887,40 ¹¹
II Wartości wskaźników bazowych		
1	Wartość wskaźnika P/S	1,20

Źródło: Opracowanie własne Wykonawcy na podstawie danych z serwisu www.gpwinfostrefa.pl

Transakcja 8:

Nazwa firmy nabywanej:	Wearco Sp. z o.o. (Answear.com)
Nazwa firmy przejmującej:	MCI TechVentures
Wartość transakcji:	14 997 975,50 zł
Wartość 100% kapitałów własnych w formule post-money:	68 747 945,50 zł
Wartość 100% kapitałów własnych w formule pre-money:	53 749 970,00 zł
Ilość przejętych akcji/udziałów:	21,82%
Data transakcji:	2013 rok

Wyliczenie wartości wskaźników bazowych dla poszczególnych Spółek przedstawiają poniższe zestawienie:

Tabela 15 Wyliczenie wartości wskaźników bazowych dla Spółek porównywalnych niepublicznych na podstawie transakcji 8 (w tys. PLN)

Lp.	Wyszczególnienie	Transakcja 8
I Wartości bazowe		
1	Wartość 100% kapitałów własnych ustalona w oparciu o wartość transakcji	53 749,97
2	Data transakcji	2013
3	Przychody z roku poprzedzającego transakcje (PLN)	21 738,52
II Wartości wskaźników bazowych		
1	Wartość wskaźnika P/S	2,47

Źródło: Opracowanie własne Wykonawcy na podstawie danych z serwisu www.gpwinfostrefa.pl

¹¹ Informacja pochodząca z portalu www.money.pl

Transakcja 9:

Nazwa firmy nabywanej:	ZŁOTE WYPRZEDAŻE S.A.
Nazwa firmy przejmującej:	Vente-Privée
Wartość transakcji:	2 100 000,00 zł
Wartość 100% kapitałów własnych w formule post-money:	4 117 647,06 zł
Wartość 100% kapitałów własnych w formule pre-money:	1 647 647,06 zł
Ilość przejętych akcji/udziałów:	51%
Data transakcji:	2016 rok

Wyliczenie wartości wskaźników bazowych dla poszczególnych Spółek przedstawiają poniższe zestawienie:

Tabela 16 Wyliczenie wartości wskaźników bazowych dla Spółek porównywalnych niepublicznych na podstawie transakcji 9 (w tys. PLN)

Lp.	Wyszczególnienie	Transakcja 9
I Wartości bazowe		
1	Wartość 100% kapitałów własnych ustalona w oparciu o wartość transakcji	1 647,65
2	Data transakcji	2016
3	Przychody z roku poprzedzającego transakcje (PLN)	21 738,52
II Wartości wskaźników bazowych		
1	Wartość wskaźnika P/S	0,16

Źródło: Opracowanie własne Wykonawcy na podstawie danych z serwisu www.gpwinfostrefa.pl

Transakcja została odrzucona ze względu na złą sytuację finansową przejmowanego podmiotu oraz odmienny model funkcjonowania w odniesieniu do Spółki podlegającej wycenie.

6.2 WYNIKI WYCENY WARTOŚCI GODZIWEJ SPÓŁKI METODĄ TRANSAKCYJNYCH MNOŻNIKÓW RYNKOWYCH

Wyniki wyceny metodą transakcyjnych mnożników prezentują poniższe tabele:

Tabela 17. Wyniki wyceny wartości godziwej 100% kapitałów własnych Spółki dla poszczególnych mnożników transakcyjnych (wartości w tys. PLN)

L.p.	Wyszczególnienie	P/S
1	Waga wskaźnika	100%
2	Wartość wskaźnika (mediana dla transakcji przyjętych jako porównywalne)	1,19
3	Wartość godziwa Spółki wg poszczególnych mnożników przed korektami z tytułu płynności, kontroli i wielkości	29 929
4	Korekta z tytułu dyskonta za niepłynność wycenianej Spółki*	0%
5	Korekta z tytułu premii za kontrolę**	0%
6	Wartość godziwa Spółki wg poszczególnych mnożników po korektach z tytułu płynności i kontroli	29 929

Źródło: Opracowanie własne Wykonawcy na podstawie danych otrzymanych od Spółki

6.3 SPIS TABEL I WYKRESÓW

Tabela 1. Wyniki wyceny wartości godziwej kapitałów własnych Spółki Topmall	3
Tabela 2. Struktura własnościowa Spółki na 30.09.2016 r.....	5
Tabela 3. Pakiet udziałów podlegający wycenie	12
Tabela 4. Dane finansowe przyjęte do wyceny wartości godziwej kapitałów własnych Spółki Topmall (tys. PLN)	12
Tabela 5. Wartość rynkowa kapitału własnego spółek bazowych.....	16
Tabela 6. Dane finansowe spółek bazowych na dzień sporządzenia raportu finansowego oraz kalkulacja giełdowych mnożników rynkowych	17
Tabela 7. Wyniki wyceny wartości godziwej 100% kapitałów własnych Spółki dla poszczególnych mnożników giełdowych (wartości w tys. PLN).....	18
Tabela 8. Wyniki wyceny wartości godziwej 100% kapitałów własnych Spółki dla poszczególnych mnożników giełdowych (wartości w tys. PLN).....	19
Tabela 9 Wyliczenie wartości wskaźników bazowych dla Spółek porównywalnych niepublicznych na podstawie transakcji 1 (w tys. PLN).....	20
Tabela 10 Wyliczenie wartości wskaźników bazowych dla Spółek porównywalnych niepublicznych na podstawie transakcji 2 (w tys. PLN).....	21
Tabela 11 Wyliczenie wartości wskaźników bazowych dla Spółek porównywalnych niepublicznych na podstawie transakcji 4 (w tys. PLN).....	22
Tabela 12 Wyliczenie wartości wskaźników bazowych dla Spółek porównywalnych niepublicznych na podstawie transakcji 5 (w tys. PLN).....	23
Tabela 13 Wyliczenie wartości wskaźników bazowych dla Spółek porównywalnych niepublicznych na podstawie transakcji 6 (w tys. PLN).....	24
Tabela 14 Wyliczenie wartości wskaźników bazowych dla Spółek porównywalnych niepublicznych na podstawie transakcji 7 (w tys. PLN).....	25
Tabela 15 Wyliczenie wartości wskaźników bazowych dla Spółek porównywalnych niepublicznych na podstawie transakcji 8 (w tys. PLN).....	25
Tabela 16 Wyliczenie wartości wskaźników bazowych dla Spółek porównywalnych niepublicznych na podstawie transakcji 9 (w tys. PLN).....	26
Tabela 17. Wyniki wyceny wartości godziwej 100% kapitałów własnych Spółki dla poszczególnych mnożników transakcyjnych (wartości w tys. PLN)	27
Wykres 1. Przychody historyczne i prognozowane dla Merlin.pl (mln zł).....	6
Wykres 2 Udział poszczególnych kanałów w sprzedaży książek w Polsce w 2014r.....	9
Wykres 3. Znajomość spontaniczna serwisów internetowych sprzedających multimedia w formie elektronicznej (aplikacje, e-booki itp.).....	10
Wykres 4. Znajomość spontaniczna serwisów internetowych sprzedających multimedia w formie tradycyjnej (książki, płyty itp.).....	10
Wykres 5 Znajomość wspomagana marek serwisów internetowych sprzedających multimedia 10	