WYCENA WARTOŚCI GODZIWEJ KAPITAŁÓW WŁASNYCH SPÓŁKI *LTTM Sp. z o.o.*

Wycena na dzień 30 listopada 2019 roku*

Wyceniona wartość godziwa*:
25.639.000 zł
(słownie: dwadzieścia pięć milionów sześćset trzydzieści dziewięć tysięcy złotych)

**** wycena przy zastosowaniu metody zdyskontowanych wolnych przepływów pieniężnych oraz metody porównawczej***

Autorzy:
Piotr Żuk
Barbara Wągrowska (biegły rewident)

Warszawa, 9 grudnia 2019 r.

1. Przedmiot i cel wyceny

Naszym zadaniem było wyrażenie niezależnej opinii na temat wartości godziwej kapitałów własnych spółki *LTTM Sp. z o.o.*, z siedzibą w Warszawie (02-758), przy ul. Mangalia 2a, posiadającej numer NIP: 527-274-40-71 oraz numer KRS: 0000576937 (zwanej dalej, zamiennie, „wycenianą spółką" oraz „wycenianym biznesem").

Niniejszy raport bazuje zatem m.in. na koncepcji wartości godziwej. Jako wartość godziwą traktujemy wartość aktywu (w tym przypadku udziałów w kapitale własnym spółki) możliwą do uzyskania w transakcji sprzedaży pomiędzy niezależnymi od siebie sprzedającym i kupującym, przy założeniu, iż żadna ze stron nie znajduje się pod presją dokonania transakcji. Zakłada się, iż zarówno sprzedający, jak i kupujący, posiadają pełną informację na temat aktywu objętego transakcją.

Głównym przedmiotem działalności wycenianej spółki (jak również jej spółek zależnych) jest świadczenie usług marketingowych oraz reklamowych, w tym z wykorzystaniem kanału *YouTube*.

Wycenę sporządzono na zlecenie spółki *Mediacap S.A.*, z siedzibą w Warszawie (02-758), przy ul. Mangalia 2a.

Celem wyceny było oszacowanie wartości godziwej na potrzeby przekształcenia struktury własnościowej kapitałów własnych wycenianej spółki.

Wycenę wartości godziwej sporządzono na dzień 30 listopada 2019 roku, z wykorzystaniem metody dochodowej (zdyskontowanych przepływów pieniężnych) oraz metody porównawczej.

Wyceniana spółka posiada pakiety kontrolne udziałów w innych podmiotach, nie sporządzając jednocześnie własnych skonsolidowanych sprawozdań finansowych (ze względu na fakt, iż wchodzi ona w skład większej grupy kapitałowej, tworzonej przez spółkę Mediacap S.A., której akcje notowane są na rynku głównym warszawskiej Giełdy Papierów Wartościowych). W związku z tym, na potrzeby niniejszej wyceny posiadane przez wycenianą spółkę pakiety udziałów w innych podmiotach zostały potraktowane jako aktywa nieoperacyjne, których oszacowane odrębnie wartości godziwe zostały dodane do jednostkowej wartości godziwej kapitałów własnych wycenianej spółki.

Poszczególne spółki zależne wycenianej spółki zostały uwzględnione w ostatecznej wycenie wartości godziwej jej udziałów w sposób następujący:

- Oszacowana odrębnie (w dalszej części niniejszego raportu) wartość godziwa pakietu 79,05% udziałów w kapitale zakładowym spółki Lifetube Sp. z o.o. została dodana do oszacowanej jednostkowej wartości godziwej kapitałów własnych wycenianej spółki,
- Oszacowana odrębnie (w dalszej części niniejszego raportu) wartość godziwa pakietu 100,00% udziałów w kapitale zakładowym spółki Gamellon Sp. z o.o. została dodana do oszacowanej jednostkowej wartości godziwej kapitałów własnych wycenianej spółki,
- Posiadane przez wycenianą spółkę kontrolne pakiety udziałów w spółkach TalentMedia Balcans Sp. z o.o. oraz TalentMedia Bulgaria EOOD zostały pominięte w niniejszej wycenie, ze względu na wczesną (i niewielką obecnie) skalę ich działalności operacyjnej, implikującą nieistotny wpływ tych spółek zależnych na całkowitą wartość godziwą kapitałów własnych wycenianej spółki.

A zatem, uzyskana w niniejszej wycenie wartość godziwa pakietu udziałów w kapitale własnym wycenianej spółki stanowi sumę odrębnie oszacowanych (w oparciu o jednostkowe dane finansowe) wartości godziwych spółek LTTM Sp. z o.o., Lifetube Sp. z o.o. oraz Gamellon Sp. z o.o.

Niniejszą wycenę sporządzono w oparciu o:

- jednostkowe sprawozdania finansowe wycenianej spółki oraz jej spółek zależnych za lata obrotowe 2017-2018,
- jednostkowe śródroczne sprawozdania finansowe wycenianej spółki oraz jej spółek zależnych za okresy styczeń-wrzesień 2018 oraz 2019 roku,
- prognozowane (przez zlecającego wycenę) jednostkowe wyniki finansowe wycenianej spółki oraz jej spółek zależnych za cały 2019 roku (obejmujące prognozowane przychody ze sprzedaży oraz prognozowane zyski ze sprzedaży),
- publicznie dostępne informacje, dotyczące wyników finansowych oraz notowań giełdowych spółek z szeroko rozumianej branży usług marketingowych i reklamowych.

2. Wycena jednostkowej wartości godziwej *LTTM Sp. z o.o.*

2.1. Wycena metodą dochodową (zdyskontowanych przepływów pieniężnych)

W wycenie metodą dochodową zastosowano następujące procedury i założenia:

- wykorzystano model stałego tempa wzrostu wolnych przepływów pieniężnych w nieskończoność, tzw. model Gordona (zakładający, iż wyceniana spółka weszła lub znajduje się w momencie wchodzenia w fazę dojrzałości, przejawiającą się ustabilizowaniem dynamiki przychodów ze sprzedaży),
- zastosowano model przepływów pieniężnych przynależnych wszystkim stronom finansującym: właścicielom i wierzycielom (*FCFF – Free Cash Flows to Firm*),
- jako surogat wolnych przepływów pieniężnych przyjęto zysk operacyjny po opodatkowaniu (co implikuje wzajemne znoszenie się zmian stanu kapitału pracującego, inwestycji w aktywa trwałe oraz amortyzacji),
- zysk operacyjny przed opodatkowaniem przyjęto na poziomie jednostkowego zysku ze sprzedaży wycenianej spółki, prognozowanego (przez zlecającego wycenę) na cały 2019 rok, tj. 1.000.000 zł,
- stopę opodatkowania dochodu przyjęto na poziomie 19% podstawy opodatkowania (tj. na poziomie aktualnej stawki obowiązującej w Polsce),
- zgodnie z powyższymi założeniami, jednostkowy zysk operacyjny po opodatkowaniu, za cały 2019 rok, wynosi 810.000zł [= 1.000.000 zł x (1-19%)],
- dla zachowania ostrożności wyceny, stałe tempo wzrostu przyszłych jednostkowych przepływów pieniężnych wycenianej spółki założono na poziomie 2,5% r/r, tj. na poziomie równym oczekiwanej inflacji długookresowej w Polsce, zgodnie z aktualnym celem inflacyjnym Narodowego Banku Polskiego (a więc poniżej aktualnej dynamiki jednostkowych przychodów wycenianej spółki, która w okresie styczeń-wrzesień 2019 roku wyniosła 13,5% r/r),
- średnioważony koszt kapitału (WACC) przyjęto na poziomie 8,0%, co stanowi sumę (po zaokrągleniu):
  - aktualnego szacunku przeciętnego średnioważonego kosztu kapitału w grupie europejskich spółek z branży usług reklamowych (*Advertising Agencies – Europe*), opublikowanego na stronie internetowej prof. A. Damodarana z New York University i wynoszącego 7,05%,
  - dodatkowej apriorycznej premii za podwyższone ryzyko inwestycyjne, wynikające ze stosunkowo niewielkiej skali działalności wycenianej spółki (w porównaniu do większości spółek z branży usług reklamowych, notowanych na

giełdach europejskich), którą to premię założono na poziomie ok. 1,0 punkt procentowy.

- uzyskaną w ten sposób wycenę wartości godziwej (stanowiącą szacunek wartości przypadającej zarówno dla akcjonariuszy, jak i kredytodawców wycenianej spółki) skorygowano o jej dług finansowy netto (wg stanu na koniec września 2019 roku), wynoszący 6.080.089 zł (nadwyżka jednostkowych zobowiązań finansowych wycenianej spółki, wynoszących łącznie 6.831.673 zł, ponad bilansową wartość posiadanych przez nią środków pieniężnych oraz krótkoterminowych aktywów finansowych, wynoszącą łącznie 751.584 zł).

Estymację wartości godziwej kapitałów własnych spółki *LTTM Sp. z o.o.* (przed uwzględnieniem wartości godziwych posiadanych przez nią udziałów w innych podmiotach), na dzień 30 listopada 2019 roku, wg opisanych założeń, przedstawiono w poniższej tabeli.

Tabela 1: Wycena wartości godziwej kapitałów własnych *LTTM Sp. z o.o.* (przed uwzględnieniem wartości godziwych posiadanych przez nią udziałów w innych podmiotach), na dzień 30.11.2019, uzyskana metodą dochodową (dane w zł).

Wartość biznesu (*Enterprise Value*)	15.095.455
Dług netto na dzień 31.09.2019 r. w zł*	6.080.089
Wartość godziwa jednostkowych kapitałów własnych (w zł) *LLTM Sp. z o.o.*	**9.015.366**

** jednostkowe zobowiązania finansowe na dzień 31.09.2019 (6.831.673 zł) - jednostkowe środki pieniężne oraz krótkoterminowe aktywa finansowe na dzień 31.09.2019 (751.584 zł)*
Źródło: opracowanie własne w oparciu o dane dostarczone przez zlecającego wycenę.

Przedstawiony powyżej szacunek wartość godziwej biznesu (*Enterprise Value*), wynoszący 15.095.455 zł, uzyskano w sposób następujący:

$$EV_{30.11.2019} = \frac{OPAT_{2019}\ x\ (1+g)}{r-g}$$

gdzie:
$EV_{30.11.2019}$ – wartość godziwa biznesu (*Enterprise Value*) na dzień 30.11.2019,
$OPAT_{2019}$ – zysk ze sprzedaży po opodatkowaniu, prognozowany na cały 2019 rok (810.000 zł),
r – założona w wycenie stopa dyskontowa (8,0%),
g – założone w wycenie stałe nominalne tempo wzrostu wolnych przepływów pieniężnych w nieskończoność (2,5% r/r).

Reasumując, szacunkową wartość godziwą kapitałów własnych (przed uwzględnieniem wartości udziałów w innych podmiotach) spółki *LTTM Sp. z o.o.*, oszacowaną metodą dochodową na dzień 30 listopada 2019 roku, ustalamy na poziomie 9.015.366 zł.

2.2. Wycena metodą porównawczą

W wycenie metodą porównawczą zastosowano następujące procedury i założenia:

- wycenę oparto na mnożniku wartość biznesu do przychodów ze sprzedaży (*EV/Sales – Enterprise Value to Sales Revenues*),
- wybór mnożnika przychodowego podyktowany jest faktem, iż jest to mnożnik w najmniejszym stopniu zniekształcony różnicami zasad rachunkowości pomiędzy spółkami[1], a ponadto wykazuje on silną dodatnią zależność empiryczną z fundamentami spółek, w szczególności z ich rentownością operacyjną[2],
- ze względu na fakt, iż na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie notowanych jest zaledwie kilka spółek z szeroko rozumianej branży usług medialno-marketingowych (charakteryzujących się ponadto bardzo zróżnicowanymi profilami działalności biznesowej), celem zwiększenia wiarygodności oraz obiektywności szacunków wycenę porównawczą oparto na połączonej próbie, obejmującej spółki porównywalne notowane na giełdzie warszawskiej (jako podmioty funkcjonujące na tym samym rynku geograficznym, co wyceniana spółka) oraz funkcjonujące w tej samej branży spółki notowane na giełdzie londyńskiej (tj. na najbardziej rozwiniętym rynku kapitałowym w Europie),
- dane dotyczące aktualnych wartości mnożników wyceny EV/Sales spółek porównywalnych notowanych na giełdzie londyńskiej (jak również dane dotyczące ich aktualnych wyników finansowych) zaczerpnięto z portalu *Yahoo.Finance.com*,
- aktualne wartości mnożników wyceny EV/Sales spółek porównywalnych, notowanych na giełdzie warszawskiej, obliczono na dzień 3 grudnia 2019 roku, jako stosunek kapitalizacji danej spółki na ten dzień (na zamknięciu sesji giełdowej), powiększonej o jej dług netto, do jej przychodów ze sprzedaży za kroczący cztero-kwartalny okres od października 2018 roku do września 2019 roku,
- wycenę na bazie mnożnika EV/Sales sporządzono w oparciu o regresję liniową pomiędzy obserwowanymi wartościami mnożników EV/Sales spółek z branży usług medialno-marketingowych, a ich aktualną rentownością operacyjną przychodów (rozumianą jako stosunek zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży),
- w celu zmniejszenia wpływu potencjalnych obserwacji nietypowych na wiarygodność uzyskanych szacunków, przed estymacją dokonano posortowania całej próby (obejmującej łącznie 28 spółek z branży usług medialno-marketingowych) według malejącej rentowności operacyjnej, a następnie całą próbę podzielono na cztery równe liczbowo kwartyle, w ten sposób, iż w pierwszym kwartylu znalazła się jedna czwarta spółek o najwyższej rentowności operacyjnej, natomiast w ostatnim kwartylu znalazło się 25% spółek o najniższej rentowności operacyjnej.

Kalkulację uśrednionych wartości (w obrębie wszystkich czterech kwartyli) mnożników EV/Sales oraz uśrednionych rentowności operacyjnych przedstawia poniższa tabela.

[1] A. *Damodaran: Relative Valuation (electronic working paper)*, s. 4.
[2] S.H. Penman: *Financial Statement Analysis and Security Valuation.* McGraw-Hill International. New York 2007, s. 83; J. Welc: *Do Fundamentally-Adjusted Valuation Multiples Improve Valuation Accuracy? The Case of the Polish Stock Market*. Accounting & Taxation, Vol. 3, No 1, 2011.

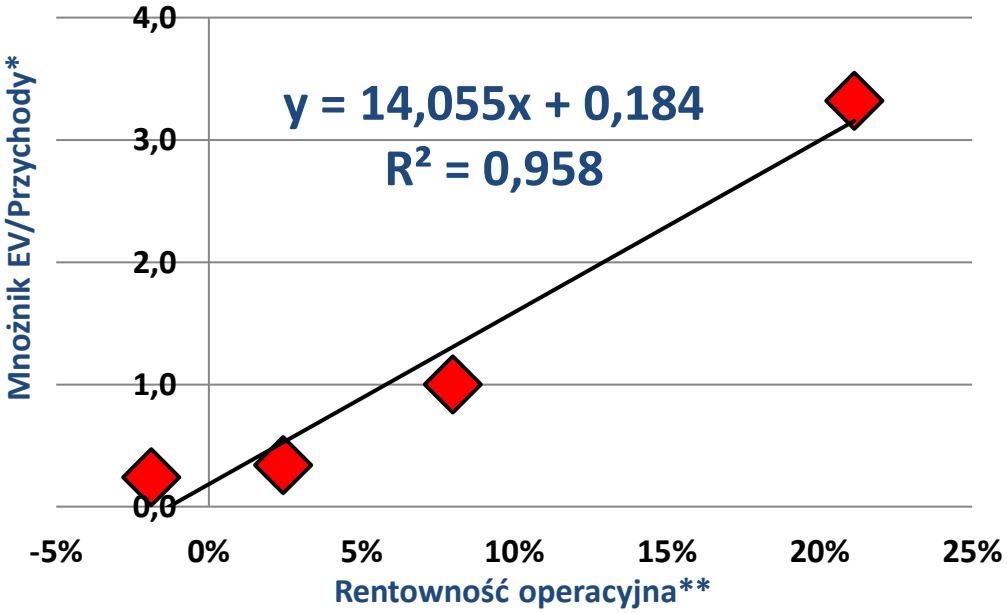
Tabela 2: Uśrednione wartości mnożników wyceny EV/Sales oraz uśrednione wartości wskaźników rentowności operacyjnej spółek z branży usług medialno-marketingowych, notowanych na giełdach warszawskiej oraz londyńskiej.

Kwartyle	Spółka	Mnożnik EV/Sales*	Rentowność operacyjna**	Mediana mnożnika EV/Sales	Mediana rentowności
Kwartyl 1 (spółki o najwyższej rentowności operacyjnej)	Rightmove plc	19,76	74,32%	3,32	21,14%
	Moneysupermarket.com	4,85	31,73%		
	XLMedia plc	0,95	28,26%		
	GoCompare.com Group	3,32	21,14%		
	NAHL Group	1,56	20,91%		
	IMS S.A.	2,07	19,90%		
	YouGov plc	4,10	14,74%		
Kwartyl 2	Ascential plc	3,63	14,33%	1,00	7,98%
	System1 Group	0,85	8,26%		
	Next Fifteen Communications Group	1,56	8,24%		
	WPP plc	1,23	7,98%		
	4imprint Group	1,00	6,06%		
	Matomy Media Group	0,23	5,77%		
	Mediacap S.A.	0,32	4,50%		
Kwartyl 3	Ebiquity plc	0,73	3,92%	0,34	2,42%
	M&C Saatchi plc	0,43	3,35%		
	Mediazest plc	0,50	2,69%		
	Jaywing plc	0,30	2,42%		
	Be Heard Group plc	0,28	1,83%		
	ASM Group S.A.	0,34	1,20%		
	Reach4Entertainment plc	0,20	0,90%		
Kwartyl 4 (spółki o najniższej rentowności operacyjnej)	K2 Internet S.A.	0,20	-0,60%	0,24	-1,90%
	Intelwise S.A.	2,85	-1,10%		
	SpaceandPeople plc	0,26	-1,48%		
	Sare S.A.	0,16	-1,90%		
	PMPG S.A.	0,24	-2,30%		
	Zinc Media Group	0,21	-3,20%		
	Brand24 S.A.	3,14	-6,50%		

** = (Kapitalizacja rynkowa + Dług netto) / Kroczące cztero-kwartalne przychody ze sprzedaży*
*** = Kroczący cztero-kwartalny zysk operacyjny / Kroczące cztero-kwartalne przychody ze sprzedaży*
Źródło: opracowanie własne.

Wykres poniżej przedstawia regresję liniową uśrednionych mnożników wyceny EV/Sales względem uśrednionych wskaźników rentowności operacyjnej.

Wykres 1: Regresja liniowa uśrednionych mnożników wyceny EV/Sales względem uśrednionych wskaźników rentowności operacyjnej spółek z branży usług medialno-marketingowych, notowanych na giełdach warszawskiej oraz londyńskiej.



** = (Kapitalizacja rynkowa + Dług netto) / Kroczące cztero-kwartalne przychody ze sprzedaży*
*** = Kroczący cztero-kwartalny zysk operacyjny / Kroczące cztero-kwartalne przychody ze sprzedaży*
Źródło: opracowanie własne.

Estymację wartości godziwej kapitałów własnych spółki *LTTM Sp. z o.o.* (przed uwzględnieniem wartości podsiadanych przez nią udziałów w innych podmiotach), wg stanu na dzień 30 listopada 2019 roku, sporządzoną metodą porównawczą opartą na regresji liniowej mnożników EV/Sales, przedstawiono w Tabeli 3.

Celem zwiększenia wiarygodności i obiektywności szacunków, przedstawione w Tabeli 3 szacunki oparto na wskaźniku rentowności wycenianej spółki za dwuletni okres, obejmujący jej lata obrotowe 2018 oraz 2019. Zgodnie z informacjami dostarczonymi nam przez zlecającego wycenę, w okresie tym skumulowane jednostkowe przychody ze sprzedaży wycenianej spółki mają wynieść 42.002 tys. zł [= 19.502 tys. zł w 2018 roku + 22.500 tys. zł w 2019 roku), natomiast jej skumulowany zysk ze sprzedaży ma w tym samym okresie wynieść 1.852 tys. zł [= 852 tys. zł w 2018 roku + 1.000 tys. zł w 2019 roku]. Oznacza to, iż rentowność operacyjna wycenianej spółki w latach 2018-2019 wyniesie 4,41% [= 1.852 tys. zł / 42.002 tys. zł].

Implikowany mnożnik wyceny EV/Sales dla wycenianej spółki (równy 0,80) obliczono w oparciu o regresję liniową, przedstawioną na Wykresie 1, w sposób następujący:

$$EV/Sales_{30.11.2019} = 0,184 + (14,055\ x\ OP_{2018-2019}) = 0,184 + (14,055\ x\ 4,41\%) = 0,80$$

gdzie:
$EV/Sales_{30.11.2019}$ - implikowany mnożnik EV/Sales dla wycenianej spółki, wg stanu na dzień 30.11.2019, biorący pod uwagę poziom jej rentowności operacyjnej w l. 2018-2019,
$OP_{2018-2019}$ - rentowność operacyjna wycenianej spółki w latach 2018-2019 (suma zysku operacyjnego w latach 2018-2019 / suma przychodów ze sprzedaży w latach 2018-2019).

Ponieważ wyceniana spółka charakteryzuje się stosunkowo niewielką skalą działalności (mierzoną wartością rocznych przychodów ze sprzedaży), w porównaniu do większości

spółek porównywalnych wykorzystanych w wycenie porównawczej, zachodzi zasadność uwzględnienia dyskonta z tego tytułu (*small-cap discount*), uwzględniającego wynikające z tego faktu podwyższone ryzyko inwestycyjne. W związku z tym, uzyskany szacunek wartości biznesu (*Enterprise Value*) został pomniejszony o dyskonto z tytułu niewielkiej skali działalności, założone na apriorycznym poziomie 10%.

Tabela 3: Wycena wartości godziwej kapitałów własnych *LTTM Sp. z o.o.* (przed uwzględnieniem wartości posiadanych przez nią udziałów w innych podmiotach), wg stanu na dzień 30 listopada 2019 roku, metodą porównawczą opartą na regresji liniowej mnożników wyceny EV/Sales.

Rent. operacyjna *LTTM Sp. z o.o.* w latach 2018-2019	4,41%
Implikowany mnożnik EV/Sales dla *LTTM Sp. z o.o.*	0,80
Przychody ze sprzedaży *LTTM Sp. z o.o.* w 2019 r. (w zł)	22.500.000
Wartość biznesu (*Enterprise value*) przed dyskontem (w zł)	18.000.000
Dyskonto z tytułu relatywnie niewielkie skali działalności*	10%
Wartość biznesu (*Enterprise value*) po dyskoncie (w zł)	16.200.000
Dług netto na dzień 31.09.2019 r. w zł**	6.080.089
Wartość godziwa kapitałów własnych (w tys. zł) *LTTM Sp. z o.o.*	**10.119.911**

** zastosowane celem uwzględnienia faktu, iż roczne przychody ze sprzedaży wycenianej spółki znajdują się na poziomach istotnie niższych od przeciętnej w grupie spółek porównywalnych, na bazie której dokonano wyceny metodą porównawczą*
*** jednostkowe zobowiązania finansowe na dzień 31.09.2019 (6.831.673 zł) - jednostkowe środki pieniężne oraz krótkoterminowe aktywa finansowe na dzień 31.09.2019 (751.584 zł)*
Źródło: opracowanie własne w oparciu o dane dostarczone przez zlecającego wycenę.

Reasumując, wartość godziwą kapitałów własnych *LTTM Sp. z o.o.* (przed uwzględnieniem wartości posiadanych przez nią udziałów w innych podmiotach), oszacowaną metodą porównawczą z wykorzystaniem regresji liniowej mnożników EV/Sales, wg stanu na dzień 30 listopada 2019 roku, ustalamy na poziomie 10.119.911 zł.

2.3. Ostateczna wycena wartości godziwej (przed uwzględnieniem wartości udziałów w innych podmiotach)

W wyniku zastosowania powyższych metod wyceny uzyskano dwa szacunki wartości godziwej kapitałów własnych spółki *LTTM Sp. z o.o.* (przed uwzględnieniem wartości posiadanych przez nią udziałów w innych podmiotach): wartość otrzymaną metodą dochodową (9.015.366 zł) oraz wartość otrzymaną metodą porównawczą przy wykorzystaniu mnożnika EV/Sales (10.119.911 zł).

Ostateczną wycenę wartości godziwej kapitałów własnych spółki *LTTM Sp. z o.o.* (przed uwzględnieniem wartości posiadanych przez nią udziałów w innych podmiotach) otrzymaliśmy przez obliczenie średniej arytmetycznej z otrzymanych dwóch wycen, przypisując tym samym równe wagi metodzie dochodowej oraz metodzie porównawczej (uważamy bowiem, iż obydwie metody w równym stopniu uwzględniają fundamenty ekonomiczno-finansowe wycenianego biznesu).

Tabela 4: Ostateczna wycena wartości godziwej kapitałów własnych spółki *LTTM Sp. z o.o.* (przed uwzględnieniem wartości godziwej posiadanych przez nią udziałów w innych podmiotach).

Metoda wyceny	Waga	Uzyskana wartość z wyceny
Metoda dochodowa	50%	9.015.366 zł
Metoda porównawcza – mnożnik EV/Sales	50%	10.119.911 zł
Wartość godziwa kapitałów własnych* na dzień 30 listopada 2019 r.		**9.567.638 zł**

** przed uwzględnieniem wartości godziwej udziałów w innych podmiotach*
Źródło: Opracowanie własne.

3. Wycena wartości godziwej kapitałów własnych *Lifetube Sp. z o.o.*

Spółka *LTTM Sp. z o.o.* posiada kontrolny (wynoszący 79,05%) pakiet udziałów w spółce *Lifetube Sp. z o.o.*, z siedzibą w Warszawie (02-758), przy ul. Mangalia 2a. Spółka *Lifetube Sp. z o.o.* posiada numer NIP: 522-301-46-22 oraz numer KRS: 0000505344. Pomimo jednak, iż *LTTM Sp. z o.o.* jest podmiotem dominującym w stosunku do *Lifetube Sp. z o.o.*, wyniki obydwu spółek nie podlegają konsolidacji metodą pełną. Wynika to z faktu, iż spółka *LTTM Sp. z o.o.* sama jest częścią większej grupy kapitałowej (tworzonej przez jej podmiot dominujący, tj. Mediacap S.A.), w związku z czym jest ona zwolniona z obowiązku sporządzania swoich skonsolidowanych sprawozdań finansowych.

Biorąc to pod uwagę, posiadane przez *LTTM Sp. z o.o.* udziały w kapitale własnym *Lifetube Sp. z o.o.* potraktowane zostały (na potrzeby niniejszej wyceny) jako aktywa pozaoperacyjne, a ich oszacowana poniżej wartość godziwa została dodana do wycenionej we wcześniejszej części raportu jednostkowej wartości godziwej kapitałów własnych *LTTM Sp. z o.o.* W wycenie wartości godziwej pakietu udziałów w kapitale zakładowym spółki *Lifetube Sp. z o.o.* zastosowano podejście identyczne do wykorzystanego w wycenie wartości godziwej jednostkowych kapitałów własnych *LTTM Sp. z o.o.* (tj. wykorzystano metodę dochodową oraz metodę porównawczą, opartą na regresji liniowej mnożników wyceny EV/Sales).

W wycenie wartości godziwej kapitałów własnych *Lifetube Sp. z o.o.* metodą dochodową zastosowano następujące procedury i założenia:

- wykorzystano model stałego tempa wzrostu wolnych przepływów pieniężnych w nieskończoność, tzw. model Gordona (zakładający, iż *Lifetube Sp. z o.o.* weszła lub znajduje się w momencie wchodzenia w fazę dojrzałości, przejawiającą się ustabilizowaniem dynamiki przychodów ze sprzedaży),
- zastosowano model przepływów pieniężnych przynależnych wszystkim stronom finansującym: właścicielom i wierzycielom (*FCFF – Free Cash Flows to Firm*),
- jako surogat wolnych przepływów pieniężnych przyjęto zysk operacyjny po opodatkowaniu (co implikuje wzajemne znoszenie się zmian stanu kapitału pracującego, inwestycji w aktywa trwałe oraz amortyzacji),
- zysk operacyjny przed opodatkowaniem przyjęto na poziomie jednostkowego zysku ze sprzedaży *Lifetube Sp. z o.o.*, prognozowanego (przez zlecającego wycenę) na cały 2019 rok, tj. 1.100.000 zł,

- stopę opodatkowania dochodu przyjęto na poziomie 19% podstawy opodatkowania (tj. na poziomie aktualnej stawki obowiązującej w Polsce),
- zgodnie z powyższymi założeniami, jednostkowy zysk operacyjny po opodatkowaniu, za cały 2019 rok, wynosi 891.000 zł [= 1.100.000 zł x (1-19%)],
- dla zachowania ostrożności wyceny, stałe tempo wzrostu przyszłych jednostkowych przepływów pieniężnych *Lifetube Sp. z o.o.* założono na poziomie 2,5% r/r, tj. na poziomie równym oczekiwanej inflacji długookresowej w Polsce, zgodnie z aktualnym celem inflacyjnym Narodowego Banku Polskiego (a więc poniżej aktualnej dynamiki jednostkowych przychodów *Lifetube Sp. z o.o.*, która w okresie styczeń-wrzesień 2019 roku wyniosła 17,4% r/r),
- średnioważony koszt kapitału (WACC) przyjęto na poziomie 8,0%, co stanowi sumę (po zaokrągleniu):
  - aktualnego szacunku przeciętnego średnioważonego kosztu kapitału w grupie europejskich spółek z branży usług reklamowych (*Advertising Agencies – Europe*), opublikowanego na stronie internetowej prof. A. Damodarana z New York University i wynoszącego 7,05%,
  - dodatkowej apriorycznej premii za podwyższone ryzyko inwestycyjne, wynikające ze stosunkowo niewielkiej skali działalności *Lifetube Sp. z o.o.* (w porównaniu do większości spółek z branży usług reklamowych, notowanych na giełdach europejskich), którą to premię założono na poziomie ok. 1,0 punktu procentowego.
- uzyskaną w ten sposób wycenę wartości godziwej (stanowiącą szacunek wartości przypadającej zarówno dla akcjonariuszy, jak i kredytodawców *Lifetube Sp. z o.o.*) skorygowano o dług finansowy netto (wg stanu na koniec września 2019 roku), wynoszący -202.784 zł (nadwyżka bilansowej wartości posiadanych przez *Lifetube Sp. z o.o.* środków pieniężnych oraz krótkoterminowych aktywów finansowych, w kwocie 323.182 zł, ponad wartość jej jednostkowych zobowiązań finansowych, wynoszących łącznie 120.398 zł).

Estymację wartości godziwej kapitałów własnych spółki *Lifetube Sp. z o.o.*, wg stanu na dzień 30 listopada 2019 roku oraz wg opisanych założeń, przedstawiono w poniższej tabeli.

Tabela 5: Wycena wartości godziwej kapitałów własnych *Lifetube Sp. z o.o.*, wg stanu na dzień 30.11.2019, uzyskana metodą dochodową (dane w zł).

Wartość biznesu (*Enterprise Value*)	16.605.000
Dług netto na dzień 31.09.2019 r. w zł*	-202.784
Wartość godziwa kapitałów własnych (w zł) *Lifetube Sp. z o.o.*	**16.807.784**

** jednostkowe zobowiązania finansowe na dzień 31.09.2019 (120.398 zł) - jednostkowe środki pieniężne oraz krótkoterminowe aktywa finansowe na dzień 31.09.2019 (323.182 zł)*
Źródło: opracowanie własne w oparciu o dane dostarczone przez zlecającego wycenę.

Przedstawiony powyżej szacunek wartość godziwej biznesu (*Enterprise Value*), wynoszący 16.605.000 zł, uzyskano w sposób następujący:

$$EV_{30.11.2019} = \frac{OPAT_{2019}\ x\ (1+g)}{r-g}$$

gdzie:

$EV_{30.11.2019}$ – wartość godziwa biznesu (*Enterprise Value*) na dzień 30.11.2019,

$OPAT_{2019}$ – zysk ze sprzedaży po opodatkowaniu, prognozowany na cały 2019 rok (891.000 zł),

r – założona w wycenie stopa dyskontowa (8,0%),

g – założone w wycenie stałe nominalne tempo wzrostu wolnych przepływów pieniężnych w nieskończoność (2,5% r/r).

Reasumując, szacunkową wartość godziwą kapitałów własnych spółki *Lifetube Sp. z o.o.*, oszacowaną metodą dochodową na dzień 30 listopada 2019 roku, ustalamy na poziomie 16.807.784 zł.

Estymację wartości godziwej kapitałów własnych spółki *Lifetube Sp. z o.o.*, metodą porównawczą, oparto na tym samym modelu regresji liniowej mnożników EV/Sales, który został oszacowany i przedstawiony we wcześniejszej części niniejszego raportu. Wycenę tą, wg stanu na dzień 30 listopada 2019 roku, przedstawiono w Tabeli 6.

Podobnie jak w przypadku *LTTM Sp. z o.o.*, celem zwiększenia wiarygodności i obiektywności wyceny, przedstawione w Tabeli 8 szacunki oparto na wskaźniku rentowności *Lifetube Sp. z o.o.* za dwuletni okres, obejmujący jej lata obrotowe 2018 oraz 2019. Zgodnie z informacjami dostarczonymi nam przez zlecającego wycenę, w okresie tym skumulowane jednostkowe przychody ze sprzedaży *Lifetube Sp. z o.o.* mają wynieść 63.780 tys. zł [= 29.780 tys. zł w 2018 roku + 34.000 tys. zł w 2019 roku), natomiast jej skumulowany zysk ze sprzedaży ma w tym samym okresie wynieść 1.582 tys. zł [= 482 tys. zł w 2018 roku + 1.100 tys. zł w 2019 roku]. Oznacza to, iż rentowność operacyjna *Lifetube Sp. z o.o.* w latach 2018-2019 wyniesie 2,48% [= 1.582 tys. zł / 63.780 tys. zł].

Implikowany mnożnik wyceny EV/Sales dla *Lifetube Sp. z o.o.* (równy 0,53) obliczono w oparciu o regresję liniową, przedstawioną na Wykresie 1 (we wcześniejszej części niniejszego raportu), w sposób następujący:

$$\boldsymbol{EV/Sales_{30.11.2019} = 0,184 + (14,055\ x\ OP_{2018-2019})}$$
$$\boldsymbol{= 0,184 + (14,055\ x\ 2,48\%) = 0,53}$$

gdzie:

$EV/Sales_{30.11.2019}$ - implikowany mnożnik EV/Sales dla *Lifetube Sp. z o.o.*, wg stanu na dzień 30.11.2019, biorący pod uwagę poziom jej rentowności operacyjnej w l. 2018-2019,

$OP_{2018-2019}$ - rentowność operacyjna *Lifetube Sp. z o.o.* w latach 2018-2019 (suma zysku operacyjnego w latach 2018-2019 / suma przychodów ze sprzedaży w latach 2018-2019).

Podobnie jak w przypadku przedstawionej wcześniej wyceny wartości godziwej kapitałów własnych *LTTM Sp. z o.o.*, uzyskany szacunek wartości biznesu (*Enterprise Value*) *Lifetube Sp. z o.o.* został pomniejszony o dyskonto z tytułu niewielkiej skali działalności, założone na apriorycznym poziomie 10%.

Tabela 6: Wycena wartości godziwej kapitałów własnych *Lifetube Sp. z o.o.*, wg stanu na dzień 30 listopada 2019 roku, metodą porównawczą opartą na regresji liniowej mnożników wyceny EV/Sales.

Rent. operacyjna *Lifetube Sp. z o.o.* w latach 2018-2019	2,48%
Implikowany mnożnik EV/Sales dla *Lifetube Sp. z o.o.*	0,53
Przychody ze sprzedaży *Lifetube Sp. z o.o.* w 2019 r. (w zł)	34.000.000
Wartość biznesu (*Enterprise value*) przed dyskontem (w zł)	18.020.000
Dyskonto z tytułu relatywnie niewielkie skali działalności*	10%
Wartość biznesu (*Enterprise value*) po dyskoncie (w zł)	16.218.000
Dług netto na dzień 31.09.2019 r. w zł**	-202.784
Wartość godziwa kapitałów własnych (w tys. zł) *Lifetube Sp. z o.o.*	**16.420.784**

** zastosowane celem uwzględnienia faktu, iż roczne przychody ze sprzedaży wycenianej spółki znajdują się na poziomach istotnie niższych od przeciętnej w grupie spółek porównywalnych, na bazie której dokonano wyceny metodą porównawczą*
*** jednostkowe zobowiązania finansowe na dzień 31.09.2019 (120.398 zł) - jednostkowe środki pieniężne oraz krótkoterminowe aktywa finansowe na dzień 31.09.2019 (323.182 zł)*
Źródło: opracowanie własne w oparciu o dane dostarczone przez zlecającego wycenę.

Reasumując, wartość godziwą kapitałów własnych *Lifetube Sp. z o.o.*, oszacowaną metodą porównawczą z wykorzystaniem regresji liniowej mnożników EV/Sales, wg stanu na dzień 30 listopada 2019 roku, ustalamy na poziomie 16.420.784 zł.

Podobnie zatem jak w przypadku *LTTM Sp. z o.o.*, w wyniku zastosowania powyższych metod wyceny uzyskano dwa szacunki wartości godziwej kapitałów własnych spółki *Lifetube Sp. z o.o.*: wartość otrzymaną metodą dochodową (16.807.784 zł) oraz wartość otrzymaną metodą porównawczą przy wykorzystaniu mnożnika EV/Sales (16.420.784 zł). Ostateczną wycenę wartości godziwej kapitałów własnych *Lifetube Sp. z o.o.* otrzymaliśmy przez obliczenie średniej arytmetycznej z otrzymanych dwóch wycen, przypisując tym samym równe wagi metodzie dochodowej oraz metodzie porównawczej (uważamy bowiem, iż obydwie metody w równym stopniu uwzględniają fundamenty ekonomiczno-finansowe biznesu spółki *Lifetube Sp. z o.o.*).

Tabela 7: Ostateczna wycena wartości godziwej kapitałów własnych spółki *Lifetube Sp. z o.o.* (na dzień 30 listopada 2019 roku).

Metoda wyceny	Waga	Uzyskana wartość z wyceny
Metoda dochodowa	50%	16.807.784 zł
Metoda porównawcza – mnożnik EV/Sales	50%	16.420.784 zł
Wartość godziwa kapitałów własnych* na dzień 30 listopada 2019 r.		**16.614.284 zł**

Źródło: Opracowanie własne.

Ponieważ udział *LTTM Sp. z o.o.* w kapitale zakładowym *Lifetube Sp. z o.o.* wynosił na dzień wyceny 79,05%, oszacowana wartość godziwa tego pakietu udziałów wynosi 13.133.592 zł [= 79,05% x 16.614.284 zł].

4. Wycena wartości godziwej kapitałów własnych *Gamellon Sp. z o.o.*

Spółka *LTTM Sp. z o.o.* posiada również kontrolny (wynoszący 100%) pakiet udziałów w spółce *Gamellon Sp. z o.o.*, z siedzibą w Warszawie (01-612), przy ul. Mysłowickiej 2a. Spółka *Gamellon Sp. z o.o.* posiada numer NIP: 525-265-81-38 oraz numer KRS: 0000615435. Jednakże, podobnie jak ma to miejsce w przypadku *Lifetube Sp. z o.o.*, wyniki finansowe *LTTM Sp. z o.o.* oraz *Gamellon Sp. z o.o.* nie podlegają konsolidacji metodą pełną (na poziomie *LTTM Sp. z o.o.*). Biorąc to pod uwagę, posiadane przez *LTTM Sp. z o.o.* udziały w kapitale własnym *Gamellon Sp. z o.o.* potraktowane zostały (na potrzeby niniejszej wyceny) jako aktywa pozaoperacyjne, a ich oszacowana poniżej wartość godziwa została dodana do wycenionej we wcześniejszej części raportu jednostkowej wartości godziwej kapitałów własnych *LTTM Sp. z o.o.*

W pierwszych trzech kwartałach 2019 roku spółka *Gamellon Sp. z o.o.* poniosła stratę na sprzedaży, równą 368 tys. zł (w porównaniu z zyskiem ze sprzedaży, wynoszącym 336 tys. zł, w analogicznych okresie 2018 roku). Ponadto, z prognozy dostarczonej nam przez zlecającego wycenę wynika, iż również w całym 2019 roku *Gamellon Sp. z o.o.* poniesie stratę na sprzedaży, na poziomie ok. 250 tys. zł. W związku z tym, tj. ze względu na brak generowania przez *Gamellon Sp. z o.o.* bieżących dodatnich dochodów operacyjnych, wycenę wartości godziwej kapitałów własnych tej spółki oparto jedynie na metodzie porównawczej (bowiem w naszej opinii sporządzenie prognozy jej przyszłych wyników finansowych obarczone byłoby zbyt dużym poziomem subiektywności i niepewności). Takie uproszczone (oparte jedynie na jednej metodzie) podejście do wyceny jest naszym zdaniem dopuszczalne, biorąc pod uwagę stosunkowo niewielką skalę działalności spółki *Gamellon Sp. z o.o.* (roczne przychody ze sprzedaży na poziomie ok. 7,3 mln zł).

Estymację wartości godziwej kapitałów własnych spółki *Gamellon Sp. z o.o.*, metodą porównawczą, oparto na tym samym modelu regresji liniowej mnożników EV/Sales, który został oszacowany i przedstawiony we wcześniejszej części niniejszego raportu. Wycenę tą, wg stanu na dzień 30 listopada 2019 roku, przedstawiono w Tabeli 8.

Podobnie jak w przypadku spółek *LTTM Sp. z o.o.* oraz *Lifetube Sp. z o.o.*, celem zwiększenia wiarygodności i obiektywności wyceny, przedstawione w Tabeli 10 szacunki oparto na wskaźniku rentowności *Gamellon Sp. z o.o.* za dwuletni okres, obejmujący jej lata obrotowe 2018 oraz 2019. Zgodnie z informacjami dostarczonymi nam przez zlecającego wycenę, w okresie tym skumulowane jednostkowe przychody ze sprzedaży *Gamellon Sp. z o.o.* mają wynieść 14.920 tys. zł [= 7.620 tys. zł w 2018 roku + 7.300 tys. zł w 2019 roku), natomiast jej skumulowany zysk ze sprzedaży ma w tym samym okresie wynieść 248 tys. zł [= 498 tys. zł w 2018 roku - 250 tys. zł w 2019 roku]. Oznacza to, iż rentowność operacyjna *Gamellon Sp. z o.o.* w latach 2018-2019 wyniesie 1,66% [= 248 tys. zł / 14.920 tys. zł].

Implikowany mnożnik wyceny EV/Sales dla *Gamellon Sp. z o.o.* (równy 0,42) obliczono w oparciu o regresję liniową, przedstawioną na Wykresie 1 (we wcześniejszej części niniejszego raportu), w sposób następujący:

$$EV/Sales_{30.11.2019} = 0,184 + (14,055\ x\ OP_{2018-2019})$$
$$= 0,184 + (14,055\ x\ 1,66\%) = 0,42$$

gdzie:
$EV/Sales_{30.11.2019}$ - implikowany mnożnik EV/Sales dla *Gamellon Sp. z o.o.*, wg stanu na dzień 30.11.2019, biorący pod uwagę poziom jej rentowności operacyjnej w l. 2018-2019,
$OP_{2018-2019}$ - rentowność operacyjna *Gamellon Sp. z o.o.* w latach 2018-2019 (suma zysku operacyjnego w latach 2018-2019 / suma przychodów ze sprzedaży w latach 2018-2019).

Podobnie jak w przypadku przedstawionej wcześniej wyceny wartości godziwej kapitałów własnych spółek *LTTM Sp. z o.o.* oraz *Lifetube Sp. z o.o.*, uzyskany szacunek wartości biznesu (*Enterprise Value*) *Gamellon Sp. z o.o.* został pomniejszony o dyskonto z tytułu niewielkiej skali działalności, założone na apriorycznym poziomie 10%.

Uzyskaną wycenę wartości godziwej biznesu skorygowano o dług finansowy netto (wg stanu na koniec września 2019 roku), wynoszący -178.321 zł (nadwyżka bilansowej wartości posiadanych przez *Gamellon Sp. z o.o.* środków pieniężnych oraz krótkoterminowych aktywów finansowych, w kwocie 178.321 zł, ponad wartość jej jednostkowych zobowiązań finansowych, które znajdują się na zerowym poziomie).

Tabela 8: Wycena wartości godziwej kapitałów własnych *Gamellon Sp. z o.o.*, wg stanu na dzień 30 listopada 2019 roku, metodą porównawczą opartą na regresji liniowej mnożników wyceny EV/Sales.

Rent. operacyjna *Gamellon Sp. z o.o.* w latach 2018-2019	1,66%
Implikowany mnożnik EV/Sales dla *Gamellon Sp. z o.o.*	0,42
Przychody ze sprzedaży *Gamellon Sp. z o.o.* w 2019 r. (w zł)	7.300.000
Wartość biznesu (*Enterprise value*) przed dyskontem (w zł)	3.066.000
Dyskonto z tytułu relatywnie niewielkie skali działalności*	10%
Wartość biznesu (*Enterprise value*) po dyskoncie (w zł)	2.759.400
Dług netto na dzień 31.09.2019 r. w zł**	-178.321
Wartość godziwa kapitałów własnych (w tys. zł) *Gamello Sp. z o.o.*	**2.937.721**

** zastosowane celem uwzględnienia faktu, iż roczne przychody ze sprzedaży wycenianej spółki znajdują się na poziomach istotnie niższych od przeciętnej w grupie spółek porównywalnych, na bazie której dokonano wyceny metodą porównawczą*
*** jednostkowe zobowiązania finansowe na dzień 31.09.2019 (0 zł) - jednostkowe środki pieniężne oraz krótkoterminowe aktywa finansowe na dzień 31.09.2019 (178.321 zł)*
Źródło: opracowanie własne w oparciu o dane dostarczone przez zlecającego wycenę.

Reasumując, wartość godziwą kapitałów własnych *Gamellon Sp. z o.o.*, oszacowaną metodą porównawczą z wykorzystaniem regresji liniowej mnożników EV/Sales, wg stanu na dzień 30 listopada 2019 roku, ustalamy na poziomie 2.937.721 zł. Ponieważ udział *LTTM Sp. z o.o.* w kapitale zakładowym *Gamellon Sp. z o.o.* wynosił na dzień wyceny 100%, oszacowana wartość godziwa tego pakietu udziałów wynosi 2.937.721 zł [= 100% x 2.937.721 zł].

5. Wycena wartości godziwej kapitałów własnych *LTTM Sp. z o.o.*, z uwzględnieniem wartości godziwej udziałów w jej podmiotach zależnych

Tabela poniżej przedstawia finalną wycenę wartości godziwej kapitałów własnych spółki *LTTM Sp. z o.o.*, biorącą pod uwagę zarówno szacunkową wartość godziwą jej własnej działalności operacyjnej (której wyniki odzwierciedlone są w jej jednostkowych sprawozdaniach finansowych), jak również wycenione wartości godziwe posiadanych przez nią pakietów udziałów kontrolnych w innych podmiotach.

Tabela 9: Ostateczna wycena wartości godziwej kapitałów własnych spółki *LTTM Sp. z o.o.* (po uwzględnieniu wartości godziwej posiadanych przez nią udziałów w innych podmiotach).

Element finalnej wartości godziwej	Uzyskana wartość z wyceny
Wartość jednostkowa *LTTM Sp. z o.o.*	9.567.638 zł
Pakiet 79,05% udziałów w kapitale *Lifetube Sp. z o.o.*	13.133.592 zł
Pakiet 100,00% udziałów w kapitale *Gamellon Sp. z o.o.*	2.937.721 zł
Wartość godziwa kapitałów własnych *LTTM Sp. z o.o. na dzień 30 listopada 2019 r.**	**25.638.951 zł**

** z uwzględnieniem wartości godziwej udziałów w innych podmiotach*

Źródło: Opracowanie własne.

W wyniku zastosowania procedur i założeń opisanych w niniejszym raporcie ustalamy wartość godziwą kapitałów własnych spółki *LTTM Sp. z o.o.*, wg stanu na dzień 30 listopada 2019 r., na poziomie 25.639.000 tys. zł (po zaokrągleniu).

Piotr Żuk

Prezes Zarządu
Akandi sp. z o.o.

Barbara Wągrowska
Biegły Rewident nr 10029

Wiceprezes Zarządu
Akandi sp. z o.o.

Załącznik 1 – skrócone jednostkowe sprawozdania finansowe *LTTM Sp. z o.o.* za lata 2017-2019

SKRÓCONY RACHUNEK ZYSKÓW I STRAT	Dane w tys. zł		
	2017	2018	Styczeń-wrzesień 2019
Przychody netto ze sprzedaży	**10.017**	**19.502**	**14.449**
Zysk ze sprzedaży	**-403**	**852**	**144**
Pozostałe przychody operacyjne	83	23	45
Pozostałe koszty operacyjne	333	29	5
Zysk operacyjny	**-652**	**845**	**185**
Przychody finansowe	0	2	1
Koszty finansowe	34	28	41
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	**0**	**0**	**0**
Zysk brutto	**-686**	**819**	**145**
Podatek dochodowy	-79	180	-55
Zysk netto	**-607**	**640**	**200**

SKRÓCONY BILANS	Dane w tys. zł		
	31.12.2017	31.12.2018	30.09.2019
Aktywa ogółem	**4.244**	**6.381**	**14.521**
Aktywa trwałe	**980**	**1.031**	**10.113**
Aktywa obrotowe, w tym:	**3.264**	**5.350**	**4.408**
Inwestycje krótkoterminowe	*616*	*144*	*752*
Pasywa ogółem	**4.244**	**6.381**	**14.521**
Kapitały własne:	**603**	**1.203**	**3.735**
Zobowiązania ogółem i rezerwy, w tym:	**3.641**	**5.177**	**10.786**
Zobowiązania długoterminowe i rezerwy, w tym:	787	1.106	5.737
Zobowiązania finansowe	*0*	*0*	*5.444*
Zobowiązania krótkoterminowe (wraz z RM), w tym:	2.854	4.071	5.049
Zobowiązania finansowe	*250*	*38*	*1.387*

Ewentualna niezgodność sumowań wynika z zaokrągleń.
Źródło: opracowanie własne (na podstawie sprawozdań finansowych dostarczonych przez zlecającego wycenę).

Załącznik 2 – skrócone jednostkowe sprawozdania finansowe *Lifetube Sp. z o.o.* za lata 2017-2019

SKRÓCONY RACHUNEK ZYSKÓW I STRAT	Dane w tys. zł		
	2017	2018	Styczeń-wrzesień 2019
Przychody netto ze sprzedaży	**20.911**	**29.780**	**23.806**
Zysk ze sprzedaży	**1.137**	**482**	**403**
Pozostałe przychody operacyjne	18	11	27
Pozostałe koszty operacyjne	44	172	27
Zysk operacyjny	**1.111**	**321**	**403**
Przychody finansowe	0	0	3
Koszty finansowe	57	52	42
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	**0**	**0**	**0**
Zysk brutto	**1.054**	**268**	**365**
Podatek dochodowy	261	128	14
Zysk netto	**793**	**140**	**351**

SKRÓCONY BILANS	Dane w tys. zł		
	31.12.2017	31.12.2018	30.09.2019
Aktywa ogółem	**5.607**	**5.930**	**6.602**
Aktywa trwałe	**606**	**705**	**755**
Aktywa obrotowe, w tym:	**5.001**	**5.225**	**5.847**
Inwestycje krótkoterminowe	*143*	*2*	*323*
Pasywa ogółem	**5.607**	**5.930**	**6.602**
Kapitały własne	**-499**	**434**	**569**
Zobowiązania ogółem i rezerwy, w tym:	**5.314**	**5.496**	**6.033**
Zobowiązania długoterminowe i rezerwy, w tym:	3.205	3.526	3.718
Zobowiązania finansowe	*0*	*0*	*0*
Zobowiązania krótkoterminowe (wraz z RM), w tym:	2.109	1.970	2.315
Zobowiązania finansowe	*42*	*398*	*120*

Ewentualna niezgodność sumowań wynika z zaokrągleń.
Źródło: opracowanie własne (na podstawie sprawozdań finansowych dostarczonych przez zlecającego wycenę).

Załącznik 3 – skrócone jednostkowe sprawozdania finansowe *Gamellon Sp. z o.o.* za lata 2017-2019

SKRÓCONY RACHUNEK ZYSKÓW I STRAT	Dane w tys. zł		
	2017	2018	Styczeń-wrzesień 2019
Przychody netto ze sprzedaży	**5.111**	**7.620**	**5.867**
Zysk ze sprzedaży	**151**	**498**	**-368**
Pozostałe przychody operacyjne	5	1	251
Pozostałe koszty operacyjne	4	16	99
Zysk operacyjny	**152**	**483**	**-216**
Przychody finansowe	2	14	7
Koszty finansowe	24	10	14
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	**0**	**0**	**0**
Zysk brutto	**130**	**487**	**-223**
Podatek dochodowy	19	116	134
Zysk netto	**111**	**371**	**-357**

SKRÓCONY BILANS	Dane w tys. zł		
	31.12.2017	31.12.2018	30.09.2019
Aktywa ogółem	**2.556**	**3.408**	**2.399**
Aktywa trwałe	**0**	**0**	**349**
Aktywa obrotowe, w tym:	**2.556**	**3.408**	**2.050**
Inwestycje krótkoterminowe	*317*	*591*	*178*
Pasywa ogółem	**2.556**	**3.408**	**2.399**
Kapitały własne	**687**	**1.058**	**156**
Zobowiązania ogółem i rezerwy, w tym:	**1.869**	**2.350**	**2.243**
Zobowiązania długoterminowe i rezerwy, w tym:	0	0	1.337
Zobowiązania finansowe	*0*	*0*	*0*
Zobowiązania krótkoterminowe (wraz z RM), w tym:	1.869	2.350	906
Zobowiązania finansowe	*0*	*0*	*0*

Ewentualna niezgodność sumowań wynika z zaokrągleń.
Źródło: opracowanie własne (na podstawie sprawozdań finansowych dostarczonych przez zlecającego wycenę).

Załącznik 4 – wybrane dane wynikowe wycenianych spółek za lata 2018-2019

LTTM Sp. z o.o. (dane jednostkowe)

Dane w zł	Cały 2018 rok	Styczeń-wrzesień 2018	Styczeń-wrzesień 2019		Prognoza na cały 2019 rok*
Przychody ze sprzedaży	19.502.111,65	12.728.859,06	14.449.398,21		22.500.000,00
Amortyzacja	195.687,98	156.552,49	129.618,56		172.800,00
Zysk ze sprzedaży	851.521,41	461.210,69	144.375,00		1.000.000,00
Zysk operacyjny	845.102,54	506.361,80	184.735,69		-
Zysk brutto	819.376,28	489.398,48	145.411,21		-
Zysk netto	639.789,28	381.558,48	200.487,21		-

** dane prognozowane przez zlecającego wycenę*
Źródło: opracowanie własne (na podstawie danych dostarczonych przez zlecającego wycenę).

Lifetube Sp. z o.o. (dane jednostkowe)

Dane w zł	Cały 2018 rok	Styczeń-wrzesień 2018	Styczeń-wrzesień 2019		Prognoza na cały 2019 rok*
Przychody ze sprzedaży	29.780.214,75	20.279.658,54	23.805.937,03		34.000.000,00
Amortyzacja	66.271,70	41.862,80	88.789,20		125.475,80
Zysk ze sprzedaży	481.905,16	410.634,76	403.392,98		1.100.000,00
Zysk operacyjny	320.516,33	415.811,88	403.702,99		-
Zysk brutto	268.319,71	376.171,49	364.941,46		-
Zysk netto	139.925,71	272.605,49	350.514,46		-

** dane prognozowane przez zlecającego wycenę*
Źródło: opracowanie własne (na podstawie danych dostarczonych przez zlecającego wycenę).

Gamellon Sp. z o.o. (dane jednostkowe)

Dane w zł	Cały 2018 rok	Styczeń-wrzesień 2018	Styczeń-wrzesień 2019		Prognoza na cały 2019 rok*
Przychody ze sprzedaży	7.620.112,85	5.140.552,24	5.866.862,35		7.300.000,00
Amortyzacja	0,00	0,00	0,00		0,00
Zysk ze sprzedaży	498.097,95	336.018,45	-367.609,72		-250.000,00
Zysk operacyjny	482.276,65	334.946,42	-215.841,97		-
Zysk brutto	486.670,32	327.735,80	-222.927,32		-
Zysk netto	371.122,32	104.044,80	-356.520,32		-

** dane prognozowane przez zlecającego wycenę*
Źródło: opracowanie własne (na podstawie danych dostarczonych przez zlecającego wycenę).

Spis treści

1. Przedmiot i cel wyceny 1

2. Wycena jednostkowej wartości godziwej LTTM Sp. z o.o. 2

2.1. Wycena metodą dochodową (zdyskontowanych przepływów pieniężnych) 2

2.2. Wycena metodą porównawczą 4

2.3. Ostateczna wycena wartości godziwej (przed uwzględnieniem wartości udziałów w innych podmiotach) 7

3. Wycena wartości godziwej kapitałów własnych *Lifetube Sp. z o.o.* 8

4. Wycena wartości godziwej kapitałów własnych *Gamellon Sp. z o.o.* 12

5. Wycena wartości godziwej kapitałów własnych *LTTM Sp. z o.o.*, z uwzględnieniem wartości godziwej udziałów w jej podmiotach zależnych. 14

Załącznik 1 – skrócone jednostkowe sprawozdania finansowe *LTTM Sp. z o.o.* za lata 2017-2019 15

Załącznik 2 – skrócone jednostkowe sprawozdania finansowe *Lifetube Sp. z o.o.* za lata 2017-2019 16

Załącznik 3 – skrócone jednostkowe sprawozdania finansowe *Gamellon Sp. z o.o.* za lata 2017-2019 17

Załącznik 4 – wybrane dane wynikowe wycenianych spółek za lata 2018-2019 18