



**VOLANTE**

**Raport z wyceny zorganizowanej  
części przedsiębiorstwa należącej do  
ALL IN! GAMES S.A.  
na dzień 31 sierpnia 2021 r.**

Wrocław, 24 listopada 2022 r.

Zarząd ALL IN! GAMES S.A.

24 listopada 2022 r.

Szanowni Państwo,

Niniejszy raport prezentuje oszacowanie wartości zorganizowanej części przedsiębiorstwa należącej do ALL IN! GAMES S.A., sporządzone na dzień 31 sierpnia 2022 roku. Raport z wyceny może zawierać założenia co do przyszłych wyników finansowych lub opinie stanowiące pogląd wyceniającego zgodne z przesłankami posiadanymi w określonym czasie. Informacje te - zarówno założenia, jak i opinie - nie są przedstawiane jako przewidywania lub jako zapewnienie, że zostaną osiągnięte określone przychody bądź zyski. Faktyczne wyniki uzyskane w omawianym okresie mogą się różnić od opisanych w niniejszym raporcie, a różnice te mogą być istotne.

Z poważaniem,

.....  
dr Bartosz Góralski

## Spis treści

<b>Wprowadzenie .....</b>	<b>4</b>
<b>Zastrzeżenia .....</b>	<b>6</b>
<b>1. Przedmiot wyceny .....</b>	<b>8</b>
1.1. Pojęcie przedsiębiorstwa .....	8
1.2. Pojęcie wartości przedsiębiorstwa .....	8
1.3. Wartość zorganizowanej części przedsiębiorstwa .....	9
<b>2. Podmiot wyceny .....</b>	<b>10</b>
2.1. Podstawowe informacje o Przedsiębiorstwie .....	10
2.2. Aktywa oraz pasywa wchodzące w skład zorganizowanej części przedsiębiorstwa .....	11
<b>3. Cel wyceny przedsiębiorstwa .....</b>	<b>12</b>
3.1. Pojęcie celu wyceny wartości przedsiębiorstwa .....	12
3.2. Cel wyceny wartości zorganizowanej części przedsiębiorstwa należącej do ALL IN! GAMES S.A. ....	12
3.3. Metoda wyceny wartości zorganizowanej części przedsiębiorstwa należącej do ALL IN! GAMES S.A. ....	12
<b>4. Projekcja finansowa na lata 2022-2026 .....</b>	<b>13</b>
4.1. Podstawowe założenia .....	13
4.2. Prognozowane sprawozdania finansowe .....	20
<b>5. Wycena przedsiębiorstwa metodą dochodową .....</b>	<b>23</b>
5.1. Metodologia .....	23
5.2. Oszacowanie stopy dyskontowej .....	25
5.3. Oszacowanie wartości dochodowej .....	26
5.4. Analiza wrażliwości .....	28
<b>Podsumowanie .....</b>	<b>29</b>

## Wprowadzenie

Prezentowany raport powstał w ramach umowy między ALL IN! GAMES S.A. z siedzibą w Krakowie pod adresem: os. Bohaterów Września 82, 31-621 Kraków (dalej również: Spółka) a VOLANTE Sp. z o.o. z siedzibą przy ulicy Laotańskiej we Wrocławiu (dalej również: VOLANTE). Przedmiotem niniejszego raportu jest oszacowanie godziwej wartości rynkowej zorganizowanej części przedsiębiorstwa będącej studiem deweloperskim pracującym nad rozwojem gry komputerowej (dalej również: TAMING CHAOS, TC, Przedsiębiorstwo lub ZCP).

Godziwa wartość rynkowa (ang. *Fair Market Value*) - to wyrażona w pieniądzu lub odpowiednim ekwiwalencie wartość przedmiotu wyceny, przy szacowaniu której zakłada się, że w transakcji biorą udział typowy hipotetyczny kupujący i typowy hipotetyczny sprzedający, zainteresowani przeprowadzeniem transakcji i nie działający pod przymusem (nakazem). Przyjmuje się, że wyceniający ma odpowiedni zasób informacji nt. stron transakcji oraz kupujący i sprzedający posiadają odpowiedni zasób wiedzy nt. przedmiotu wyceny. Wartość wyznaczona w oparciu o kategorię godziwej wartości rynkowej jest akceptowana przez kupującego i sprzedającego. Opisane warunki transakcji są bardzo zbliżone do wymogów definicyjnych Wartości Rynkowej stosowanej w Międzynarodowych Standardach Wyceny.

Do wyceny wybrano metodę dochodową – zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF), która zdaniem VOLANTE jest najbardziej adekwatna.

Wycenę wartości zorganizowanej części przedsiębiorstwa sporządzono na dzień 31 sierpnia 2022 roku (dalej: Data Wyceny) na podstawie dokumentów przekazanych przez ALL IN! GAMES S.A., a w szczególności:

- prognozowanych danych finansowych Przedsiębiorstwa za okres od stycznia 2022 r. do grudnia 2026 r.;
- informacji o składnikach aktywów i pasywów zorganizowanej części przedsiębiorstwa na dzień 31.08.2022 r.;
- materiałach i informacjach ustnych uzyskanych od zarządzających Spółką.

Celem opracowania jest określenie wartości rynkowej zorganizowanej części przedsiębiorstwa należącej do ALL IN! GAMES S.A. na cele planowanego aportu ZCP.

Treść raportu została zawarta w pięciu rozdziałach, które należy traktować jako spójną i jednolitą całość. Żaden element, część lub strona raportu nie może być wykorzystywana bądź interpretowana bez zapoznania się z jego całością. Rozdział pierwszy koncentruje się na zdefiniowaniu podstawowych pojęć z teorii wyceny i wielowymiarowej analizie przedmiotu wyceny. Rozdział drugi zawiera charakterystykę podmiotu wyceny, która obejmuje przedstawienie podstawowych informacji o Przedsiębiorstwie i przedmiocie jego działalności. Rozdział trzeci dotyczy celu wyceny. Przedostatni, czwarty rozdział zawiera projekcję finansową Przedsiębiorstwa na lata 2021-2025, która w ostatnim rozdziale wykorzystana jest do wyceny ZCP metodą dochodową. Raport zakończony jest podsumowaniem, w którym zawarto komentarz do uzyskanych wyników.

Niniejsze oszacowanie zostało sporządzone przez dra Bartosza Góralskiego, który od ponad 15 lat specjalizuje się w wycenie zasobów niematerialnych i prawnych, wycenie przedsiębiorstw a także przeprowadzaniu analiz finansowych związanych ze sprawozdawczością przedsiębiorstw. Od czasu, kiedy w 2003 r. rozpoczął studia doktoranckie w zakresie pomiaru i wyceny zasobów niematerialnych na Uniwersytecie Ekonomicznym we Wrocławiu brał udział w ponad 300 projektach związanych z wycenami zasobów niematerialnych i przedsiębiorstw m.in. na zlecenie CCC, Enea, Polskiej Wytwórni Papierów Wartościowych, Apart, Grupy Azoty, P4 (właściciela marki „Play”), Kruk, czy Mennicy Polskiej. Na studiach podyplomowych Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu prowadzi autorskie warsztaty z zakresu kształtowania i wyceny wartości przedsiębiorstw, wyceny zasobów niematerialnych, analizy zasobów przedsiębiorstwa, a także budowania systemów informacyjnych dla rachunkowości zarządczej. Jest autorem wielu publikacji z zakresu wyceny zasobów niematerialnych przedsiębiorstwa.

## Zastrzeżenia

1. Przyjęto założenie, że otrzymane dane i informacje oraz udzielone wyjaśnienia przekazywane przez Spółkę są rzetelne oraz prawdziwe i w związku z tym nie weryfikowano ich niezależnie, w szczególności Volante sp. z o.o. nie weryfikowało sprawozdań finansowych oraz zapisów księgowych. Za poprawność sprawozdań finansowych oraz dokumentów przedstawiających sytuację finansową Przedsiębiorstwa odpowiedzialna jest Spółka.
2. Informacje wykorzystane przez Volante sp. z o.o. podczas prac nad Raportem zostały pozyskane z wielu źródeł. Prace obejmowały analizę otrzymanych informacji finansowych oraz zapisów księgowych, jednak nie obejmowały, zgodnie z Umową i obowiązującymi standardami, badania sprawozdań finansowych lub *due diligence*. Tym samym Volante sp. z o.o. nie przyjmuje odpowiedzialności za dokładność i kompletność jakiegokolwiek otrzymanej od Spółki lub w jej imieniu informacji. W związku z czym nie wystawiono żadnych dodatkowych opinii z nimi związanych.
3. Wszelkie wnioski dotyczące wartości zawarte w Raporcie są oparte na faktach i danych dostępnych na Datę Wyceny. Przy dokonywaniu kalkulacji wartości Przedsiębiorstwa nie zostały wzięte pod uwagę żadne wydarzenia ani okoliczności, poza opisanymi w Raporcie, które mogły mieć miejsce między Datą Wyceny a datą przekazania Raportu.
4. W analizie ujęto wszystkie istotne informacje, znajdujące się w źródłach, które wymieniono w Raporcie jako źródła informacji. W niniejszej analizie nie uwzględniono żadnych dodatkowych informacji dotyczących Przedsiębiorstwa, które pochodzą ze źródeł niewskazanych w niniejszym dokumencie.
5. Otrzymany wynik prac nie uwzględnia żadnych znaczących zdarzeń i nieujawnionych umów czy zobowiązań, w tym aktywów i zobowiązań pozabilansowych, o których istnieniu Volante sp. z o.o. w momencie sporządzania oszacowania nie wiedziało, lub co do których, z uwagi na ograniczony zakres informacji, nie było w stanie określić ryzyka z nimi związanego, a których ewentualne istnienie może mieć znaczący wpływ na wyniki prac.
6. Raport nie uwzględnia skutków wydarzeń i okoliczności, które mogły mieć miejsce, lub informacji, które mogły zostać ujawnione po Dacie Wyceny. Volante sp. z o.o. nie gwarantuje, iż w przypadku, gdyby takie prace i badania były kontynuowane, ich efekt dla Raportu byłby istotny.
7. Raport został przygotowany wyłącznie na potrzeby Zamawiającego opisane w Umowie i nie może być użyty, w całości lub w części, w celach innych niż ujęte w Umowie, bez pisemnej zgody Volante sp. z o.o. Raport stanowi całość i żadna jej część nie powinna być odczytywana, bądź interpretowana, bez przeczytania całości Raportu, w szczególności zastrzeżeń i ograniczeń, w tym dotyczących warunków uzyskania dostępu.

8. Oszacowanie wartości Przedsiębiorstwa zostało sporządzone przez Volante sp. z o.o. pod kierownictwem Bartłomieja Knichnickiego zgodnie z jego najlepszą wiedzą i przekonaniem.
9. Analizy, opinie i konkluzje zawarte w Raporcie są profesjonalnymi, bezstronnymi i obiektywnymi analizami, opiniami i konkluzjami osoby sporządzającej Raport i konkluzje zawarte w Raporcie są ograniczone jedynie przez przyjęte założenia oraz warunki ograniczające.
10. Zlecenie przygotowania Raportu nie było uzależnione od przygotowania lub przedstawienia w Raporcie przez Volante sp. z o.o. wniosków oraz konkluzji z góry zakładanymi rezultatami.
11. Wynagrodzenie Volante sp. z o.o. nie jest uzależnione od:
  - a. przygotowania lub przedstawienia w Raporcie wniosków lub konkluzji z góry tendencyjnie zakładanymi wartościami,
  - b. wartości przedmiotu kalkulacji przedstawionego w Raporcie,
  - c. uzyskania z góry założonego rezultatu,
  - d. przyszłych wydarzeń bezpośrednio związanych z celem kalkulacji,
  - e. konkluzji Raportu korzystnej dla Zamawiającego.

## 1. Przedmiot wyceny

### 1.1. Pojęcie przedsiębiorstwa

Zgodnie z art. 55<sup>1</sup> Kodeksu Cywilnego przedsiębiorstwo jest zorganizowanym zespołem składników niematerialnych i materialnych przeznaczonym do prowadzenia działalności gospodarczej. Obejmuje ono w szczególności:

- 1) oznaczenie indywidualizujące przedsiębiorstwo lub jego wyodrębnione części (nazwa przedsiębiorstwa);
- 2) własność nieruchomości lub ruchomości, w tym urządzeń, materiałów, towarów i wyrobów, oraz inne prawa rzeczowe do nieruchomości lub ruchomości;
- 3) prawa wynikające z umów najmu i dzierżawy nieruchomości lub ruchomości oraz prawa do korzystania z nieruchomości lub ruchomości wynikające z innych stosunków prawnych;
- 4) wierzytelności, prawa z papierów wartościowych i środki pieniężne;
- 5) koncesje, licencje i zezwolenia;
- 6) patenty i inne prawa własności przemysłowej;
- 7) majątkowe prawa autorskie i majątkowe prawa pokrewne;
- 8) tajemnice przedsiębiorstwa;
- 9) księgi i dokumenty związane z prowadzeniem działalności gospodarczej.

Przedsiębiorstwo prowadzone jest w formie wydzielonej zorganizowanej części przedsiębiorstwa, której właścicielem jest ALL IN! GAMES S.A.

Pod pojęciem działalności gospodarczej należy rozumieć zarobkową działalność wytwórczą, budowlaną, handlową, usługową oraz polegającą na poszukiwaniu, rozpoznawaniu i wydobywaniu kopalin ze złóż, a także działalność zawodową, wykonywaną w sposób zorganizowany i ciągły.

Zgodnie z informacjami uzyskanymi od zarządzających ALL IN! GAMES S.A. podstawowym rodzajem działalności gospodarczej wykonywanej przez Przedsiębiorstwo jest działalność polegająca na prowadzeniu studia deweloperskiego (produkcyjnego) gier komputerowych i na konsole, wyodrębnione w strukturze wewnętrznej Spółki przede wszystkim na płaszczyznach organizacyjnej, funkcjonalnej, a także finansowej.

### 1.2. Pojęcie wartości przedsiębiorstwa

Jednoznaczne i uniwersalne zdefiniowanie pojęcia „wartości” jest zadaniem niezmiernie trudnym, gdyż znaczenie tego terminu zmienia się w zależności od podmiotu zainteresowanego jego zbadaniem. Wśród głównych definicji wartości wymienić należy:

- **Godziwa wartość rynkowa (ang. *fair market value*)** to wartość przedmiotu wyceny wyrażona w pieniądzu lub odpowiednim ekwiwalencie, przy szacowaniu której podstawowym za-



łożeniem jest, iż w transakcji biorą udział typowy hipotetyczny kupujący oraz typowy hipotetyczny sprzedający, przy czym obie strony transakcji zainteresowane są w równym stopniu jej przeprowadzeniem i nie działają pod przymusem (nakazem). Przyjmuje się, że wyceniający posiada wystarczające (odpowiednie) informacje na temat stron transakcji oraz kupujący i sprzedający posiadają odpowiedni zasób wiedzy o przedmiocie wyceny. Wartość wyznaczona w oparciu o kategorię godziwej wartości rynkowej jest akceptowana przez kupującego i sprzedającego.

- **Wartość sprawiedliwa (ang. *fair value*)** to wartość przedmiotu wyceny wyrażona w pieniądzu lub odpowiednim ekwiwalencie, przy szacowaniu której podstawowym założeniem jest, iż w transakcji biorą udział konkretny kupujący oraz konkretny, niezainteresowany przeprowadzeniem transakcji sprzedający, przy czym jedna ze stron musi działać pod przymusem (nakazem). Wyznaczona wartość powinna być sprawiedliwa z punktu widzenia sprzedającego z uwzględnieniem faktu, że nie ma on możliwości utrzymania (zatrzymania) przedmiotu wyceny.
- **Wartość inwestycyjna (ang. *investment value*)** – to wartość przedmiotu wyceny wyrażona w pieniądzu lub odpowiednim ekwiwalencie dla konkretnego inwestora (właściciela), przy szacowaniu której uwzględnia się jego indywidualne wymagania i oczekiwania odnośnie przedmiotu wyceny.
- **Wartość wewnętrzna (ang. *intrinsic value*)** – to wartość przedmiotu wyceny wyrażona w pieniądzu lub odpowiednim ekwiwalencie, która nie jest oszacowana w związku z konkretną transakcją, nie bierze pod uwagę, kim jest zleceniodawca i odbiorca wyceny, a opiera się na wszystkich dostępnych informacjach o przedmiocie wyceny oraz czynnikach zewnętrznych mających wpływ na jego obecną i przyszłą sytuację ekonomiczną.

**Zgodnie z informacją wskazaną na początku raportu, w niniejszym opracowaniu uwzględniona zostanie pierwsza z wymienionych definicji, a zatem zastosowany zostanie standard wartości oparty na godziwej wartości rynkowej.**

### 1.3. Wartość zorganizowanej części przedsiębiorstwa

Wartość zorganizowanej części przedsiębiorstwa należącej do ALL IN! GAMES S.A. zostanie zbadana po przeprowadzeniu analizy jej sytuacji gospodarczej zarówno w wymiarze strategicznym, jak i finansowym. Analiza ta wskaże na przyczyny wyboru zastosowanych metod wyceny, tj. metody dochodowej opartej na zdyskontowanych przepływach pieniężnych, dzięki której dokonano określenia wartości przedsiębiorstwa.

## 2. Podmiot wyceny

### 2.1. Podstawowe informacje o Przedsiębiorstwie

Zgodnie z informacjami otrzymanymi od ALL IN! GAMES S.A. ZCP Taming Chaos to studio deweloperskie zajmujące się produkcją gier z kategorii indie opierających się na sprawdzonych gatunkach (np. rouge-lite) wzbogaconych o unikalne i eksperymentalne mechaniki rozgrywki (gameplay).

Co istotne, ZCP Taming Chaos zajmuje się tworzeniem całkowicie nowych IP. Bliska współpraca z należącym do AIG zespołem Game Research Lab zajmujących się researchem gier oraz graczy pozwala Taming Chaos wyselekcjonować najpopularniejsze gatunki gier a następnie dodać do nich całkowicie nowe i unikalne mechaniki rozgrywki. Ta wyjątkowa mieszanka następnie jest testowana na graczach z kluczowych terytoriów (np. USA, Kanada, UK) w celu weryfikacji, czy proponowane mechaniki rozgrywki (gameplay) znajdują uznanie wśród potencjalnych klientów.

W momencie, gdy gra jest zweryfikowana przez Game Research Lab, następuje proces pozyskiwania partnera publishingowego, który finansuje dalszą produkcję oraz pokrywa koszty marketingowe.

Pierwsza gra Taming Chaos to Project Rush - mix popularnego ostatnio gatunku rouge-lite (np. Hades - 1m sprzedanych sztuk, Dead Cells - 6m sprzedanych sztuk) z mechanikami znanymi ze speedrunningowych gier pokroju Neon White (ok. 200 tys. sztuk na samym Steam), Ghostrunner - (1,5 mln sprzedanych sztuk) czy Trials (cała seria - ponad 4m sztuk). Niestandardowa cecha Project Rush jest kompletny brak przemocy. Ponadto, świat gry jest generowany proceduralnie i dostosowuje się do zachowania gracza, aby nieustannie zaskakiwać gracza oraz dać powody do spędzenia w grze dziesiątek godzin (replayability). Podobnie jak w wypadku innych gier z gatunku rouge-lite, Project Rush pozwala graczom spędzić bardzo dużo czasu w świecie gry, pozwalając na ich dodatkową monetyzację poprzez wypuszczanie dodatków (DLC) rozwijających grę oraz wydłużających okres sprzedaży gry. Na przykład seria Dead Cells, która miała premierę w 2017 roku sprzedała ponad połowę z 6m sztuk w latach 2020-2022 dzięki regularnie publikowanym dodatkami usprawniającymi grę oraz oferującymi graczom dodatkowe wyzwania.

Zespół ZCP Taming Chaos składa się z osób, które od wielu lat są obecne na rynku gamingowym, wśród których wymienić należy:

- Leksa Gornovitz - Studio Head - zarządzała ponad 50 zespołami w 9 różnych strefach czasowych. Pracowała wcześniej dla Platige Image jako producent zespołów, które tworzyły animacje do serialu TV Wiedźmin, trailerów Dying Light czy sekwencji filmowych dla franchise Call of Duty.
- Mateusz Borycki - Technical Lead - ponad 10 lat doświadczenia w branży. Jako Senior System Architect w Huuuge Games pracował nad wieloma ważnymi dla HG grami, które obsługiwały setki tysięcy graczy.

- Aleksandra Kornaś - Art Lead - wcześniej artystka tworząca sekwencje filmowe dla serii Call of Duty oraz concept artist przy Kao the Kangaroo.
- Jack Dibden - Game Designer - wywodzący się ze społeczności speedrunnigowej Jack czuwa nad stworzeniem mechanik przystępnych dla nowych graczy ale jednocześnie na tyle złożonych, żeby stanowiły wyzwanie dla fanów speedrunningu.
- Marcin Kawa - Executive Producer - odpowiada za nadzór kreatywno-produkcyjny. Wcześniej odpowiadał za serie Asphalt Racing (Gameloft, ponad miliard graczy), był producentem Ghostrunnera (1.5m sprzedanych kopii) oraz stworzył zespół Ironbird Creations i jest Executive Producerem gry Phantom Hellcat.

Podstawowymi źródłami przychodu ZCP będzie sprzedaż gier (cyfrowa oraz fizyczna) poprzez współpracę z wydawcami (np. All in! Games) na platformach PC (Steam, Epic, GOG), PS4, PS5, Xbox One, Xbox Series X|S, Nintendo Switch. Możliwa jest również dalsza eksploracja stworzonych IP poprzez umowy z twórcami komiksów lub filmów (podobnie do CD Projekt Red oraz Netflix przy okazji gry The Witcher).

## 2.2. Aktywa oraz pasywa wchodzące w skład zorganizowanej części przedsiębiorstwa

Zorganizowana część przedsiębiorstwa będąca przedmiotem wyceny obejmuje między innymi:

- (a) **prawa własności intelektualnej, tj. wszelkie prawa własności intelektualnej związane z grami, które są na etapie tworzenia oraz działalnością deweloperską**, w tym m.in.:
  - (aa) wszelkie zwykłe prawa autorskie (w szczególności do gier), jak również stosowne upoważnienia w zakresie praw niezwykłych, w tym w szczególności wszelkie majątkowe prawa autorskie, zezwolenia na korzystanie i rozporządzania z utworów zależnych, prawa pokrewne (w tym do artystycznych wykonań, fonogramów i wideogramów) oraz zobowiązania dotyczące osobistych praw autorskich;
  - (ab) licencje na specjalistyczne oprogramowanie komputerowe (w zakresie, w jakim ze względów prawnych będą one mogły być przeniesione);
  - (ac) prawa do firmy oraz wszelkich oznaczeń indywidualizujących TAMING CHAOS;
  - (ad) prawa autorskie do logotypu i księgi znaków;
- (b) **środki trwałe i wyposażenie**, w tym m.in.:
  - (ba) sprzęt komputerowy – 7 sztuk;
  - (bb) konsole (Playstation, Xbox) do testowania gier – 3 sztuki;
  - (bc) tablet graficzny – 1 sztuka;

(c) **prawa i obowiązki** wynikające z wszelkich umów zawartych na potrzeby funkcjonowania Przedsiębiorstwa, w tym m.in.:

(da) umowy o pracę z pracownikami, zatrudnionymi na czas określony lub nieokreślony, wykonującymi czynności z zakresu działalności deweloperskiej;

(db) umowy o współpracę ze współpracownikami wykonującymi czynności zakresu działalności deweloperskiej – w tym wynikające z nich, istniejące lub przyszłe prawa (wierzycielności i roszczenia) oraz zobowiązania (długi).

### 3. Cel wyceny przedsiębiorstwa

#### 3.1. Pojęcie celu wyceny wartości przedsiębiorstwa

Przed przystąpieniem do wyceny musi zostać sformułowany jej cel, gdyż jego znajomość umożliwia zespołowi wyceniającemu określenie zakresu wyceny (całość przedsiębiorstwa lub poszczególne jego części), wybranie właściwych metod wyceny i ewentualnie ustalenie stron bezpośrednio zainteresowanych wynikami wyceny oraz ich oczekiwań związanych z wyceną. Ogólnie za M. Kufel przesłanki wyceny możemy podzielić na cztery główne grupy:

- przesłanki wynikające ze zmiany właściciela,
- przesłanki wynikające z przekształceń strukturalnych,
- przesłanki wynikające z obowiązku prowadzenia rozliczeń z urzędem podatkowym,
- pozostałe przesłanki.<sup>1</sup>

#### 3.2. Cel wyceny wartości zorganizowanej części przedsiębiorstwa należącej do ALL IN! GAMES S.A.

Celem wyceny wartości zorganizowanej części przedsiębiorstwa należącej do ALL IN! GAMES S.A. jest ustalenie wartości ZCP na cele aportowe.

#### 3.3. Metoda wyceny wartości zorganizowanej części przedsiębiorstwa należącej do ALL IN! GAMES S.A.

W celu oszacowania wartości zorganizowanej części przedsiębiorstwa należącej do ALL IN! GAMES S.A. zastosowano metodę dochodową, tj. zdyskontowanych przepływów pieniężnych. Zdaniem wyceniającego metoda ta w największym stopniu uwzględni potencjał Przedsiębiorstwa wynikający m.in. z gry komputerowej rozwianej przez zespół deweloperów, która przyniesie przychody i dochody w przyszłości.

---

<sup>1</sup> M. Kufel, *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Park, Bielsko-Biała, 1992

## 4. Projekcja finansowa na lata 2022-2026

### 4.1. Podstawowe założenia

Prezentowana niżej projekcja finansowa obejmuje okres od września 2022 roku do końca 2026 roku. Projekcję sporządzono na podstawie danych makroekonomicznych, informacji dotyczących kosztów poniesionych w okresie od stycznia do końca sierpnia 2022 roku, prognoz przekazanych przez Spółkę za okres od 1 stycznia 2022 do 31 grudnia 2026 roku oraz założeń własnych.

Poniżej przedstawiono prognozy makroekonomiczne wykorzystywane przy projekcjach finansowych.

#### Założenia makroekonomiczne na lata 2021-2025

Założenia makroekonomiczne	I-VIII 2022	IX-XII 2022	2022	2023	2024	2025	2026
Wzrost gospodarczy							
Wzrost PKB (r/r %)			4,30%	2,70%	3,50%	3,00%	3,00%
Kursy walut							
EUR/PLN (średnio w okresie)			4,61	4,50	4,41	4,25	4,15
USD/PLN (średnio w okresie)			4,47	4,31	4,14	3,94	3,85
Stopy procentowe							
Stopa referencyjna (% , średnio w okresie)			5,50%	6,60%	4,70%	4,00%	3,00%
Inflacja							
CPI (r/r %, średnio w okresie)			13,60%	11,30%	5,30%	3,90%	3,50%
Płace brutto (r/r %)			10,90%	9,00%	6,80%	5,00%	4,49%
Stawka CIT		19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%

Źródło: Opracowanie VOLANTE na podstawie Oxford Economics, NBP i Santander Bank.

Prognozy danych makroekonomicznych odnośnie wzrostu PKB, kursów walut, stóp procentowych oraz inflacji CPI zostały zaczerpnięte z raportów: Oxford Economics z sierpnia 2022 r., Prognozy makroekonomiczne profesjonalnych prognostów opublikowanego przez NBP w lipcu 2022 roku oraz MAKROskop z lipca 2022 roku. Stawkę podatku dochodowego od osób prawnych przyjęto w wysokości 9% w całym okresie prognozy (mały podatnik w rozumieniu Ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych).

Należy zaznaczyć, że funkcjonowanie każdego przedsiębiorstwa działającego w branży gier komputerowych opiera się na kolejnych projektach realizowanych szeregowo, bądź częściowo równolegle, w przypadku powiększenia zespołu deweloperów. Wynika to z faktu, że każda z gier rozwijanych przez takie przedsiębiorstwo ma swoisty cykl życia, który należy uwzględnić w budowie modelu finansowego.

Ekonomiczny cykl życia każdej gry komputerowej najczęściej obejmuje cztery podstawowe kamienie milowe:

- Informowanie mediów i graczy o powstawaniu nowego tytułu – jest to pierwszy etap służący wczesnemu budowaniu świadomości wśród graczy, w trakcie którego deweloper prezentuje

pierwsze zwiastuny, udostępnia wczesną wersję gry dla wyselekcjonowanego grona odbiorców, którzy mają możliwość zapoznania się z zasadami i specyfiką gry. Czas trwania tego etapu zależy przede wszystkim od posiadanych funduszy bądź/ oraz pomysłu na promowanie nowego tytułu i najczęściej wynosi od kilku miesięcy do roku.

- Udostępnienie gry w ramach wczesnego dostępu – w przypadku, gdy pierwszy etap został odpowiednio przeprowadzony i istnieje wystarczająca baza osób mających świadomość obecności danego tytułu na rynku, uruchomienie sprzedaży w ramach wczesnego dostępu może być dobrym wskaźnikiem obrazującym, czy pierwszy etap został właściwie przeprowadzony. Po uzyskaniu wstępnych wskaźników sprzedaży, kolejne miesiące pozwalają na ocenę faktycznego odbioru gry przez konsumentów, który poprzez media społecznościowe, w tym również bezpośrednio poprzez platformę Steam, wyrażają swoje opinie o grze (dostępna sekcja ocen oraz ogólne forum dyskusyjne). Etap ten obejmuje analizę zgłoszeń od graczy oraz ewolucję gry w takim kierunku, aby finalna wersja w jak największym stopniu spełniała oczekiwania graczy. Etap ten określa głównie zakres prac niezbędnych do ukończenia wersji finalnej, jak również poziom niezbędnych modyfikacji zgłoszonych przez graczy, które zostały uznane przez dewelopera za ważne dla późniejszego sukcesu gry. Czas trwania tego etapu wynieść może od około roku do nawet kilku lat.
- Udostępnienie wersji finalnej – najczęściej sprzedaż wersji finalnej w ramach platformy Steam nie jest wyższa od sprzedaży wersji udostępnionej w ramach wczesnego dostępu, ponieważ wraz z rozwojem gry coraz większa liczba graczy systematycznie nabywa regularnie dopracowywany tytuł. Część graczy wstrzymuje się jednak z zakupem do momentu, aż gra będzie reprezentowała docelowy poziom, który dodatkowo potwierdzony zostanie przez media i innych graczy. W efekcie o poziomie sprzedaży ostatecznej wersji gry decydować będzie zarówno wypełnienie oczekiwań graczy, którzy nabyli grę w ramach wczesnego dostępu, jak również wysokość uzyskanych ocen od mediów opiniotwórczych. Należy przy tym pamiętać, że w przypadku gier sieciowych wysokość przychodów ze sprzedaży powinna co najmniej pokryć koszty utrzymania serwerów – tym samym etap ten trwa tak długo, jak długo poziom przychodów pokrywa koszty utrzymania.
- Okres upustów cenowych – kiedy sprzedaż wersji finalnej w pełnej cenie spadnie, niezbędne staje się wywołanie wtórnego zainteresowania wśród nowych graczy, dla których cena początkowa okazała się zbyt wysoka. Na tym etapie wprowadza się różnego rodzaju promocje czasowe, które łączone są najczęściej z nową zawartością w grze np. nowym poziomem, rozszerzeniem fabularnym itp. Etap ten najczęściej występuje w okresie około roku od dnia wydania pełnej wersji gry i może być powtarzany w kolejnych okresach w zależności od realnego popytu na grę.

Ostateczny czas życia gry zależy więc od uzyskanych przychodów ze sprzedaży na etapie wczesnego dostępu i wersji finalnej z uwzględnieniem kolejnych rabatów. Tym samym dla przedsiębiorstw deweloperskich kończenie pracy nad jedną grą oznacza najczęściej rozpoczęcie prac nad kolejnym tytułem, tak aby w kolejnych okresach finansować swoją działalność rozwojową z wcześniej opublikowanych tytułów.

Poniżej w punktach zaprezentowano szczegółowe założenia do projekcji finansowej:

- Założono, że przychody ze sprzedaży każdego tytułu pochodzą będą z dwóch podstawowych źródeł: częściowej sprzedaży praw własności intelektualnej do wydawców oraz z pozostałego udziału w przychodach ze sprzedaży gry, które uzależnione będą od liczby sprzedanych gier i ich ceny w danym okresie. Dane w tym zakresie zostały przedstawione przez Zamawiającego.
- Należy zaznaczyć, że przychody ze sprzedaży licencji do własności intelektualnej do wydawców nie są realizowane w jednym okresie zgodnie z wystawieniem końcowego rozliczenia, gdyż wpływy te stanowią podstawowe źródło finansowania produkcji gry. W efekcie sprzedaż licencji składa się z serii zaliczek wpłaconych przez nabywcę licencji w okresie produkcji gry.
- Zlecający przekazał kompletne założenia w zakresie planowanych kosztów produkcji każdego z tytułów, jak również kosztów ogólnych działalności deweloperskiej, które zaprezentowano w tabeli: „Prognoza kosztów działalności na lata 2022-2026”.
- Mając na względzie fakt, że koszty produkcji gier komputerowych rozlicza się najczęściej z wykorzystaniem rozliczeń międzyokresowych kosztów, produkcji w toku bądź wartości niematerialnych i prawnych oznacza to, że nie są one kosztami okresu i są rozliczane dopiero po wydaniu finalnej wersji gry. Na potrzeby niniejszego oszacowania przyjęto sposób rozliczania kosztów wytworzonych gier przyjęty przez Zlecającego, w którym w pierwszym roku od wydania gry rozliczane jest 70% kosztów jej wytworzenia, w kolejnym roku 70% pozostałych do rozliczenia kosztów i w trzecim roku pozostającej części. W efekcie koszty produkcji gry rozliczane są degresywnie w przeciągu trzech lat od daty wydania finalnej wersji gry.
- Amortyzację wnoszonych do Przedsiębiorstwa środków trwałych przyjęto na podstawie szacowanych kwot ich amortyzacji. Amortyzację w stosunku do planowanych nakładów inwestycyjnych na środki trwałe oraz wartości niematerialne i prawne w latach 2022-2026 założono przy stawce amortyzacji wynoszącej 20,0%.
- Założono, że w latach 2022-2026 Przedsiębiorstwo będzie ponosić nakłady inwestycyjne na środki trwałe w wysokości 20 tys. zł rocznie.
- Założono opodatkowanie zysków Przedsiębiorstwa według stawki 19,0%.
- Poziom należności oszacowano na podstawie wskaźnika rotacji należności dla branży produkcji oprogramowania (ang. Software – Entertainment) dla Europy opublikowanej przez A. Damodaran’a wynoszącej 48,7 dni.
- Poziom krótkoterminowych zobowiązań pozafinansowych oszacowano na podstawie wskaźnika rotacji należności dla branży produkcji oprogramowania (ang. Software – Entertainment) dla Europy opublikowanej przez A. Damodaran’a wynoszącego 34,7 dni.
- Założono, że Przedsiębiorstwo nie będzie generowało pozostałych przychodów operacyjnych i pozostałych kosztów operacyjnych. Tym samym wynik pozostałej działalności operacyjnej będzie zerowy.
- Założono, że Przedsiębiorstwo nie będzie generowało przychodów ani kosztów finansowych. Równocześnie jednak powyższe założenie nie wpływa na wycenę Spółki.
- Założono zerowy poziom środków pieniężnych na dzień 31.08.2022 r. Dla kolejnych lat środki pieniężne obliczono na podstawie zmiany przepływów pieniężnych.
- Założono kapitał własny Przedsiębiorstwo w wartości netto jego aktywów pomniejszonych o zobowiązania na dzień 31.08.2022 r. Jednakże powyższe założenie nie wpływa na wycenę Spółki.

- Założono, że Przedsiębiorstwo będzie dokonywało wypłat dywidendy w wysokości zysku netto za rok ubiegły. Jednakże nie wpływa to na wycenę Spółki ze względu na przyjętą metodę wyceny.

#### Założenia w zakresie przychodów ze sprzedaży

Pozycja	RUSH	GRA2	GRA3
Sprzedaż częściowych praw do IP	6 944 375	7 650 000	11 933 585
Udział w przychodzie ze sprzedaży gier	40%	40%	40%

Sprzedaż w sztukach	RUSH	GRA2	GRA3
Early Access	60 000	60 000	60 000
Rok 1	120 000	120 000	120 000
Rok 2	70 000	70 000	70 000
Rok 3	35 000	35 000	35 000
Rok 4	15 000	15 000	15 000

Ceny	RUSH	GRA2	GRA3
Cena rynkowa USD	25,00	25,00	25,00
Prowizja platform sprzedażowych	30%	30%	30%
Kurs USD	4,5	4,5	4,5
Cena PLN EA	55,13	55,13	55,13
Cena PLN Rok 1	63,00	63,00	63,00
Cena PLN Rok 2	47,25	47,25	47,25
Cena PLN Rok 3	31,50	31,50	31,50
Cena PLN Rok 4	15,75	15,75	15,75

Źródło: dane przekazane przez Zamawiającego.



**Prognoza przychodów ze sprzedaży na lata 2022-2026**

Przychody	2023	2024	2025	2026
<b>Przychody ze sprzedaży</b>				
Sprzedaż w sztukach				
RUSH Early Access	60 000	-	-	-
RUSH wersja pełna	-	120 000	70 000	35 000
GRA2 Early Access	-	-	60 000	-
GRA2 wersja pełna	-	-	-	120 000
Cena po pomniejszeniach				
RUSH Early Access	55,1	-	-	-
RUSH wersja pełna	-	63,0	47,3	31,5
GRA2 Early Access	-	-	55,1	-
GRA2 wersja pełna	-	-	-	63,0
Całkowite przychody ze sprzedaży (tys. zł)				
RUSH Early Access	3 308	-	-	-
RUSH wersja pełna	-	7 560	3 308	1 103
GRA2 Early Access	-	-	3 308	-
GRA2 wersja pełna	-	-	-	7 560
Udział ZCP (tantiemy) w przychodach ze sprzedaży	40%	40%	40%	40%
Przychody ze sprzedaży należne ZCP (tys. zł)				
RUSH Early Access	1 323	-	-	-
RUSH wersja pełna	-	3 024	1 323	441
Sprzedaż licencji do RUSH	-	6 944	-	-
GRA2 Early Access	-	-	1 323	-
GRA2 wersja pełna	-	-	-	3 024
Sprzedaż licencji do GRA2	-	-	-	7 650
<b>Razem przychody ze sprzedaży</b>	<b>1 323</b>	<b>9 968</b>	<b>2 646</b>	<b>11 115</b>

Źródło: opracowanie VOLANTE na podstawie założeń Zamawiającego.

**Prognoza wpływów z zaliczek na sprzedaż licencji na lata 2022-2026**

Rozliczenie zaliczek na licencję	I-VIII 2022	IX-XII 2022	2022	2023	2024	2025	2026
Zaliczki na licencję							
RUSH	-	1 010	1 010	3 119	2 816	-	-
GRA2	-	-	-	-	1 584	3 471	2 596
GRA3	-	-	-	-	-	-	1 947
<b>Razem wpływ zaliczek na licencję</b>	<b>-</b>	<b>1 010</b>	<b>1 010</b>	<b>3 119</b>	<b>4 400</b>	<b>3 471</b>	<b>4 543</b>
<b>Zaliczki na licencję (Przychody przyszłych okresów)</b>	<b>-</b>	<b>1 010</b>	<b>1 010</b>	<b>4 128</b>	<b>1 584</b>	<b>5 055</b>	<b>1 947</b>

Źródło: opracowanie VOLANTE na podstawie założeń Zamawiającego.

**Prognoza kosztów działalności na lata 2022-2026**

Koszty	I-VIII 2022	IX-XII 2022	2022	2023	2024	2025	2026
<b>Koszty działalności</b>							
Koszty produkcji RUSH							
Wynagrodzenia	155	195	350	600	300	-	-
B2B	444	556	1 000	1 500	750	-	-
Testy	21	26	48	500	200	-	-
Asset store	1	2	3	15	15	-	-
Narrative writer	18	22	40	40	25	-	-
Outsource (including sound)	40	50	90	60	20	-	-
Licencje	53	67	120	120	60	-	-
Koszty produkcji GRA2							
Wynagrodzenia	-	-	-	-	312	624	312
B2B	-	-	-	-	888	1 776	888
Testy	-	-	-	-	50	500	200
Asset store	-	-	-	-	15	15	15
Narrative writer	-	-	-	-	25	60	30
Outsource (including sound)	-	-	-	-	90	60	20
Licencje	-	-	-	-	60	120	60
Koszty produkcji GRA3							
Wynagrodzenia	-	-	-	-	-	-	390
B2B	-	-	-	-	-	-	1 110
Testy	-	-	-	-	-	-	50
Asset store	-	-	-	-	-	-	20
Narrative writer	-	-	-	-	-	-	50
Outsource (including sound)	-	-	-	-	-	-	90
Licencje	-	-	-	-	-	-	60
Koszty ogólnego zarządu							
Amortyzacja	18	4	22	13	15	14	13
Pozostałe koszty pracowników	7	3	10	17	17	18	20
Usługi obce	120	60	180	200	211	219	227
Licencje	8	4	12	13	14	15	15
Rezerwa	0	30	100	100	100	100	100
<b>Razem koszty</b>	<b>885</b>	<b>1 019</b>	<b>1 974</b>	<b>3 079</b>	<b>3 067</b>	<b>3 421</b>	<b>3 570</b>

Źródło: opracowanie VOLANTE na podstawie założeń Zamawiającego.

**Prognoza rozliczenia kosztów produkcji gier w czasie na lata 2022-2026**

Rozliczanie kosztów w czasie	I-VIII 2022	IX-XII 2022	2022	2023	2024	2025	2026
Koszty produkcji RUSH							
Koszty w okresie	733	918	1 651	2 835	1 370	-	-
Koszty narastająco	733	1 651	1 651	4 486	5 856	-	-
Rozliczenie kosztów	-	-	-	-	4 099	1 230	527
Wartość RMK	733	1 651	1 651	4 486	1 757	527	-
Koszty produkcji GRA2	-	-	-	-	-	-	-
Koszty w okresie	-	-	-	-	1 440	3 155	1 525
Koszty narastająco	-	-	-	-	1 440	4 595	6 120
Rozliczenie kosztów	-	-	-	-	-	-	4 284
Wartość RMK	-	-	-	-	1 440	4 595	1 836
Koszty produkcji GRA3	-	-	-	-	-	-	-
Koszty w okresie	-	-	-	-	-	-	1 770
Koszty narastająco	-	-	-	-	-	-	1 770
Rozliczenie kosztów	-	-	-	-	-	-	-
Wartość RMK	-	-	-	-	-	-	-
Koszty wytworzenia gier rozliczone w okresie	-	-	-	-	4 099	1 230	4 811
Wartość rozliczenia międzyokresowego kosztów	733	1 651	1 651	4 486	3 197	5 122	1 836

Źródło: opracowanie VOLANTE na podstawie założeń Zamawiającego.

**Prognoza nakładów inwestycyjnych i amortyzacji Przedsiębiorstwa na lata 2021-2025 (tys. zł)**

Nakłady inwestycyjne i amortyzacja	I-VIII 2022	IX-XII 2022	2022	2023	2024	2025	2026
<b>Nakłady inwestycyjne na środki trwałe</b>	<b>18</b>	<b>-</b>	<b>18</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>20</b>
<b>Amortyzacja nowych środków trwałych</b>							
Amortyzacja zakupów z 2022 20,0%	-	-	-	-	-	-	-
Amortyzacja zakupów z 2023 20,0%	-	-	-	2,0	4,0	4,0	4,0
Amortyzacja zakupów z 2024 20,0%	-	-	-	-	2,0	4,0	4,0
Amortyzacja zakupów z 2025 20,0%	-	-	-	-	-	2,0	4,0
Amortyzacja zakupów z 2026 20,0%	-	-	-	-	-	-	2,0
<b>Razem amortyzacja nowych środków trwałych</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>2</b>	<b>6</b>	<b>10</b>	<b>12</b>
<b>Amortyzacja obecnych środków trwałych</b>	<b>18</b>	<b>4</b>	<b>22</b>	<b>11</b>	<b>9</b>	<b>4</b>	<b>1</b>
<b>AMORTYZACJA CAŁKOWITA ŚT</b>	<b>18</b>	<b>4</b>	<b>22</b>	<b>13</b>	<b>15</b>	<b>14</b>	<b>13</b>
<b>Wartość netto starych środków trwałych</b>	<b>37</b>	<b>34</b>	<b>34</b>	<b>23</b>	<b>14</b>	<b>10</b>	<b>8</b>
<b>Wartość netto nowych środków trwałych</b>	<b>18</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>18</b>	<b>32</b>	<b>42</b>	<b>50</b>
<b>Razem środki trwałe</b>	<b>55</b>	<b>34</b>	<b>34</b>	<b>41</b>	<b>46</b>	<b>52</b>	<b>58</b>

Źródło: Opracowanie VOLANTE

**Prognoza kapitału pracującego Przedsiębiorstwa na lata 2021-2025 (tys. zł)**

Kapitał pracujący	I-VIII 2022	IX-XII 2022	2022	2023	2024	2025	2026
<b>Zapasy</b>							
Rotacja zapasów	-	-	-	-	-	-	-
<b>Razem zapasy</b>	-	-	-	-	-	-	-
<b>Należności krótkoterminowe</b>							
Całkowity okres spływu należności	-	-	-	48,7	48,7	48,7	48,7
<b>Razem należności krótkoterminowe</b>	-	-	-	177	1 331	353	1 484
<b>Zobowiązania pozafinansowe</b>							
Średni termin spłaty zobowiązań	34,7	34,7	34,7	34,7	34,7	34,7	34,7
<b>Razem zobowiązania pozafinansowe</b>	27	58	58	101	86	105	90
<b>Cykl kowersji gotówki</b>	(34,7)	(34,7)	(34,7)	14,0	14,0	14,0	14,0
<b>Kapitał pracujący</b>	(27)	(58)	(58)	76	1 246	248	1 394
<b>Zmiana kapitału pracującego</b>	(27)	(32)	(58)	134	1 170	(997)	1 145

Źródło: Opracowanie VOLANTE

**4.2. Prognozowane sprawozdania finansowe**

Na podstawie powyższych szczegółowych założeń finansowych skonstruowane zostały sprawozdania finansowe pro-forma za okres od września 2022 roku do końca 2026 roku, które to przedstawiono w poniższych tabelach.

**Prognoza rachunku zysków i strat Przedsiębiorstwa na lata 2022-2026 (tys. zł)**

Rachunek zysków i strat	IX-XII 2022	2022	2023	2024	2025	2026
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	-	-	1 323	9 968	2 646	11 115
od jednostek powiązanych	-	-	-	-	-	-
Przychody ze sprzedaży produktów i usług	-	-	1 323	9 968	2 646	11 115
Przychody ze sprzedaży towarów i materiałów	-	-	-	-	-	-
<b>Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów</b>	-	-	-	-	4 099	1 230
Koszt wytworzenia sprzedanych produktów	-	-	-	-	4 099	1 230
<b>Wynik brutto na sprzedaży</b>	-	-	1 323	9 968	(1 453)	9 885
<b>Koszty sprzedaży</b>	-	-	-	-	-	-
<b>Koszty ogólnego zarządu</b>	97	302	331	342	352	362
<b>Wynik ze sprzedaży</b>	(97)	(302)	992	9 626	(1 804)	9 523
Pozostałe przychody operacyjne	-	-	-	-	-	-
Pozostałe koszty operacyjne	-	-	-	-	-	-
<b>Wynik na działalności operacyjnej</b>	(97)	(302)	992	9 626	(1 804)	9 523
Przychody finansowe	-	-	-	-	-	-
Koszty finansowe	-	-	-	-	-	-
<b>Wynik na działalności gospodarczej</b>	(97)	(302)	992	9 626	(1 804)	9 523
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	-	-	-	-	-	-
<b>Wynik brutto</b>	(97)	(302)	992	9 626	(1 804)	9 523
Podatek dochodowy	-	(27)	89	866	(162)	857
Pozostałe obowiązkowe zmniejszenia zysku	-	-	-	-	-	-
<b>Wynik netto</b>	(97)	(275)	903	8 760	(1 642)	8 666

Źródło: Opracowanie VOLANTE.

**Prognoza bilansu Przedsiębiorstwa na lata 2022-2026 (tys. zł)**

<b>Bilans - aktywa</b>	<b>IX-XII 2022</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>
<b>Aktywa</b>	<b>1 741</b>	<b>1 698</b>	<b>5 762</b>	<b>11 962</b>	<b>13 810</b>	<b>19 354</b>
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>34</b>	<b>34</b>	<b>41</b>	<b>46</b>	<b>52</b>	<b>58</b>
Wartości niematerialne i prawne	-	-	-	-	-	-
Rzeczowe aktywa trwałe	34	34	41	46	52	58
Należności długoterminowe	-	-	-	-	-	-
Inwestycje długoterminowe	-	-	-	-	-	-
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	-	-	-	-	-	-
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>1 707</b>	<b>1 664</b>	<b>5 721</b>	<b>11 916</b>	<b>13 758</b>	<b>19 296</b>
Zapasy	-	-	-	-	-	-
Należności krótkoterminowe	-	-	177	1 331	353	1 484
Inwestycje krótkoterminowe	57	14	1 059	7 388	8 283	15 975
Środki pieniężne	57	14	1 059	7 388	8 283	15 975
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	1 651	1 651	4 486	3 197	5 122	1 836
<b>Bilans - pasywa</b>	<b>IX-XII 2022</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>
<b>Pasywa</b>	<b>1 741</b>	<b>1 698</b>	<b>5 762</b>	<b>11 962</b>	<b>13 810</b>	<b>19 354</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>673</b>	<b>630</b>	<b>1 533</b>	<b>10 293</b>	<b>8 651</b>	<b>17 317</b>
Kapitał podstawowy	905	905	905	905	905	905
Kapitały zapasowy	-	-	-	-	-	-
Kapitał z aktualizacji wyceny	-	-	-	-	-	-
Pozostałe kapitały rezerwowe	-	-	-	-	-	-
Zysk (strata) z lat ubiegłych	(135)	-	(275)	628	9 388	7 746
Zysk (strata) netto	(97)	(275)	903	8 760	(1 642)	8 666
Odpisy z zysku netto w ciągu roku obrotowego	-	-	-	-	-	-
<b>Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania</b>	<b>1 068</b>	<b>1 068</b>	<b>4 229</b>	<b>1 670</b>	<b>5 159</b>	<b>2 037</b>
Rezerwy na zobowiązania	-	-	-	-	-	-
Zobowiązania długoterminowe	-	-	-	-	-	-
Zobowiązania krótkoterminowe	58	58	101	86	105	90
Rozliczenia międzyokresowe	1 010	1 010	4 128	1 584	5 055	1 947
Przychody przyszłych okresów (zaliczki)	1 010	1 010	4 128	1 584	5 055	1 947

Źródło: Opracowanie VOLANTE

### Prognoza rachunku przepływów pieniężnych Przedsiębiorstwa w okresie od września 2022 r. do grudnia 2026 r. (tys. zł)

Rachunek przepływów pieniężnych	IX-XII 2022	2022	2023	2024	2025	2026
<b>Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej</b>						
Zysk netto	(97)	(275)	903	8 760	(1 642)	8 666
Korekty	154	(561)	162	(2 411)	2 556	(954)
Amortyzacja	4	22	13	15	14	13
Zyski (straty) z tytułu różnic kursowych	-	-	-	-	-	-
Odsetki i udziały w zyskach (dywidendy)	-	-	-	-	-	-
Zysk (strata) z działalności inwestycyjnej	-	-	-	-	-	-
Zmiana stanu rezerw	-	-	-	-	-	-
Zmiana stanu zapasów	-	-	-	-	-	-
Zmiana stanu należności	-	-	(177)	(1 155)	978	(1 131)
Zmiana stanu niefinansowych zobow. krótkoterm	58	58	43	(15)	19	(15)
Zmiana stanu rozliczeń międzyokresowych	92	(641)	284	(1 255)	1 545	178
Inne korekty	-	-	-	-	-	-
<b>Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej</b>	<b>57</b>	<b>(836)</b>	<b>1 065</b>	<b>6 349</b>	<b>914</b>	<b>7 713</b>
<b>Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej</b>						
Wpływy	-	-	-	-	-	-
Przychody ze sprzedaży aktywów pozafin.	-	-	-	-	-	-
Przychody ze sprzedaży aktywów finansowych	-	-	-	-	-	-
Odsetki i inne przychody finansowe	-	-	-	-	-	-
Inne wpływy inwestycyjne	-	-	-	-	-	-
Wydatki	(0)	(18)	(20)	(20)	(20)	(20)
Nakłady inwestycyjne (CapEx)	(0)	(18)	(20)	(20)	(20)	(20)
Zakup aktywów finansowych	-	-	-	-	-	-
Inne wydatki inwestycyjne	-	-	-	-	-	-
<b>Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej</b>	<b>(0)</b>	<b>(18)</b>	<b>(20)</b>	<b>(20)</b>	<b>(20)</b>	<b>(20)</b>
<b>Przepływy pieniężne z działalności finansowej</b>						
Wpływy	-	-	-	-	-	-
Wpływy do kapitału własnego	-	-	-	-	-	-
Wpływy z kredytów i pożyczek	-	-	-	-	-	-
Wpływy z tytułu umów leasingu finansowego	-	-	-	-	-	-
Wydatki	-	-	-	-	-	-
Zmiany kapitału zapasowego	-	-	-	-	-	-
Spłaty kredytów i pożyczek	-	-	-	-	-	-
Z tytułu umów leasingu finansowego	-	-	-	-	-	-
Odsetki i inne koszty finansowe	-	-	-	-	-	-
<b>Przepływy pieniężne z działalności finansowej</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Razem przepływy środków pieniężnych</b>	<b>57</b>	<b>(853)</b>	<b>1 045</b>	<b>6 329</b>	<b>894</b>	<b>7 693</b>
Środki pieniężne na początek okresu	0	867	14	1 059	7 388	8 283
Środki pieniężne na koniec okresu	57	14	1 059	7 388	8 283	15 975

Źródło: Opracowanie VOLANTE

## 5. Wycena przedsiębiorstwa metodą dochodową

### 5.1. Metodologia

Dochodowa metoda wyceny za pomocą zdyskontowanych przepływów pieniężnych (*Discounted Cash Flow*, DCF) zakłada wycenę przedsiębiorstwa w oparciu o bieżącą wartość wolnych przepływów pieniężnych, które według oczekiwań zostaną wygenerowane przez przedsiębiorstwo w przyszłości.

Wolne przepływy pieniężne są jedną z miar wyników finansowych przedsiębiorstwa, a oblicza się je jako różnicę pomiędzy przepływami pieniężnymi z działalności operacyjnej a nakładami inwestycyjnymi. Wolne przepływy pieniężne reprezentują gotówkę, jaką dane przedsiębiorstwo jest w stanie wygenerować ze swojej podstawowej działalności (działalności operacyjnej) po poniesieniu nakładów związanych z odtworzeniem lub powiększeniem swoich środków produkcji.

We współczesnych finansach wolne przepływy pieniężne odgrywają kluczową rolę. To właśnie one a nie sam zysk netto są wykorzystywane do oceny analizy działalności przedsiębiorstwa, do oceny projektów inwestycyjnych przedsiębiorstwa, a także do wyceny całych przedsiębiorstw. Natomiast zyski są tylko miarą księgową wyników firmy i nie prezentują prawdziwych korzyści jakie osiąga przedsiębiorstwo.

W celu dokonania analizy wartości na podstawie historycznych wyników przedsiębiorstwa, jego obecnej działalności oraz założeń przyjętych dla kilkuletnich prognoz finansowych, przeprowadza się następujące kroki:

1. Określenie przewidywanych wielkości przepływów pieniężnych w okresie objętym prognozami.
2. Zdyskontowanie tych wielkości do wartości na dzień analizy (NPV) przy użyciu stopy dyskonta uwzględniającej relatywne ryzyko osiągnięcia tych przepływów oraz wartości pieniądza w czasie.
3. Określenie wartości rezydualnej, rozumianej jako wartość na dzień analizy przepływów pieniężnych po okresie objętym prognozami.
4. Dodanie wartości rezydualnej do wartości NPV.

Wartość aktywów nieoperacyjnych, przykładem których mogą być niezagospodarowane środki pieniężne czy nieruchomości (jeśli takie istnieją), koryguje w górę wartość wycenianego podmiotu, ze względu na fakt, że aktywa te nie generują dla przedsiębiorstwa bezpośrednio przychodów operacyjnych i są zbędne dla jego bieżącej działalności. Natomiast zadłużenie skoryguje w dół wartość wycenianego przedsiębiorstwa.

Poniżej znajduje się praktyczna definicja **wolnych przepływów pieniężnych**:

	<i>EBIT (zysk operacyjny)</i>
<i>minus:</i>	<i>Podatek dochodowy</i>
<i>równa się</i>	<i>NOPLAT (zysk operacyjny netto po korektach)</i>
<i>plus:</i>	<i>Amortyzacja</i>
<i>minus:</i>	<i>Wzrost kapitału obrotowego netto</i>
<i>plus:</i>	<i>Inne pozycje niepieniężne</i>
<i>minus:</i>	<i>Nakłady inwestycyjne</i>
	<b><i>Wolne przepływy pieniężne</i></b>

Dla właściwej oceny wartości dochodowej przedsiębiorstwa niebagatelne znaczenie ma prawidłowe określenie stopy dyskonta. **Stopa dyskontowa** ma postać stawki procentowej, która odzwierciedla wartość pieniądza w czasie oraz ryzyko związane z prowadzeniem działalności operacyjnej.

Stopa ta nazywana średnim ważonym kosztem kapitału (*Weighted Average Cost of Capital, WACC*), jest obliczana jako średnia ważona oczekiwanego kosztu kapitału dłużnego i kapitału własnego przy uwzględnieniu szacowanej struktury kapitałowej przedsiębiorstwa.

Ogólna formuła stosowana przy obliczaniu WACC przedstawia się następująco:

$$WACC = Kd * (d\%) + Ke * (e\%)$$

gdzie:

<i>WACC:</i>	<i>Weighted Average Cost of Capital</i>
<i>Kd:</i>	<i>koszt kapitału dłużnego po uwzględnieniu efektu podatkowego</i>
<i>d%:</i>	<i>poziom kapitału dłużnego jako procent sumy kapitałów własnych i kapitału dłużnego ("kapitał zainwestowany")</i>
<i>Ke:</i>	<i>stopa zwrotu na kapitale własnym</i>
<i>e%:</i>	<i>kapitały własne jako procent sumy kapitału własnego i kapitału dłużnego</i>

Przy obliczaniu wymaganej nominalnej stopy zwrotu na kapitałach własnych  $Ke$  wykorzystaliśmy tzw. Capital Asset Pricing Model. Przy zastosowaniu tego modelu koszt kapitału własnego wynosi:

$$Ke = Rf + \beta * (Rm - Rf) + Rs$$

gdzie:

<i>Rf:</i>	<i>stopa zwrotu z papierów wartościowych pozbawionych ryzyka</i>
<i><math>\beta</math>:</i>	<i>beta, systematyczne ryzyko firmy</i>
<i>(Rm-Rf):</i>	<i> premia za ryzyko rynkowe</i>
<i>Rs:</i>	<i> premia za kapitalizację</i>

Na potrzeby oszacowania premii za kapitalizację dokonano analizy przedsiębiorstw działających w branży produkcji gier komputerowych (PKD 58.21.Z - Działalność wydawnicza w zakresie gier komputerowych). Na podstawie sprawozdań finansowych złożonych za 2021 roku ustalono, że przedział międzykwartylowy przychodów wyniósł od 406 tys. zł (1. kwartył) do 3 911 tys. zł. (3. kwartył). Mając na względzie przekazane prognozy dla analizowanego Przedsiębiorstwa przyjęto przychody ze sprzedaży w wysokości 3. kwartyła, który naszym zdaniem we właściwy sposób odzwierciedli jego poziom premii za kapitalizację.



## 5.2. Oszacowanie stopy dyskontowej

W poniższej tabeli szczegółowo przedstawiliśmy kalkulację stopy dyskontowej Przedsiębiorstwa.

### Oszacowanie stopy dyskontowej

Oszacowanie stopy dyskontowej	Wartość	Źródło
<b>Docelowa struktura kapitału Spółki D/E</b>	7,81%	prof. A. Damodaran
<b>Docelowa struktura kapitału Spółki D/(D+E)</b>	<b>7,24%</b>	prof. A. Damodaran
Stopa wolna od ryzyka	6,26%	Rentowność 10-letnich obligacji skarbowych (stooq, 28.08.2022)
Marża ponad stopę wolną od ryzyka	2,00%	Szacunki własne
Koszt długu przed opodatkowaniem	8,26%	
Efektywna stopa podatkowa	19,00%	Aktualna stopa podatkowa
<b>Koszt długu wraz z tarczą podatkową</b>	<b>6,69%</b>	
Stopa wolna od ryzyka	6,26%	
Beta odlewarowana	0,42	prof. A. Damodaran
Beta zlewarowana	<b>0,44</b>	
Premia za ryzyko rynkowe	4,94%	prof. A. Damodaran, Equity Risk Premium - Poland (01.01.2022)
Premia za kapitalizację	14,05%	Research Commissioned by Duff & Phelps LLC.
<b>Koszt kapitału własnego</b>	<b>22,49%</b>	
<b>Średni ważony koszt kapitału (WACC)</b>	<b>21,35%</b>	
Oszacowanie premii za kapitalizację	2021	Źródło
<b>Przychód w tys. PLN</b>	<b>3 911</b>	Dane za 2021 rok
Kurs EUR/PLN	4,567	NBP, średni kurs w 2021 roku
Przychód w mln EUR	0,86	Przychód w mln EUR
Premia za kapitalizację	<b>14,05%</b>	Research Commissioned by Duff & Phelps LLC. 2019

D/E – dług do kapitału własnego;

D/(D+E) – dług do kapitału zainwestowanego;

prof. A. Damodaran – ekspert w zakresie wyceny przedsiębiorstw, wykładowca w Stern School of Business, New York University, przedstawia on zbiorcze informacje o istotnych parametrach obliczonych przez niego do wyceny przedsiębiorstw z różnych sektorów (w poniższej wycenie wykorzystano obliczone przez niego parametry dla sektora oprogramowania (ang. *Software – Entertainment*) oraz premię za ryzyko rynkowe dla Polski);

Beta odlewarowana – beta przy założeniu braku długu;

Beta zlewarowana – beta uwzględniająca zadłużenie;

Research Commissioned by Duff & Phelps LLC – analiza premii za ryzyko w zależności od wielkości spółki dla rynku europejskiego zrealizowane przez Rotterdam School of Management, Erasmus University w kwietniu 2019 r. na zlecenie Duff & Phelps LLC (w poniższej wycenie wykorzystano analizę premii za kapitalizację w porównaniu do przychodów ze sprzedaży w euro z wykorzystaniem wygładzonego modelu liczenia premii – Smoothed Premium = 13,421% - 3,981% \* Log(Sales) + 0,473% \* Log(Sales)^2 - 0,02% \* Log(Sales)^3.

Źródło: Opracowanie VOLANTE

W wyniku przeprowadzonych obliczeń otrzymaliśmy **stopę dyskonta w wysokości 21,35%**.

### 5.3. Oszacowanie wartości dochodowej

Na podstawie przeprowadzonych projekcji finansowych wykonano obliczenia wartości dochodowej Przedsiębiorstwa, zgodnie z procedurą przedstawioną w punkcie 5.1.

Zdyskontowane przepływy pieniężne w okresie prognozy (od 1 września 2022 r. do 31 grudnia 2026 r.) są dodatnie i wynoszą łącznie 8 013 tys. zł. Wartość rezydualna, czyli zdyskontowana wartość Przedsiębiorstwa na koniec ostatniego roku prognozy wyniosła natomiast 8 670 tys. zł. Suma tych wartości określa wartość Przedsiębiorstwa przez korektami i wynosi 16 683 tys. zł.

Założono, że Przedsiębiorstwo na dzień 31 sierpnia 2022 r. nie posiada środków pieniężnych ani zobowiązań finansowych. Dlatego nie dokonywano korekt wartości Przedsiębiorstwa z tego tytułu.

Ponadto, aby oszacować wartość Przedsiębiorstwa odzwierciedlającą fakt braku płynności udziałów, utrudniający ich zbywalność, zastosowaliśmy dodatkowe dyskonto w wysokości 5%.

Szczegółowe wyliczenia przedstawiono w poniższych tabelach.

#### Zdyskontowane przepływy pieniężne Przedsiębiorstwa w okresie prognozy oraz znormalizowany przepływ pieniężny po okresie prognozy (tys. zł)

Przepływy pieniężne	Okres zerowy	IV-XII 2022	2023	2024	2025	2026	Przepływy rezydualne
<b>Zysk netto</b>		(97)	903	8 760	(1 642)	8 666	4 172
Koszty finansowe - przychody finansowe		-	-	-	-	-	-
Korekta podatkowa		-	-	-	-	-	-
<b>Zysk operacyjny netto po korektach (NOPLAT)</b>		(97)	903	8 760	(1 642)	8 666	4 172
Amortyzacja		4	13	15	14	13	13
Zmiany w kapitale obrotowym		58	(134)	(1 170)	997	(1 145)	(363)
Zmiany w innych pozycjach bilansowych		92	284	(1 255)	1 545	178	188
<b>Wolne przepływy pieniężne z działaln. operac. (CFFO)</b>		57	1 065	6 349	914	7 713	4 010
Nakłady inwestycyjne (CapEx)		(0)	(20)	(20)	(20)	(20)	(13)
<b>Wolne przepływy pieniężne (FCFF)</b>		57	1 045	6 329	894	7 693	3 997
Stopa dyskontowa - koszt kapitału		21,35%	21,35%	21,35%	21,35%	21,35%	21,35%
Współczynnik dyskontowy	1,000	0,865	0,713	0,587	0,484	0,399	0,399
<b>Zdyskontowane wolne przepływy pieniężne</b>	-	49	745	3 718	433	3 069	
<b>Wartość obecna przepływów pieniężnych (NPV)</b>	8 013						
Jako % wartości firmy	48%						

Źródło: Opracowanie VOLANTE

**Wyliczenie wartości rezydualnej Przedsiębiorstwa (tys. zł)****Wartość rezydualna**

<b>Wartość rezydualna</b>		
Znormalizowany wolny przepływ pieniężny (FCFF)		3 997
Wartość rezydualna - stopa wzrostu	2,5%	21 735
<b>Zdyskontowana wartość rezydualna</b>		<b>8 670</b>
Jako % wartości firmy		52%

Przyjęto wzrost przepływów pieniężnych po roku 2026 w wysokości 2,5% rocznie, na poziomie ciągłego (długoterminowego) celu inflacyjnego przyjętego przez Radę Polityki Pieniężnej.

Źródło: Opracowanie VOLANTE

**Wyliczenie wartości dochodowej Przedsiębiorstwa (tys. zł)****Wyliczenie wartości dochodowej Przedsiębiorstwa**

<b>Wartość firmy</b>		<b>16 683</b>
Zobowiązania finansowe		-
Inwestycje długoterminowe		-
Inwestycje krótkoterminowe		-
<b>Wartość kapitału własnego przed korektami</b>		<b>16 683</b>
Dyskonto z tytułu płynności	5,0%	(834)
<b>Wartość kapitału własnego</b>		<b>15 849</b>

Źródło: Opracowanie VOLANTE

**W oparciu o metodę dochodową (zdyskontowanych przepływów pieniężnych), szacujemy godziwą wartość rynkową kapitału własnego zorganizowanej części przedsiębiorstwa należącej do ALL IN! GAMES S.A. (przy założeniu braku płynności) na dzień 31 sierpnia 2022 roku, na poziomie 15 849 tys. zł.**

## 5.4. Analiza wrażliwości

W poniższej tabeli przedstawiono analizę wrażliwości wyceny Przedsiębiorstwa na najważniejsze zmienne, determinujące uzyskany wynik metodą dochodową.

### Wrażliwość wartości Przedsiębiorstwa na zmianę stopy wzrostu przepływów pieniężnych oraz stopy dyskonta WACC (zł)

	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%
25,35%	12 059	12 193	12 333	12 480	12 632	12 792	12 958	13 133	13 316
24,35%	12 681	12 831	12 989	13 153	13 325	13 504	13 693	13 891	14 098
23,35%	13 359	13 528	13 705	13 890	14 085	14 288	14 502	14 727	14 964
22,35%	14 100	14 291	14 491	14 701	14 922	<b>15 154</b>	15 398	15 656	15 928
<b>21,35%</b>	14 914	15 130	15 358	15 597	<b>15 849</b>	16 115	16 395	16 692	17 007
20,35%	15 811	16 058	16 317	<b>16 592</b>	16 881	17 187	17 512	17 856	18 222
19,35%	16 804	17 087	17 386	17 702	18 036	18 391	18 769	19 171	19 600
18,35%	17 911	18 237	18 582	18 949	19 338	19 753	20 196	20 670	21 178
17,35%	19 150	19 528	19 930	20 359	20 816	21 305	21 830	22 393	23 001

Źródło: Opracowanie VOLANTE

Jak widać z prezentowanych obliczeń, wartość Przedsiębiorstwa jest umiarkowanie wrażliwa na zmianę stopy wzrostu przepływów po okresie prognozy. Natomiast wrażliwość na zmianę stopy dyskontowej (WACC) jest dosyć duża.

## Podsumowanie

W wyniku zastosowanej metody dochodowej wyceny (według zdyskontowanych przepływów pieniężnych - DCF) uzyskano godziwą wartość rynkową zorganizowanej części przedsiębiorstwa należącej do ALL IN! GAMES S.A. w wysokości **15 849 tys. zł.**

Z punktu widzenia prowadzenia efektywnej działalności i określenia zdolności rozwojowych Przedsiębiorstwa najlepiej jej wartość oddaje właśnie wielkość obliczona metodą dochodową za pomocą zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF). Trzeba wyraźnie zaznaczyć, że inwestorzy, którzy podejmują decyzje odnośnie zakupu akcji (udziałów) danego przedsiębiorstwa podejmują przede wszystkim decyzje na podstawie możliwości osiągnięcia zysków w przyszłości. Jedyną metodą, która to uwzględnia jest właśnie DCF, gdyż bazuje ona na prognozach wyników. Ponadto metoda ta jako jedyna bierze pod uwagę wszystkie czynniki, które mają wpływ na sytuację finansową oraz rynkową wycenianego podmiotu.

**Dlatego rekomendowana przez nas godziwa wartość rynkowa zorganizowanej części przedsiębiorstwa będącej studiem deweloperskim pracującym nad rozwojem gier komputerowych należącej do ALL IN! GAMES S.A. na dzień 31 sierpnia 2022 roku, odzwierciedlająca brak płynności wynosi 15 849 tys. zł.**



dr Bartosz Góralski  
ekspert. ds. wycen

