

**Wycena wartości godziwej
100% kapitałów własnych oraz
pakietu 20 udziałów w Spółce
IT Fashion Polska Group & Partners sp. z o.o.
z siedzibą w Warszawie
na dzień 30.09.2021 r.**

Warszawa, grudzień 2021

Spis treści

1	Wstęp	4
1.1	Cel i przedmiot wyceny	4
1.2	Podstawowe założenia wyceny i standard wartości	4
1.3	Zastosowane podejścia i metody wyceny	4
1.4	Główne założenia wyceny oraz źródła informacji	5
1.5	Data wyceny i data sporządzenia raportu	5
1.6	Zastrzeżenia i ograniczenia	5
2	Prezentacja wyników wyceny	7
3	Wiadomości ogólne	9
3.1	Informacje o Zamawiającym	9
3.1	Informacje o Spółce	10
3.1	Prezentacja danych ekonomiczno-finansowych w okresie od 1 sierpnia 2019 r. do 30 września 2021 r.	11
4	Informacje rynkowe	12
4.1	E-commerce w Europie	12
4.2	E-commerce w Polsce	13
4.2.1	Wielkość i rozwój rynku	13
4.2.2	Charakterystyka konsumenta	18
5	Wycena metodą zdyskontowanych przyszłych strumieni pieniężnych (DCF)	20
5.1	Metodologia wyceny	20
5.2	Założenia makroekonomiczne przyjęte do wyceny	22
5.3	Kalkulacja stopy dyskontowej przyjętej do wyceny	22
5.4	Założenia szczegółowe do projekcji sprawozdań finansowych stanowiących podstawę oszacowania wartości godziwej 100% kapitałów własnych Spółki	24
5.5	Projekcja EBIT stanowiącego podstawę wyceny kapitałów własnych Spółki metodą DCF	27
5.6	Wyniki wyceny wartości godziwej 100% kapitałów własnych Spółki metodą zdyskontowanych przyszłych strumieni pieniężnych	28
6	Wycena metodą mnożników rynkowych	30
6.1	Metodologia wyceny metodą giełdowych mnożników rynkowych	30
6.2	Prezentacja spółek podobnych	33
6.3	Wyliczenie wartości mnożników giełdowych dla spółek bazowych (podobnych)	34
6.4	Wyniki wyceny wartości godziwej 100% kapitałów własnych Spółki metodą giełdowych mnożników rynkowych	37
7	Spis tabel i wykresów	38
8	Załączniki	39
8.1	Prognozy finansowe Spółki 2021-2024	39

8.2 Bilans na dzień 30.09.2021 r. oraz rachunek zysków i strat za okres 01.01.2021-30.09.2021 r.....	40
8.3 Sprawozdanie finansowe za okres 01.08.2019-31.12.2020 r.	41

1 WSTĘP

1.1 CEL I PRZEDMIOT WYCENY

Niniejszy raport dotyczy wyceny wartości godziwej 100% kapitałów własnych oraz pakietu 20 udziałów w Spółce IT Fashion Polska Group & Partners sp. z o.o. z siedzibą w Warszawie na dzień 30.09.2021 r. (dalej określana również jako „IT Fashion” lub „Spółka”).

Raport sporządził Maciej Czerwonka, Biegły Rewident nr uprawnień 11710 (dalej określany również jako „Wykonawca”) na potrzeby wydania przez WBS Audyt sp. z o.o. opinii na temat wartości godziwej 100% kapitałów własnych oraz pakietu 20 udziałów w Spółce IT Fashion Polska Group & Partners sp. z o.o. stanowiących 20 % w kapitale własnym.

Zamawiającym w zakresie wydania opinii przez WBS Audyt sp. z o.o. jest Modern Commerce S.A.

1.2 PODSTAWOWE ZAŁOŻENIA WYCENY I STANDARD WARTOŚCI

Przedmiotowa wycena została sporządzona przy **założeniu kontynuacji działalności** przez Spółkę oraz przy przyjęciu **wartości godziwej** jako standardu określonej wartości.

Zgodnie z Ustawą o Rachunkowości przez wartość godziwą rozumie się kwotę, za jaką dany składnik aktywów mógłby zostać wymieniony, a zobowiązanie uregulowane na warunkach transakcji rynkowej, pomiędzy zainteresowanymi i dobrze poinformowanymi, niepowiązanymi ze sobą stronami. Wartość godziwą instrumentów finansowych znajdujących się w obrocie na aktywnym rynku stanowi cena rynkowa pomniejszona o koszty związane z przeprowadzeniem transakcji, gdyby ich wysokość była znacząca.

Zgodnie z MSSF 13 „Ustalanie wartości godziwej”, wartość godziwa została zdefiniowana jako cena, którą otrzymano by za sprzedaż składnika aktywów lub zapłacono by za przeniesienie zobowiązania w transakcji przeprowadzonej na zwykłych warunkach między uczestnikami rynku na dzień wyceny.

Standard wartości godziwej, który występuje w podanych powyżej aktach prawnych i standardach dotyczących prawa bilansowego oraz do którego odwołuje się kodeks spółek handlowych koncepcyjnie zbliżony jest do standardu godziwej wartości rynkowej (ang. Fair Market Value) zdefiniowanej w Krajowym Standardzie Wyceny Specjalistycznym „Ogólne zasady wyceny przedsiębiorstw” opracowanym przez Polską Federację Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych oraz do standardu wartości rynkowej (ang. Market Value) zdefiniowanego w Międzynarodowych Standardach Wyceny.

1.3 ZASTOSOWANE PODEJŚCIA I METODY WYCENY

Biorąc pod uwagę przedmiot i cel wyceny oraz podstawowe założenie i standard określonej wartości, do wyceny wartości godziwej 100% kapitałów własnych Spółki zastosowano następujące metody wyceny:

1. Metodę zdyskontowanych przyszłych strumieni pieniężnych (DCF),
2. Metodę mnożników giełdowych.

Wybrane metody reprezentują odmienne podejścia:

- Metoda zdyskontowanych przyszłych strumieni pieniężnych (DCF) – podejście dochodowe. Metoda ta jest najczęściej stosowaną w praktyce metodą wyceny wartości godziwej 100% kapitałów własnych Spółki.
- Metoda mnożników giełdowych – podejście porównawcze (rynkowe). Biorąc pod uwagę

liczbę podmiotów podobnych notowanych na rynkach giełdowych oraz dostępność danych, metoda ta umożliwia wiarygodne ustalenie wartości godziwej wycenianej Spółki.

Wybrane metody wyceny umożliwiają zatem właściwą rekomendację wartości godziwej 100% kapitałów własnych Spółki będącej przedmiotem wyceny.

Wykonawca rekomenduje przyjęcie dla metody:

- zdyskontowanych przyszłych strumieni pieniężnych wagi na poziomie 50%,
- metody mnożników giełdowych wagi na poziomie 50%.

1.4 GŁÓWNE ZAŁOŻENIA WYCENY ORAZ ŹRÓDŁA INFORMACJI

Podczas prac nad wyceną oparto się na następujących danych i dokumentach oraz głównych założeniach, które zostały udostępnione przez Zamawiającego:

1. Bilans na dzień 30.09.2021 r. oraz rachunek zysków i strat 01.01.2021-30.09.2021 r.
2. Bilans na dzień 31.12.2020 r. oraz rachunek zysków i strat 01.08.2019-31.12.2020 r.
3. Rachunek zysków i strat 01.01.2020-31.12.2020 r.
4. Zestawienie obrotów i sald za okres 01.08.2019-30.09.2020 r. oraz 01.01.2021-30.09.2021 r.
5. Założenia prognostyczne na lata 2021-2024.
6. Inne materiały analityczne zebrane i przygotowane przez pracowników Zamawiającego.

1.5 DATA WYCENY I DATA SPORZĄDZENIA RAPORTU

Przedmiotowa wycena została sporządzona na dzień 30.09.2021 r. Raport z przeprowadzonych procedur wyceny został sporządzony w dniu 20.12.2021 r.

1.6 ZASTRZEŻENIA I OGRANICZENIA

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

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

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

Przedmiotową wycenę Wykonawca sporządził z należytą starannością. Jednakże Wykonawca, ani żaden z członków zespołu dokonującego wyceny nie ponosi odpowiedzialności za jakiegokolwiek

błędy i pominięcia w związku z realizacją przedmiotowej wyceny (wyłączając odpowiedzialność za szkodę wyrządzoną umyślnie, jak również na wskutek rażącego niedbalstwa).

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

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

2 PREZENTACJA WYNIKÓW WYCENY

Poniższa tabela przedstawia wyniki wyceny wartości godziwej 100% kapitałów własnych Spółki IT Fashion Polska Group & Partners sp. z o.o. wg stanu na 30.09.2021 r.

Tabela 1. Wyniki wyceny wartości godziwej IT Fashion Polska Group & Partners sp. z o.o.

Lp.	Wyszczególnienie	Wartość wyceny na dzień 30.09.2021 r. (tys. PLN)
A.	Wycena metodą zdyskontowanych przyszłych strumieni pieniężnych (DCF)	
1.	Wartość bieżąca strumieni z działalności operacyjnej dla okresu szczegółowej prognozy – okres: 01.10.2021-31.12.2025	33 674
2.	Wartość rezydualna kapitałów własnych	83 993
3.	Wartość rynkowa aktywów pozaoperacyjnych na początek okresu szczegółowej prognozy	78
4.	Stan środków pieniężnych na początek okresu szczegółowej prognozy	1 800
5.	Wartość długu odsetkowego na początek okresu szczegółowej prognozy	-10 028
6.	Razem wartość rynkowa 100% kapitałów własnych Spółki oszacowana metodą DCF przed uwzględnieniem dyskont (1+2+3+4+5)	109 518
7.	Dyskonto z tyt. braku kontroli*	0%
8.	Dyskonto z tyt. braku płynności**	0%
9.	Razem wartość godziwa 100% kapitałów własnych Spółki oszacowana metodą DCF po uwzględnieniu dyskonta z tyt. braku płynności	109 518
B.	Wartość godziwa 100% kapitałów własnych Spółki oszacowana metodą MR	91 308
1.	Waga dla wyceny DCF	50%
2.	Waga dla wyceny MR	50%
C.	Razem wartość godziwa 100% kapitałów własnych Spółki	100 413
D.	Ilość udziałów Spółki IT Fashion Polska Group & Partners sp. z o.o. sp. z o.o. (w szt.)	100
E.	Wartość godziwa 1 udziału Spółki IT Fashion Polska Group & Partners sp. z o.o. (w PLN)	1 004 129,22
F.	Ilość udziałów podlegających wycenie	20
G.	Wartość pakietu 20 udziałów Spółki IT Fashion Polska Group & Partners sp. z o.o.	20 083

Źródło: Opracowanie własne Wykonawcy na podstawie danych otrzymanych od Zamawiającego

** przy ustaleniu wartości godziwej wycenianego pakietu przyjęto założenie premii z tyt., kontroli (MR), brak konieczności dyskonta za brak kontroli (DCF), które jest związane z tym, że wyceniany pakiet jest elementem stanowiącym element transakcji związanych z przejściem kontroli nad Spółką IT Fashion Polska Group & Partners sp. z o.o..

**premia została uwzględniona w WACC zastosowanym w procedurze wyceny

Rekomendowana wartość godziwa 100% kapitałów własnych Spółki IT Fashion Polska Group & Partners sp. z o.o. według stanu na dzień 30.09.2021 r. wynosi:

100 413 tys. PLN

(słownie: sto milionów czterysta trzynaście złotych)

Rekomendowana wartość godziwa pakietu 20 udziałów Spółki IT Fashion Polska Group & Partners sp. z o.o. według stanu na dzień 30.09.2021 r. wynosi:

20 083 tys. PLN

(słownie: dwadzieścia milionów osiemdziesiąt trzy tysiące złotych)

3 WIADOMOŚCI OGÓLNE

3.1 INFORMACJE O ZAMAWIAJĄCYM

FIRMA SPÓŁKI:

IT Fashion Polska Group & Partners sp. z o.o.

ADRES SIEDZIBY SPÓŁKI:

ul. Moliera 2, 00-076 Warszawa

NUMER IDENTYFIKATORA GUS:

Nr REGON 383678538

NUMER IDENTYFIKACYJNY PODATNIKA PODATKU OD TOWARÓW I USŁUG:

Nr NIP 5252794723

REJESTRACJA SPÓŁKI:

Spółka została wpisana do Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS: 0000797819

DATA REJESTRACJI SPÓŁKI:

1 sierpnia 2019r.

KAPITAŁ PODSTAWOWY SPÓŁKI:

Kapitał zakładowy Spółki wynosi 5 000,00 PLN i dzieli się na 100 udziałów o wartości nominalnej 50,00 PLN każdy.

PKD:

- 47, 71, Z, sprzedaż detaliczna odzieży prowadzona w wyspecjalizowanych sklepach,
- 47, 78, Z, sprzedaż detaliczna pozostałych nowych wyrobów prowadzona w wyspecjalizowanych sklepach,
- 47, 77, Z, sprzedaż detaliczna zegarków, zegarów i biżuterii prowadzona w wyspecjalizowanych sklepach,
- 47, 91, Z, sprzedaż detaliczna prowadzona przez domy sprzedaży wysyłkowej lub internet,
- 73, 12, A, pośrednictwo w sprzedaży czasu i miejsca na cele reklamowe w radio i telewizji,
- 63, 12, Z, działalność portali internetowych,
- 47, 99, Z, pozostała sprzedaż detaliczna prowadzona poza siecią sklepową, straganami i targowiskami,
- 46, 42, Z, sprzedaż hurtowa odzieży i obuwia,
- 47, 26, Z, sprzedaż detaliczna wyrobów tytoniowych prowadzona w wyspecjalizowanych sklepach,
- 47, 62, Z, sprzedaż detaliczna gazet i artykułów piśmiennych prowadzona w wyspecjalizowanych sklepach.

3.1 INFORMACJE O SPÓLCE

IT Fashion Polska Group & Partners sp. z o.o. prowadzi sklepy stacjonarne oraz sklep internetowy z luksusową odzieżą, obuwiem oraz akcesoriami. Salony stacjonarne:

- **Moliera 2 Warszawa** jest modowym miejscem w stolicy, gdzie od 2008 roku dostępne są unikatowe kolekcje z wybiegów najlepszych projektantów i ekskluzywnych Domów Mody z całego świata. Salon Moliera 2 jest jednym z niewielu miejsc w Polsce, w którym dostępne są kolekcje słynnego Domu Mody Christian Louboutin. Oprócz kolekcji Christian Louboutin, w butik Moliera 2 znajdują się również KrolestwoSzpilek – buty Manolo Blahnik, Gianvito Rossi, Casadei, Alexandre Birman, Francesco Russo, a także luksusowe marki Burberry, Balmain, Isabel Marant, Kenzo, Love Shack Fancy, Oneteaspoon, Zimmermann.
- **Salon Moliera 2 Plac Trzech Krzyży, Warszawa** od 2011 roku na trzech piętrach przedwojennej kamienicy znajdują się ekskluzywne damskie, męskie oraz dziecięce kolekcje najslynniejszych Domów Mody z całego świata.
- **Salon Moliera 2 Bazar Poznański** powstały w 2015 roku należy do grupy najbardziej ekskluzywnych miejsc w Poznaniu.
- **Moliera 2 Katowice ALTUS** to nowe miejsce na modowej mapie Śląska. Zadebiutowało w czerwcu 2018 r, jako tygodniowy pop-up shop - od sierpnia 2018 r. jest otwarty na stałe.
- **Salon Moliera2.com Sopot** - Klienci znaleźć mogą w butik wyjątkowe marki takie jak One TeaSpoon, Polo Ralph Lauren, TOD'S, Tory Burch, Love Schack Fancy, Charo Ruiz Ibiza, Joanna Muzyk, CUORI e PICCHE, Dsquared2, Frankie Morello, Beach Bunny, Agent Provocateur oraz wiele innych. Oferuje szeroki asortyment dla kobiet i mężczyzn. Innowacyjny butik jest nie tylko punktem odbioru zamówień, ale również miejscem z możliwością mierzenia całego asortymentu dostępnego w sklepie internetowym.
- **Salon Moliera2.com Zakopane** to ekskluzywne miejsce w zimowej stolicy Polski. Jest szóstym Salonem Moliera 2 w Polsce, w którym znajdują się najnowsze kolekcje światowych marek i najslynniejszych domów mody.

Sklep on-line oferuje klientom: wysyłkę na terytorium polski, 30 dni na bezpłatną wymianę lub zwrot, możliwość zwrotu lub wymiany w salonie Moliera 2, sprzedaż na raty.

3.1 PREZENTACJA DANYCH EKONOMICZNO-FINANSOWYCH W OKRESIE OD 1 SIERPNI 2019 R. DO 30 WRZEŚNIA 2021 R.

W tabeli poniżej przedstawiono dane ekonomiczno-finansowe Spółki IT Fashion Polska Group & Partners sp. z o.o. w okresie 01.08.2019-31.12.2020 r., 01.01.2020 -31.12.2020 r., 01.01.2020-30.09.2020 r. oraz 01.01.2021-30.09.2021 r. opracowane na podstawie danych finansowych dostarczonych przez Spółkę.

Tabela 2. Prezentacja danych ekonomiczno-finansowych

Lp.	Wyszczególnienie	Okres sprawozdawczy				
		01.08.2019-31.12.2020 r.	01.01.2020-31.12.2020 r.	01.08.2020-30.09.2020 r.	01.01.2021-30.09.2021 r.	01.01.2021-30.09.2021 r.*
I. Wielkości wynikowe						
1.	Przychody netto ze sprzedaży i zrównane z nimi	107 139	76 763	87 538	73 482	73 482
2.	Koszty działalności operacyjnej	105 743	74 313	86 331	71 535	71 064
3.	Zysk (strata) ze sprzedaży (1-2)	1 396	2 450	1 207	1 947	2 419
4.	Saldo pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych	1 621	940	1 631	494	494
5.	Wynik na działalności operacyjnej (3+4)	3 018	3 390	2 838	2 440	2 912
6.	Saldo przychodów i kosztów finansowych	-178	-178	-182	-111	-111
7.	Wynik na działalności gospodarczej	2 839	3 212	2 656	2 330	2 802
8.	Wynik brutto	2 839	3 164	2 656	2 330	2 802
9.	Wynik netto	2 021	2 324	1 889	1 950	2 332
II. Wskaźniki rentowności						
1.	Rentowność sprzedaży	1,30%	3,19%	1,38%	2,65%	3,29%
2.	Rentowność brutto	2,65%	4,12%	3,03%	3,17%	3,81%
3.	Rentowność netto	1,89%	3,03%	2,16%	2,65%	3,17%
4.	Rentowność kapitałów własnych	6,32%	7,26%	5,93%	23,30%	b.d.
III. Wielkości bilansowe (na koniec roku obrotowego)						
1.	Aktywa trwałe	5 238	5 238	5 181	4 257	b.d.
2.	Aktywa obrotowe	42 320	42 320	36 967	52 227	b.d.
3.	Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	15 570	15 570	10 291	22 545	b.d.
4.	Aktywa netto	31 988	31 988	31 857	33 938	b.d.

Źródło: Opracowanie własne Wykonawcy na podstawie danych otrzymanych od Zamawiającego

* Na dzień 30.09.2021r. przeprowadzono korektę wyników. Korekta jest związana ze zmianą sposobu ujęcia kosztów Spółki. Korekta polegała na ujęciu kosztów transportu oraz kosztu cla, nie w momencie przyjęcia towaru, a odniesieniu kosztów na magazyn i rozliczenia ich w chwili sprzedaży poprzez koszt związany z wartością sprzedanych towarów i materiałów.

4 INFORMACJE RYNKOWE

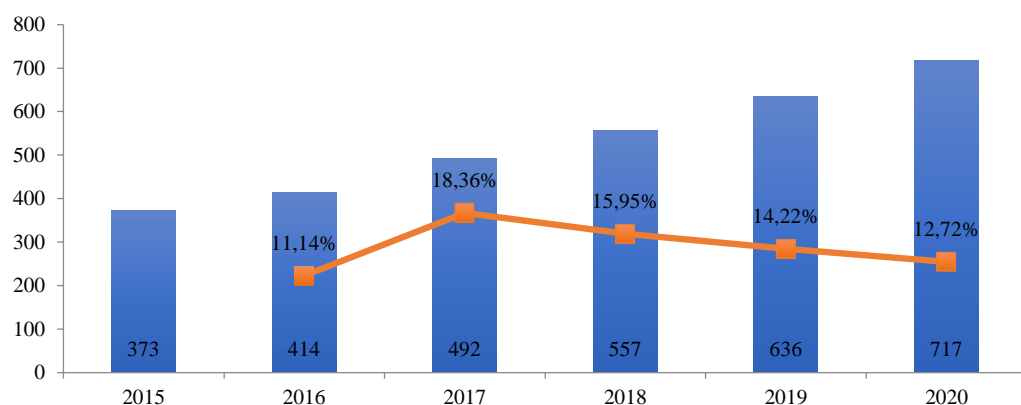
E-commerce, nazywany również e-handlem oraz handlem elektronicznym polega na posługiwaniu się urządzeniami IT w procesie dokonywania zakupów. Samo zamówienie odbywa się w trybie online, natomiast doręczenie oraz zapłata mogą odbywać się zarówno za pośrednictwem sieci, jak i poza nią.

4.1 E-COMMERCE W EUROPIE

Według prognozy wartość rynku e-commerce na koniec 2020 r. osiągnie 717 mld euro. Prognozowany wynik będzie charakteryzował mniejszy wzrost rynku w porównaniu do 2019 roku. Handel elektroniczny w 2019 roku w Europie charakteryzował 14,2% wzrost, natomiast według prognoz w 2020 roku wyniesie 12,7%. Według analiz Ecommerce Europe, wpływ pandemii na wzrost rynku zakupów online w Europie będzie widoczny w pełni dopiero w 2021 r¹.

Największy wpływ na rynek mają państwa Europy Zachodniej (udział w rynku na poziomie 70%). Według danych RetailX 83% społeczeństwa w tych krajach korzysta z możliwości zakupów on-line. Wysoki rozwój handlu elektronicznego w tej części Europy w połączeniu z pandemią spowodował, że tempo jego wzrostu nie jest takie jak w latach poprzednich.

Wykres 1 B2C e-commerce - obrót i wzrost w Europie (mld EUR)



Źródło: <https://ecommercenews.eu/ecommerce-in-europe-e717-billion-in-2020/>

Należy zwrócić uwagę na szybki rozwój rynku e-commerce Europy Wschodniej i Centralnej, gdzie liczba e-konsumentów wynosi ok. 30%. Nawet przy 30% wzroście sprzedaży online, jaki osiągnęły w 2019 roku Rumunia i Bułgaria, znaczący udział Europy Zachodniej powoduje, że dynamika wzrostu całego rynku będzie niższa. Najwolniej rozwijającymi się rynkami pod względem rozwoju sprzedaży internetowej okazały się: Islandia – 3%, Austria - 4%, Irlandia oraz Belgia – 7%. Ok 95% spośród konsumentów w Polsce i Holandii robiło zakupy w lokalnych sklepach internetowych, z kolei, kraje, których mieszkańcy w większości kupują na zagranicznych portalach, to Malta – 96% i Cypr – 95%.²

¹ <https://ecommercenews.eu/ecommerce-in-europe-e717-billion-in-2020/>

² <https://www.ideo.pl/e-commerce/wiedza/ecommerce-trendy-2020,85.html>

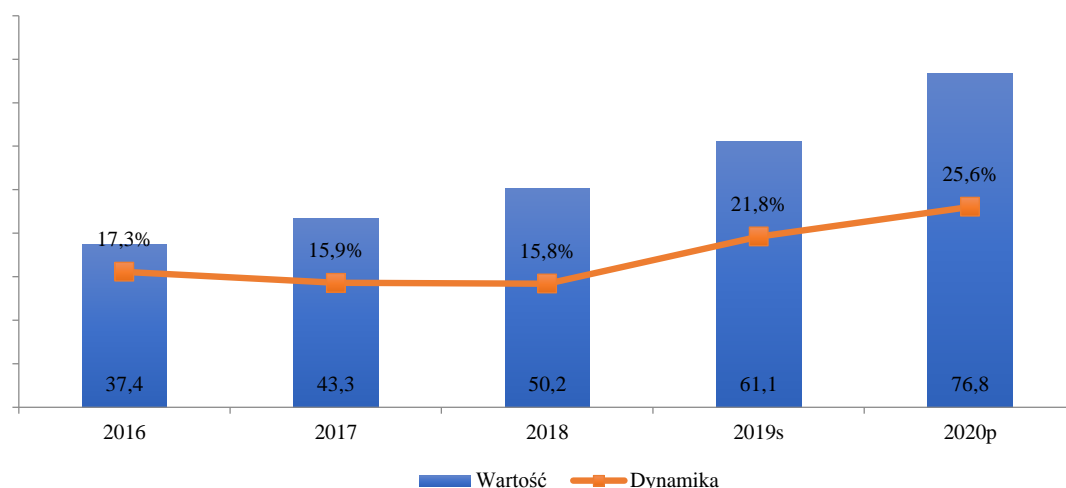
4.2 E-COMMERCE W POLSCE

4.2.1 WIELKOŚĆ I ROZWÓJ RYNKU

Zgodnie z raportem PMR³, szacuje się, że polski rynek e-commerce wzrósł w 2020 r. o ok 26% do 76,8 mld zł i odpowiadał za ok 11% rynku detalicznego. Z kolei według szacunków Euromonitor International, wartość sprzedaży detalicznej w obszarze e-commerce w Polsce w 2020 r. warta była ponad 71 mld zł⁴.

Należy zauważyć, że handel elektroniczny w Polsce jest beneficjentem pandemii, ponieważ ograniczona dostępność sklepów stacjonarnych w okresie lockdownu oraz obawa przed zakażeniem COVID-19 przekonała konsumentów do zakupów online. Wskazuje się, że wielu detalistów skupiło się na e-handlu kosztem swoich stacjonarnych punktów sprzedaży detalicznej. Analitycy Euromonitor International⁵ szacują, że prawie trzy czwarte użytkowników Internetu dokonało zakupów online w 2020 roku, co jest znacznie wyższym poziomem niż w 2019 roku.

Wykres 2. Wartość (mld zł) i dynamika (%) internetowej sprzedaży detalicznej w Polsce, 2016-2020



s-szacunek

p-prognoza

Źródło: Raport PMR „Handel internetowy w Polsce 2020. Analiza i prognozy rozwoju na lata 2020-2025”

Według danych Ministerstwa Rozwoju, Pracy i Technologii w pierwszym kwartale 2019 roku udział sprzedaży internetowej w sprzedaży detalicznej (wg danych GUS) wyniósł 5,6%, a w okresie lockdownu zwiększył się do 11,9% (kwiecień 2020 r.). W marcu i kwietniu 2020 r. dynamika sprzedaży detalicznej była bezprecedensowo wysoka - odpowiednio 40,7% i 27,7% (m/m, w cenach bieżących). Biorąc pod uwagę wzrost sprzedaży online wyraźnym liderem była kategoria odzieży i obuwia, gdzie porównując stan z kwietnia z tym z początku 2020 roku, udział sprzedaży internetowej wzrósł ponad 2,5-krotnie. Niemniej jednak, w miarę znoszenia kolejnych obostrzeń widoczny był powrót konsumentów do tradycyjnych kanałów sprzedaży, co skutkowało normowaniem się udziału e-commerce w sprzedaży detalicznej poszczególnych branż. Przykładowo, przyjmując za poziom bazowy sprzedaż internetową w marcu, w przypadku żywności w czerwcu sprzedaż internetowa była niższa o ok. 10%, w kategorii mebli, RTV i AGD spadek wyniósł ok. 20%, zaś w przypadku farmaceutyków i kosmetyków wydatki internetowe były mniejsze o ok 30%. Jeżeli jednak za poziom

³ PMR – E-commerce market in Poland 2020, September 2020

⁴ Euromonitor International” Retailing in Poland”, Marzec 2021

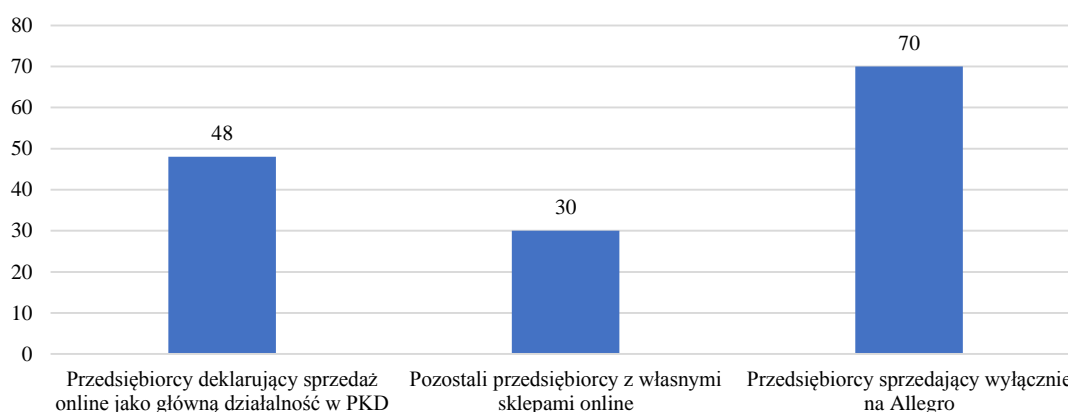
⁵ Euromonitor International” Retailing in Poland”, Marzec 2021

bazowy przyjmujemy sprzedaż internetową z lutego 2020 r., to okaże się, że jedyną kategorią sprzedaży detalicznej wyodrębnianą przez GUS, gdzie wartość internetowej sprzedaży nie wzrosła, były farmaceutyki i kosmetyki. Oznacza to, że w większości branż składających się na handel detaliczny pandemia spowodowała trwałą zmianę przyzwyczajzeń konsumentów i przeniesienie części zakupów do internetu, nawet w przypadku takich branż, w przypadku których e-commerce nie miało wcześniej znaczącego udziału, czego najlepszym przykładem jest sprzedaż produktów spożywczych.⁶

Dane Santander⁷ wskazują na wpływ okresu lockdownu na sprzedaż online również na jesieni 2020 r. Po wprowadzeniu obostrzeń na początku listopada 2020, nastąpił wyraźny wzrost sprzedaży online - 48% m/m, a udział segmentu online w sprzedaży detalicznej ogółem wzrósł do 11,4% w listopadzie wobec 7,3% w październiku i 5,6% w styczniu. Zgodnie z danymi Santander⁸, liderami wzrostu w tym okresie były sklepy odzieżowe i obuwnicze, prasa i książki oraz meble i elektronika, które zwiększyły swoje udziały do 35,4% (+16,0 pp m/m), 38,1% (+12,9 pp m/m) i 22,5% (+9,7 pp m/m).

Zgodnie z szacunkami PwC, w 2020 r. ok. 150 tys. polskich przedsiębiorstw prowadziło sprzedaż swoich produktów i usług przez internet. Zwraca się jednak uwagę, że w porównaniu do zachodnioeuropejskich krajów Polska ma nadal relatywnie małą liczbę sklepów internetowych. Prognozuje się, że w kolejnych latach ich liczba ma szansę znacznie wzrosnąć w związku m.in. z efektem nowych przyzwyczajzeń konsumenckich i pojawianiem się na rynku nowych graczy⁹.

Wykres 3. Liczba polskich przedsiębiorstw sprzedających online, 2020 (tys.)



Źródło: PwC w: <https://businessinsider.com.pl/finanse/handel/rynek-e-commerce-w-polsce-osiagnie-wartosc-162-mld-zl/8x90t02>

Grupa Allegro pozostała najpopularniejszym sprzedawcą internetowym i platformą zakupową w Polsce z 33,1% udziałem w sprzedaży detalicznej online. Jak podaje Grupa Allegro, w pierwszej połowie 2020 r. liczba sprzedających i ofert na jej rynku wzrosła dwucyfrowo. Na koniec 2020 r., Grupa Allegro miała blisko 13 mln aktywnych kupujących¹⁰. Poza Allegro, e-commerce w Polsce pozostaje mocno rozdrobniony, z wieloma operatorami posiadającymi marginalne udziały wartościowe. Zgodnie z danymi Euromonitor International niezależni sprzedawcy zewnętrzni odpowiadają łącznie za 38% wartości sprzedaży detalicznej online w 2020 r.¹¹.

Należy zwrócić uwagę na perspektywę konkurencji ze strony globalnych graczy, takich jak Amazon i AliExpress, którzy już zwrócili się w stronę polskich konsumentów i w przyszłości mogą zwiększać

⁶<https://media.santander.pl/pr/548992/pandemia-motorem-wzrostu-dla-e-commerce-czy-rok-2020-bedzie-rekordowy-dla-branzy-e-commerce-w-polsce>

⁷ Santander Biuro Maklerskie, Consumer goods, Poland 21 December 2020

⁸ Santander Biuro Maklerskie, Consumer goods, Poland 21 December 2020

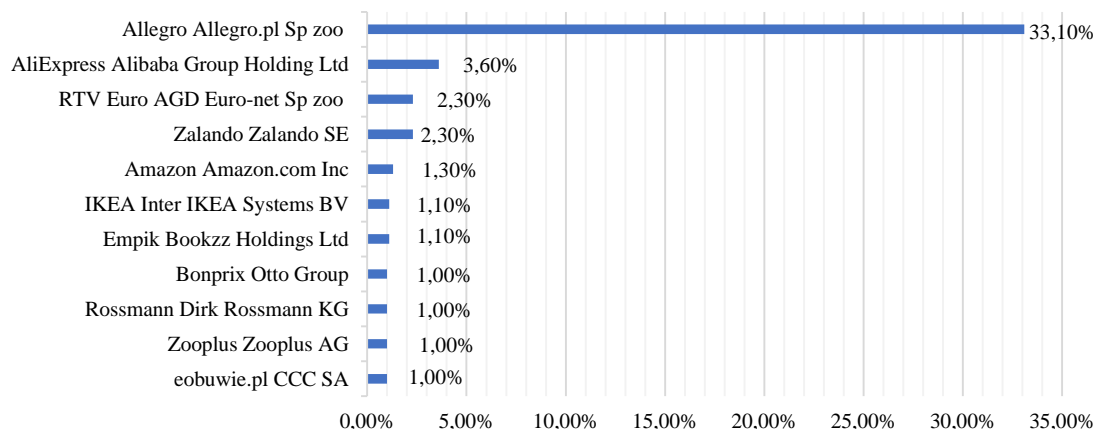
⁹ <https://businessinsider.com.pl/finanse/handel/rynek-e-commerce-w-polsce-osiagnie-wartosc-162-mld-zl/8x90t02>

¹⁰ <https://strefainwestorow.pl/wiadomosci/20210304/rekordowe-wyniki-finansowe-allegroeu-w-czwartym-kwartale-2020-r>

¹¹ Euromonitor International "Retailing in Poland", Marzec 2021

swoje zaangażowania na polskim rynku. Na początku marca 2021 Amazon uruchomił polską stronę internetową.

Wykres 4. Główni gracze na rynku e-commerce w Polsce w 2020 r. – powyżej 1% udziału (% wartości sprzedaży detalicznej)



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportu Euromonitor International "Retailing in Poland", Marzec 2021

Zgodnie z prognozami Euromonitor International, do 2025 r. dla handlu online spodziewany jest średnioroczny wzrost CAGR na poziomie 10% (w cenach stałych). Prognozowana stopa CAGR dla okresu 2020 - 2025 waha się w zależności od segmentu od 3,4% do 13,5%.

Wykres 5. Prognozowany CAGR 2020-25 dla poszczególnych segmentów e-commerce w Polsce



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportu Euromonitor International "Retailing in Poland", Marzec 2021

Analizy PMR¹² zwracają uwagę na bardzo duży potencjał wzrostu rynku e-commerce w Polsce – udział sprzedaży online w sprzedaży detalicznej ogółem ma wzrosnąć z ok 11% w 2019 r. do 19% w 2025 r. Należy jednak zwrócić uwagę, że przeciętny udział sprzedaży online w Europie Zachodniej był wyraźnie wyższy. Zgodnie z danymi Center for Retail Research z 2018 r., udziały sprzedaży online w sprzedaży detalicznej ogółem w Wielkiej Brytanii i Niemczech wynosiły odpowiednio 17,8% i 15,1%, a przeciętna dla największych krajów europejskich wynosiła 8,8%. Analogiczny odsetek dla Polski utrzymywał się na poziomie ok dwukrotnie niższym tj. 4,3% (dane dla sprzedaży

¹² PMR – E-commerce market in Poland 2020, September 2020

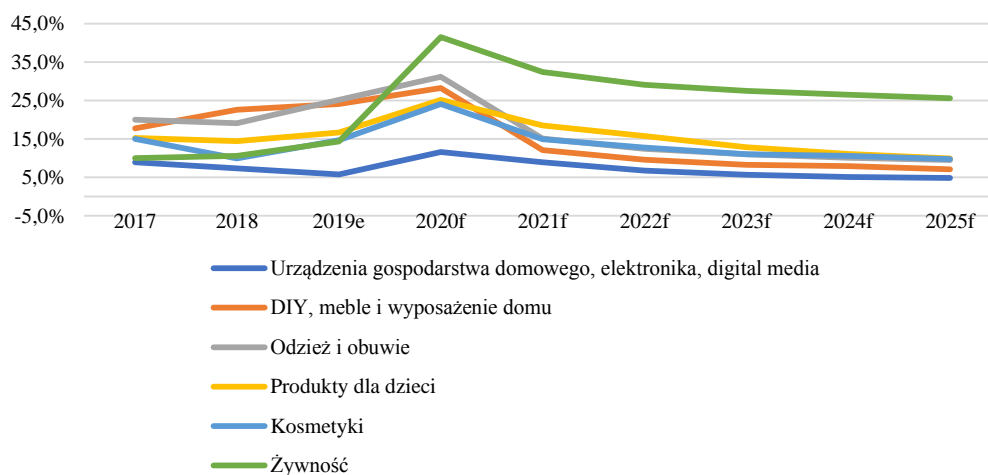
detalicznej z wyłączeniem paliw, samochodów, biletów i podróży – inaczej definiowane niż przypadku badań PMR)¹³.

Z szacunków PMR wynika, że sklepy internetowe generują 49% sprzedaży na całym rynku e-commerce. Ich wzrost jest średnio niższy niż platform handlowych, dlatego przewiduje się, że do 2025 roku udział e-sklepów nieznacznie spadnie. Różnice we wzroście tych kanałów są jednak niewielkie i w poszczególnych latach dominują albo jedno, albo drugie.

Analizy Euromonitor International¹⁴ oraz PMR¹⁵ wskazują, że okres pandemii istotnie przyczynił się do przyspieszenia rozwoju rynku e-commerce i trwale zmienił krajobraz handlu detalicznego w Polsce. W kolejnych latach, dzięki ciągłemu wdrażaniu nowych rozwiązań, spodziewane jest przyspieszenie rozwoju zamówień online w wielu kanałach, m.in. w handlu detalicznym artykułami spożywczymi. Przewiduje się, że wielu detalistów skupi się również na rozwijaniu swoich możliwości w zakresie omnichannel, przekształcając tradycyjne sklepy w showroomsy. Trend ten jest już widoczny w sklepach z odzieżą i obuwiem, elektroniką użytkową i sprzętem AGD, a także w sklepach z artykułami gospodarstwa domowego i wyposażeniem wnętrz.

Analizy PMR¹⁶ wskazują, że po okresie przyspieszenia związanego z epidemią COVID-19, spodziewane jest osłabienie wzrostu, co będzie związane z jednej strony z osiągnięciem wysokiego udziału e-commerce w całym rynku detalicznym (zakupy w sieci staną się naturalnym wyborem), a z drugiej strony z rosnącym udziałem handlu elektronicznego w rynku e-commerce w całym rynku detalicznym i efektem wysokiej bazy z lat "kryzysowych".

Wykres 6. Dynamika sprzedaży detalicznej online (% r/r) w poszczególnych segmentach 2017-2025 (e – szacunek, f – prognoza)



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportu Euromonitor International "Retailing in Poland", Marzec 2021

Szacunki PMR wskazują, że w segmentach: odzież i obuwie, produkty dla dzieci oraz kosmetyki roczna dynamika wzrostu sprzedaży powinna się utrzymać powyżej 10% do 2024 r. Z kolei najdynamiczniej rozwijającym się segmentem ma być sprzedaż żywności.

Przewiduje się, że w najbliższych latach sprzedawcy skupią się na dostarczaniu rozwiązań wyższej jakości i obniżaniu kosztów dostawy, aby przyciągnąć jak najszerszą grupę konsumentów. Firmy logistyczne będą koncentrować się na rozbudowie swoich sieci dostaw i różnicowaniu form dostawy

¹³ PMR – E-commerce market in Poland 2020, September 2020

¹⁴ Euromonitor International "Retailing in Poland", Marzec 2021

¹⁵ PMR – E-commerce market in Poland 2020, September 2020

¹⁶ PMR – E-commerce market in Poland 2020, September 2020

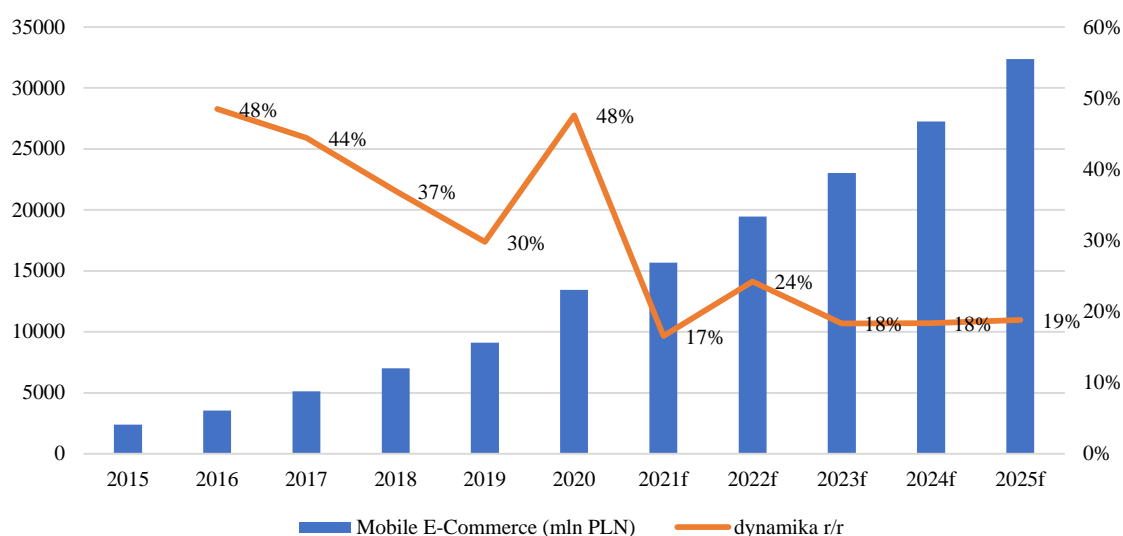
dostępnych dla klienta. Analitycy Euromonitor International prognozują, że do 2025 r., w Polsce prawdopodobnie pojawi się więcej punktów odbioru przesyłek. Coraz popularniejsze mają być skrytki pocztowe InPost oraz inne punkty odbioru przesyłek w całej Polsce, w tym sklepy Żabka, stacje paliw Orlen oraz kioski Ruchu. Rozwój ten ma być związany z koniecznością dostosowania się do rosnącej liczby zamówień oraz oczekiwań klientów w zakresie sprawnego odbioru zamówień. Należy zwrócić uwagę na wzrost znaczenia logistyki dla rozwoju e-commerce. Sieci licznych punktów odbioru, dostawa tego samego dnia, darmowa dostawa czy usługi abonamentowe, takie jak Allegro Smart czy Amazon Prime - to wszystko wpływa na wzrost popularności i częstotliwości zakupów w sieci¹⁷.

Zgodnie z prognozami Euromonitor International, w najbliższych latach w handlu online w Polsce dominować będzie sprzedaż krajowa, przy stosunkowo niskim udziale e-handlu transgranicznego. Dominacja ta będzie związana z silną pozycją na krajowym rynku Grupy Allegro. Ponadto, bariera językowa w zagranicznym handlu online będzie nadal stanowić wyzwanie dla polskich konsumentów, co będzie wspierać siłę krajowego handlu elektronicznego.

Zgodnie z danymi Euromonitor International, mobilny segment e-commerce zanotował w 2020 r. 48% wzrostu wartości bieżącej sprzedaży detalicznej i osiągnął 13,4 mld zł.

Zgodnie z prognozami Euromonitor International, do 2025 r. dla segmentu mobile e-commerce spodziewany jest średnioroczny wzrost CAGR na poziomie 19% (w cenach stałych).

Wykres 7. Wartość rynku mobilnego e-commerce w Polsce 2015-2020, prognoza 2020-2025 (mln PLN, dynamika r/r %)



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportu Euromonitor International "Retailing in Poland", Marzec 2021, f - prognoza

Podobnie jak cały e-commerce, również mobilny segment e-commerce okazał się beneficjentem pandemii w 2020 roku. Jak wskazują analizy Euromonitor International, w 2020 r. odnotowywano zwiększony ruch w sklepach z aplikacjami, co przekładało się na wzrost sprzedaży w kanale mobilnym. Wskazuje się również, że sprzedaż e-commerce za pośrednictwem urządzeń mobilnych wzrosła również dzięki ciągłemu rozwojowi technologii. Lepsze dopasowanie stron internetowych i ofert do smartfonów i tabletów wsparło dobre wyniki w 2020 roku.

Należy zwrócić uwagę, że w przypadku mobilnego handlu elektronicznego występują różnice pokoleniowe. Laptopy są nadal najpopularniejszym urządzeniem wykorzystywanym do robienia

¹⁷ PMR – E-commerce market in Poland 2020, September 2020

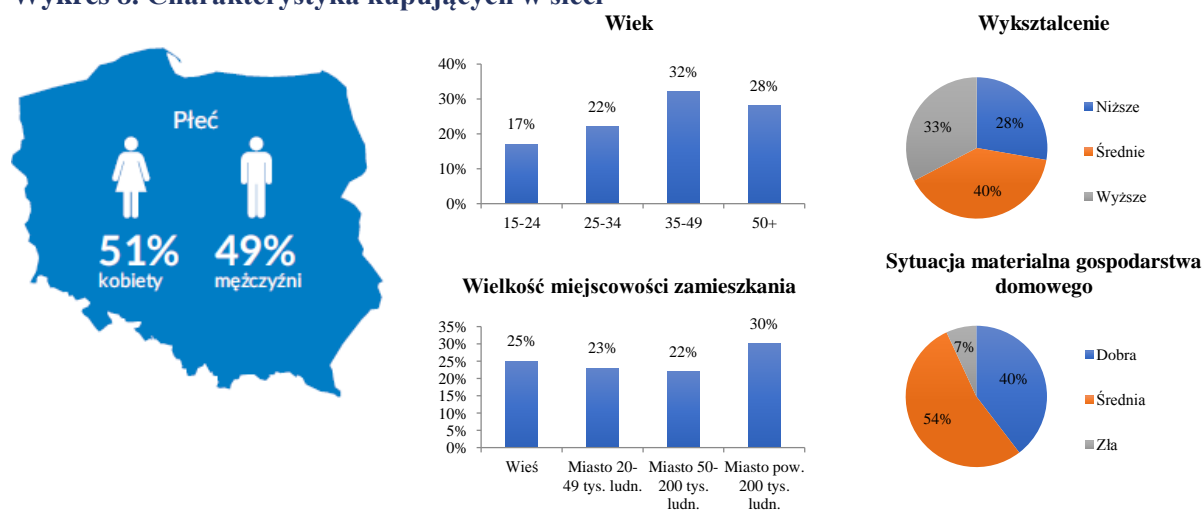
zakupów online, a na kolejnych miejscach plasują się smartfony i komputery stacjonarne. Smartfony są jednak znacznie chętniej używane przez młodsze grupy, a zwłaszcza nastolatków - w tej grupie niewiele osób robi zakupy za pośrednictwem komputerów. Wiodący gracz na rynku e-commerce, Grupa Allegro, w 2020 r. przyczyniała się do rozwoju mobilnego e-commerce w Polsce. Zgodnie z danymi Spółki z 2019 r., 60% wszystkich wizyt w sklepie Allegro odbywało się za pośrednictwem urządzeń mobilnych, a jeden na trzech klientów dokonał zakupu tylko za pośrednictwem aplikacji mobilnej Allegro.

Przewiduje się, że rosnąca penetracja smartfonów będzie stymulować rozwój zakupów w segmencie mobile i będzie miała znaczący wpływ na e-commerce w przyszłości. Sprzyjać będzie temu również fakt, że konsumenci będą wyposażeni w coraz bardziej zaawansowane smartfony i będą korzystać z lepszej mobilnej łączności internetowej. Analizy PMR¹⁸, wskazują, że do 2025 r. ponad połowa sprzedaży online będzie odbywać się w segmencie mobile. Ponadto, należy się spodziewać, że sprzedawcy będą rozwijać aplikacje mobilne jako sposób na budowanie lojalności konsumentów. Analitycy Euromonitor International przewidują, że do 2025 r., e-commerce mobilny będzie oferował coraz więcej konkretnych wartości dla swoich użytkowników, takich jak dostępność określonych produktów czy programy lojalnościowe.

4.2.2 CHARAKTERYSTYKA KONSUMENTA

Według raportu „E-Commerce w Polsce. Gemius dla e-Commerce Polska” w marcu 2020 73% internautów deklarowało, że dokonuje zakupów on-line. Wynik ten był lepszy od poprzedniej fali badania aż o 11 p.p. Wpływ na zwiększenie popularności zakupów w internecie ma okres pandemii i obostrzeń w życiu gospodarczym i społecznym, który skłonił wiele osób do kupowania przez internet. Według uzyskanych przez Gemius wyników badań potencjalnego kupującego za pośrednictwem internetu, kupujący online to - w porównaniu z niekupującymi - nieco częściej osoby młodsze, z wyższym wykształceniem oraz dobrze oceniające sytuację finansową swojego gospodarstwa domowego.

Wykres 8. Charakterystyka kupujących w sieci



Źródło: „E-Commerce w Polsce. Gemius dla e-Commerce Polska”

1/3 kupujących online korzysta z zagranicznych serwisów e-commerce i w porównaniu z rokiem 2019 wartość ta wzrosła o 4 p.p. (30% vs 26%). Odsetek internautów kupujących na polskich stronach wyniósł 72% w porównaniu z 60% w 2019 roku).

¹⁸ PMR – E-commerce market in Poland 2020, September 2020

Wśród urządzeń wykorzystywanych w procesie zakupów online jest laptop (80% wskazań), na dalszych miejscach zestawienia plasują się telefon/smartfon (69%) oraz komputer stacjonarny (50%). W najmłodszej grupie respondentów najczęściej wybieranym w kontekście e-commerce'u typem urządzenia jest telefon – wskazało go aż 92% badanych w wieku 15-24 lat.

Niekupujący online stanowią 27% ogółu badanych. Jako przyczynę takiego stanu rzeczy najczęściej wymieniają potrzebę fizycznego kontaktu z produktem przez zakupem – tę odpowiedź wybrało aż 43% respondentów w grupie niekupujących. Jak wynika z raportu, czynniki, które mogłyby skłonić ich do e-zakupów w przyszłości, wiążą się przede wszystkim z kwestiami finansowymi: respondenci wskazywali w tym kontekście na niższe ceny produktów i dostawy, czy bezpieczniejsze formy płatności.¹⁹

¹⁹ „E-Commerce w Polsce. Gemius dla e-Commerce Polska”

5 WYCENA METODĄ ZDYSKONTOWANYCH PRZYSZŁYCH STRUMIENI PIENIĘŻNYCH (DCF)

5.1 METODOLOGIA WYCENY

Wycena metodą zdyskontowanych przyszłych strumieni pieniężnych (DCF) opiera się na założeniu, że wartość Spółki/kapitałów własnych uzależniona jest od skali korzyści finansowych, jakie właścicielom przyniesie wyceniana Spółka w trakcie dalszego jego funkcjonowania. Wartość Spółki/kapitałów własnych, może być zdefiniowana jako:

Tabela 3. Procedura wyceny metodą DCF

(+)	suma zdyskontowanych strumieni pieniężnych w okresie szczegółowej prognozy
(+)	wartość rezydualna (stanowiąca wartość bieżącą przyszłych strumieni pieniężnych generowanych przez Spółka po okresie szczegółowej prognozy)
(+)	wartość tarczy podatkowej (przy technice APV - w oparciu o strumienie pieniężne dostępne dla właścicieli i wierzycieli oraz nielewarowany koszt kapitału własnego)
(+)	wartość godziwa aktywów pozaoperacyjnych na początek okresu szczegółowej prognozy
(+)	wartość krótkoterminowych aktywów finansowych na początek okresu szczegółowej prognozy
(-)	wartość długu odsetkowego (w przypadku procedury wyceny bazującej o przepływy pieniężne dla właścicieli i wierzycieli)

Źródło: Opracowanie własne Wykonawcy

Procedurę wyznaczenia wartości dochodowej Spółki przeprowadzono zgodnie z poniższym wzorem:

$$WD = \frac{CF_1}{(1+r)^{0,5}} + \frac{CF_2}{(1+r)^{1,5}} + \dots + \frac{CF_n}{(1+r)^{n-0,5}} + \frac{RV}{(1+r)^{n-0,5}} + TP + AP + KAF - DO$$

gdzie:

WD – wartość dochodowa Spółki,

CF_n – przepływy pieniężne dla roku n prognozy,

r – stopa dyskontowa,

TP – wartość tarczy podatkowej stanowiąca sumę wartości bieżącej z okresu szczegółowej prognozy oraz wartości rezydualnej zmniejszeń podatku dochodowego z tytułu korzystania z odsetkowych zewnętrznych źródeł finansowania,

AP – wartość godziwa aktywów pozaoperacyjnych na początek okresu szczegółowej prognozy,

KAF – wartość krótkoterminowych aktywów finansowych na początek okresu szczegółowej prognozy,

DO - wartość długu odsetkowego (w przypadku procedury wyceny w oparciu o przepływy pieniężne dla właścicieli i wierzycieli) na początek okresu szczegółowej prognozy,

RV – wartość rezydualna, która wyznaczana jest wg wzoru poniżej:

$$RV = \frac{CF_n \times (1 + g)}{R_n - g}$$

gdzie:

CF_n – przepływy pieniężne dla ostatniego roku prognozy,

R_n – stopa dyskonta dla ostatniego roku prognozy,

g – długoterminowe średnie tempo zmiany przepływów pieniężnych po okresie szczegółowej prognozy.

Przy wyznaczaniu współczynników dyskontowych do wyznaczenia wartości bieżącej zastosowano współczynnik środka okresu (standardy wyceny zalecają stosowanie tego współczynnika przy zasadności założenia stałej dostępności generowanych przez wyceniane aktywo strumieni pieniężnych na przestrzeni poszczególnych okresów szczegółowej prognozy).

Wartość przepływów pieniężnych oraz stóp dyskontowych może być szacowana w oparciu o jedną z następujących podstawowych technik wyceny metodą zdyskontowanych przyszłych strumieni pieniężnych:

- CFE – w oparciu o przepływy pieniężne dostępne dla właścicieli oraz koszt kapitału własnego,
- WACC – w oparciu o przepływy pieniężne dostępne dla właścicieli i wierzycieli oraz średni ważony koszt kapitału własnego,
- APV – w oparciu o przepływy pieniężne dostępne dla właścicieli i wierzycieli oraz nielewarowany koszt kapitału własnego.

Przedmiotową procedurę wyceny Spółki dokonano w oparciu o przepływy pieniężne dostępne dla właścicieli i wierzycieli oraz lewarowany koszt kapitału własnego (WACC).

5.2 ZAŁOŻENIA MAKROEKONOMICZNE PRZYJĘTE DO WYCENY

Tabela 4. Założenia makroekonomiczne stanowiące podstawę wyceny

L.p.	Wyszczególnienie	Prognoza					
		2020	2021	2022	2023	2024	2025
I. Rachunki narodowe							
1.	Średnioroczny wzrost cen konsumpcyjnych Polska (CPI-P)	3,40%	4,90%	5,80%	3,60%	2,70%	2,50%
2.	Wzrost PKB Polska	-2,80%	5,30%	4,90%	4,90%	3,50%	3,50%
II. Podatki							
1.	PDOP	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%

Źródło: Opracowanie własne Wykonawcy na podstawie danych NBP, IBnGR oraz innych instytucji finansowych.

5.3 KALKULACJA STOPY DYSKONTOWEJ PRZYJĘTEJ DO WYCENY

Dla wyliczenia wartości obecnej przyszłych strumieni pieniężnych w prognozie założono stopę dyskonta odzwierciedlającą średni ważony koszt kapitału (WACC), którego poszczególne elementy ustalono w następujący sposób:

- Stopę oprocentowania papierów wartościowych wolnych od ryzyka przyjęto w oparciu o średnie roczne stopy zwrotu 10-letnich obligacji Skarbu Państwa o stałym oprocentowaniu, jednak na poziomie nie niższym niż 2,5% (zgodnie z wskazówkami metodycznymi długookresowa nominalna stopa wolna od ryzyka przyjmowana na potrzeby wyceny wartości rynkowej/godziwej podmiotów funkcjonujących w wysoko rozwiniętych krajach europejskich nie powinna być niższa od 2,5%). Na dzień sporządzania wyceny tj. 15.12.2021 r. rentowność obligacji DS1030 wynosiła 3,16% i poziom ten został przyjęty do wyceny.

Tabela 5. Oszacowanie oprocentowania papierów wartościowych wolnych od ryzyka

L.p.	Wyszczególnienie	2021	2022	2023	2024	2025
1.	Oprocentowanie papierów wolnych od ryzyka w skali roku	3,16%	3,16%	3,16%	3,16%	3,16%

Źródło: Opracowanie własne Wykonawcy na podstawie bondspot.pl

- Premia ryzyka branży określająca najniższą możliwą do zaakceptowania przez potencjalnego inwestora rynkowego stopę zwrotu powyżej stopy wynikającej z oprocentowania papierów wartościowych wolnych od ryzyka. Premię ryzyka branży oszacowano jako iloczyn długookresowej podstawowej premii za ryzyko rynku kapitałowego oraz współczynnika Beta „lewarowanego” dla branży, w której funkcjonuje Spółka. Na podstawie analizy średniej wysokości rynkowej premii za ryzyko stosowanych przez analityków finansowych na polskim rynku kapitałowym przyjęto długoterminową podstawową premię ryzyka na poziomie 5,07%. Na bazie własnych analiz oraz opracowań A. Damodarana określono wartość współczynnika Beta „lewarowanego” na poziomie 1,16 (przyjęto parametry dla sektora: „Retail (Online)”).

Tabela 6. Kalkulacja premii ryzyka branży, w której funkcjonuje Spółka

Lp.	Wyszczególnienie	2021	2022	2023	2024	2025
1.	Podstawowa premia ryzyka	5,07%	5,07%	5,07%	5,07%	5,07%
2.	Współczynnik Beta „lewarowany”	1,16	1,16	1,16	1,16	1,16
Razem premia ryzyka branży (1*2)		5,90%	5,90%	5,90%	5,90%	5,90%

Źródło: Opracowanie własne Wykonawcy na podstawie bondspot.pl, A.Damodaran

- Efektywny koszt kapitału obcego wyznaczono przy następujących parametrach:

Tabela 7. Kalkulacja efektywnego kosztu długu

Lp.	Wyszczególnienie	2021	2022	2023	2024	2025
1.	Struktura kapitału całkowitego Przedsiębiorstwa: Dług/(Dług+Kapitał)*	5,02%	5,02%	5,02%	5,02%	5,02%
2.	Premia kredytowa/nadwyżka oprocentowania długu nad stopę wolną od ryzyka	1,75%	1,75%	1,75%	1,75%	1,75%
3.	Koszt długu	4,91%	4,91%	4,91%	4,91%	4,91%
4.	Efektywna stopa podatkowa (uwzględniająca trwale różnice w podstawie opodatkowania CIT)	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
Efektywny koszt długu		3,98%	3,98%	3,98%	3,98%	3,98%

Źródło: Opracowanie własne Wykonawcy na podstawie bondspot.pl, A.Damodaran

* Średnia w branży wg A.Damodaran Retail (Online)

- Premia ryzyka za wielkość na poziomie 3,00 pp. Wielkość premii za wielkość została przyjęta na podstawie danych firmy Duff&Phelps,
- Przyjęto dodatkową premię związaną z ryzykiem specyficznym – związana z ryzykiem realizacji prognoz.

Biorąc pod uwagę powyższe ustalenia, wielkość stóp dyskontowych (WACC) przyjęto zgodnie z tabelą dalej.

Tabela 8. Kalkulacja stopy dyskonta (WACC) przyjętej do wyliczenia wartości godziwej

Lp.	Wyszczególnienie	2021	2022	2023	2024	2025
1.	Struktura kapitału: Dług/(Dług+Kapitał)	5,02%	5,02%	5,02%	5,02%	5,02%
2.	Premia kredytowa/nadwyżka oprocentowania długu nad stopą wolną od ryzyka	1,75%	1,75%	1,75%	1,75%	1,75%
3.	Koszt długu	4,91%	4,91%	4,91%	4,91%	4,91%
4.	Stopa podatkowa	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
5. Efektywny koszt długu		3,98%	3,98%	3,98%	3,98%	3,98%
6.	Stopa wolna od ryzyka	3,16%	3,16%	3,16%	3,16%	3,16%
7.	Premia za ryzyko	5,07%	5,07%	5,07%	5,07%	5,07%
8.	Beta odlewarowana	1,12	1,12	1,12	1,12	1,12
9.	Beta lewarowana	1,16	1,16	1,16	1,16	1,16
10.	Premia ryzyka branży	5,90%	5,90%	5,90%	5,90%	5,90%
11.	Premia za wielkość	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
12.	Premia za brak płynności	1,90%	1,90%	1,90%	1,90%	1,90%
13.	Premia za ryzyko specyficzne	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
14. Koszt kapitału własnego		16,96%	16,96%	16,96%	16,96%	16,96%
15. Razem stopa dyskonta		16,31%	16,31%	16,31%	16,31%	16,31%

Źródło: Opracowanie własne Wykonawcy na podstawie bondspot.pl, A.Damodaran

5.4 ZAŁOŻENIA SZCZEGÓŁOWE DO PROJEKCJI SPRAWOZDAŃ FINANSOWYCH STANOWIĄCYCH PODSTAWĘ OSZACOWANIA WARTOŚCI GODZIWEJ 100% KAPITAŁÓW WŁASNYCH SPÓŁKI

Prognozę sprawozdań finansowych stanowiących podstawę wyceny wartości godziwej Spółki metodą zdyskontowanych przyszłych strumieni pieniężnych dokonano w oparciu o następujące dokumenty przedstawione przez Zamawiającego:

1. Bilans na dzień 30.09.2021 r. oraz rachunek zysków i strat 01.01.2021-30.09.2021 r.
2. Bilans na dzień 31.12.2020 r. oraz rachunek zysków i strat 01.08.2019-31.12.2020 r.
3. Rachunek zysków i strat 01.01.2020-31.12.2020 r.
4. Zestawienie obrotów i sald za okres 01.08.2019-30.09.2020 r. oraz 01.01.2021 -30.09.2021 r.
5. Założenia prognostyczne na lata 2021-2024.
6. Inne materiały analityczne zebrane i przygotowane przez pracowników Zamawiającego..

Wszystkie dane dotyczące okresu 01.10.2021-31.12.2025 są wielkościami prognozowanymi, przy czym prognoza bazuje na:

- założeniach, co do projekcji przychodów ze sprzedaży oraz kosztów działalności operacyjnej za lata obrotowe 2022-2024 przedstawionych przez Zamawiającego,
- założeniach, co do prognozy kosztów na rok 2021, które skorygowano w oparciu o wykonanie za 9 miesięcy roku 2021,
- projekcji przychodów ze sprzedaży oraz kosztów działalności operacyjnej za rok 2025 w którym przyjęto dynamikę odpowiadającą 50% wartości dynamiki prognozowanej w roku 2024,
- opracowaniach własnych Wykonawcy,
- innych założeniach makroekonomicznych przyjętych do wyceny.

Model wyceny metodą dochodową oparto o prognozowane strumienie pieniężne generowane przez Spółkę w okresie 01.10.2021-31.12.2025 r.

Podstawą prognozy przychodów i kosztów działalności Spółki w okresie 01.10.2021-31.12.2025, była prognoza przedstawiona przez Zamawiającego w cenach stałych, która została doprowadzona do cen bieżących z uwzględnieniem przewidywanego poziomu wzrostu cen (inflacja) oraz innych założeń makroekonomicznych.

Prognozy przychodowe i kosztowe stanowiące podstawę wyceny zostały sporządzone na podstawie założeń przedstawionych przez Zamawiającego (Załącznik nr 1).

Wielkość oraz strukturę prognozowanych przychodów ze sprzedaży oraz kosztów działalności operacyjnej w układzie porównawczym oraz założenia, co do nakładów inwestycyjnych i zmian kapitału obrotowego w okresie obrotowym 01.10.2021-31.12.2025 prezentują tabele na następujących stronach.

Wycena wartości godziwej 100% kapitałów własnych oraz pakietu 20 udziałów w Spółce IT Fashion Polska Group & Partners sp. z o.o. z siedzibą w Warszawie na dzień 30.09.2021 r.

Tabela 9. Struktura przychodów ze sprzedaży w okresie 01.08.2019-31.12.2025 w układzie porównawczym

L.p.	Wyszczególnienie	Wykonanie			Prognoza				
		01.08.2019-31.12.2020	01.01.2021-30.09.2021	01.10.2021-31.12.2021	2021	2022	2023	2024	2025
A.	Przychody netto ze sprzedaży i zrównane z nimi, w tym:	107 139	73 482	26 802	100 284	134 253	172 291	216 029	245 909
I.	Przychód ze sprzedaży produktów	4 287	3 042	2 905	5 947	8 125	10 126	12 044	13 322
II.	Zmiana stanu produktów (zwiększenie +; zmniejszenie -)	0	0	0	0	0	0	0	0
III.	Koszt wytworzenia świadczeń na własne potrzeby jednostki	0	0	0	0	0	0	0	0
IV.	Przychód ze sprzedaży towarów i materiałów	102 852	70 440	23 897	94 337	126 128	162 165	203 985	232 587

Źródło: Opracowanie własne Wykonawcy na podstawie danych otrzymanych od Zamawiającego

Tabela 10. Struktura kosztów w układzie porównawczym w okresie 01.08.2019-31.12.2025

L.p.	Wyszczególnienie	Wykonanie			Prognoza				
		01.08.2019-31.12.2020	01.01.2021-30.09.2021*	01.10.2021-31.12.2021	2021	2022	2023	2024	2025
I.	Koszty sprzedanych produktów	41 796	27 855	10 616	38 471	44 910	55 058	67 129	75 304
1.	Amortyzacja	1 531	706	203	909	943	1 089	1 222	1 342
2.	Zużycie materiałów i energii	2 853	1 447	595	2 043	2 945	3 560	4 240	4 693
3.	Usługi obce	15 411	11 942	4 798	16 740	15 281	18 568	22 378	24 928
4.	Podatki i opłaty	1 122	732	319	1 052	1 204	1 487	1 811	2 028
5.	Wynagrodzenia	14 041	9 611	3 493	13 104	15 595	18 936	23 051	25 817
6.	Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	2 541	1 815	672	2 487	3 194	3 874	4 718	5 285
7.	Pozostałe koszty rodzajowe	4 298	1 601	536	2 137	5 748	7 544	9 709	11 211
II.	Wartość sprzedanych towarów i materiałów	63 947	43 209	14 216	57 424	77 295	100 095	127 112	145 699
III.	Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów	105 743	71 064	24 832	95 896	122 205	155 153	194 242	221 003

Źródło: Opracowanie własne Wykonawcy na podstawie danych otrzymanych od Zamawiającego

*Na bazie skorygowanych danych na 30.09.2021 r.(3.1)

Tabela poniżej przedstawia prognozowaną wartość nakładów inwestycyjnych na wartości niematerialne i prawne oraz rzeczowe aktywa trwałe. W roku 2021-2022 założono nakłady związane z dostosowaniem salonów do wprowadzenia nowej marki, natomiast od 2022 roku założono zgodnie z informacją uzyskaną od Spółki, nakłady dot. rozwoju działu IT.

Tabela 11. Przedstawienie wielkości nakładów inwestycyjnych w poszczególnych latach prognozy

L.p.	Wyszczególnienie	01.10.2021-31.12.2021	2022	2023	2024	2025
1.	Nakłady inwestycyjne na wartości niematerialne i prawne oraz aktywa trwałe	370	1 481	822	844	865

Źródło: Opracowanie własne Wykonawcy na podstawie danych otrzymanych od Zamawiającego

Zapotrzebowanie na kapitał obrotowy określono na podstawie:

- cyklu rotacji w dniach liczonego do przychodów ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów w przypadku należności handlowych,
- cyklu rotacji w dniach liczonego do kosztów działalności operacyjnej pomniejszonej o amortyzację w przypadku zobowiązań handlowych i zapasów.

Cykle rotacji w całym okresie prognozy zostały wyznaczone w oparciu o dane historyczne wynikające z danych finansowych Spółki, a także, ze względu na ograniczony okres prowadzonej działalności w obecnej strukturze, w oparciu o analizę porównawczą dla podmiotów podobnych.

Tabela 12. Cykle rotacji kapitału obrotowego w dniach w latach 2020-2025

L.p.	Wyszczególnienie	31.12.2020*	30.09.2021**	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025
1.	Wskaźnik obrotowości zapasów w dniach	201	193	190	175	160	150	140
2.	Wskaźnik rotacji należności w dniach	1	1	1	1	1	1	1
3.	Wskaźnik rotacji zobowiązań w dniach	31	36	35	40	45	50	50

Źródło: Opracowanie własne Wykonawcy na podstawie danych otrzymanych od Zamawiającego

*Na podstawie danych za okres 01-12.2020r.

**Na bazie skorygowanych danych na 30.09.2021 r.(3.1)

Tabela 13. Projekcja zmiany kapitału obrotowego w dniach w okresie 2021-2025

L.p.	Wyszczególnienie	30.09.2021	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025
1.	Stan zapasów	49 828	49 445	58 139	67 535	79 106	84 253
2.	Stan należności z tytułu dostaw i usług	261	275	368	472	590	674
3.	Stan zobowiązań z tytułu dostaw i usług	9 180	9 108	13 289	18 994	26 369	30 091
I.	Razem kapitał obrotowy	40 909	40 611	45 218	49 013	53 328	54 837
II.	Zmiana stanu kapitału obrotowego		-298	4 607	3 795	4 315	1 509

Źródło: Opracowanie własne Wykonawcy na podstawie danych otrzymanych od Zamawiającego

5.5 PROJEKCJA EBIT STANOWIĄCEGO PODSTAWĘ WYCENY KAPITAŁÓW WŁASNYCH SPÓŁKI METODĄ DCF

Tabela 14. Projekcja EBIT Spółki w okresie 01.08.2019-31.12.2025

L.p.	Wyszczególnienie	Wykonanie			Prognoza				
		01.08.2019-31.12.2020	01.01.2021-30.09.2021*	01.10.2021-31.12.2021	2021	2022	2023	2024	2025
A.	Przychody netto ze sprzedaży i zrównane z nimi, w tym:	107 139	73 482	26 802	100 284	134 253	172 291	216 029	245 909
I.	Przychód ze sprzedaży produktów	4 287	3 042	2 905	5 947	8 125	10 126	12 044	13 322
II.	Zmiana stanu produktów (zwiększenie +; zmniejszenie -)	0	0	0	0	0	0	0	0
III.	Koszt wytworzenia świadczeń na własne potrzeby jednostki	0	0	0	0	0	0	0	0
IV.	Przychody netto ze sprzedaży towarów i materiałów	102 852	70 440	23 897	94 337	126 128	162 165	203 985	232 587
B.	Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów, w tym:	105 743	71 064	24 832	95 896	122 205	155 153	194 242	221 003
I.	Amortyzacja	1 531	706	203	909	943	1 089	1 222	1 342
II.	Zużycie materiałów i energii	2 853	1 447	595	2 043	2 945	3 560	4 240	4 693
III.	Usługi obce	15 411	11 942	4 798	16 740	15 281	18 568	22 378	24 928
IV.	Podatki i opłaty	1 122	732	319	1 052	1 204	1 487	1 811	2 028
V.	Wynagrodzenia	14 041	9 611	3 493	13 104	15 595	18 936	23 051	25 817
VI.	Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	2 541	1 815	672	2 487	3 194	3 874	4 718	5 285
VII.	Pozostałe koszty rodzajowe	4 298	1 601	536	2 137	5 748	7 544	9 709	11 211
VIII.	Wartość sprzedanych towarów i materiałów	63 947	43 209	14 216	57 424	77 295	100 095	127 112	145 699
C.	Zysk (strata) ze sprzedaży (A-B)	1 396	2 419	1 970	4 389	12 049	17 138	21 787	24 906
D.	Pozostałe przychody operacyjne	3 098	1 165	0	1 165	0	0	0	0
E.	Pozostałe koszty operacyjne	1 477	671	0	671	0	0	0	0
F.	Zysk (strata) z działalności operacyjnej (C+D-E)	3 018	2 912	1 970	4 882	12 049	17 138	21 787	24 906

Źródło: Opracowanie własne Wykonawcy na podstawie danych otrzymanych od Zamawiającego

*Na bazie skorygowanych danych na 30.09.2021 r.(3.1)

** Z informacji uzyskanych od Spółki, saldo pozostałych przychodów oraz pozostałych kosztów operacyjnych, w okresie prognozy nie będzie znaczące, dlatego odstąpiono od jego prognozy.

5.6 WYNIKI WYCENY WARTOŚCI GODZIWEJ 100% KAPITAŁÓW WŁASNYCH SPÓŁKI METODĄ ZDYSKONTOWANYCH PRZYSZŁYCH STRUMIENI PIENIĘŻNYCH

Wyniki wyceny wartości godziwej 100% kapitałów własnych Spółki metodą zdyskontowanych przyszłych strumieni pieniężnych przedstawiają poniższe zestawienia.

Tabela 15. Oszacowanie wartości godziwej 100% kapitałów własnych Spółki na bazie zdyskontowanych przyszłych strumieni pieniężnych za okres 01.10.2021-31.12.2025

L.p.	Wyszczególnienie	LATA PROGNOZY				
		01.10.2021- 31.12.2021	2022	2023	2024	2025
1.	EBIT	1 970	12 049	17 138	21 787	24 906
2.	CIT od EBIT	-374	-2 289	-3 256	-4 140	-4 732
3.	NOPLAT	1 596	9 759	13 882	17 648	20 174
4.	Amortyzacja	203	943	1 089	1 222	1 342
5.	Nakłady inwestycyjne	-370	-1 481	-822	-844	-865
6.	Zmiana kapitału obrotowego w	298	-4 607	-3 795	-4 315	-1 509
I.	Razem przepływy pieniężne	1 727	4 614	10 353	13 711	19 142
II.	WACC po opodatkowaniu	16,31%	16,31%	16,31%	16,31%	16,31%
III.	Współczynnik dyskonta dla poszczególnych lat	0,981	0,910	0,860	0,860	0,860
IV.	Składany współczynnik dyskonta dla poszczególnych lat	0,981	0,893	0,768	0,660	0,567
V.	Zdyskontowane strumienie pieniężne	1 694	4 120	7 948	9 049	10 862
VI.	Razem zdyskontowane strumienie z działalności operacyjnej					33 674
VII.	Wartość rezydualna przyszłych strumieni z działalności operacyjnej					83 993
VIII.	Razem zdyskontowane strumienie w okresie szczegółowej prognozy oraz wartość rezydualna przyszłych strumieni z działalności operacyjnej					117 667
IX.	Wolne strumienie pieniężne ze sprzedaży aktywów pozaoperacyjnych na początek okresu szczegółowej prognozy.					78
X.	Środki pieniężne na początek okresu prognozy					1 800
XI.	Wartość bieżąca (zdyskontowana) długu odsetkowego na początek okresu szczegółowej prognozy					-10 028
XII.	Wartość 100% kapitałów własnych Spółki					109 518

Źródło: Opracowanie własne Wykonawcy na podstawie danych otrzymanych od Zamawiającego

Na wartość godziwą 100% kapitałów własnych Spółki w kwocie **109 518 tys. PLN** składają się:

- Zdyskontowane saldo przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej w okresie 01.10.2021-31.12.2025 w kwocie 33 674 tys. PLN,
- Wartość rezydualna przyszłych strumieni z działalności operacyjnej w kwocie 83 993 tys. PLN (parametr g przyjęto na poziomie 3,5%),
- Wartość środków pieniężnych na początek okresu prognozy w kwocie 1 800 tys. PLN,
- Wartość wolnych strumieni pieniężnych ze sprzedaży nadmiarowych aktywów operacyjnych na początek okresu prognozy w kwocie 78 tys. PLN,
- Wartość bieżąca długu odsetkowego na początek okresu szczegółowej prognozy w kwocie 10 028 tys. PLN.

6 WYCENA METODĄ MNOŻNIKÓW RYNKOWYCH

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

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

Ze względu na fakt, że w dostępnych bazach danych brak jest wiarygodnych danych na temat transakcji kupna/sprzedaży pakietów udziałów/akcji niepublicznych podmiotów podobnych do wycenianej Spółki, przedmiotową wycenę oparto na metodzie giełdowych mnożników rynkowych.

6.1 METODOLOGIA WYCENY METODĄ GIEŁDOWYCH MNOŻNIKÓW RYNKOWYCH

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

Procedura wykorzystania metody wskaźników giełdowych do wyceny przedsiębiorstwa polega na:

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

W niniejszym opracowaniu wycena metodą wskaźników giełdowych została sporządzona w oparciu o następujące wskaźniki:

1. Wartość rynkowa przedsiębiorstwa (Enterprise Value) do przychodów ze sprzedaży (EV/S) – liczona wg wzoru:

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

V_o - rynkowa wartość wycenianego przedsiębiorstwa,

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

S_o - przychody ze sprzedaży za ostatnie cztery kwartały Spółki wycenianej.

2. Wartość rynkowa przedsiębiorstwa (Enterprise Value) do zysku operacyjnego przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją (EV/EBITDA) – liczona wg wzoru:

$$V_o = \left[\frac{EV}{EBITDA} \right]_b * EBITDA_o, \text{ gdzie:}$$

V_o - rynkowa wartość wycenianego przedsiębiorstwa,

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

$EBITDA_o$ - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją Spółki wycenianej.

W każdym przypadku wartość przedsiębiorstwa (EV) wyznaczana jest jako suma wartości rynkowej kapitału własnego (kapitalizacja rynkowa lub wartość rynkowa kapitału własnego ustalona na podstawie ceny transakcyjnej) oraz zadłużenia odsetkowego netto na dzień wyceny.

Tabela poniżej prezentuje wybrane założenia finansowe stanowiące podstawę wyceny.

Wycenę przeprowadzono w oparciu o dane finansowe za okres 01.10.2020-30.09.2021 r.

Tabela 16. Dane finansowe przyjęte do wyceny wartości godziwej 100% kapitałów własnych Spółki

Lp.	Wyszczególnienie	01.10.2020-30.09.2021 r.*
1.	Zysk (strata) netto za ostatnie 12 miesięcy	2 463
2.	Przychody ze sprzedaży Spółki za ostatnie 12 miesięcy	93 083
3.	EBIT za ostatnie 12 miesięcy	3 092
4.	EBIDTA za ostatnie 12 miesięcy	4 078
5.	Aktywa netto na dzień kończący ostatnie 12 miesięcy	33 938
6.	Dług oprocentowany netto	8 149

Źródło: Opracowanie własne Wykonawcy na podstawie danych otrzymanych od Zamawiającego

**Na bazie skorygowanych danych na 30.09.2021 r.(3.1)*

6.2 PREZENTACJA SPÓLEK PODOBNYCH

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

Outdoorzy S.A. - spółka działa w branży e-commerce i prowadzi sklep internetowy outdoorzy.pl, który posiada kompleksową ofertę produktów dla fanów turystyki i outdooru (odzież oraz sprzęt sportowo-turystyczny).

Fashionette AG - prowadzi platformę internetową oferującą luksusowe akcesoria modowe klasy premium. Firma oferuje torebki, buty, okulary przeciwsłoneczne, zegarki i biżuterię. Działa w Niemczech, Austrii, Szwajcarii, Francji, Włoszech, Holandii, Szwecji i Wielkiej Brytanii. Firma została założona w 2008 roku i ma siedzibę w Dusseldorfie, w Niemczech.

windeln.de SE - prowadzi działalność jako internetowy sprzedawca detaliczny produktów dla niemowląt, małych dzieci i dzieci w Niemczech, Chinach i innych krajach europejskich. Firma oferuje m.in. pieluchy, odżywki dla niemowląt i produkty drogeryjne, wózki, foteliki samochodowe, ubrania, zabawki, wózki dziecięce, meble dziecięce. Prowadzi sklepy internetowe pod nazwami windeln.de, windeln.com.ch, windeln.ch, bebitus.com, bebitus.pt i bebitus.fr. Firma prowadzi również sklep detaliczny w Niemczech. Spółka windeln.de SE została założona w 2010 roku i ma siedzibę w Monachium, w Niemczech.

Boozt AB - spółka sprzedaje online odzież, obuwie, akcesoria i produkty kosmetyczne. Działa poprzez trzy segmenty: Boozt.com, Booztlet.com, i Inne. Firma prowadzi Boozt.com, wielomarkowy sklep internetowy z około 1000 partnerów oferujących marki dla kobiet, mężczyzn, dzieci, produkty sportowe i rekreacyjne, kosmetyczne i domowe. Booztlet.com działa jako kanał do rozliczenia zapasów i sprzedaży detalicznej przedmiotów, które nie zostały sprzedane w wyznaczonym czasie w sklepach internetowych. Ponadto, firma prowadzi fizyczne sklepy detaliczne pod nazwą Booztlet i Beauty by Boozt. Firma działa w Szwecji, Danii, Norwegii, Finlandii, Niemczech, Wielkiej Brytanii, Francji, Holandii, Polsce i innych krajach europejskich. Boozt AB została założona w 2007 roku i ma siedzibę w Malmö, Szwecja.

Footway Group AB – spółka prowadzi internetowy sklep z obuwem. Siedziba firmy znajduje się w Kista, w Szwecji.

Nelly Group AB - działa jako firma odzieżowa w Szwecji, pozostałych krajach nordyckich, Niemczech i Holandii. Oferuje produkty modowe, kosmetyczne i akcesoria dla młodych kobiet pod marką Nelly. Spółka sprzedaje i wprowadza swoje produkty na rynek online poprzez Nelly.com i NLYman.com. Firma była wcześniej znana jako Qliro Group AB i zmieniła nazwę na Nelly Group AB w listopadzie 2020 roku. Spółka została założona w 1936 roku, a jej siedziba znajduje się w Szwecji.

ASOS Plc - spółka prowadzi działalność jako internetowy sprzedawca odzieży w Wielkiej Brytanii, Stanach Zjednoczonych, Australii, Francji, Niemczech, Hiszpanii, Włoszech, Szwecji, Holandii, Danii, Polsce i Rosji. Oferuje odzież damską i męską. Firma oferuje ok. 85 000 produktów pod markami ASOS Design, ASOS Edition, ASOS 4505 i Collusion, a także innymi globalnymi i lokalnymi markami firm trzecich, głównie za pośrednictwem swojej strony internetowej asos.com, a także poprzez platformy mediów społecznościowych. Firma zajmuje się również m.in. działalnością związaną z przetwarzaniem płatności. Spółka została założona w 2000 roku, a jej siedziba mieści się w Londynie, w Wielkiej Brytanii.

boohoo group plc - prowadzi działalność jako internetowy detalista mody w Wielkiej Brytanii, pozostałej części Europy, Stanach Zjednoczonych i na całym świecie. Firma projektuje, pozyskuje, wprowadza na rynek i sprzedaje odzież, obuwie, akcesoria i produkty kosmetyczne dla klientów w wieku od 16 do 40 lat. Spółka oferuje swoje produkty pod markami boohoo, boohooMAN, PrettyLittleThing, Nasty Gal, MissPap, Karen Millen i Coast. Firma była wcześniej znana jako boohoo.com plc i zmieniła nazwę na boohoo group plc w lipcu 2018 roku. Spółka została założona w 2006 roku, a jej siedziba znajduje się w Manchesterze w Wielkiej Brytanii.

Farfetch Limited - za pośrednictwem spółki zależnej Farfetch.com Limited, prowadzi sklep online oferując dobra luksusowe między innymi w Stanach Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii.

Firma prowadzi również, dwa sklepy detaliczne Browns w Londynie, dwa sklepy detaliczne Stadium Goods w Nowym Jorku i Chicago oraz dziesięć sklepów New Guards Off-White w Rzymie, Miami, Mediolanie, Nowym Jorku, Londynie, Paryżu i Las Vegas, a także dwa sklepy Ambush w Tokio i dwa outlety Off-White w Bicester i Serravalle.

6.3 WYLICZENIE WARTOŚCI MNOŻNIKÓW GIEŁDOWYCH DLA SPÓLEK BAZOWYCH (PODOBNYCH)

Dla spółek bazowych dokonano wyliczenia mnożników giełdowych na podstawie:

- kapitalizacji wartości spółek na podstawie średnich ważonych wolumenem kursów akcji z okresu 01.07.2021-30.09.2021 roku.
- publikowanych przez spółki aktualnych sprawozdań finansowych na dzień wyceny.

Wyliczenie wartości poszczególnych wskaźników dla spółek bazowych przedstawiają poniższe tabele:

Tabela 17. Wartość rynkowa kapitału własnego oraz przedsiębiorstwa (EV) spółek bazowych

Lp.	Wyszczególnienie	Siedziba podmiotu podobnego (kraj)	Gielda, na której notowany jest podmiot podobny (nazwa, kraj)	Data na którą została ustalona kapitalizacja	Waluta notowań gieldowych i danych finansowych	Kapitalizacja rynkowa (w tys. waluty notowań)	Dług odsetkowy netto (w tys. waluty notowań)	Wartość przedsiębiorstwa - Enterprise Value (w tys. waluty notowań)	Indywidualne dyskonto za wielkość
1.	Outdoorzy S.A.	Polska	NC	2021-09-30	PLN	12 148	89	12 237	0%
2.	Fashionette AG	Niemcy	XTRA:FSNT	2021-09-30	EUR	163 604	-21 335	142 269	-5%
3.	windeln.de SE	Niemcy	XTRA:WDL	2021-09-30	EUR	17 015	-5 013	12 002	0%
4.	Boozt AB	Szwecja	OM:BOOZT	2021-09-30	SEK	11 579 543	-430 300	11 149 243	-20%
5.	Footway Group AB	Szwecja	OM:FOOT B	2021-09-30	SEK	1 744 275	386 000	2 130 275	-10%
6.	Nelly Group AB	Szwecja	OM:NELLY	2021-09-30	SEK	607 081	90 800	697 881	-5%
7.	ASOS Plc	UK	AIM:ASC	2021-09-30	GBP	3 772 027	129 400	3 901 427	-15%
8.	boohoo group plc	UK	AIM:BOO	2021-09-30	GBP	3 405 001	-43 800	3 361 201	-10%
9.	Farfetch Limited	USA	NYSE	2021-09-30	USD	14 504 116	-580 778	13 923 338	-20%

Źródło: Opracowanie własne Wykonawcy na podstawie danych otrzymanych od Zamawiającego

Tabela 18. Dane finansowe spółek bazowych na dzień sporządzenia raportu finansowego oraz kalkulacja giełdowych mnożników rynkowych

Lp.	Wyszczególnienie	Sprzedaż za ostatnie 12 m-cy lub ostatni rok obrotowy (w tys. waluty notowań)	EV/S	EBITDA za ostatnie 12 m-cy lub ostatni rok obrotowy (w tys. waluty notowań)	EV/EBITDA
1.	Outdoorzy S.A.	10 231	1,20	356	
2.	Fashionette AG	104 570	1,29	5 210	25,94
3.	windeln.de SE	51 766	0,23	-9 568	
4.	Boozt AB	5 270 800	1,69	561 000	15,90
5.	Footway Group AB	1 088 900	1,76	11 100	
6.	Nelly Group AB	1 414 900	0,47	-3 100	
7.	ASOS Plc	3 910 500	0,85	325 600	10,18
8.	boohoo group plc	1 904 700	1,59	153 000	19,77
9.	Farfetch Limited	2 131 062		-318 472	
I	Wartość wskaźników bazowych (mediana)		1,24		17,84

Źródło: Opracowanie własne Wykonawcy na podstawie danych otrzymanych od Zamawiającego

Przy ustalaniu mnożników bazowych nie brano pod uwagę wartości ujemnych oraz skrajnych – znacznie odbiegających od przeciętnej (komórki puste w tabeli).

6.4 WYNIKI WYCENY WARTOŚCI GODZIWEJ 100% KAPITAŁÓW WŁASNYCH SPÓŁKI METODĄ GIELDOWYCH MNOŻNIKÓW RYNKOWYCH

Wyniki wyceny metodą giełdowych mnożników prezentuje poniższa tabela:

Tabela 19. Wyniki wyceny dla poszczególnych mnożników giełdowych (wartości w tys. PLN)

L.p.	Wyszczególnienie	EV/S	EV/EBITDA
1.	Waga wskaźnika	50%	50%
2.	Wartość wskaźnika	1,24	17,84
3.	Wartość godziwa Spółki lub wartość przedsiębiorstwa (Enterprise Value) wg poszczególnych mnożników przed korektami z tytułu płynności i kontroli	115 423	72 749
4.	Wartość długu odsetkowego netto	8 149	8 149
5.	Wartość godziwa Spółki wg poszczególnych mnożników przed korektami z tytułu płynności i kontroli	107 273	64 600
6.	Korekta z tytułu dyskonta za wielkość wycenianej Spółki***	0%	
7.	Korekta z tytułu premii za kontrolę**	25%	
8.	Korekta z tytułu dyskonta za niepłynność wycenianej Spółki*	-15%	
9.	Wartość godziwa 100% kapitałów własnych Spółki wg poszczególnych mnożników po korektach z tytułu płynności	134 092	80 750
10.	Średnioważona wartość 100% kapitałów własnych po korektach z tytułu płynności i kontroli	91 308	

Źródło: Opracowanie własne Wykonawcy na podstawie danych otrzymanych od Zamawiającego

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

** - ze względu na fakt, że wyceniany pakiet udziałów stanowi część większościowego pakietu udziałów, należy dokonać korekty z tytułu kontroli.

***- ze względu na fakt, że porównywalne podmioty są znacznie większe od wycenianej Spółki dokonano korekty z tytułu wielkości wycenianej Spółki – dyskonto za wielkość było zastosowane indywidualnie – zaprezentowano w Tabeli 17.

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

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

7 SPIS TABEL I WYKRESÓW

Tabela 1. Wyniki wyceny wartości godziwej IT Fashion Polska Group & Partners sp. z o.o.....	7
Tabela 2. Prezentacja danych ekonomiczno-finansowych.....	11
Tabela 3. Procedura wyceny metodą DCF.....	20
Tabela 4. Założenia makroekonomiczne stanowiące podstawę wyceny	22
Tabela 5. Oszacowanie oprocentowania papierów wartościowych wolnych od ryzyka	22
Tabela 6. Kalkulacja premii ryzyka branży, w której funkcjonuje Spółka.....	23
Tabela 7. Kalkulacja efektywnego kosztu długu	23
Tabela 8. Kalkulacja stopy dyskonta (WACC) przyjętej do wyliczenia wartości godziwej.....	23
Tabela 9. Struktura przychodów ze sprzedaży w okresie 01.08.2019-31.12.2025 w układzie porównawczym	25
Tabela 10. Struktura kosztów w układzie porównawczym w okresie 01.08.2019-31.12.2025	25
Tabela 11. Przedstawienie wielkości nakładów inwestycyjnych w poszczególnych latach prognozy	26
Tabela 12. Cykle rotacji kapitału obrotowego w dniach w latach 2020-2025.....	26
Tabela 13. Projekcja zmiany kapitału obrotowego w dniach w okresie 2021-2025	26
Tabela 14. Projekcja EBIT Spółki w okresie 01.08.2019-31.12.2025	27
Tabela 15. Oszacowanie wartości godziwej 100% kapitałów własnych Spółki na bazie zdyskontowanych przyszłych strumieni pieniężnych za okres 01.10.2021-31.12.2025.....	28
Tabela 16. Dane finansowe przyjęte do wyceny wartości godziwej 100% kapitałów własnych Spółki.....	32
Tabela 17. Wartość rynkowa kapitału własnego oraz przedsiębiorstwa (EV) spółek bazowych. 35	
Tabela 18. Dane finansowe spółek bazowych na dzień sporządzenia raportu finansowego oraz kalkulacja giełdowych mnożników rynkowych	36
Tabela 19. Wyniki wyceny dla poszczególnych mnożników giełdowych (wartości w tys. PLN)..	37
Wykres 1 B2C e-commerce - obrót i wzrost w Europie (mld EUR)	12
Wykres 2. Wartość (mld zł) i dynamika (%) internetowej sprzedaży detalicznej w Polsce, 2016-2020.....	13
Wykres 3. Liczba polskich przedsiębiorstw sprzedających online, 2020 (tys.).....	14
Wykres 4. Główni gracze na rynku e-commerce w Polsce w 2020 r. – powyżej 1% udziału (% wartości sprzedaży detalicznej).....	15
Wykres 5. Prognozowany CAGR 2020-25 dla poszczególnych segmentów e-commerce w Polsce	15
Wykres 6. Dynamika sprzedaży detalicznej online (% r/r) w poszczególnych segmentach 2017-2025 (e – szacunek, f – prognoza).....	16
Wykres 7. Wartość rynku mobilnego e-commerce w Polsce 2015-2020, prognoza 2020-2025 (mln PLN, dynamika r/r %).....	17
Wykres 8. Charakterystyka kupujących w sieci	18

8 ZAŁĄCZNIKI

8.1 PROGNOZY FINANSOWE SPÓŁKI 2021-2024

**8.2 BILANS NA DZIEŃ 30.09.2021 R. ORAZ RACHUNEK ZYSKÓW
I STRAT ZA OKRES 01.01.2021-30.09.2021 R.**

8.3 SPRAWOZDANIE FINANSOWE ZA OKRES 01.08.2019-31.12.2020 R.