

B-think

Raport z wyceny przedsiębiorstw oraz
oszacowanie parytetu wymiany
akcji i udziałów

GAMES BOX
SPÓŁKA AKCYJNA

3T GAMES
SPÓŁKA Z OGRANICZONĄ ODPOWIEDZIALNOŚCIĄ

Wg stanu na dzień 01.05.2024 r.

17 czerwca 2024 r.

Spis treści

01	Wprowadzenie	3
1.1	Podsumowanie wyników	4
1.2	Zasady sporządzenia raportu	6
02	Opis Spółek i otoczenia	8
2.1	Podstawowe informacje o Games Box	9
2.2	Podstawowe informacje o 3T Games	11
2.3	Otoczenie rynkowe	13
03	Metodologia wyceny	14
3.1	Podejście dochodowe	15
3.2	Kalkulacja kosztu kapitału	17
04	Wycena Games Box	19
4.1	Oszacowanie wartości	20
05	Wycena 3T Games	21
5.1	Aktywa netto	22
5.2	Wybór mnożnika do wyceny	23
5.3	Oszacowanie wartości	24
06	Załączniki	25
6.1	Bilans Games Box Spółka Akcyjna na dzień wyceny	26

2024

01

Wprowadzenie

1.1 Podsumowanie wyników

1.2 Zasady sporządzenia raportu

Wprowadzenie

1.1 Podsumowanie wyników

OSZACOWANIE WARTOŚCI SPÓŁEK

Niniejszy dokument (dalej zwany również „Raportem”) zawiera wycenę wartości godziwej akcji GAMES BOX S.A. i udziałów 3T GAMES SP. Z O. O.. Wyceny oraz analizy zostały przeprowadzone według stanu na dzień 1 maja 2024 roku.

GAMES BOX S.A.

Wycenę wartości godziwej GAMES BOX SPÓŁKA AKCYJNA sporządziliśmy na podstawie przeprowadzonej analizy historycznych notowań akcji, przy zastosowaniu metody średniej ceny zamknięcia ważonej wolumenem transakcji z okresu 3 i 6 miesięcy.

Na podstawie przeprowadzonej wyceny, wartość godziwa 100% kapitału własnego GAMES BOX SPÓŁKA AKCYJNA, na dzień 1 maja 2024 roku wyniosła **9 824 tys. zł.**

Wartość godziwa jednej akcji GAMES BOX SPÓŁKA AKCYJNA (w zaokrągleniu do pełnego grosza) wyniosła **8,09 zł.**

3T GAMES SP. Z O. O.

Wycenę wartości godziwej 3T Games sporządziliśmy metodą porównawczą, w ramach, której zastosowaliśmy metodę mnożników rynkowych, w oparciu o mnożnik C/WK Spółki Games Box S.A.

Na podstawie przeprowadzonej wyceny, wartość godziwa 100% kapitału własnego 3T GAMES SPÓŁKA Z OGRANICZONĄ ODPOWIEDZIALNOŚCIĄ, na dzień 1 maja 2024 roku wyniosła **11 132 tys. zł.**

Wartość godziwa jednego udziału 3T GAMES SPÓŁKA Z OGRANICZONĄ ODPOWIEDZIALNOŚCIĄ (w zaokrągleniu do pełnego grosza) wyniosła **1 391,52 zł.**

WYNIKI WYCENY SPÓŁEK

GAMES BOX S.A.

Wartość 100% kapitałów własnych **9 824 tys. PLN**

Liczba akcji 1 213 750 sztuk

Wartość 1 akcji **8,09 PLN**

3T GAMES SP. Z O. O.

Wartość 100% kapitałów własnych **11 132 tys. PLN**

Liczba udziałów 8 000 sztuk

Wartość 1 udziału **1 391,52 PLN**

PARYTET WYMIANY AKCJI I UDZIAŁÓW NA DZIEŃ 1 MAJA 2024 ROKU

Liczba akcji GAMES BOX ZA 100% udziałów 3T GAMES 1 376 000

Proponowany parytet **172**

Wprowadzenie

1.1 Podsumowanie wyników

OSZACOWANIE PARYTETU WYMIANY AKCJI I UDZIAŁÓW

W świetle wykonanych analiz oszacowany parytet wymiany akcji GAMES BOX na udziały 3T GAMES (w zaokrągleniu do liczby całkowitej), na dzień 1 maja 2024 roku wyniósł **172** tj. 172 akcji GAMES BOX za 1 udział 3T GAMES.

Filip Radziszewski

Członek Zarządu, Doradca Inwestycyjny nr lic. 607

B-think Advisory sp. z o.o.

60-792 Poznań, ul. Wojskowa 6/B9

Poznań, dnia 17.06.2024 roku

WYNIKI WYCENY SPÓŁEK

GAMES BOX S.A.

Wartość 100% kapitałów własnych **9 824 tys. PLN**

Liczba akcji 1 213 750 sztuk

Wartość 1 akcji **8,09 PLN**

3T GAMES SP. Z O. O.

Wartość 100% kapitałów własnych **11 132 tys. PLN**

Liczba udziałów 8 000 sztuk

Wartość 1 udziału **1 391,52 PLN**

PARYTET WYMIANY AKCJI I UDZIAŁÓW NA DZIEŃ 1 MAJA 2024 ROKU

Liczba akcji GAMES BOX ZA 100% udziałów 3T GAMES 1 376 000

Proponowany parytet **172**

Wprowadzenie

1.2 Zasady sporządzenia raportu

PRZEDMIOT WYCENY

Przedmiotem wyceny jest wartość godziwa przedsiębiorstw:

- GAMES BOX SPÓŁKA AKCYJNA (Games Box, GMB, Spółka, Zamawiający),
- 3T GAMES SPÓŁKA Z OGRANICZONĄ ODPOWIEDZIALNOŚCIĄ (3T Games, Spółka, Zamawiający).

W ramach niniejszej wyceny dokonano oszacowania wartości godziwej zdefiniowanej jako szacunkowa kwota za jaką przedsiębiorstwo mogłoby zostać sprzedane. Zgodnie z Krajowym Standardem Wyceny Specjalistycznym (KSWS) oraz Międzynarodowymi Standardami Wyceny (IVS), zakłada się, że transakcja odbywa się między typowym hipotetycznym kupującym i typowym hipotetycznym sprzedającym. Obie strony są zainteresowane przeprowadzeniem transakcji i nie działają pod przymusem. Dodatkowo, obie strony działają w sposób ostrożny i mają odpowiedni zasób informacji oraz wiedzy na temat przedmiotu wyceny.

CEL WYCENY

Celem wykonanych przez B-think Advisory sp. z o.o. (B-think) prac było ustalenie parytetu wymiany akcji przedsiębiorstwa GAMES BOX oraz udziałów 3T GAMES w związku z zamiarem połączenia się Spółek.

METODA WYCENY

Jako podstawę określenia wartości godziwej przyjęto metodę średniej ważonej ceny akcji (VWAP - Volume Weighted Average Price) oraz metodę porównawczą przy zastosowaniu mnożnika wartości księgowej.

Obliczenia zostały przeprowadzone z wykorzystaniem arkusza kalkulacyjnego. Ewentualne niezgodności w tabelarycznych zestawieniach wyników są efektem zaokrągleń i nie wpływają na końcową szacowaną wartość. Wycena została wykonana w tysiącach złotych, o ile nie wskazano inaczej.

ODPOWIEDZIALNOŚĆ B-THINK ADVISORY SP. Z O.O.

W trakcie wykonywania prac, nasi eksperci, za wyjątkiem sytuacji, w których jest to dodatkowo zaznaczone, korzystali z informacji przekazanych przez Zamawiającego, w związku z tym Zarząd B-think nie ponosi odpowiedzialności za prawdziwość informacji. Założyliśmy, że informacje, które uzyskaliśmy są prawidłowe i rzetelne oraz zostały przekazane zgodnie z najlepszą wiedzą Zamawiającego. Nie weryfikowaliśmy uzyskanych informacji włączając w to dane finansowe oraz prognozy. Przeprowadziliśmy jedynie przegląd materiałów źródłowych w celu wyeliminowania ewentualnych oczywistych błędów i zapewnienia spójności przedstawionych danych.

Zwracamy dodatkową uwagę, że nasze prace nie obejmowały działań oraz procedur jakie wykonuje biegły rewident podczas badania albo przeglądu sprawozdań finansowych. Niniejszy raport nie jest opinią o prawidłowości oraz rzetelności sprawozdań finansowych Spółek. Wyłączna odpowiedzialność za przekazane nam informacje lub ich zatajenie ciąży na Zamawiającym.

Niniejsze opracowanie zostało przygotowane z założeniem, że będzie wykorzystane wyłącznie przez Zamawiającego oraz osoby przez niego upoważnione, dla celów w nim określonych. Niniejszy dokument został przygotowany do wiadomości Zamawiającego, w związku z czym Zarząd B-think nie ponosi odpowiedzialności za efekty wykorzystania raportu przez osoby trzecie, nie będące jego adresatem. Całościowe zrozumienie przedstawionych w opracowaniu kwestii wymaga jego analizy w pełnym zakresie. Bez wyraźnej pisemnej zgody autora, opracowanie nie może być wykorzystane w żadnym innym celu niż określony w umowie z Zleceniodawcą. Zarząd B-think nie ponosi odpowiedzialności za skutki jakichkolwiek decyzji podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszym dokumencie.

Wprowadzenie

1.2 Zasady sporządzenia raportu

Pragniemy podkreślić, że wycena dochodowa nie jest „czystym” wyliczeniem matematycznym przeprowadzonym w oparciu o jednolite wzorce. Bierze ona pod uwagę szereg elementów z otoczenia zewnętrznego, jak i cech charakterystycznych dla wycenianego przedmiotu, które nie dają się wprost wyrazić za pomocą wskaźników. W rezultacie, pomimo obiektywnego spojrzenia na wartość przedmiotu wyceny w oparciu o udostępnione informacje, wycena przeprowadzona przez kogoś innego może pokazać inną wartość, co nie oznacza popełnienia błędu.

Rzeczywiście osiągnięte wyniki finansowe w okresie objętym prognozą, która stanowiła podstawę wyceny, mogą różnić się od przedstawionych w niniejszym opracowaniu. Zostały one bowiem ustalone w oparciu o zbiór założeń obejmujących, także hipotezy dotyczące przyszłych zdarzeń i działań, których urzeczywistnienie niekoniecznie musi nastąpić. Kompleksowa ocena adekwatności i poprawności zastosowanych procedur analitycznych należy wyłącznie do odbiorców opracowania. Przeprowadzenie dodatkowych, pogłębionych analiz mogłoby wykazać inne kwestie, istotne z punktu widzenia przedmiotu opracowania.

2024

02

Opis Spółek i otoczenia

2.1 Podstawowe informacje o Games Box

2.2 Podstawowe informacje o 3T Games

2.3 Otoczenie rynkowe

2.1 Podstawowe informacje o Games Box

NAZWA I FORMA PRAWNA:	GAMES BOX SPÓŁKA AKCYJNA
SIEDZIBA:	UL. MARSZAŁKOWSKA 87/102, 00-683 WARSZAWA
ORGAN REJESTROWY:	SĄD REJONOWY DLA M.ST. WARSZAWY W WARSZAWIE WYDZIAŁ XII GOSPODARCZY - KRAJOWY REJESTR SĄDOWY
NUMER REJESTRU:	0000883443
NIP:	7010991036
REGON:	386590637
REPREZENTACJA PODMIOTU:	DO REPREZENTACJI SPÓŁKI UPRAWNIENI SĄ: A) W PRZYPADKU ZARZĄDU JEDNOOSOBOWEGO: KAŻDY CZŁONEK ZARZĄDU SAMODZIELNIE, B) W PRZYPADKU ZARZĄDU WIELOOSOBOWEGO: DWAJ CZŁONKOWIE ZARZĄDU DZIAŁAJĄCY ŁĄCZNIE ALBO PREZES ZARZĄDU DZIAŁAJĄCY SAMODZIELNIE
GŁÓWNY PRZEDMIOT DZIAŁALNOŚCI:	58 21 Z DZIAŁALNOŚĆ WYDAWNICZA W ZAKRESIE GIER KOMPUTEROWYCH
STRONA WWW:	HTTPS://GMSBOX.PL/

2.1 Podstawowe informacje o Games Box

CHARAKTERYSTYKA DZIAŁALNOŚCI

Games Box S.A. prowadzi działalność na rynku gier wideo, specjalizując się w zakresie wydawania i produkcji gier na różne platformy, tj. gry na komputery (PC oraz MAC) oraz gry na konsole (Nintendo Switch, PlayStation 4 oraz Xbox One). Założycielem oraz istotnym akcjonariuszem Spółki jest Ultimate Games S.A. – notowana na rynku regulowanym Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. tworząca gry wideo na najpopularniejsze platformy.

Spółka jest pomysłodawcą, wydawcą i producentem gier sprzedawanych w modelu dystrybucji cyfrowej, za pośrednictwem dedykowanych platform dystrybucyjnych, w szczególności Steam, App Store, Google Play oraz Nintendo eShop, które są największymi dystrybutorami gier i aplikacji na świecie. Produkcja gier zlecana jest do podmiotów zewnętrznych, niemniej zdecydowana większość pomysłów i koncepcji gier jest dziełem Spółki. Spółka dokonywała również sprzedaży assetów, tj. elementów do gier, a także autorskich praw majątkowych do gier czy dzieł w postaci mechanik do gier.

Model biznesowy Spółki zakłada produkcję różnorodnych, racjonalnie wyselekcjonowanych gier przy względnie niskich budżetach oraz przy utrzymaniu niskich kosztów działalności operacyjnej. W ramach prowadzonej działalności Spółka stale pracuje nad opracowywaniem gier. Na początku jest to przygotowywanie trailera i strony STEAM, a następnie produkcja pełnej wersji danej gry.

Strategia Spółki opiera się na rozwoju w oparciu o własne pomysły na gry, co przyczyni się do eksploatacji danego IP gry na wszystkich polach w przyszłości, począwszy od wersji STEAM na PC po późniejsze porty, czy też następnie DLC.

PODSTAWOWE HISTORYCZNE DANE FINANSOWE

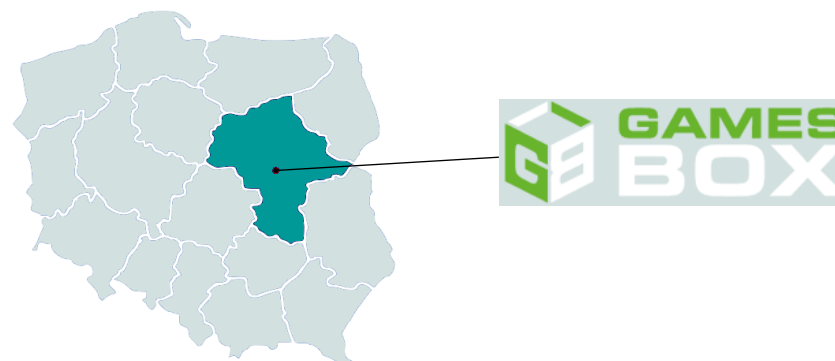
WYSZCZEGÓLNIENIE	2022	2023	Q1 2024
Sprzedaż	385	772	592
Zysk ze sprzedaży	(229)	(74)	(103)
Zysk z dz. operacyjnej	(242)	(106)	(135)
Zysk netto	(236)	(82)	(124)

WYSZCZEGÓLNIENIE	31.12.2022	31.12.2023	01.03.2024
Aktywa trwałe	80	60	55
Aktywa obrotowe	1 846	1 786	1 756
Kapitał własny	1 908	1 827	1 802
Zobowiązania i rezerwy	18	9	9

LOKALIZACJA

GAMES BOX SPÓŁKA AKCYJNA

ul. Marszałkowska 87/102, 00-683 Warszawa



2.2 Podstawowe informacje o 3T Games

NAZWA I FORMA PRAWNA:	3T GAMES SPÓŁKA Z OGRANICZONĄ ODPOWIEDZIALNOŚCIĄ
SIEDZIBA:	UL. MARSZAŁKOWSKA 87/102, 00-683 WARSZAWA
ORGAN REJESTROWY:	SĄD REJONOWY DLA M.ST. WARSZAWY W WARSZAWIE WYDZIAŁ XII GOSPODARCZY - KRAJOWY REJESTR SĄDOWY
NUMER REJESTRU:	0000841255
NIP:	7010981517
REGON:	386058983
REPREZENTACJA PODMIOTU:	W PRZYPADKU ZARZĄDU JEDNOOSOBOWEGO OŚWIADCZENIA W IMIENIU SPÓŁKI SKŁADA CZŁONEK ZARZĄDU. W PRZYPADKU ZARZĄDU SKŁADAJĄCEGO SIĘ Z DWÓCH LUB WIĘKSZEJ LICZBY OSÓB DO SKŁADANIA OŚWIADCZEŃ W IMIENIU SPÓŁKI JEST WYMAGANE WSPÓLDZIAŁANIE DWÓCH CZŁONKÓW ZARZĄDU ALBO JEDNEGO CZŁONKA ZARZĄDU ŁĄCZNIE Z PROKURENTEM.
GŁÓWNY PRZEDMIOT DZIAŁALNOŚCI:	58 21 Z DZIAŁALNOŚĆ WYDAWNICZA W ZAKRESIE GIER KOMPUTEROWYCH
STRONA WWW:	HTTPS://WWW.3T.GAMES/

Opis Spółek i otoczenia

2.2 Podstawowe informacje o 3T Games

CHARAKTERYSTYKA DZIAŁALNOŚCI

3T Games Sp. z o.o. to studio deweloperskie z siedzibą w Polsce, które zostało założone w maju 2020 roku. Głównym obszarem działalności 3T Games jest tworzenie gier komputerowych. Spółka od początku istnienia posiada ważnego wspólnika, którym jest Ultimate Games S.A. - jeden z największych wydawców w Polsce i jeden z największych na świecie na konsole Nintendo Switch.

Obecnie spółka pracuje nad grą z serii Ultimate Simulator's - Ultimate Hunting, w której skład wchodzi m.in. popularny symulator wędkarstwa od Ultimate Games - Ultimate Fishing Simulator.

Ultimate Hunting to symulator polowań, skierowany do fanów gier outdoor, adventure & hunting. Gra będzie tworzona we współpracy z Ultimate Games. Gra będzie oferowała zaawansowany system stref bytowych zwierząt, zróżnicowane biotopy, zaawansowane modele 3D oraz unikalny system rozwoju gracza.

PODSTAWOWE HISTORYCZNE DANE FINANSOWE

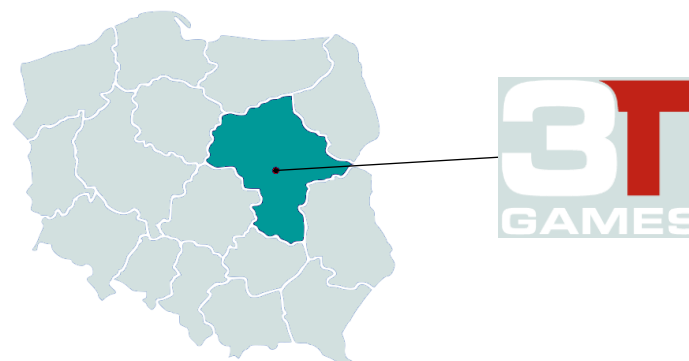
WYSZCZEGÓLNIENIE	2022	2023	Q1 2024
Sprzedaż	2 614	712	3
Zysk ze sprzedaży	(320)	(39)	(3)
Zysk z dz. operacyjnej	(419)	(39)	(3)
Zysk netto	(422)	(3)	(42)

WYSZCZEGÓLNIENIE	31.12.2022	31.12.2023	01.03.2024
Aktywa trwałe	22	10	7
Aktywa obrotowe	2 805	3 273	3 271
Kapitał własny	2 169	2 070	2 067
Zobowiązania i rezerwy	658	1 213	1 212

LOKALIZACJA

3T GAMES SPÓŁKA Z OGRANICZONĄ ODPOWIEDZIALNOŚCIĄ

ul. Marszałkowska 87/102, 00-683 Warszawa



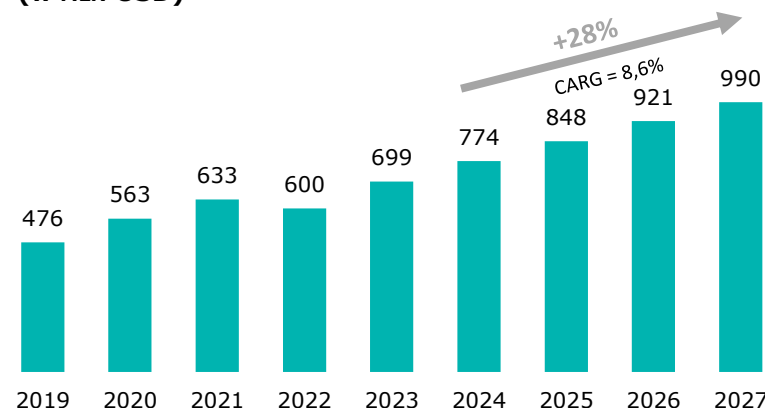
Opis Spółek i otoczenia

2.3 Otoczenie rynkowe

RYNEK GIER VIDEO

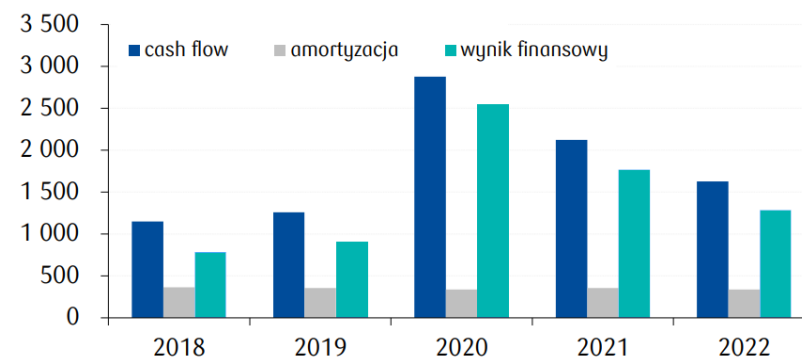
- Rynek gier wideo rośnie w dynamicznym tempie, z prognozowanymi globalnymi przychodami na poziomie **282,3 mld USD** w 2024 roku i **363,2 mld USD** w 2027 roku.
- Polska, będąca jednym z liderów europejskiej branży gier, ma osiągnąć przychody ze sprzedaży gier na poziomie **773,8 mln USD** w 2024 roku. Oczekuje się, że roczna stopa wzrostu wyniesie **8,56%**, co spowoduje wzrost wielkości rynku do **990,1 mln USD** do 2027 roku.
- Kluczowymi graczami na światowym rynku są firmy takie jak Apple, Nintendo, Electronic Arts, Microsoft, Sony i Disney. Polska wyróżnia się dzięki renomowanym studiom, jak CD Projekt RED (Wiedźmin, Cyberpunk 2077) i Techland (Dying Light), które przyczyniają się do promocji polskiej innowacyjności na arenie międzynarodowej.
- W 2022 roku w Polsce funkcjonowało **490** producentów gier komputerowych. Pod względem liczby zatrudnionych osób, Polska razem z Francją zajmuje drugie miejsce w Europie z ponad **15 tysiącami** pracowników, za Wielką Brytanią zatrudniającą prawie **21 tysięcy** osób.
- Przyszłość rynku gier zapowiada się jako okres intensywnej innowacji i rozwoju, z naciskiem na technologie immersyjne (VR/AR), usługi chmurowe i subskrypcyjne, e-sport oraz integrację z mediami społecznościowymi. Oczekuje się także innowacji w rozgrywce, narracji i wykorzystaniu AI do tworzenia dynamicznych światów gier.
- Rynki wschodzące stanowiąc będą nowe obszary wzrostu dla branży. Pomimo sukcesu na arenie międzynarodowej, lokalny rynek gier w Polsce pozostaje relatywnie mały w porównaniu do głównych rynków. Dlatego polskie firmy koncentrują się na eksporcie, wykorzystując swój potencjał innowacyjności i kreatywności.
- Rynek gier wideo bez wątpienia odnotował imponujący wzrost po wybuchu pandemii COVID-19. Jednak eksperci przewidują, że tempo wzrostu tego rynku może nieco osłabnąć w nadchodzących latach, zwłaszcza w obliczu wyzwań gospodarczych, takich jak rosnąca inflacja oraz możliwe spowolnienie gospodarcze.

PRZYCHODY NA RYNKU GIER VIDEO W POLSCE 2019 – 2027 (W MLN USD)



Źródło: Analiza rynku gier – MarketHub Research & Competitive Intelligence

CASH FLOW, AMORTYZACJA, WYNIK NETTO DLA DZIAŁALNOŚCI WYDAWNICZEJ (PKD 58) W POLSCE (W MLN PLN)



Źródło: Raport Roczny 2023: Analizy sektorowe PKO BP, Wyniki sektora przedsiębiorstw

2024

03

Metodologia wyceny

3.1 Metoda skorygowanych aktywów netto

3.2 Metoda mnożników rynkowych

Metodologia wyceny

3.1 Metoda skorygowanych aktywów netto

PODEJŚCIE MAJĄTKOWE

Wycena przedsiębiorstwa metodą skorygowanej wartości aktywów netto należy, obok wycen odtworzeniowej i likwidacyjnej, do metod bazujących na podejściu majątkowym.

Metody majątkowe wiążą wartość przedsiębiorstwa wyłącznie z jego aktywami; w tym ujęciu wyniki wyceny nie uwzględniają:

- organizacji przedsiębiorstwa,
- efektów synergicznych połączenia poszczególnych składników majątku,
- efektów finansowych funkcjonowania przedsiębiorstwa,
- stanu i wpływu otoczenia.

Wycena przedsiębiorstwa metodą skorygowanych aktywów netto polega na ustaleniu na podstawie aktualnych zapisów w księgach handlowych, a także na podstawie operatów szacunkowych rzeczoznawców wartości aktywów wycenianego przedsiębiorstwa i ich zweryfikowaniu o składniki majątkowe wymagające korekty wartości, a następnie obniżeniu tak skalkulowanych wartości aktywów o wielkość kapitałów obcych zaangażowanych w finansowanie działalności firmy (również uprzednio urealnionych).

Metodę skorygowanych aktywów netto uznaje się za znacznie bardziej wiarygodną, niż metoda księgową, jednak wymaga zdecydowanie szerszego zakresu informacji, a tym samym jest znacznie bardziej pracochłonna.

Ogólna formuła wyceny metodą skorygowanej wartości aktywów netto przedstawia się następująco:

$$W_p = (A \pm K_A) - (K_O \pm K_{KO})$$

gdzie:

W_p – wartość przedsiębiorstwa,

A – wartość aktywów ogółem,

K_A – korekta wartości aktywów,

K_O – wartość kapitałów obcych ogółem,

K_{KO} – korekta wartości kapitałów obcych.

3.1 Metoda skorygowanych aktywów netto

ZAŁOŻENIA DO WYCENY AKTYWÓW I PASYWÓW METODĄ SKORYGOWANYCH AKTYWÓW NETTO

Pozycja aktywów/pasywów	Założenia
Wartości niematerialne i prawne	Najczęściej aktywa niematerialne podlegają odrębnej wycenie. Ich wycena jest na ogół skorelowana z prognozowanymi wynikami finansowymi przedsiębiorstwa, ponieważ aktywa te nie mają samoistnej wartości (poza wartością odtworzeniową).
Rzeczowe aktywa trwałe	Aktywa rzeczowe najczęściej wymagają przeprowadzenia odrębnych wycen przez adekwatnych rzeczoznawców. Zwykle jest to proces kosztowny i długotrwały. W sytuacji, gdy wycenie wartości dochodowej nadany jest główny priorytet, szczegółowa wycena tych pozycji może okazać się zbyteczna i przyjmuje się wartości bilansowe. Jeżeli dostępne są odrębne wyceny aktywów trwałych nie starsze niż 2-letnie, opiera się potencjalne korekty na wynikach tych wycen.
Inwestycje długoterminowe	Wycena inwestycji wymaga oparcia kalkulacji na bieżących wobec daty wyceny porównaniach kursów rynkowych akcji i obligacji, a w przypadku udziałów w spółkach – odrębnej wyceny tych spółek w celu aktualizacji rynkowej wartości ich kapitałów własnych. W przypadku pożyczek udzielonych wycena sprowadza się do zaakceptowania wartości ewidencyjnej z uwzględnieniem elementu dyskonta.
Należności	W kwocie wymaganej zapłaty z uwzględnieniem korekt redukujących.
Zapasy	Przyjęcie na magazyn wycenia się według ceny nabycia lub kosztu wytworzenia nie wyższym od cen ich sprzedaży netto na dzień bilansowy z uwzględnieniem korekt redukujących.
Inwestycje krótkoterminowe	Inwestycje krótkoterminowe reprezentują aktywa płynne. Zwykle nie występują okoliczności, które sugerowałyby uwzględnianie korygowania tego typu aktywów, wobec czego zastosowanie dla nich ma wartość ewidencyjna.
Rozliczenia międzyokresowe	Poniesione koszty do rozliczenia znajdujące odzwierciedlenie w dokumentacji ekonomiczno-technicznej. Przychody przyszłych okresów wycenia się w wartości nominalnej.
Zobowiązania	Wycena według wartości bieżącej (zdyskontowanej) kwot wymagających zapłaty, wyznaczona przy odpowiednich stopach procentowych.
Pozostałe aktywa i pasywa	Wycena według wartości księgowej.

3.2 Metoda mnożników rynkowych

ASPEKTY METODOLOGICZNE

Wycena na podstawie porównań rynkowych (wycena względna) polega na wykorzystaniu ukształtowanych na rynku kapitałowym wskaźników (mnożników), które informują o dokonanej przez działających na tym rynku inwestorów ocenie wartości podobnych do firmy wycenianej przedsiębiorstw. Prostota mnożników zachęca do ich stosowania, jednakże dokonywanie wyceny względnej wiąże się z koniecznością przyjęcia równie wielu założeń co szacowanie wartości na podstawie zdyskontowanych przepływów gotówkowych. Różnica polega na tym, że w przypadku wyceny względnej założenia mają charakter domyślny, nie są wyraźnie deklarowane, podczas gdy wycena wartości wewnętrznej opiera się na jasnych i precyzyjnych założeniach.

Wartość firmy stanowi wypadkową trzech zmiennych: jej potencjału w zakresie generowania przepływów gotówkowych, spodziewanego wzrostu wartości tych przepływów oraz związanej z nimi niepewności. Każdy mnożnik jest funkcją tych trzech zmiennych: potencjału, wzrostu i ryzyka. Na tej podstawie można wyciągnąć wniosek, że firmy o wyższych stopach wzrostu, mniejszym ryzyku i większym potencjale w zakresie generowania przepływów gotówkowych powinny osiągać na rynku wyższe wartości mnożników niż spółki o niższej dynamice wzrostu, większym ryzyku i mniejszym potencjale w zakresie generowania przepływów gotówkowych.

Wartość przedsiębiorstwa jest szacowana w oparciu o następującą ogólną formułę:

$$W_p = W_r * W_e$$

gdzie:

- W_p**: wartość przedsiębiorstwa,
- W_r**: wybrany wskaźnik rynkowy tzw. mnożnik,
- W_e**: odpowiednia wielkość ekonomiczna (np. zysk netto, wartość księgową).

Szacowanie wartości względnej jest często problematyczne ponieważ porównywanie młodych firm do bardziej dojrzałych przedstawicieli branży ujawnia na ogół istotne różnice w poziomie ryzyka, przepływów gotówkowych oraz dynamiki rozwoju. Wiąże się z tym również większe prawdopodobieństwo niepowodzenia. Przy tych samych poziomach różnych zmiennych, firmy dojrzałe powinny uzyskiwać wyższą wycenę rynkową – w ich przypadku prawdopodobieństwo porażki jest mniejsze. W celu zapanowania nad tymi różnicami stosuje się kilka praktyk, które pozwalają uchronić się przed błędami i uzyskać lepszą wycenę:

ZASTOSOWANIE PRZYSZŁYCH PRZYCHODÓW LUB DOCHODÓW

Ponieważ wśród młodych i rozwijających się firm dochody oraz inne dane finansowe z poprzedniego roku zwykle znacząco różnią się w ujęciu rok do roku, należy skorzystać z rozwiązania polegającego na sformułowaniu prognozy dotyczącej wyników operacyjnych dla okresu późniejszego, a następnie zastosować te przyszłe przychody bądź dochody na potrzeby wyceny. W rezultacie oszacowana zostanie wartość spółki za kilka lat.

KOREKTA O WARTOŚĆ W CZASIE ORAZ O RYZYKO NIEPOWODZENIA

W przypadku stosowania prognozowanych danych do sporządzenia wyceny, należy dokonać korekty o wartość pieniądza w czasie oraz o ryzyko, że firma nie przetrwa na tyle długo, aby osiągnąć przyjętą wartość przyszłą.

3.2 Metoda mnożników rynkowych

WYBÓR MNOŻNIKÓW DO WYCENY

Często używaną wartością, którą się porównuje, jest zwykle zysk spółki, czyli wskaźnik cena do zysku (P/E lub C/Z). To właśnie uzyskany zysk w ostatecznym rozrachunku decyduje o wzroście kapitału własnego na jedną akcję, o dywidendzie i o szeregu innych rezultatów.

Równie popularne w analizie porównawczej jest używanie ilorazu wartości przedsiębiorstwa oraz zysku operacyjnego (EBIT) lub zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację (EBITDA). Mnożnik ten jest stosunkowo najbliższy przepływowi pieniężnym w metodzie DCF. W tradycyjnej analizie uważa się to za zaletę, ale jako że drugą metodą wyceny jest właśnie model zdyskontowanych przepływów pieniężnych, byłoby to dwukrotne wycenianie tego samego źródła wartości – przepływów pieniężnych.

W analizie porównawczej użyteczny też bywa element przychodów. W wielu branżach i sytuacjach posiadany rynek, symbolizowany przez przychody, nie ma istotnie większego znaczenia. Wycena według wskaźnika kapitalizacja do sprzedaży jest istotna tam, gdzie raz zdobytego rynku nie oddaje się łatwo, a równocześnie wielkość posiadanego rynku nie do końca znajduje jeszcze odzwierciedlenie w zyskach, w szczególności dlatego, że firma wciąż jeszcze intensywnie się tworzy i rozwija.

Niekiedy używa się też porównania kapitału własnego (C/Wk lub P/BV). Waga kapitału własnego w wycenie ściśle zależy od branży. W branżach, gdzie zysk zależy wyraźnie od posiadanego majątku, wskaźnik zależny od kapitału własnego zyskuje na znaczeniu np. wynajem nieruchomości.

Zastosowanie mnożników w wycenie spółek może dawać analitykom poczucie pewności co do sporządzanych szacunków. W rzeczywistości wycena względna jest obarczona takim samym prawdopodobieństwem błędu jak wycena dokonana na podstawie zdyskontowanych przepływów pieniężnych. Bez względu na to, jak bardzo starannie dobierałoby się firmy do porównań oraz mnożniki, zawsze będą występować istotne różnice – związane nie tylko ze spodziewanym wzrostem, ale również jakością tego wzrostu oraz ryzyka.

Brane pod uwagę powinny być spółki należące do tej samej klasy, podobnej wielkości, działające na podobnym rynku itp. Spełnienie wszystkich oczekiwań rzadko kiedy jest możliwe i czasem trzeba rozszerzać bazę porównawczą na spółki po części tylko podobne (np. z innych krajów, nieco innych segmentów), zadowalać się mniejszą bazą porównawczą, brać pod uwagę spółki nietypowe. Czasami wymaga to stosowania różnych korekt oraz stosowania premii lub dyskonta.

2024

04

Wycena Games Box

4.1 Oszacowanie wartości

Wycena Games Box

4.1 Oszacowanie wartości

PODSUMOWANIE

Na podstawie rozmów z Zamawiającym założyliśmy, iż notowania akcji Games Box są stosunkowo dobrym odzwierciedleniem wartości godziwej Spółki. Wobec tego, przeanalizowaliśmy kurs akcji Games Box, w okresie sześciu miesięcy poprzedzających datę wyceny.

W analizowanym okresie kurs zamknięcia notowań dziennych kształtował się na poziomie od **6,10 PLN** do **11,30 PLN**, przy średnim dziennym wolumenie obrotu wynoszącym **535 sztuk**.

W okresie 3 miesięcy (od 1 lutego do 1 maja 2024 roku) średnia cena zamknięcia ważona wolumenem obrotu wyniosła **7,95 PLN**.

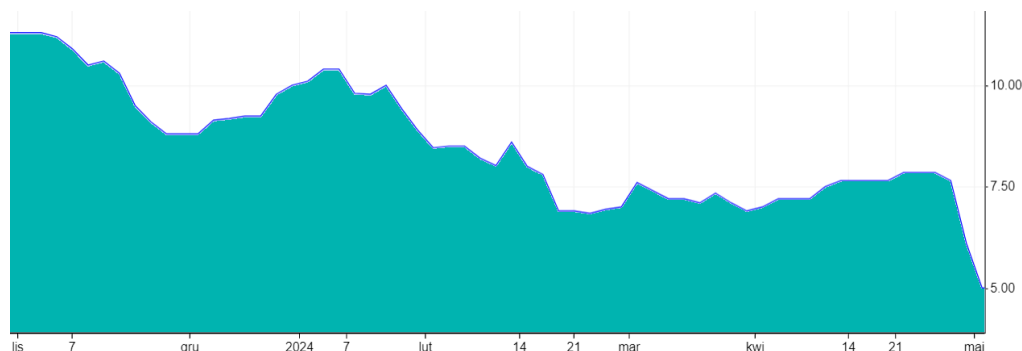
W okresie 6 miesięcy (od 1 listopada 2023 roku do 1 maja 2024 roku) średnia cena zamknięcia ważona wolumenem obrotu wyniosła **8,23 PLN**.

WYNIK WYCENY

Na podstawie przeprowadzonej analizy, wartość pojedynczej akcji zawiera się w przedziale od **7,95 PLN** do **8,23 PLN**, co odpowiada średniej cenie zamknięcia ważonej wolumenem transakcji z okresu 3 i 6 miesięcy.

Na potrzeby ustalenia parytetu wymiany akcji i udziałów, według stanu na dzień 1 maja 2024 roku, przyjęliśmy wartość pojedynczej akcji Games Box na poziomie **8,09 PLN**. Jest to środek przedziału dla średnich cen akcji ważonych wolumenem oszacowanych dla okresu 3 i 6 miesięcznego.

KURS AKCJI GAMES BOX NA NEWCONNECT [zł]



Źródło: <https://stooq.pl/>

NOTOWANIA AKCJI GAMES BOX W OKRESIE 3 I 6 MIESIĘCY

Analiza na 01.05.2024	Okres 3 miesięcy	Okres 6 miesięcy
Data początkowa	01.02.2024	01.11.2023
Data końcowa	01.05.2024	01.05.2024
Zwykła średnia (cena zamknięcia)	7,50 PLN	8,51 PLN
Średnia ważona wolumenem	7,95 PLN	8,23 PLN

2024

05



Wycena 3T Games

4.1 Aktywa netto

4.2 Wybór mnożnika do wycey

4.3 Oszacowanie wartości

Wycena 3T Games

5.1 Aktywa netto

WARTOŚĆ KSIĘGOWA

Wycena Przedsiębiorstwa metodą mnożników rynkowych została przeprowadzona na podstawie bilansu Przedsiębiorstwa sporządzonego przez Zarząd Spółki na dzień 01 maja 2024 roku, dodatkowej dokumentacji księgowej Spółki oraz w oparciu o otrzymane informacje i wyjaśnienia od uprawnionych pracowników Spółki.

Na dzień wyceny suma bilansowa wyniosła **3 283 tys. zł**, a głównym składnikiem majątku były zapasy, które stanowiły 99% sumy bilansowej. Pod tą pozycją wykazana jest przede wszystkim gra Ultimate Hunting, która znajduje się w fazie produkcji.

Struktura aktywów dopełniona była przez rzeczowe aktywa trwałe,, należności krótkoterminowe, inwestycje krótkoterminowe oraz krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe, które razem odpowiedzialne były za **1%** sumy bilansowej.

Kapitały obce 3T Games stanowiły **37%** sumy bilansowej. Pod tą pozycją znajdowały się przede wszystkim rozliczenia międzyokresowe związane z grą Ultimate Hunting o łącznej wartości **1 180 tys. zł**

Wartość księgowa aktywów netto – kapitałów własnych na dzień wyceny była dodatnia i wyniosła **2 070 tys. zł**.

BILANS 3T GAMES NA DZIEŃ WYCENY (01.05.2024) W TYS. ZŁ

WYSZCZEGÓLNIENIE	Wartość bilansowa	Udział w sumie bilansowej
AKTYWA TRWAŁE	10	0%
I. Wartości niematerialne i prawne	-	0%
II. Rzeczowe aktywa trwałe	10	0%
III. Należności długoterminowe	-	0%
IV. Inwestycje długoterminowe	-	0%
V. Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	-	0%
AKTYWA OBROTOWE	3 273	100%
I. Zapasy	3 263	99%
II. Należności krótkoterminowe	1	0%
III. Inwestycje krótkoterminowe	2	0%
IV. Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	7	0%
AKTYWA RAZEM	3 283	100%
KAPITAŁY OBCE	1 213	37%
I. Rezerwy na zobowiązania	-	0%
II. Zobowiązania długookresowe	-	0%
III. Zobowiązania krótkoterminowe	33	1%
IV. Rozliczenia międzyokresowe	1 180	36%
AKTYWA NETTO	2 070	63%

5.2 Wybór mnożnika do wyceny

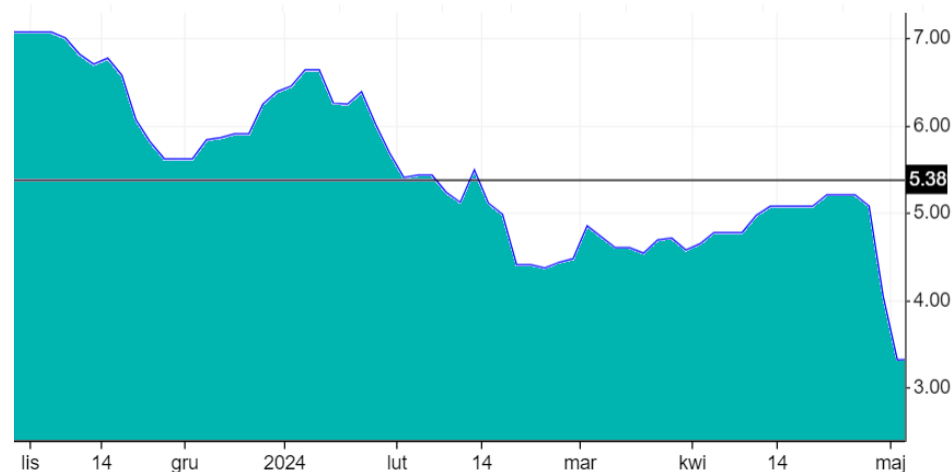
PODEJŚCIE DO WYCENY

Spółki będące przedmiotem wyceny w niniejszym raporcie są najlepszą miarą porównawczą ze względu na zbliżony profil działalności, wielkość oraz rodzaj produktu. Porównanie zostało więc ograniczone do jednej spółki Games Box, z którą planowane jest połączenie. Taka decyzja wynika z zamiaru uwzględnienia efektu synergii produkowanej kluczowej gry „Ultimate Hunting”. Porównywanie z innymi podmiotami mogłoby jedynie zniekształcić obraz wyceny, dlatego celowo zrezygnowano z ich uwzględnienia.

Jednocześnie postanowiono oprzeć się o jeden wskaźnik C/WK (Cena do Wartości Księgowej), ponieważ:

- **Nierentowność spółek:** Obie spółki są obecnie nierentowne, co oznacza, że wskaźniki oparte na zyskach, takie jak P/E (Cena do Zysku), byłyby nieadekwatne lub niewłaściwe do wykorzystania w tej wycenie.
- **Niskie i historyczne przychody:** Przychody obu spółek dotyczą przeszłości i są stosunkowo niewielkie. Użycie wskaźników opartych na przychodach, takich jak P/S (Cena do Sprzedaży), mogłoby zniekształcić wycenę, ze względu na niewielką bazę przychodów, która nie odzwierciedla przyszłych perspektyw wzrostu.
- **Spójność i klarowność:** Wskaźnik C/WK jest bardziej stabilnym i wiarygodnym wskaźnikiem w przypadku nierentownych spółek o niskich przychodach. Oparcie wyceny na wartości księgowej pozwala na ocenę realnej wartości majątku spółki, niezależnie od bieżących wyników finansowych.

WARTOŚĆ WSKAŹNIKA C/WK DLA GAMES BOX W OKRESIE 6 MIESIĘCY



Źródło: <https://stooq.pl/>

OSZACOWANIE WSKAŹNIKA C/WK NA DZIEŃ 01.05.2024 R

Games Box Spółka Akcyjna	01.05.2024
Aktywa netto na dzień 01.05.2024	1 826 586,14 PLN
Łączna liczba akcji Spółki	1 213 750 szt
Wartość księgowa na akcję	1,50 PLN
Średnia ważona wolumenem cena akcji	8,09 PLN
Wartość mnożnika C/WK	5,38x

Wycena 3T Games

5.3 Oszacowanie wartości

Wartość godziwa 3T GAMES SPÓŁKA Z OGRANICZONĄ ODPOWIEDZIALNOŚCIĄ została ustalona w oparciu o metodę mnożników rynkowych, z wykorzystaniem wskaźnika C/WK (Cena do Wartości Księgowej).

Po analizie pozycji bilansowych oraz rozmów z Zamawiającym, zdecydowano się nie dokonywać żadnych korekt do pozycji bilansowych. Dotyczy to obu porównywanych Spółek (Games Box i 3T Games). W związku z tym, do wyceny przyjęta została księgowa wartość aktywów netto.

Księgowa wartość 100% kapitału własnego wyniosła na dzień wyceny **2 070 tys. PLN**. Wartość ta została pomnożona przez mnożnik oszacowany dla porównywalnej Spółki Games Box S.A. wynoszący **5,38x**.

Wartość godziwa 100% kapitału własnego wyniosła **11 132 tys. zł**.

Wartość jednego udziału wyniosła **1 391,52 zł** (zaokrąglenie do pełnych groszy).

3T GAMES SP. Z O.O.

1. Wartość aktywów netto 3T Games	2 070 tys. PLN
2. Mnożnik C/WK	5,38x
3. Wartość 100% kapitału własnego	11 132 tys. PLN
4. Liczba udziałów	8 000 szt
5. Wartość 1 udziału	1 391,52 PLN

2024

06



Załączniki

6.1 Bilans Games Box Spółka Akcyjna na dzień wyceny

Załączniki

6.1 Bilans Games Box Spółka Akcyjna na dzień wyceny

BILANS NA DZIEŃ 01.05.2024

Dane w tys. zł

WYSZCZEGÓLNIENIE	Wartość bilansowa	Udział w sumie bilansowej
AKTYWA TRWAŁE	10	0%
I. Wartości niematerialne i prawne	-	0%
II. Rzeczowe aktywa trwałe	10	0%
III. Należności długoterminowe	-	0%
IV. Inwestycje długoterminowe	-	0%
V. Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	-	0%
AKTYWA OBROTOWE	3 273	100%
I. Zapasy	3 263	99%
II. Należności krótkoterminowe	1	0%
III. Inwestycje krótkoterminowe	2	0%
IV. Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	7	0%
AKTYWA RAZEM	3 283	100%
KAPITAŁY OBCE	1 213	37%
I. Rezerwy na zobowiązania	-	0%
II. Zobowiązania długookresowe	-	0%
III. Zobowiązania krótkoterminowe	33	1%
IV. Rozliczenia międzyokresowe	1 180	36%
AKTYWA NETTO	2 070	63%



B-think

© 2024 B-think Advisory sp. z o.o. Wszelkie prawa zastrzeżone.