

## Raport z wyceny kapitałów własnych



Inis Sp. z o.o.

Sare S.A.  
ul. Raciborska 35a  
44-200 Rybnik

ACG Alpha Capital Group Sp. z o.o. Sp.k  
ul. Petuniowa 9/5  
53-238 Wrocław

Wrocław, 10 grudnia 2018 r.

Szanowni Państwo,

niniejszy raport jest efektem prac dotyczących oszacowania wartości godziwej kapitałów własnych przedsiębiorstwa Inis Sp. z o.o. będącego częścią Grupy Kapitałowej Sare S.A.

Wartość godziwa 100% kapitałów własnych Inis Sp. z o.o. została oszacowana na dzień 30.09.2018r. na poziomie **25 602 tys. PLN**, co w przeliczeniu na 1 udział daje kwotę **10 241,00 PLN**. W niniejszej wycenie uwzględniono wartość 88,16% udziałów jakie Inis Sp. z o.o. posiada w spółce Salelifter Sp. z o.o. w wartości 7 089 tys. PLN, zgodnie z Wyceną Salelifter Sp. z o.o.

Wycena została przeprowadzona na potrzeby reorganizacji struktury własnościowej Grupy Kapitałowej Sare.

Raport z wyceny może zawierać założenia co do przyszłych wyników finansowych lub opinie stanowiące pogląd wyceniającego zgodnie z przesłankami występującymi w określonym czasie. Informacje te, założenia lub opinie nie są przedstawione jako przewidywania lub jako zapewnienie, że zostaną osiągnięte określone przychody bądź zyski, jak również, że wystąpią określone zdarzenia. Faktyczne wyniki uzyskane w omawianym okresie mogą różnić się od opisanych w raporcie, a różnice te mogą być istotne.

Raport sporządzono w oparciu o informacje finansowe i inne informacje otrzymane od Inis Sp. z o.o. oraz od instytucji publicznych i finansowych. Przedstawiona w raporcie ocena jest zależna od tego czy podane informacje były kompletne i dokładne we wszystkich istotnych aspektach. Jednakże, zgodnie z powszechnie przyjętymi zasadami przy dokonywaniu wycen, zakres prac nie pozwala ponosić odpowiedzialności za dokładność i kompletność dostarczonych informacji.

Podczas wyceny nie były dokonane żadne prace związane z badaniem sprawozdań finansowych Inis Sp. z o.o., w związku z tym nie wystawiono żadnych dodatkowych opinii z nimi związanych.

W przypadku jakichkolwiek pytań lub wątpliwości związanych z niniejszym Raportem jesteśmy gotowi udzielić koniecznych wyjaśnień.

ACG Alpha Capital Group Sp. z o.o. Sp. k.  
ul. Petuniowa 9/5, 53-238 Wrocław  
NIP: 8992773027, REGON: 362448059  
KRS: 0000573446

Członek Zarządu Komplementariusza

Marcin Łuczyn

Z/poważaniem,



2

# Spis treści

---

<b>Rozdział</b>	<b>Numer strony</b>
1 Definicje	4
2 Zastrzeżenia	5
3 Wprowadzenie	6
4 Metodologia wyceny	8
5 Informacje o Spółce	13
6 Wycena kapitałów własnych Inis	15
7 Załączniki	21

# 1. Definicje

<b>ACG</b>	ACG Alpha Capital Group Sp. z o. o. Sp. k., podmiot sporządzający wycenę
<b>Data Wyceny</b>	30.09.2018 r.
<b>EBITDA</b>	Zysk operacyjny powiększony o amortyzację
<b>Raport</b>	Raport z wyceny kapitałów własnych przedsiębiorstwa Inis Sp. z o.o.
<b>Grupa, Grupa Sare, Sare</b>	Grupa Kapitałowa Sare
<b>Spółka, Przedsiębiorstwo, Inis</b>	Inis Sp. z o.o.
<b>WACC</b>	Średnioważony koszt kapitału
<b>Wycena Salelfiter Sp. z o.o.</b>	Raport z wyceny kapitałów własnych Salelfiter Sp. z o.o. zgodnie ze stanem na dzień 30.09.2018r. z 10.12.2018r.
<b>Wycena</b>	Wycena kapitałów własnych przedsiębiorstwa Inis Sp. z o.o.



## 2. Zastrzeżenia

### Niezależność

- Zarówno członkowie zespołu ACG, jak również inne osoby pracujące nad tym Raportem nie są w jakikolwiek sposób powiązane z Grupą Kapitałową SARE i w związku z tym mają pełną zdolność świadczenia niezależnych usług doradczych.

### Należyta staranność

- Niniejszy Raport został przygotowany przez ACG z zachowaniem należytej staranności. Jednakże ACG lub osoby pracujące nad tym Raportem nie ponoszą odpowiedzialności za błędy i pominięcia w związku z opracowywaniem niniejszego Raportu (wyłączając odpowiedzialność za szkodę wyrządzoną umyślnie, jak również na skutek rażącego niedbalstwa).

### Weryfikacja danych

- W zakres prac ACG nie wchodziły zadania dotyczące audytu. Zakożenia i inne informacje przekazane przez Spółkę nie były weryfikowane pod kątem zgodności ze stanem faktycznym. ACG nie wydaje opinii na temat otrzymanych od Spółki informacji wykorzystanych na potrzeby Wyceny. W szczególności zakres prac nie obejmował procedur, które są przewidziane przez prawo oraz normy wykonywania zawodu biegłego rewidenta podczas przeprowadzania badania sprawozdania finansowego Przedsiębiorstwa w rozumieniu Ustawy o rachunkowości z dnia 29 września 1994 r. w celu wydania opinii o jego prawdziwości i rzetelności.

### Zmiana otoczenia

- ACG nie ponosi odpowiedzialności za żadne wydarzenia lub zmiany w założeniach i warunkach gospodarowania oraz aktualizację Raportu w przypadku wystąpienia nowych zdarzeń lub okoliczności zaistniałych po dacie niniejszego Raportu.

### Wykorzystanie raportu

- Raport został sporządzony przy założeniu, że będzie wykorzystywany przez osoby kompetentne oraz wyłącznie dla celów w nim określonych. Powinien być czytany i analizowany w całości z uwagi na fakt, iż wnioski formułowane na podstawie oderwanych części mogą być niewłaściwe. Członkowie zespołu ACG są dostępni w celu wyjaśnienia wszelkich aspektów zawartych w niniejszym Raporcie i zakłada się, że w przypadku wystąpienia jakichkolwiek pytań jego użytkownicy zwrócą się do ACG w celu uzyskania wyjaśnień.

### Prognozy

- Prognozy finansowe zostały przygotowane zgodnie z wyciecznymi Zarządu Spółki oraz prezentują wyniki, jakie Spółka może uzyskać. ACG nie ponosi żadnej odpowiedzialności za dokładność i wiarygodność informacji, na podstawie których sporządzono prognozy finansowe oraz innych źródeł informacji wykorzystanych dla celu, dla którego powstał niniejszy Raport lub dla jakichkolwiek innych celów.
- Prognozy finansowe nie gwarantują osiągnięcia oczekiwanych wielkości ani spełnienia założeń będących ich podstawą. Przyszłe zdarzenia z reguły nie przebiegają tak, jak założono i dlatego pomiędzy prognozowanymi i rzeczywistymi wynikami mogą występować różnice, które mogą być istotne.
- Prezentowane wyniki oszacowania wartości kapitałów własnych Spółki są prawdziwe w ramach przyjętych założeń, w tym przede wszystkim założeń dotyczących przychodów ze sprzedaży oraz wyniku na poziomie działalności operacyjnej.

## 3. Wprowadzenie

### 3.1 Przedmiot i cel wyceny

#### Przedmiot wyceny

Przedmiotem wyceny jest wartość godziwa kapitałów własnych Inis Sp. z o.o. Spółka prowadzi działalność w zakresie kompleksowej obsługi kampanii reklamowych.

#### Podstawowe informacje o przedmiocie wyceny

Oznaczenie formy prawnej	Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością
Nazwa	Inis Sp. z o.o.
Adres siedziby	ul. Raciborska 35A, 44-200 Rybnik
KRS	0000366948
REGON	241590680
NIP	6423128785

#### Struktura własności

Większościowym, jedynym udziałowcem Inis jest spółka Sare S.A. posiadająca 2 500 udziałów.

#### Cel wyceny

Wycenę kapitałów własnych przedsiębiorstwa Inis sporządzono na potrzeby reorganizacji struktury własnościowej Grupy Kapitałowej Sare.

Raport nie może być wykorzystywany w celach innych niż te w nim przedstawione.

**Wykorzystanie Raportu w innym celu niż ten opisany w Raporcie wymaga pisemnej zgody ACG.**

*Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych portalu <https://ems.ms.gov.pl>*



## 3. Wprowadzenie

### 3.2 Źródła informacji i zakres prac

#### Źródła informacji

Wycena została sporządzona na dzień 30 września 2018 roku. W trakcie przygotowywania wyceny wzięto pod uwagę następujące elementy:

- sprawozdania finansowe Spółki za lata 2015, 2016, 2017,
- rachunek zysków i strat oraz bilans za pierwszych 9 miesięcy 2017r.,
- wstępne wyniki finansowe Spółki za pierwszych 9 miesięcy 2018r.,
- informacje o polityce ustalania cen transferowych w Grupie,
- założenia dotyczące prognoz na najbliższy rok przedłożone przez Zarząd Grupy Sare,
- informacje o przedmiocie działalności Spółki,
- informacje o dotychczasowej działalności Spółki,
- pozostałe informacje uzyskane od Zarządu Spółki,
- ogólnodostępne dane i prognozy rynkowe.

#### Zakres prac

Prace związane z Wyceną prowadzone były w listopadzie i grudniu 2018 roku. Dokonane działania w ramach przygotowania Wyceny można pogrupować na kilka etapów:

- analiza informacji zawartych w sprawozdaniach finansowych,
- analiza sytuacji w branży, w której działa Spółka oraz jej wpływu na kształtowanie się premii za ryzyko oraz prawdopodobieństwa realizacji zakładanych prognoz,

- przeprowadzenie analizy dotychczas realizowanych przez Spółkę działań i ich efektów,
- stworzenie modelu finansowego na potrzeby wyceny,
- oszacowanie wysokości przepływów pieniężnych,
- kalkulacja kosztu kapitału odpowiedniego dla dyskontowania oszacowanych przepływów pieniężnych,
- oszacowanie wartości godziwej kapitałów własnych Spółki metodą dochodową,
- przeprowadzenie analizy wrażliwości wyniku wyceny metodą dochodową na główne parametry kalkulacji,
- dobór spółek porównywalnych,
- wybór mnożników stanowiących podstawę obliczenia wartości kapitałów własnych Spółki metodą porównawczą,
- oszacowanie wartości kapitałów własnych Spółki metodą porównawczą,
- przeprowadzenie analizy wrażliwości wyniku wyceny na wysokość mnożników,
- oszacowanie wartości godziwej kapitałów własnych Spółki z uwzględnieniem wyników otrzymanych za pomocą metody dochodowej oraz porównawczej.

Prace nie obejmowały weryfikacji danych historycznych i ich spójności. ACG nie bierze odpowiedzialności za poprawność otrzymanych danych, na których zostały oparte analizy oraz prognozy.

## 4. Metodologia wyceny

### 4.1 Wartość

Jednoznaczne i uniwersalne zdefiniowanie pojęcia „wartości” jest zadaniem niezmiernie trudnym, gdyż znaczenie tego terminu zmienia się w zależności od podmiotu zainteresowanego jego zbadaniem. Wśród koncepcji pojmowania wartości znajdują się między innymi: wartość godziwa, inwestycyjna, wewnętrzna, rynkowa.

Wartość wewnętrzna nie uwzględnia czynnika rynkowego, ani specyfiki danej transakcji. W przypadku wartości rynkowej zostaje natomiast pominięty jedynie element specyfiki transakcji. Wartość inwestycyjna jest z kolei najbardziej kompletna spośród przeanalizowanych. Cechuje się ona jednak wysokim poziomem subiektywizmu ze względu na to, że uwzględnia perspektywę konkretnego podmiotu, na którego potrzeby dokonuje się wyceny. Jedyną koncepcją z przedstawionych, która uwzględniła wszystkie niezbędne czynniki zachowując przy tym odpowiedni poziom obiektywizmu jest wartość godziwa. Biorąc pod uwagę wszystkie wymienione czynniki, pojęcie wartości będzie w tym Raporcie utożsamiane właśnie z wartością godziwą.

**Wartość godziwa** (ang. „fair value”) to wartość przedmiotu wyceny wyrażona w pieniądzu lub odpowiednim ekwiwalencie, przy szacowaniu której podstawowym założeniem jest, iż w transakcji biorą udział typowy hipotetyczny kupujący oraz typowy hipotetyczny sprzedający, przy czym obie strony transakcji zainteresowane są w równym stopniu jej przeprowadzeniem i nie działają pod przymusem (nakazem). Przyjmuje się, że wyceniający posiada wystarczające (odpowiednie) informacje na temat przedmiotu transakcji oraz kupujący i sprzedający posiadają odpowiedni zasób wiedzy o przedmiocie wyceny. Wartość wyznaczona w oparciu o kategorię wartości godziwej jest akceptowana przez kupującego i sprzedającego.

### 4.2 Wartość przedsiębiorstwa

Według ogólnego podziału powszechnie stosowanych metod wyceny przedsiębiorstw wyróżnia się trzy podstawowe podejścia rozumienia wartości przedsiębiorstwa:

- **Podejście dochodowe** – w którym wartość kapitałów własnych przedsiębiorstwa zostaje ustalona na podstawie oczekiwanych, przyszłych korzyści ekonomicznych wynikających z posiadania udziałów lub akcji tego przedsiębiorstwa. Korzyści te są wyrażone jako przepływy pieniężne. Podstawą zastosowania podejścia dochodowego jest przypisanie przedmiotowi wyceny określonych przepływów pieniężnych i określenie ich ryzyka.
- **Podejście rynkowe** – zwane także mnożnikowym lub porównawczym, w którym wycena opiera się na zastosowaniu mnożników wartości porównywalnych spółek lub historycznych transakcji realizowanych na rynku. W podejściu tym kluczowe jest wyodrębnienie spółek najbardziej zbliżonych do wycenianej, pod względem m. in. segmentów działalności, poziomu przychodów oraz wielkości zatrudnienia.
- **Podejście majątkowe** – w którym wartość przedmiotu wyceny ustalana jest na podstawie wartości historycznych. W tym podejściu wyróżnia się np. metodę skorygowanych aktywów netto, metodę księgową, metodę likwidacyjną czy metodę odtworzeniową. W przypadku metody skorygowanych aktywów netto wartości księgowe określonych składników aktywów i zobowiązań korygowane są do ich wartości godziwej.

Przed przystąpieniem do wyceny należy rozważyć możliwość zastosowania powyższych podejść i wybrać najbardziej odpowiednio z punktu widzenia przedmiotu i celu wyceny.



## 4. Metodologia wyceny

---

### 4.3 Wybrane podejście do wyceny

INIS Sp. z o.o. to e-mailingowa sieć reklamowa, dysponująca własną technologią, służącą realizacji kampanii reklamowych drogą elektroniczną oraz analizowania ich wyników. Spółka skupia właścicieli baz e-mailingowych, oferując dzięki temu ponad 38 milionów unikalnych rekordów. Ponadto, spółka oferuje usługi z zakresu marketingu efektywnościowego, retargetingu a także generowania leadów.

Biorąc pod uwagę wszystkie wymienione elementy zdecydowano się dokonać wyceny metodą dochodową.

Wycena metodą dochodową została przeprowadzona przy zastosowaniu metody opartej na przepływach FCFF (*ang.* „Free Cash Flow to Firm” – wolny przepływ pieniędzy do przedsiębiorstwa). Odpowiednią dla tych przepływów stopą dyskontową jest stopa WACC.

W celu weryfikacji wyceny metodą dochodową zdecydowano się zastosować również podejście rynkowe, poprzez wycenę metodą porównawczą. Ze spółek notowanych na rynku publicznym i działających w branży marketingu internetowego, wyselekcjonowano te, które są porównywalne względem wycenianego podmiotu, biorąc pod uwagę przedmiot i skalę prowadzonej działalności. Ze względu na występujące różnice pomiędzy poszczególnymi podmiotami zdecydowano się na zastosowanie dodatkowych korekt.

Oszacowaną wartość godziwą kapitałów własnych Inis Sp. z o.o. stanowi średnia ważona metody dochodowej i porównawczej. W niniejszej wycenie przyznano równe wagi obu podejściom.

# 4. Metodologia wyceny

## 4.4 Metoda dochodowa

### Ogólne równanie wyceny

Podstawą do wyznaczenia wartości kapitałów własnych przedsiębiorstwa zgodnie z podejściem dochodowym są przyszłe przepływy pieniężne przez nie generowane. Przy wycenie metodami dochodowymi stosuje się koncepcję dyskontowania przyszłych przepływów pieniężnych przy wykorzystaniu stopy dyskontowej odzwierciedlającej ryzyko dotyczące tych przepływów.

$$PV = \underbrace{\sum_{i=1}^t \frac{CF_i}{(1+k_1)^i}}_{\text{Szczegółowa prognoza}} + \underbrace{\frac{CF_t(1+g)}{(1+k_1)^t(k_1-g)}}_{\text{Wartość rezydualna}}$$

- PV - wartość obecna przyszłych przepływów,
- $CF_i$  - przepływy pieniężne w okresie szczegółowej prognozy,
- t - ilość lat szczegółowej prognozy,
- k - zmienna w czasie stopa dyskontowa odpowiadająca ryzyku przepływów,
- g - tempo wzrostu przepływów w okresie rezydualnym.

Kluczowe do oceny wartości kapitałów własnych przedsiębiorstwa jest odpowiednie zdefiniowanie co stanowi przepływy pieniężne oraz jaka stopa dyskontowa jest dla nich odpowiednia.

### Określanie wysokości przepływów

Przy wycenie kapitałów własnych przedsiębiorstw stosuje się wiele podejść różniących się między sobą aspektem prezentacyjnym. Niezależnie od przeprowadzonego oszacowania otrzymana wartość kapitałów własnych jest w każdym przypadku taka sama, o ile tylko poszczególne przepływy pieniężne dyskontuje się odpowiednią dla nich stopą dyskontową.

Jednym z najbardziej popularnych podejść jest dokonanie wyceny na podstawie wolnych przepływów pieniężnych do przedsiębiorstwa (FCFF – *ang. „Free Cash Flow to Firm”*). Przeprowadzenie wyceny zgodnie z tym podejściem pozwala na łatwą prezentację wpływu takich elementów jak np. struktura finansowania na budowanie wartości przedsiębiorstwa. Oparcie wyliczeń na przepływach do przedsiębiorstwa jest zgodne z sugerowaną w praktyce biznesową i popartą przez rozważania naukowe koncepcją zarządzania przez wartość. Przyjmuje się w niej, że najważniejszym parametrem, o którego wzrost powinni dbać zarządzający jest wartość przedsiębiorstwa. FCFF definiuje się jako:

<b>EBIT</b>	- zysk przed odsetkami i przed opodatkowaniem
<b>(-) EBIT x T</b>	- podatek dochodowy od EBIT
<b>= NOPAT</b>	- zysk operacyjny po opodatkowaniu
<b>(+) Dep.</b>	- amortyzacja
<b>(+) ΔNWC</b>	- zmiana kapitału obrotowego netto
<b>(-) CapEx</b>	- nakłady inwestycyjne
<b>= FCFF</b>	- wolne przepływy pieniężne do przedsiębiorstwa

## 4. Metodologia wyceny

### Wyznaczanie stopy dyskontowej

Ważnym elementem przeprowadzanych obliczeń jest wyznaczenie stopy dyskontowej, która powinna odzwierciedlać ryzyko prowadzonej przez wyceniane przedsiębiorstwo działalności oraz rodzaj przyjętych do wyceny przepływów. Odpowiednią dla dyskontowania przepływów zdefiniowanych jako FCFF stopą dyskontową jest średnioważony koszt kapitału (WACC). Przez stopę dyskontową WACC rozumie się w tym Raporcie:

$$WACC = (k_e + rp) \frac{E}{D+E} + k_d(1-T) \frac{D}{D+E}$$

WACC - średnioważony koszt kapitału,

$k_e$  - koszt kapitału własnego,

$k_d$  - koszt długu,

E - kapitał własny,

D - saldo zobowiązań oprocentowanych,

T - efektywna stopa podatkowa dla zobowiązań oprocentowanych,

rp - premia za ryzyko prognoz.

Tak obliczona stopa odzwierciedla premię za ryzyko wymaganą zarówno przez podmioty dostarczające kapitał dłużny jak i przez właścicieli.

Koszt kapitału własnego opisanego jako  $k_e$  ustala się na podstawie modelu wyceny aktywów kapitałowych CAPM (*ang. „Capital Asset Pricing Model”*). Zgodnie z tą koncepcją koszt kapitału własnego wyznacza się biorąc pod uwagę ryzyko systematyczne spółek notowanych na rynku publicznym prowadzących podobną działalność. Jest ono uwzględnione w parametrze beta. Stopa dyskontowa obliczona w taki sposób jest wolna od czynnika określającego ryzyko specyficzne branży pod uwagę działalności gospodarcei.

$$k_e = RFR + \beta_1 MRP$$

RFR - stopa wolna od ryzyka

$\beta_1$  - beta lewarowana

MRP - premia za ryzyko rynkowe

Przedstawiona beta jest lewarowana ze względu na obowiązkującą w przedsiębiorstwie strukturę finansowania. Lewarowanie przeprowadza się zgodnie ze wzorem:

$$\beta_l = \beta_u \left( 1 + \frac{D}{E} (1-T) \right)$$

$\beta_u$  - beta nielewarowana



## 4. Metodologia wyceny

### 4.5 Metoda porównawcza

Metoda porównawcza, zwana też wskaźnikową lub mnożnikową polega na określeniu wartości kapitałów własnych przedsiębiorstwa przez porównanie go z innymi, już wycenionymi przez rynek. Jest ona powszechnie stosowana w praktyce do określania wartości godziwej oraz transakcyjnej.

Metoda porównań rynkowych polega na ustaleniu wartości przedsiębiorstwa na podstawie informacji o mnożnikach, których wartość rynkowa jest znana. Mnożniki pokazują stosunek wartości rynkowej przedsiębiorstwa do określonej zmiennej ekonomicznej.

Procedura wyceny metodą porównań rynkowych jest następująca:

- wybór wskaźnika służącego wycenieniu,
- wybór firm porównywalnych, dla których znane są wartości rynkowe wybranego wskaźnika,
- obliczenie wielkości wskaźników firm porównywalnych,
- obliczenie mediany z wskaźników spółek porównywalnych,
- obliczenie wartości firmy,
- dokonanie niezbędnych korekt.

W celu obliczenia wartości kapitałów własnych wycenianego przedsiębiorstwa wykorzystywany jest wzór:

$$PV = M \times Ind$$

PV - wartość obecna wycenianego podmiotu

M - wysokość rynkowego mnożnika

Ind - wielkość ekonomiczna wycenianego przedsiębiorstwa będąca podstawą wyliczeń wysokości mnożnika

Zgodnie z rynkową praktyką przy wycenieniu kapitałów własnych przedsiębiorstw metodą porównawczą stosuje się wiele różnych wskaźników. Najbardziej popularne z nich to: C/Z, C/ZG, EV/EBITDA, C/WK oraz EV/S. W niektórych branżach spotyka się także mnożniki niestandardowe.

**Wskaźnik EV/EBITDA** – wskaźnik ten informuje inwestorów o stopniu pokrycia zyskiem EBITDA wartości całego przedsiębiorstwa. Jego zastosowanie jest powszechne w przypadku wyceny kapitałów własnych spółek zajmujących się działalnością handlową lub produkcyjną.

**Wskaźnik EV/S** – wskaźnik ten informuje inwestorów o tym ile muszą zapłacić za przedsiębiorstwo w porównaniu do przychodów ze sprzedaży jakie ono generuje. Wskaźnik ten jest jednym z prostszych wskaźników. Ma zastosowanie w przypadku, gdy podmiotowi zainteresowanemu transakcją zależy na przejęciu wycenianego przedsiębiorstwa w celu osiągnięcia większych udziałów w rynku. Wskaźnik ten jest popularny w przypadku przedsiębiorstw handlowych.

**Wskaźnik C/WK** – jest jednym z rzadziej stosowanych współczynników w przypadku przedsiębiorstw handlowych i produkcyjnych. Przede wszystkim mnożnik ten ma zastosowanie w branży finansowej oraz w branży deweloperskiej. Wskaźnik tej jest szczególnie popularny w przypadku wyceny banków. Wskaźnik C/WK informuje o tym ile należy trzeba zapłacić za każdą złotówkę wartości akcji wynikającej z bilansu przedsiębiorstwa.

# 5. Informacje o Spółce i rynku

## 5.1 Podstawowe informacje o Spółce

### Przedmiot działalności

Spółka Inis jest częścią Grupy Sare S.A. Przedmiotem jej podstawowej działalności jest zapewnianie kompleksowej obsługi kampanii reklamowych na rzecz właścicieli baz danych, wydawców oraz reklamodawców.

W ramach Grupy Sare Inis świadczy usługi realizacji kampanii e-marketingowych. Głównym źródłem przychodów Spółki jest planowanie, prowadzenie i analiza efektywności w oparciu o kampanie e-mailingowe oraz marketing efektywnościowy bazujący na systemach śledzących, retargeting, generowanie leadów. Spółka ponadto wykorzystuje autorski System INIS.

Spółka oferuje klientom usługi w zakresie:

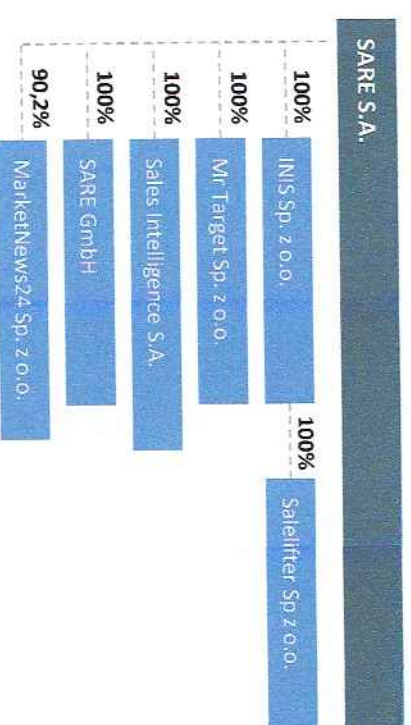
- e-mailingu,
- performance marketingu,
- lead generation,
- sieci afiliacyjnych.

### Historyczne wyniki

W okresie 2015-2017 tempo wzrostu przychodów wyrażone w CAGR wyniosło około 32%. Wraz ze wzrostem przychodów w poszczególnych latach, rentowność systematycznie ulegała obniżeniu z około 18,7% w 2015 r. do około 16,8% w 2017r.

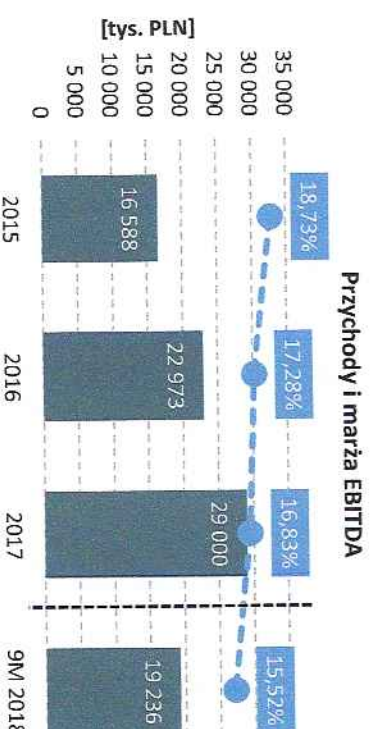
Wyniki za pierwszych 9 miesięcy 2018 charakteryzują się niższymi o 8,5% r/r przychodami oraz niższym wynikiem EBITDA o 21,2% r/r. Marża EBITDA za pierwszych 9 miesięcy 2018 roku spadła względem marży za pierwsze 9 miesięcy 2017 o około 2,5 p.p.

### Struktura Grupy Sare



Źródło: Dane Spółki

### Historyczne wyniki Spółki



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Spółki



## 5. Informacje o Spółce i rynku

### 5.2 Portfolio Spółki oraz jej konkurencja

#### Portfolio

Portfolio spółki Inis składa się z wielu projektów, wykonanych na rzecz Klientów o najbardziej rozpoznawalnych markach w swoich branżach. Wśród odbiorców usług Spółki znaleźć można takie firmy jak: Aviva, Toyota Bank, Allor Bank, 5-10-15, UPC, Pożyczkomat.pl, Empik School czy Profi Credit.

#### Konkurencja

Spółka Inis jest częścią Grupy Sare, stąd jako jej konkurencję można rozpatrywać podmioty oferujące usługi o podobnej charakterystyce do usług świadczonych przez podmioty należące do Grupy, a w szczególności przedsiębiorstwa skupiające się na kreacji i realizacji kampanii reklamowych, w tym agencje performance i domy mediowe. Konkurencja w branży, w której operuje Grupa, zależy przede wszystkim od rozpoznawalności marki, jakości i niezawodności usług, innowacyjności, poziomu cen i skuteczności zespołów sprzedażowych.

Przedsiębiorstwa, które w istotny sposób wpływają na sytuację na rynku marketingu internetowego w segmentach agencji performance i domów mediowych to przede wszystkim:

- Havas Media,
- K2 Media,
- Novem,
- Mediacom,
- Codemedia,
- ValueMedia,
- They.pl,
- Kwanko,
- Adtank.

Wybrane podmioty, na rzecz których Spółka wykonywała zlecenia



Źródło: Dane Spółki

Wybrane firmy zapewniające profesjonalne usługi w branży marketingu internetowego



Źródło: Opracowanie własne



## 6. Wycena kapitałów własnych Inis

### 6.1 Założenia przyjęte do wyceny

#### Stopa podatku dochodowego

- Stopa podatku dochodowego została przyjęta na poziomie 19% co odpowiada stopie podatku od osób prawnych, który obowiązuje w Polsce.

#### Wzrost w okresie rezydualnym

- Przyjęto, że wzrost w okresie rezydualnym będzie kształtował się na poziomie długookresowego celu inflacyjnego, który wynosi 2,5%.

#### Dyskonto z tytułu braku płynności

- Inis nie jest spółką notowaną publicznie. Akcje spółki-matki (Sare) są przedmiotem obrotu na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, jednakże charakteryzują się one niewielkim wolumenem obrotu. W takim przypadku do prawidłowej wyceny kapitałów własnych tego przedsiębiorstwa niezbędne jest włączenie do kalkulacji korekty w postaci dyskonta z tytułu braku płynności. Uwzględnia ono efekty wynikające z braku przejrzystości informacyjnej powodowanej przez takie czynniki jak ilość czasu oraz koszty związane z przeprowadzeniem procesu upłynienia wartości kapitałów własnych. W praktyce rynkowej przyjęło się stosowanie dyskonta z tytułu braku płynności od 10 do 30%.
- Biorąc pod uwagę pozycję rynkową Spółki i charakter prowadzonej przez nią działalności zdecydowano się na zastosowanie dyskonta wynoszącego 25%.

#### Dyskonto z tytułu braku kontroli

- W przypadku wyceny pakietów udziałów mniejszościowych, zgodnie z praktyką rynkową na wycenioną wartość kapitałów własnych narzuca się dodatkowo korektę w postaci dyskonta z tytułu braku kontroli. Istnieje wiele koncepcji wyceny tej wartości. Przeważnie dyskonto to wynosi w okolicach 15-20%. Oddaje ono efekt braku możliwości podejmowania decyzji kluczowych dla wycenianego przedsiębiorstwa, w tym przede wszystkim w kwestii wypłaty zysku lub dywidendy (w zależności od organizacji prawnej przedsiębiorstwa).
- W przypadku wyceny udziałów mniejszościowych INIS Sp. z o.o. sugeruje się zastosowanie dyskonta z tytułu braku kontroli wynoszącego 20%.
- Przeprowadzona wycena wartości godziwej kapitałów własnych INIS Sp. z o.o. jest dokonana z zastrzeżeniem, że dotyczy ona wartości 100% kapitałów własnych. W związku z tym w obliczeniach nie zastosowano dyskonta z tytułu braku kontroli.

## 6. Wycena kapitałów własnych Inis

### 6.2 Prognozy finansowe

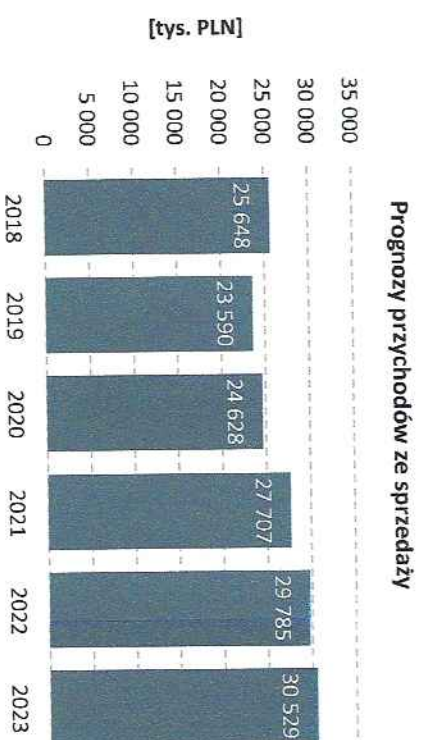
#### Przychody ze sprzedaży

- Spółka planuje zakończyć 2018 rok z przychodami na poziomie 25 648 tys. PLN, co jest wynikiem o 11,6% niższym od sprzedaży uzyskanej na koniec 2017 roku.
- W kolejnym roku 2019 prognozuje się dodatkowe obniżenie przychodów o 8% do 23 590 tys. PLN. Obniżenie się przychodów wynika z przeniesienia części działalności operacyjnej dotychczas prowadzonej przez Inis do innej spółki z Grupy SARE.
- Przyjęto, że po przeprowadzonej reorganizacji w ramach Grupy SARE przychody Inis w latach 2020, 2021, 2022 będą cechowały się dodatnią dynamiką i będą wzrastały r/r odpowiednio o 4,4%, 12,5% oraz 7,5%.
- Prognozy na kolejne lata zakładają wzrost przychodów zgodny z tempem inflacji. W ostatnim roku analizowanego okresu 2018-2023r. szczegółowej prognozy Spółka planuje osiągać sprzedaż na poziomie 30 529 tys. PLN.

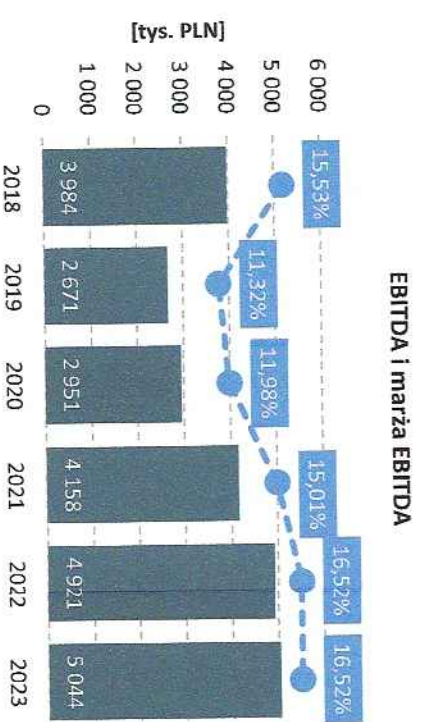
#### EBITDA i marża EBITDA

- W 2018 roku przyjęto, że marża EBITDA utrzyma się na poziomie 15,5%. Spółka prognozuje, iż w kolejnym roku, w konsekwencji obniżenia się przychodów ze sprzedaży również marża EBITDA spadnie do poziomu 11,32%.
- Wraz z powrotem do dodatniej dynamiki zmian przychodów ze sprzedaży od 2020 roku oczekuje się także wzrostu marży EBITDA stopniowo z 11,32% w 2019 roku do 16,52% w 2022 roku.

Założenia wynikają z informacji przekazanych od Zarządu Grupy Sare.



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Spółki



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Spółki



## 6. Wycena kapitałów własnych Inis

### 6.3 Określanie stopy dyskontowej

- Na potrzeby wyceny wartości kapitałów własnych Spółki oszacowano wysokość stopy dyskontowej w oparciu o wcześniejszą opisaną koncepcję kalkulacji wartości WACC.
- Za stopę wolną od ryzyka na Datę Wyceny przyjęto stopę rentowności do daty wykupu (*ang. yield*) dziesięcioletnich obligacji Skarbu Państwa o stałym kuponie, o symbolu W50428.
- Premia za ryzyko rynkowe dla rynku polskiego, w którym Spółka prowadzi działalność (*MRP – ang. „Market Risk Premium”*) została obliczona na bazie dwóch składowych: (i) premia za ryzyko rynkowe dla dojrzałych gospodarek, (ii) ryzyko dla polskiej gospodarki. Premia za ryzyko dla rozwiniętych gospodarek odpowiada premii za ryzyko Stanów Zjednoczonych, która kształtuje się na poziomie 5,08%. Ryzyko prowadzenia działalności operacyjnej w Polsce zostało obliczone na bazie różnicy w spreadzie CDS (*ang. „Credit Default Swap”*) dla obligacji polskich i obligacji Stanów Zjednoczonych i wynosi 0,87 p.p.
- Beta nielewarowana została oszacowana na poziomie 1,00 odpowiednim dla ryzyka wynikającego z całego rynku.
- Założenia dla D/E wynikają bezpośrednio z prognoz operacyjnych Spółki.
- Efektywną stawkę podatku dochodowego przyjęto na poziomie 19%.
- Aby uwzględnić ryzyko wynikające ze skali działalności Inis, zastosowano premię do stopy dyskontowej na poziomie 6 p.p.
- Szczegóły dotyczące kalkulacji WACC dla całego okresu prognozy znajdują się w sekcji Zarzącniki.

#### Oszacowanie stopy WACC Spółki

Rok	2018	2019	2020
Data	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
Ilość miesięcy	3	12	12

WACC dla Spółki	[%]	15,17%	15,17%	15,17%
udział kapitału własnego	[%]	99,85%	99,84%	99,85%
udział długu	[%]	0,15%	0,16%	0,15%
<b>koszt kapitału własnego</b>	<b>[%]</b>	<b>15,19%</b>	<b>15,19%</b>	<b>15,19%</b>
premia za ryzyko	[%]	6,00%	6,00%	6,00%
MRP	[%]	5,95%	5,95%	5,95%
RFR	[%]	3,23%	3,23%	3,23%
beta lewarowana	[liczba]	1,00	1,00	1,00
beta nielewarowana	[liczba]	1,00	1,00	1,00
podatek dochodowy	[%]	19,00%	19,00%	19,00%
D/E	[%]	0,15%	0,16%	0,15%
<b>koszt długu po podatku</b>	<b>[%]</b>	<b>3,75%</b>	<b>3,76%</b>	<b>3,76%</b>
koszt długu przed podatkiem	[%]	4,64%	4,64%	4,64%
podatek dochodowy	[%]	19,00%	19,00%	19,00%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych rynkowych i prognoz Zarządu Grupy



## 6. Wycena kapitałów własnych Inis

### 6.4 Podsumowanie wyceny

#### Wyniki wyceny metodą dochodową

- Na podstawie opisanych założeń dokonano wyceny kapitałów własnych spółki Inis metodą dochodową. Wyniki wyceny wskazują na ich wartość wynoszącą **24 731 tys. PLN**, co w przeliczeniu na 1 udział daje wartość **9 892,00 PLN**.
- W niniejszej wycenie **uwzględniono** wartość 88,16% udziałów jakie Inis posiada w spółce Salelifter Sp. z o.o. w wartości 7 089 tys. PLN, zgodnie z Wyceną Salelifter Sp. z o.o.
- Szczegóły dotyczące oszacowania wartości kapitałów własnych Inis metodą dochodową znajdują się w sekcji Załączniki.

#### Analiza wrażliwości

- Przeprowadzono również analizę wrażliwości wartości kapitałów własnych Inis w odniesieniu do tempa wzrostu w okresie rezydualnym oraz wysokości stopy dyskontowej, czyli do parametrów które obok wartości prognozowanych przychodów oraz marży EBITDA mają decydujący wpływ na kształtowanie się wartości Spółki.
- Zwiększenie się tempa wzrostu w okresie rezydualnym o 0,5 p.p. prowadzi do wzrostu oszacowanej wartości o 1,56%. Spadek tej wartości o 0,5 p.p. powoduje z kolei spadek oszacowanej wartości o 1,44%.
- Obniżenie się wysokości stopy dyskontowej o 1 p.p. powoduje wzrost wartości kapitałów własnych o 6,6%. W przypadku wzrostu stopy dyskontowej o 1 p.p. następuje z kolei spadek wartości Spółki o 5,61%.

#### Podsumowanie wyceny wartości kapitałów własnych Inis metodą dochodową

Nazwa	[tys. PLN]
Wartość 100% kapitałów własnych przedsiębiorstwa Inis oszacowana metodą dochodową	24 731
Wartość przypadająca na 1 udział	9,89

Źródło: Opracowanie własne

#### Analiza wrażliwości wyceny metodą dochodową

Stopa dyskontowa	Wzrost w okresie rezydualnym				
	-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%
-2,0%	27 239	27 749	28 307	28 920	29 597
-1,0%	25 511	25 919	26 363	26 846	27 374
0,0%	24 042	24 374	<b>24 731</b>	25 118	25 537
1,0%	22 780	23 051	23 343	23 657	23 995
2,0%	21 683	21 908	22 149	22 406	22 683

Źródło: Opracowanie własne

## 6. Wycena kapitałów własnych Inis

### 6.5 Wycena metodą porównawczą

#### Podsumowanie wyceny metodą porównawczą

- W celu przeprowadzenia wyceny metodą porównawczą dokonano weryfikacji notowanych spółek pod kątem podobieństwa prowadzonego przez nie biznesu do działalności Spółki. Analiza ta pozwoliła na dobór dziewięciu przedsiębiorstw, których profil można uznać za zbliżony:
 

– Sare,	– Syzyby,
– K2 Internet,	– DentSU,
– MediCap,	– Publicis Groupe,
– Interpublic Group,	– WPP.
– Omnicom Group,	
- Z uwagi na charakterystykę branży, w której działa Spółka, zdecydowano się wybrać do wyceny wskaźnik EV/EBITDA obliczony na najbardziej aktualnych wynikach osiągniętych przez spółki z grupy porównawczej.
- Ze względu na znacznie większy zasięg operacyjny części spółek z grupy porównawczej, zdecydowano się uwzględnić w wycenie dyskonto z tytułu relatywnie mniejszej skali biznesu na poziomie 25%. Dyskonto to zostało uwzględnione w mnożnikach: Interpublic Group, Omnicom Group, DentSU, Publicis Groupe oraz WPP.
- W niniejszej wycenie **uwzględniono** wartość 88,16% udziałów jakie Inis posiada w spółce Salelifter Sp. z o.o. w wartości 7 089 tys. PLN, zgodnie z Wyceną Salelifter Sp. z o.o.

#### Wyniki wyceny metodą porównawczą

Na podstawie opisanych założeń dokonano wyceny metodą porównawczą. Wyniki implikują wartość kapitałów własnych na poziomie **26 473 tys. PLN**, co odpowiada wartości jednego udziału w wysokości **10 589,00 PLN**.

#### Mnożniki spółek porównywalnych

Spółka	Kraj	Kapitalizacja [mln PLN]	EV/EBITDA
SARE S.A.	Polonia	33	5,37
K2 Internet	Polonia	30	3,75
MediCap	Polonia	36	7,25
Interpublic Group	USA	32 140	6,12
Omnicom Group	USA	55 739	5,85
Syzyby	Niemcy	509	16,70
DentSU	Japonia	49 172	6,49
Publicis Groupe	Francia	51 782	6,10
WPP	UK	66 640	4,74
<b>Mediana</b>			<b>6,10</b>

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych spółek, cena akcji z dnia 30.09.2018 r.

#### Podsumowanie wyceny metodą porównawczą

EBITDA Spółki	[tys. PLN]	4 078
Dług netto	[tys. PLN]	-739
Aktywa nieoperacyjne	[tys. PLN]	7 093
Mediana mnożników po uwzględnieniu korekty z tytułu skali biznesu	[liczba]	6,1x
Dyskonto z tytułu braku płynności	[%]	25%
Mediana mnożników po korektach	[liczba]	4,6x

Wycena 100% kapitałów własnych metodą porównawczą	[tys. PLN]	<b>26 473</b>
---	------------	---------------

Wartość przypadająca na 1 udział	[tys. PLN]	<b>10,59</b>
----------------------------------	------------	--------------

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Spółki



## 6. Wycena kapitałów własnych Inis

### 6.6 Podsumowanie wyceny

#### Podsumowanie wyceny

- Wycena 100% kapitałów własnych Inis Sp. z o.o. metodą dochodową wskazuje na ich wartość na poziomie 24 731 tys. PLN, co stanowi 9 892,00 PLN w przeliczeniu na jeden udział.
- Wycena metodą porównawczą zwraca wartość 100% kapitałów własnych Inis Sp. z o.o. na poziomie 26 473 tys. PLN, co odpowiada wartości jednego udziału w wysokości 10 589,00 PLN.
- Przypisując obu metodom równe wagi uzyskano wartość 100% kapitałów własnych Spółki w kwocie **25 602 tys. PLN**, co daje wartość jednego udziału w wysokości **10 241,00 PLN**.
- W niniejszej wycenie uwzględniono wartość 88,16% udziałów jakie Inis posiada w spółce Salelifter Sp. z o.o. w wartości 7 089 tys. PLN, zgodnie z Wyceną Salelifter Sp. z o.o.

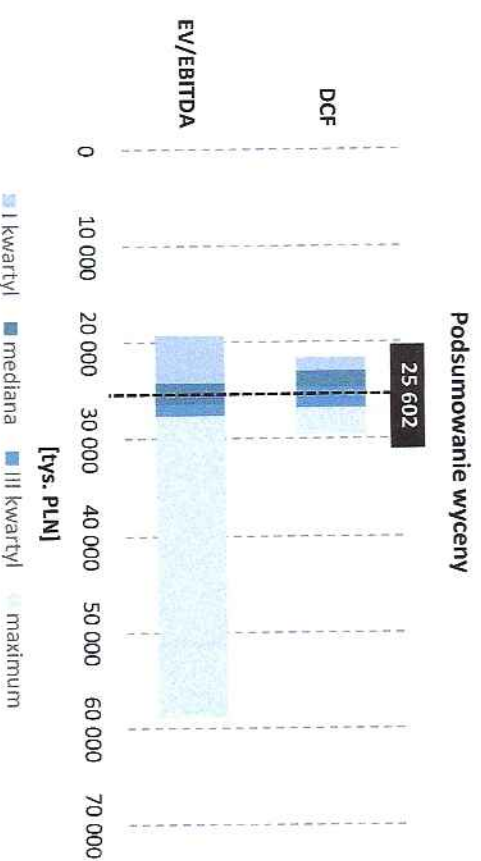
#### Porównanie wyników wyceny

- Oszacowania uzyskane każdą z przyjętych metod wskazują na wartości zbliżone do ostatecznego Wyniku wyceny.
- Wynik metody porównawczej odzwierciedla wartość Spółki na tle branży, natomiast ze swojej natury nie uwzględnia ona prognoz rozwoju Spółki wynikających z przyjętej strategii.
- Oczekiwania odnośnie wzrostu wartości Spółki po zrealizowaniu zakładanej strategii rozwoju sprzedaży znajdują odzwierciedlenie w wyniku otrzymanym metodą dochodową.

#### Podsumowanie wyników wyceny

Nazwa	[tys. PLN]
Wycena metodą dochodową	24 731
Waga wyceny (%)	50%
Wycena metodą porównawczą	26 473
Waga wyceny (%)	50%
Wycena 100% kapitałów własnych [tys. PLN]	25 602
Wartość przypadająca na 1 udział [PLN]	10 241,00

Źródło: Opracowanie własne



Źródło: Opracowanie własne



## 7. Zataczniki

### 7.1 Historyczny rachunek zysków i strat oraz bilans

Rok	2015	2016	2017	2018
	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	30.09.2018
Data	12	12	12	9
Ilość miesięcy	12	12	12	9
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>16 588</b>	<b>22 973</b>	<b>29 000</b>	<b>19 236</b>
<b>Koszty operacyjne</b>	<b>13 430</b>	<b>19 126</b>	<b>24 349</b>	<b>16 384</b>
Amortyzacja	76	129	170	147
Zużycie materiałów i energii	55	71	132	94
Usługi obce	11 007	15 732	19 835	12 615
Podatki i opłaty	5	23	50	58
Wynagrodzenia	1 482	2 063	2 888	2 720
Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	167	226	546	517
Pozostałe koszty rodzajowe	637	881	728	234
Wartość sprzedanych towarów i materiałów	0	0	0	0
<b>Zysk (strata) ze sprzedaży</b>	<b>3 158</b>	<b>3 848</b>	<b>4 651</b>	<b>2 852</b>
<i>Marża ze sprzedaży</i>	<i>19,0%</i>	<i>16,7%</i>	<i>16,0%</i>	<i>14,8%</i>
Pozostałe przychody operacyjne	42	228	185	107
Pozostałe koszty operacyjne	169	235	125	121
<b>EBIT</b>	<b>3 031</b>	<b>3 840</b>	<b>4 711</b>	<b>2 838</b>
<i>Marża EBIT</i>	<i>18,3%</i>	<i>16,7%</i>	<i>16,2%</i>	<i>14,8%</i>
<b>EBITDA</b>	<b>3 106</b>	<b>3 969</b>	<b>4 882</b>	<b>2 985</b>
<i>Marża EBITDA</i>	<i>18,7%</i>	<i>17,3%</i>	<i>16,8%</i>	<i>15,5%</i>
Przychody finansowe	23	45	54	71
Koszty finansowe	19	42	31	34
<b>Zysk (strata) brutto</b>	<b>3 034</b>	<b>3 843</b>	<b>4 734</b>	<b>2 876</b>
<i>Rentowność sprzedaży brutto</i>	<i>18,3%</i>	<i>16,7%</i>	<i>16,3%</i>	<i>14,9%</i>
Podatek dochodowy	571	783	865	567
<b>Zysk (strata) netto</b>	<b>2 463</b>	<b>3 061</b>	<b>3 869</b>	<b>2 309</b>
<i>Rentowność sprzedaży netto</i>	<i>14,8%</i>	<i>13,3%</i>	<i>13,3%</i>	<i>12,0%</i>

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Spółki

Rok	2015	2016	2017	2018
	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	30.09.2018
Data	12	12	12	9
Ilość miesięcy	12	12	12	9
<b>Aktywa razem</b>	<b>6 300</b>	<b>13 405</b>	<b>17 387</b>	<b>10 399</b>
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>581</b>	<b>4 162</b>	<b>4 260</b>	<b>5 065</b>
Wartości niematerialne i prawne	402	3 844	3 734	4 305
Rzeczowe aktywa trwałe	91	191	306	359
Należności długoterminowe	0	0	0	10
Investycje długoterminowe	51	51	51	51
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	37	77	169	340
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>5 719</b>	<b>9 242</b>	<b>13 127</b>	<b>5 335</b>
Zapasy	0	0	0	0
Należności krótkoterminowe z tytułu dostaw i usług	4 306	6 379	8 265	4 538
z tytułu podatków, dotacji, ubezpieczeń społecznych	4 030	5 627	7 204	4 538
ubezpieczeń społecznych	276	752	1 061	0
Investycje krótkoterminowe	1 305	2 850	4 709	780
środki pieniężne	1 305	2 850	4 100	775
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	108	14	154	17
<b>Pasywa razem</b>	<b>6 300</b>	<b>13 405</b>	<b>17 387</b>	<b>10 399</b>
<b>Kapitały własne</b>	<b>3 841</b>	<b>9 268</b>	<b>12 037</b>	<b>7 009</b>
<b>Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania</b>	<b>2 459</b>	<b>4 137</b>	<b>5 350</b>	<b>3 390</b>
Rezerwy na zobowiązania	48	350	178	474
Zobowiązania długoterminowe	0	44	33	0
Zobowiązania krótkoterminowe z tytułu dostaw i usług	2 143	3 589	5 113	2 916
z tytułu dostaw i usług	1 963	3 212	4 221	2 244
kredyty i pożyczki	0	2	2	0
inne zobowiązania finansowe z tytułu podatków, ceł, ubezpieczeń społecznych	0	10	11	36
z tytułu wynagrodzeń	180	365	625	402
Rozliczenia międzyokresowe	0	0	253	232
	267	154	26	0

## 7. Załączniki

### 7.2 Wyniki finansowe LTM

Rok	2017		2017		2018		LTM
	Data	30.09.2017	31.12.2017	30.09.2018	30.09.2018	9	
ilość miesięcy		9	12		9		
Przychody ze sprzedaży	[‘000 PLN]	21 023	29 000	19 236	27 213		
EBIT	[‘000 PLN]	3 667	4 711	2 838	3 883		
Marża EBIT	[%]	17,44%	16,25%	14,75%	14,27%		
EBITDA	[‘000 PLN]	3 789	4 882	2 985	4 078		
Marża EBITDA	[%]	18,02%	16,83%	15,52%	14,98%		
Zysk (strata) netto	[‘000 PLN]	2 997	3 869	2 309	3 181		
Rentowność sprzedaży netto	[%]	14,26%	13,34%	12,00%	11,69%		

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Spółki



## 7. Zataczniki

### 7.3 Prognozowany rachunek zysków i strat

Rok	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Data	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025
Ilość miesięcy	3	12	12	12	12	12	12	12
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>6 412</b>	<b>23 590</b>	<b>24 628</b>	<b>27 707</b>	<b>29 785</b>	<b>30 529</b>	<b>31 292</b>	<b>32 075</b>
<b>Koszty operacyjne</b>	<b>5 474</b>	<b>21 131</b>	<b>21 928</b>	<b>23 949</b>	<b>25 336</b>	<b>26 047</b>	<b>26 741</b>	<b>27 421</b>
Amortyzacja	62	212	251	401	472	562	618	646
Zużycie materiałów i energii	31	62	65	73	78	80	82	84
Usługi obce	3 465	16 215	16 766	18 024	18 925	19 398	19 883	20 380
Podatki i opłaty	19	68	70	79	85	87	90	92
Wynagrodzenia	1 626	3 807	3 974	4 471	4 806	4 926	5 049	5 176
Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	148	348	364	409	440	451	462	474
Pozostałe koszty rodzajowe	122	419	438	493	530	543	556	570
Wartość sprzedanych towarów i materiałów	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Zysk (strata) ze sprzedaży</b>	<b>938</b>	<b>2 460</b>	<b>2 700</b>	<b>3 757</b>	<b>4 448</b>	<b>4 482</b>	<b>4 552</b>	<b>4 654</b>
<i>Marża ze sprzedaży</i>	<i>14,63%</i>	<i>10,43%</i>	<i>10,96%</i>	<i>13,56%</i>	<i>14,94%</i>	<i>14,68%</i>	<i>14,55%</i>	<i>14,51%</i>
Pozostałe przychody operacyjne	0	0	0	0	0	0	0	0
Pozostałe koszty operacyjne	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>EBIT</b>	<b>938</b>	<b>2 460</b>	<b>2 700</b>	<b>3 757</b>	<b>4 448</b>	<b>4 482</b>	<b>4 552</b>	<b>4 654</b>
<i>Marża EBIT</i>	<i>14,6%</i>	<i>10,4%</i>	<i>11,0%</i>	<i>13,6%</i>	<i>14,9%</i>	<i>14,7%</i>	<i>14,5%</i>	<i>14,5%</i>
<b>EBITDA</b>	<b>1 000</b>	<b>2 671</b>	<b>2 951</b>	<b>4 158</b>	<b>4 921</b>	<b>5 044</b>	<b>5 170</b>	<b>5 299</b>
<i>Marża EBITDA</i>	<i>15,6%</i>	<i>11,3%</i>	<i>12,0%</i>	<i>15,0%</i>	<i>16,5%</i>	<i>16,5%</i>	<i>16,5%</i>	<i>16,5%</i>
Przychody finansowe	0	0	0	0	0	0	0	0
Koszty finansowe	0	2	2	2	2	2	2	2
<b>Zysk (strata) brutto</b>	<b>937</b>	<b>2 458</b>	<b>2 698</b>	<b>3 756</b>	<b>4 447</b>	<b>4 480</b>	<b>4 550</b>	<b>4 652</b>
<i>Rentowność sprzedaży brutto</i>	<i>14,6%</i>	<i>10,4%</i>	<i>11,0%</i>	<i>13,6%</i>	<i>14,9%</i>	<i>14,7%</i>	<i>14,5%</i>	<i>14,5%</i>
Podatek dochodowy	178	467	513	714	845	851	865	884
<b>Zysk (strata) netto</b>	<b>759</b>	<b>1 991</b>	<b>2 186</b>	<b>3 042</b>	<b>3 602</b>	<b>3 629</b>	<b>3 686</b>	<b>3 768</b>
<i>Rentowność sprzedaży netto</i>	<i>11,8%</i>	<i>8,4%</i>	<i>8,9%</i>	<i>11,0%</i>	<i>12,1%</i>	<i>11,9%</i>	<i>11,8%</i>	<i>11,7%</i>

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Spółki



## 7. Zafaczniki

### 7.4 Prognozowany bilans

Rok	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Data	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025
Ilość miesięcy	3	12	12	12	12	12	12	12
<b>Aktywa razem</b>	<b>10 010</b>	<b>9 844</b>	<b>10 229</b>	<b>10 896</b>	<b>11 343</b>	<b>11 468</b>	<b>11 554</b>	<b>11 572</b>
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>5 154</b>	<b>5 364</b>	<b>5 554</b>	<b>5 648</b>	<b>5 709</b>	<b>5 693</b>	<b>5 635</b>	<b>5 504</b>
Wartości niematerialne i prawne	4 393	4 635	4 850	4 966	5 041	5 035	4 968	4 838
Rzeczowe aktywa trwałe	360	328	303	282	267	257	266	266
Należności długoterminowe	10	10	10	10	10	10	10	10
Investycje długoterminowe	51	51	51	51	51	51	51	51
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	340	340	340	340	340	340	340	340
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>4 856</b>	<b>4 480</b>	<b>4 675</b>	<b>5 247</b>	<b>5 634</b>	<b>5 775</b>	<b>5 920</b>	<b>6 067</b>
Zapasy	0	0	0	0	0	0	0	0
Należności krótkoterminowe	4 538	4 174	4 358	4 903	5 270	5 402	5 537	5 676
z tytułu dostaw i usług z tytułu podatków, dotacji, ubezpieczeń społecznych	4 538	4 174	4 358	4 903	5 270	5 402	5 537	5 676
Investycje krótkoterminowe	0	0	0	0	0	0	0	0
Środki pieniężne	301	291	301	327	345	353	362	371
	297	287	297	323	341	349	358	367
	17	15	16	18	19	20	20	21
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe								
<b>Pasywa razem</b>	<b>10 010</b>	<b>9 844</b>	<b>10 229</b>	<b>10 896</b>	<b>11 343</b>	<b>11 468</b>	<b>11 554</b>	<b>11 572</b>
<b>Kapitały własne</b>	<b>6 629</b>	<b>6 615</b>	<b>6 878</b>	<b>7 218</b>	<b>7 439</b>	<b>7 472</b>	<b>7 463</b>	<b>7 382</b>
<b>Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania</b>	<b>3 381</b>	<b>3 229</b>	<b>3 350</b>	<b>3 678</b>	<b>3 904</b>	<b>3 997</b>	<b>4 092</b>	<b>4 190</b>
Rezerwy na zobowiązania	474	449	462	500	525	535	544	554
Zobowiązania długoterminowe	36	36	36	36	36	36	36	37
Zobowiązania krótkoterminowe	2 871	2 745	2 852	3 142	3 342	3 426	3 511	3 599
z tytułu dostaw i usług z tytułu pożyczki	2 189	2 130	2 210	2 420	2 566	2 630	2 696	2 763
inne zobowiązania finansowe	0	0	0	0	0	0	0	0
z tytułu podatków, ceł, ubezpieczeń społecznych z tytułu wynagrodzeń	402	369	386	434	466	478	490	502
Rozliczenia międzyokresowe	278	243	254	286	307	315	323	331
	0	0	0	0	0	0	0	0

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Spółki

## 7. Załączniki

### 7.5 Kalkulacja WACC dla całego okresu prognozy

Rok	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Data	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025
Ilość miesięcy	3	12	12	12	12	12	12	12
<b>WACC dla Spółki</b>	<b>15,17%</b>	<b>15,17%</b>	<b>15,17%</b>	<b>15,17%</b>	<b>15,17%</b>	<b>15,17%</b>	<b>15,17%</b>	<b>15,17%</b>
udział kapitału własnego	99,85%	99,84%	99,85%	99,86%	99,87%	99,87%	99,88%	99,88%
udział długu	0,15%	0,16%	0,15%	0,14%	0,13%	0,13%	0,12%	0,12%
<b>koszt kapitału własnego</b>	<b>15,19%</b>	<b>15,19%</b>	<b>15,19%</b>	<b>15,19%</b>	<b>15,19%</b>	<b>15,19%</b>	<b>15,19%</b>	<b>15,19%</b>
premia za ryzyko	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%
MRP	5,95%	5,95%	5,95%	5,95%	5,95%	5,95%	5,95%	5,95%
RFR	3,23%	3,23%	3,23%	3,23%	3,23%	3,23%	3,23%	3,23%
beta lewarowana	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
beta nielewarowana	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
podatek dochodowy	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
D/E	0,15%	0,16%	0,15%	0,14%	0,13%	0,13%	0,12%	0,12%
<b>koszt długu po podatku</b>	<b>3,75%</b>	<b>3,76%</b>	<b>3,76%</b>	<b>3,76%</b>	<b>3,76%</b>	<b>3,76%</b>	<b>3,76%</b>	<b>3,76%</b>
koszt długu przed podatkiem	4,64%	4,64%	4,64%	4,64%	4,64%	4,64%	4,64%	4,64%
podatek dochodowy	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Spółki



## 7. Załączniki

### 7.6 Oszacowanie zdyskontowanych przepływów FCF

Rok	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Data	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025
Ilość miesięcy	3	12	12	12	12	12	12	12
<b>EBITDA</b>	<b>1 000</b>	<b>2 671</b>	<b>2 951</b>	<b>4 158</b>	<b>4 921</b>	<b>5 044</b>	<b>5 170</b>	<b>5 299</b>
(-) Amortyzacja	62	212	251	401	472	562	618	646
<b>EBIT</b>	<b>938</b>	<b>2 460</b>	<b>2 700</b>	<b>3 757</b>	<b>4 448</b>	<b>4 482</b>	<b>4 552</b>	<b>4 654</b>
(-) Podatek od EBIT	178	467	513	714	845	852	865	884
Stoпа podatku	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
<b>NOPAT</b>	<b>760</b>	<b>1 992</b>	<b>2 187</b>	<b>3 044</b>	<b>3 603</b>	<b>3 631</b>	<b>3 687</b>	<b>3 769</b>
(+) Amortyzacja	62	212	251	401	472	562	618	646
(+) ΔNWC	469	224	-74	-244	-161	-48	-49	-50
(-) CapEx	151	422	441	496	533	546	560	515
<b>FCFF</b>	<b>1 140</b>	<b>2 006</b>	<b>1 924</b>	<b>2 704</b>	<b>3 381</b>	<b>3 598</b>	<b>3 696</b>	<b>3 850</b>
Stoпа dyskontowa	15,17%	15,17%	15,17%	15,17%	15,17%	15,17%	15,17%	15,17%
Skumulowany okres	0,25	1,25	2,25	3,25	4,25	5,25	6,25	7,25
Współczynnik dyskontowy	96,5%	83,8%	72,8%	63,2%	54,9%	47,6%	41,4%	35,9%
<b>Zdyskontowane FCF</b>	<b>1 100</b>	<b>1 681</b>	<b>1 400</b>	<b>1 709</b>	<b>1 855</b>	<b>1 714</b>	<b>1 529</b>	<b>1 383</b>

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Spółki



## 7. Zataczniki

### 7.7 Podsumowanie wyceny kapitałów własnych Inis metodą dochodową

#### Podsumowanie wyceny

<b>Suma zdyskontowanych FCF</b>	<b>[‘000 PLN]</b>	<b>12 371</b>
Przepływ w okresie rezydualnym	[‘000 PLN]	3 946
WACC dla okresu rezydualnego	[%]	15,17%
<sup>g</sup>	[%]	2,50%
RV	[‘000 PLN]	31 138
<b>Zdyskontowane RV</b>	<b>[‘000 PLN]</b>	<b>11 183</b>
<b>Wartość przedsiębiorstwa</b>	<b>[‘000 PLN]</b>	<b>23 554</b>
Dług	[‘000 PLN]	36
Kapitały własne przed korektami	[‘000 PLN]	23 518
Dyskonto z tytułu braku płynności	[%]	25,00%
Korekta o aktywa nieoperacyjne	[‘000 PLN]	7 093
<b>Kapitały własne po korektach</b>	<b>[‘000 PLN]</b>	<b>24 731</b>

*Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Spółki*

## 7. Załączniki

### 7.8 Spółki z grupy porównawczej

Spółka	Opis działalności
<b>SARE SA</b> grupa kapitałowa K 2	Grupa SARE działa w branży komunikacji i marketingu w Internecie. Koncentrując się na segmencie marketing automation, pomaga w zwiększaniu sprzedaży produktów i usług swoich klientów. K2 Internet to notowana na GPW Spółka, będąca jedną z wiodących agencji interaktywnych w kraju. Jej główne obszary zainteresowania to e-marketing oraz media online (marketing afiliacyjny).
<b>MEDIACAP SA</b> Interpublic Group	Grupa MediaCap świadczy usługi z obszaru marketingu, reklamy online, usług IT oraz badań rynku i opinii publicznej. Spółka poprzez jej podmioty zależne posiada silną pozycję w każdym z jej segmentów operacyjnych. Przedsiębiorstwo, którego korzenie sięgają USA, swoją uwagę skupia na usługach dotyczących reklamy i marketingu. Poza tym świadczy również usługi PR. Spółka jest również obecna w Polsce.
<b>OmnicomGroup</b>	Grupa z siedzibą w Nowym Jorku dostarcza usługi w zakresie reklamy i marketingu oraz szeroko pojętego consultingu wizerunkowego. Spółka jest obecna m.in. w Polsce.
<b>S/Z/G/</b>	Holding z siedzibą w Niemczech, który poprzez swoje oddziały operuje w segmentach digital marketingu, performance marketingu oraz media management. Oprócz Niemiec, Spółka obecna jest w Wielkiej Brytanii, USA oraz w Polsce.
<b>dentsu</b>	Dentsu to pochodzący z Tokio dostawca usług komunikacyjnych z naciskiem na marketing. Spółka operuje w wielu miejscach na świecie, w tym w Polsce. Pochodząca z Francji Publicis Groupe świadczy usługi w zakresie reklamy i marketingu zarówno dla lokalnych, jak i międzynarodowych klientów. Grupa jest również obecna w Polsce.
<b>WPP</b> PUBLICIS GROUPE	Brytyjski dostawca usług komunikacyjnych ukierunkowanych w stronę reklamy i marketingu. Grupa operuje w ponad 110 krajach (w tym w Polsce).

*Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych spółek*

## 7. Załączniki

### 7.9 Zestawienie mnożników spółek porównywalnych

LP	Spółka	Kraj	Kapitałizacja [mln PLN]	Przed korektami					Korekta % do mnożników	Po korektach				
				EV/Sales	EV/EBIT	EV/EBITDA	C/Z	EV/S		EV/EBIT	EV/EBITDA	C/Z		
1	SARE S.A.	Polska	33	0,7x	7,7x	5,4x	14,1x	0,0%	0,70	7,66	5,37	14,07		
2	K2 Internet	Polska	30	0,3x	8,2x	3,8x	8,5x	0,0%	0,31	8,19	3,75	8,50		
3	Mediacap	Polska	36	0,5x	13,2x	7,3x	25,6x	0,0%	0,51	13,19	7,25	25,62		
4	Interpublic Group	USA	32 140	1,2x	10,2x	8,2x	15,4x	25,0%	0,93	7,66	6,12	11,57		
5	Omnicom Group	USA	55 739	1,2x	8,8x	7,8x	12,9x	25,0%	0,91	6,61	5,85	9,68		
6	Szybey	Niemcy	509	2,1x	24,9x	16,7x	26,0x	0,0%	2,06	24,91	16,70	25,99		
7	Dentsu	Japonia	49 172	0,3x	12,3x	8,6x	17,8x	25,0%	0,24	9,21	6,49	13,32		
8	Publicis Groupe	Francja	51 782	1,4x	9,0x	8,1x	13,8x	25,0%	1,07	6,72	6,10	10,32		
9	WPP	UK	66 640	1,1x	8,0x	6,3x	7,3x	25,0%	0,80	6,03	4,74	5,50		

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych spółek