



Accountants &  
business advisers

Oszacowanie wartości godziwej spółki  
Modivo S.A.  
z siedzibą w Zielonej Górze

**Wykonawca:** *PKF Advisory Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością (grupa PKF Consult)*

Warszawa, marzec 2024 r.

*Spis treści*

<b>1</b>	<b>Wstęp .....</b>	<b>3</b>
1.1	Wprowadzenie .....	3
1.2	Wyniki przeprowadzonej wyceny .....	5
1.3	Uzasadnienie wybranych metod wyceny .....	6
<b>2</b>	<b>Wiadomości ogólne o Spółce.....</b>	<b>8</b>
<b>3</b>	<b>Wycena Spółki metodą zdyskontowanych przyszłych strumieni pieniężnych (DCF) .....</b>	<b>9</b>
3.1	Metodologia wyceny dochodowej DCF .....	9
3.2	Założenia ogólne projekcji sprawozdań finansowych Spółki stanowiących podstawę wyceny metodą DCF .....	11
3.2.1	Pozostałe założenia przychodowo-kosztowe.....	12
3.3	Projekcja sprawozdań finansowych stanowiących podstawę wyceny Spółki metodą DCF .....	13
3.4	Wyniki wyceny Spółki metodą zdyskontowanych przyszłych strumieni pieniężnych .....	15
<b>4</b>	<b>Wycena Metodą Mnożników Rynkowych.....</b>	<b>17</b>
4.1	Wycena Spółki Modivo S.A. metodą giełdowych mnożników rynkowych .....	17
4.1.1	Metodologia wyceny metodą giełdowych mnożników rynkowych.....	17
4.1.2	Prezentacja spółek podobnych.....	19
4.1.3	Wyliczenie wartości mnożników giełdowych dla spółek bazowych (podobnych).....	20
<b>5</b>	<b>Wycena metodą transakcji porównywalnych .....</b>	<b>22</b>
<b>6</b>	<b>Spis tabel.....</b>	<b>23</b>

# 1 WSTĘP

## 1.1 WPROWADZENIE

Niniejszy raport dotyczy oszacowania wartości godziwej spółki Modivo S.A. (dawniej: eobuwie.pl S.A.) z siedzibą w Zielonej Górze (dalej jako „Spółka”). CCC Shoes&Bags sp. z o.o. posiada pakiet 74,6% akcji Spółki („Pakiet Większościowy”). Raport został sporządzony przez firmę PKF Advisory Sp. z o.o. z siedzibą w Warszawie (Wykonawca) na potrzeby corocznej aktualizacji wyceny przedmiotu zastawu tj. poszczególnych pakietów będących przedmiotem zabezpieczenia, która sporządzona jest na potrzeby wyceny zabezpieczeń ustanowionych na akcjach Modivo S.A. dla kredytodawców i obligatariuszy CCC zgodnie z wymogami ustawy z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach (dalej jako "Ustawa o Obligacjach") i zostanie przedstawiona wierzycielom Spółki.

Poza przypadkami wskazanym powyżej, raport nie może zostać wykorzystany do innych celów bez zgody Wykonawcy.

Wycenę Spółki sporządzono metodą dochodową – zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) i metodą porównawczą (mnożnikową dla spółek porównywalnych) oraz transakcji porównywalnych wg stanu na dzień 31.01.2024 roku w oparciu o dostarczone przez Spółkę dane.

Podczas prac nad wyceną oparto się na następujących danych i dokumentach, które zostały udostępnione przez Spółkę:

1. Założenia biznesowe, w tym wyników finansowych otrzymana od Spółki na okres 2024-2028;
2. Skonsolidowane sprawozdanie finansowe za okres 01.02.2022-31.01.2024 r.;
3. Elementy sprawozdania finansowego (bilans, rachunek zysków i strat, rachunek przepływów pieniężnych) na dzień 31.01.2024;
4. Struktura grupy kapitałowej Modivo S.A.;
5. Raport z aktualizacji wyceny opcji konwersji i wcześniejszego wykupu wbudowanych w obligacje wyemitowane przez Spółkę na 31.07.2022 r.;
6. Inne materiały analityczne zebrane i przygotowane przez pracowników Spółki.

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

Należy pamiętać, rozważając wyniki naszej wyceny, iż nie dokonywaliśmy żadnych prac o naturze audytu w odniesieniu do wszelkich informacji, które były dla nas dostępne i uwzględnione w procesie analizy i wyceny. Do zakresu naszej odpowiedzialności nie należała weryfikacja żadnych informacji, publicznie dostępnych lub dostarczonych przez przedstawicieli właściciela wycenianego aktywów, dotyczących pośrednio lub bezpośrednio wycenianego aktywów, włączając w to wszelkie informacje finansowe oraz prognozy. W związku z tym na potrzeby sporządzenia niniejszego raportu założyliśmy, iż otrzymane dane są wystarczająco dokładne i kompletne, by możliwe było sporządzenie wiarygodnej analizy i wyceny.

Wyliczenia przeprowadzono z pełną dokładnością arkusza kalkulacyjnego. Ewentualne rozbieżności w tabelach prezentujących rezultaty kalkulacji wynikają z zaokrągleń i nie mają wpływu na poprawność oszacowanej wartości Spółki. Wycenę sporządzono w tysiącach złotych, chyba że inaczej zaznaczono w treści opracowania.

W związku ze sporządzeniem przez Wykonawcę raportu z wyceny wartości godziwej akcji Modivo S.A. na potrzeby aktualizacji wyceny zabezpieczenia emisji obligacji zgodnie z art. 30 Ustawy o Obligacjach, Wykonawca oświadcza, że posiada doświadczenie i kwalifikacje zapewniające rzetelność wyceny oraz zachowuje bezstronność i niezależność oraz w stosunku do Wykonawcy, członków jego organów zarządzających i nadzorujących oraz osób zatrudnionych przez Wykonawcę do wykonania

czynności w zakresie wyceny, a także osób blisko związanych w rozumieniu art. 3 ust. 1 pkt 26 rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylającego dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE (Dz. Urz. UE L 173 z 12.06.2014, str. 1, Dz. Urz. UE L 171 z 29.06.2016, str. 1, Dz. Urz. UE L 175 z 30.06.2016, str. 1 oraz Dz. Urz. UE L 287 z 21.10.2016, str. 320) z członkami organów zarządzających i nadzorujących oraz osobami zatrudnionymi przez podmiot dokonujący wyceny, nie zachodzą okoliczności o których mowa w art. 69 ust. 9 pkt 1-3, 5, 6 i 8 oraz art. 70 ustawy z dnia 11 maja 2017 r. o biegłych rewidentach, firmach audytorskich oraz nadzorze publicznym.

## 1.2 WYNIKI PRZEPROWADZONEJ WYCENY

Wyniki wyceny przedstawiają się następująco:

**Tabela 1 Wyniki wyceny Spółki wg stanu na dzień 31.01.2024 r.**

L.p.	Wyszczególnienie	Wartość na dzień 31.01.2024
<b>A. Wycena metodą DCF</b>		
1	Wartość Spółki wg stanu na dzień 31.01.2024 (mln zł)	<b>4 359</b>
2	Liczba akcji (szt.)	10 040 005
3	Wartość 1 akcji wg stanu na 31.01.2024 (zł/akcja)	<b>434,12</b>
4	Wartość pakietu 74,6% akcji Modivo S.A. należącego do CCC (mln zł)	<b>3 252</b>
<b>B. Wycena metodą mnożników giełdowych</b>		
1	Wartość Spółki wg stanu na dzień 31.01.2024 (mln zł)	<b>5 025</b>
2	Liczba akcji (szt.)	10 040 005
3	Wartość 1 akcji wg stanu na 31.01.2024 (zł/akcja)	<b>500,49</b>
4	Wartość pakietu 74,6% akcji Modivo S.A. należącego do CCC (mln zł)	<b>3 749</b>
<b>C. Wycena metodą transakcji porównywalnych</b>		
1	Wartość Spółki wg stanu na dzień 31.01.2024 (mln zł)	<b>5 363</b>
2	Liczba akcji (szt.)	10 040 005
3	Wartość 1 akcji wg stanu na 31.01.2024 (zł/akcja)	<b>534,21</b>
4	Wartość pakietu 74,6% akcji Modivo S.A. należącego do CCC (mln zł)	<b>4 001</b>
<b>D. Wycena ustalona na podstawie średniej arytmetycznej z poszczególnych metod wyceny</b>		
1	Wartość Spółki wg stanu na dzień 31.01.2024 (mln zł)	<b>4 915</b>
2	Liczba akcji (szt.)	10 040 005
3	Wartość 1 akcji wg stanu na 31.01.2024 (zł/akcja)	<b>489,59</b>
4	Wartość pakietu 74,6% akcji Modivo S.A. należącego do CCC (mln zł)	<b>3 667</b>

Źródło: Opracowanie własne

W wyniku przeprowadzonej wyceny wartość 100% kapitałów własnych Spółki oszacowaną jako średnia arytmetyczna z poszczególnych metod wyceny ustalono na poziomie **4.915.494.278,19 zł** (słownie: cztery miliardy dziewięćset piętnaście milionów czterysta dziewięćdziesiąt cztery tysiące dwieście siedemdziesiąt osiem złotych i 19/100). W związku z tym wartość jednej akcji Spółki Modivo S.A. wynosi: **489,59 zł** (słownie: czterysta osiemdziesiąt dziewięć złotych i 59/100) co implikuje wartość pakietu 74,6% akcji Modivo S.A. należącego do CCC na poziomie **3.666.958.731,53 zł** (słownie: trzy miliardy sześćset sześćdziesiąt sześć milionów dziewięćset pięćdziesiąt osiem tysięcy siedemset trzydzieści jeden złotych i 53/100).

**Tabela 2 Informacja nt. wartości poszczególnych przedmiotów zabezpieczeń**

Udziały	%	Przedmiot zabezpieczeń	I. akcji	Wartość 1 akcji (zł)*	Wartość pakietu (zł)
CCC	5,324%	Pakiet Obligatariuszy	534 499	489,59	261 685 803,56 zł

\*Wartość określona zgodnie z zapisami Warunków Emisji Obligacji

### 1.3 UZASADNIENIE WYBRANYCH METOD WYCENY

Niniejszy raport dotyczy oszacowania wartości rynkowej spółki, w określeniu której wykorzystano:

- **Metodę zdyskontowanych strumieni pieniężnych (DCF), która przedstawia obiektywne podejście do oszacowania wartości godziwej spółki (dla transakcji sprzedaży niewymuszonej) oparte na przepływach pieniężnych i danych rynkowych.** Metoda zdyskontowanych przyszłych strumieni pieniężnych (DCF). Reprezentuje podejście dochodowe. Metoda ta jest najczęściej stosowaną w praktyce metodą wyceny kapitałów własnych firm, uwzględniającą w swojej konstrukcji najwięcej czynników mających wpływ na wartość przedsiębiorstwa. Pomija się w niej majątek firmy na rzecz osiągniętych wolnych przepływów finansowych jakie w danej chwili bądź w przyszłości przedsiębiorstwo będzie w stanie wygenerować. W związku z uwzględnieniem przepływów finansowych z różnych okresów, występuje konieczność zastosowania dyskonta w celu zaktualizowania wartości przyszłych przepływów.
- **Metodę porównawczą (mnożników giełdowych), która z kolei polega na określeniu wartości Spółki na podstawie porównania do innych spółek o podobnym profilu działalności, które są notowane na giełdzie.** Zaletą metody porównawczej jest to, że bierze ona pod uwagę wycenę dokonywaną przez rynek. Metodą porównawczą powinna być założenia realizowana wycena spółki na potrzeby ustalenia wartości pakietu akcji lub udziałów na cele transakcyjne. W metodzie porównawczej stosuje się dyskonta za nie płynność oraz za wielkość Spółki, a także premię za kontrolę lub dyskonta za brak kontroli.
- **Metodę porównawczą (transakcji porównywalnych) – w tej metodzie do szacowania wartości podmiotu zamiast mnożnika rynkowego przyjmuje się przykłady transakcji kupna podobnych firm lub tej firmy zrealizowane w ostatnim okresie.** Metoda ta obejmuje też analizę przeszłych transakcji sprzedaży akcji/ udziałów samego wycenianego przedsiębiorstwa.

Premia i dyskonto zastosowane do wyceny

- **Premia** - do wyceny wartości godziwej (dla sprzedaży niewymuszonej) w metodzie DCF przyjęto wartość bez uwzględnienia premii za kontrolę (za przejęcie pakietu umożliwiającego przejęcie kontroli w spółce), natomiast w metodzie porównawczej premię ustalono na poziomie 19%. Nie zastosowano natomiast premii akwizycyjnej (z tytułu możliwych synergii z potencjalnym nabywcą). Premie zastosowano wg. wzoru:

$WK = WW \times (1 + P)$  dla WK – wycena końcowa, WW – wartość wycenianego aktywa, P – premia (%)

- **Dyskonto** - Jednocześnie do wyceny wartości godziwej (dla sprzedaży niewymuszonej) metodą DCF nie uwzględniono dyskonta z tytułu braku kontroli, gdyż CCC S.A. posiada pakiet kontrolny 74,6% ani dyskonta z tytułu braku płynności, ze względu na planowane IPO Spółki. W metodzie porównawczej ustalono dyskonto za wielkość na poziomie 15% względem grupy porównawczej. Dyskonto zastosowano wg. wzoru:

$WK = WW \times (1 - D)$  dla WK – wycena końcowa WW – wartość wycenianego aktywa, D – dyskonto (%)

**Rekomendowany sposób wyznaczenia wartości Spółki Modivo S.A. polega na przyjęciu wartości punktowej wyceny ustalonej na podstawie:**

- **średniej arytmetycznej z poszczególnych metod wyceny (zdyskontowanych strumieni pieniężnych, mnożników giełdowych spółek porównywalnych, transakcji porównywalnych),**

- **jednocześnie przyjmując metodologię obliczania średniej wartości punktowej na podstawie specyficznych wymogów umów finansowania w wartości wyceny ustalonej na podstawie średniej**

ważonej wyników z poszczególnych metod wyceny, przy zastosowaniu 2/3 dla najniższej wartości oraz 1/3 dla najwyższej wartości,

co jest uzasadnione odmiennym podejściem tych metod do wyceny wartości Spółki, jak również zgodnie z odmiennym podejściem do wyceny wartości zabezpieczenia (które stanowi pakiet 74,6% akcji Modivo S.A.) w przypadku obligatariuszy oraz kredytodawców.

## 2 WIADOMOŚCI OGÓLNE O SPÓLCE

### FIRMA SPÓLKI:

Spółka działa pod firmą Modivo S.A. z siedzibą w Zielonej Górze

### ADRES SIEDZIBY SPÓLKI:

ul. Nowy Kisielin - Nowa 9  
66-002 Zielona Góra

Spółka wpisana do rejestru przedsiębiorców pod numerem KRS 0000541722, NIP: 9291353356, REGON: 970569861, kapitał zakładowy w wysokości 2.008.001 zł, składający się z 10.040.005 akcji o wartości nominalnej 0,20 zł każda.

Modivo S.A. lider innowacyjnych rozwiązań technologicznych w branży e-commerce, prowadzący sprzedaż detaliczną obuwia, odzieży, torebek i akcesoriów. Kluczowym obszarem działalności jest sprzedaż w kanale e-commerce i sprzedaż detaliczna w sklepach stacjonarnych oraz w formule omnichannel (tj. sprzedaż wielokanałowa, w której formy kontaktu z klientem oraz kanały prowadzonej sprzedaży się przenikają).

**Tabela 3 Akcjonariusze Spółki Modivo S.A.**

Lp.	Nazwa udziałowca	Udział (%)
1	CCC Shoes & Bags Sp. z o. o.	74,69%
2	A&R Investments Limited	9,96%
3	EMBUD 2 Sp. z o.o.	9,96%
4	MKK3 Sp. z o.o.	5,01%
5	Orion 27 Damian Zapłata	0,38%
	<b>RAZEM</b>	<b>100,0%</b>

*Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Spółki*



### 3 WYCENA SPÓŁKI METODĄ ZDYSKONTOWANYCH PRZYSZŁYCH STRUMIENI PIENIĘŻNYCH (DCF)

#### 3.1 METODOLOGIA WYCENY DOCHODOWEJ DCF

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

**Tabela 4 Procedura wyceny metodą DCF**

(+)	suma zdyskontowanych strumieni pieniężnych w okresie szczegółowej prognozy
(+)	wartość rezydualna (stanowiąca wartość bieżącą przyszłych strumieni pieniężnych generowanych przez przedsiębiorstwo po okresie szczegółowej prognozy)
(+)	wartość tarczy podatkowej
(+)	wartość rynkowa 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 PKF Consult Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością Sp.k.*

Procedurę wyznaczenia wartości dochodowej Spółki przeprowadzono zgodnie z poniższym wzorem:

$$WD = \frac{CF_1}{(1+r)} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+r)^n} + \frac{RV}{(1+r)^n} + TP + AP + KAF - DO$$

gdzie:

WD – wartość dochodowa Spółki,

CF<sub>n</sub> – 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 rynkowa 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 została przyjęta na poziomie zdyskontowanych kapitałów własnych na koniec okresu prognozy.

Wartość przepływów pieniężnych oraz stóp dyskontowych może być szacowana w oparciu 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 (WACC).**

### **3.2 ZAŁOŻENIA OGÓLNE PROJEKCJI SPRAWOZDAŃ FINANSOWYCH SPÓŁKI STANOWIĄCYCH PODSTAWĘ WYCENY METODĄ DCF**

Prognozę sprawozdań finansowych stanowiących podstawę wyceny Spółki metodą zdyskontowanych przyszłych strumieni pieniężnych dokonano w oparciu o następujące założenia oraz dokumenty przedstawione przez Spółkę:

1. Założenia biznesowe, w tym wyników finansowych otrzymana od Spółki na okres 2024-2028;
2. Skonsolidowane sprawozdanie finansowe za okres 01.02.2022-31.01.2023 r.;
3. Elementy sprawozdania finansowego (bilans, rachunek zysków i strat) na dzień 31.01.2024;
4. Struktura grupy kapitałowej Modivo S.A.;
5. Inne materiały analityczne zebrane i przygotowane przez pracowników Spółki.

Poniżej przedstawiono podstawowe założenia wyceny dochodowej:

- ❖ Przedstawione prognozy na okres 01.02.2024 – 31.01.2029, stanowiące podstawę wyceny, zostały sporządzone w cenach bieżących z uwzględnieniem przewidywanego poziomu wzrostu cen (inflacja) oraz innych założeń makroekonomicznych.
- ❖ 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 na poziomie wartości notowań stóp zwrotu 10-letnich obligacji skarbowych obserwowanych w dniu 31 stycznia 2024 roku i ustalono ją na poziomie 5,226 %;
  - ◆ Premię ryzyka branży, określającą najniższą możliwą do zaakceptowania przez potencjalnego inwestora rynkowego stopę zwrotu powyżej stopy wynikającej z oprocentowania papierów wartościowych wolnych od ryzyka, oszacowano jako iloczyn długookresowej podstawowej premii za ryzyko rynku kapitałowego oraz współczynnika Beta „lewarowanego” dla branży, w której funkcjonuje Spółka i wynosi ona 8,91%. Nadwyżka stopy zwrotu z portfela rynkowego ponad stopę wzrostu wolną od ryzyka została przyjęta na poziomie 5,84%, zgodnie ze średnią premią ryzyka finansowego dla Polski wg A. Damodarana, natomiast współczynnik Beta nielewarowany na poziomie 1,08 (średnia z wyliczeń dla sektorów „Retail (General)” oraz „Retail (Special Lines)” dla krajów z grupy „Zachodniej Europy” wg danych A. Damodarana);
  - ◆ Struktura długu do kapitału całkowitego została przyjęta na poziomie 34,10% (średnia wyciągnięta z prognozy Bilansu przedstawionej przez Spółkę);
  - ◆ premia za dodatkowe ryzyka specyficzne przyjęto w wysokości 2,0% – ryzyko wykonania prognoz;
  - ◆ Premia za wielkość została przyjęta w wysokości 0,0%, zgodnie z wyliczeniami „Financial Craft” dla spółek o średniej kapitalizacji za IV kwartał 2023 r. dla spółek o kapitalizacji pow. 800 mln zł.

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

**Tabela 5 Kalkulacja stopy dyskonta (WACC) przyjętej do wyliczenia wartości dochodowej Przedsiębiorstwa**

L.p.	Wyszczególnienie	2024	2025	2026	2027	2028
1	Struktura kapitału: Dług/(Dług + Kapitał)	34,10%	34,10%	34,10%	34,10%	34,10%
2	Premia kredytowa/nadwyżka oprocentowania długu nad stopą wolną od ryzyka	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
3	Koszt długu	7,73%	7,73%	7,73%	7,73%	7,73%
4	Stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
5	Efektywny koszt długu	6,26%	6,26%	6,26%	6,26%	6,26%
6	Stopa wolna od ryzyka	5,23%	5,23%	5,23%	5,23%	5,23%
7	Premia za ryzyko	5,84%	5,84%	5,84%	5,84%	5,84%
8	Beta odlewarowana	1,08	1,08	1,08	1,08	1,08
9	Beta lewarowana	1,53	1,53	1,53	1,53	1,53
10	Premia ryzyka branży	8,91%	8,91%	8,91%	8,91%	8,91%
11	Premia za wielkość	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
12	Premia za ryzyko specyficzne Spółki	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
13	Koszt kapitału własnego	16,14%	16,14%	16,14%	16,14%	16,14%
14	<b>WACC</b>	<b>12,77%</b>	<b>12,77%</b>	<b>12,77%</b>	<b>12,77%</b>	<b>12,77%</b>

*Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Spółki*

Wszystkie dane wykorzystane do opracowania wyceny dotyczące okresu 01.02.2024 - 31.01.2029 bazują na danych historycznych (2021-2023 r.) oraz założeniach biznesowych na 2024-2028 r. przedstawionej przez Spółkę.

Do wyceny wykorzystano prognozę przychodów ze sprzedaży oraz kosztów działalności operacyjnej w okresie 01.02.2024-31.01.2029

### 3.2.1 Pozostałe założenia przychodowo-kosztowe

#### 3.2.1.1 Przychody i koszty finansowe

Koszty finansowe wynikają z wielkości odsetek od kredytów w okresie szczegółowej prognozy.

#### 3.2.1.2 Zyski i straty nadzwyczajne

Nie prognozowano strat i zysków nadzwyczajnych w całym okresie prognozy.

#### 3.2.1.3 Podatek dochodowy od osób prawnych

Prognozę podatku dochodowego od EBIT założono w wysokości 19%, przy uwzględnieniu zmniejszenia podstawy opodatkowania z tytułu rozliczenia strat podatkowych z lat ubiegłych w wysokości 39 mln zł w 2024 r. oraz 5 mln zł w 2025 r.

#### 3.2.1.4 Prognoza kapitału obrotowego

Zmianę kapitału obrotowego w okresie szczegółowej prognozy założone zgodnie z projekcjami przedstawionymi przez Spółkę:

**Tabela 6 Zmiana kapitału obrotowego w okresie szczegółowej prognozy**

Wyszczególnienie	31.01.2024	01.02.2024-31.01.2025	01.02.2025-31.01.2026	01.02.2026-31.01.2027	01.02.2027-31.01.2028	01.02.2028-31.01.2029
Stan zapasów	1 041	974	1 114	1 254	1 385	1 507
Stan należności z tytułu dostaw i usług	141	266	185	212	237	263
Stan zobowiązań z tytułu dostaw i usług	709	1 072	1 245	1 425	1 599	1 769
<b>Razem kapitał obrotowy</b>	<b>474</b>	<b>169</b>	<b>54</b>	<b>41</b>	<b>23</b>	<b>0</b>
<b>Zmiana stanu kapitału obrotowego</b>		<b>-305</b>	<b>-115</b>	<b>-13</b>	<b>-18</b>	<b>-23</b>

*Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Spółki*

### 3.3 PROJEKCJA SPRAWOZDAŃ FINANSOWYCH STANOWIĄCYCH PODSTAWĘ WYCENY SPÓŁKI METODĄ DCF

Założenia na 2024 r. według danych otrzymanych od Spółki:

- wzrost przychodów o 15-20% na 2024 r. wobec 2023 r. Przyjęte założenie wynika z prognozowanej kontynuacji wzrostu sprzedaży ecommerce obu sztyldów handlowych (eobuwie i MODIVO), dalszego wzrostu sprzedaży kanału retail, skalowaniu sprzedaży poprzez marketplace oraz rozwoju usług reklamowych, jak również z uwagi na efektywniejsze zatowarowanie nowymi sezonami;
- zwiększenie o ok. 60% pozostałych przychodów (bez działalności hurtowej) będącymi rezultatem skalowania biznesów marketplace i reklamy;
- planowane zwiększenie udziału sprzedaży marek własnych CCC S.A. oraz marek licencyjnych o 2pp względem roku 2023 - w szczególności na rynkach zagranicznych;
- wzrost marży brutto o ok. 6 pp., związany ze wzrostem marży towarowej oraz z uwagi na wspomniany rosnący udział marek własnych CCC; wyższa marża towarowa jest skutkiem wykonanej pracy przez Spółkę w zakresie odtowarowania się i lepszego zatowarowania pod nowe sezony (zarówno pod względem szerokości, jaki i głębokości).
- koszty zmienne rosną znacznie wolniej niż przychody (ok 7 % r/r) dzięki kontynuacji optymalizacji kosztów marketingu internetowego oraz usprawnieniom po stronie magazynowania i logistyki;
- Spadek udziału kosztów stałych do przychodu o ok 3pp w skutek prowadzonych działań optymalizujących procesy wewnętrzne oraz optymalizacje struktur organizacyjnych. Wzrost wolumenowy kosztów wynika z rozwoju kanału sprzedaży detalicznej.

Według informacji otrzymanych od Spółki, wzrosty wyników w kolejnych latach prognozy (2025-2028 r. ) są związane z następującymi założeniami:

- skalowanie marketplace na dwa różne sposoby:
  - dalszy rozwój oferty poprzez skalowanie liczby sprzedawców. Spółka zakłada więcej niż 10 tys. marchandów w okresie 2025-2026 i poziom oferty rzędu 2 mln produktów;
  - otwieranie marketplace na kolejnych rynkach.
- sprzedaż detaliczna opiera się głównie o otwarcia i skalowanie sklepów w kluczowych dla Spółki stolicach (Praga, Bratysława, Bukareszt, Ryga, Budapeszt) oraz w wybranych kluczowych miastach Europy Zachodniej. Kluczowym czynnikiem wzrostu e-commerce jest budowanie pozycji na rynkach zagranicznych, w których eObuwie i Modivo mają niższe udziały rynkowe niż w Polsce. Spółka zakłada, że udział polskiego rynku w przychodach spadnie z 33% do ok. 20-25% w 2026 roku.
- budowanie pozycji we Włoszech, Rumunii, Bułgarii, Czechach, Słowacji i w Niemczech (m.in. dzięki dostosowywaniu metod płatności oraz metod wysyłki do lokalnych preferencji).

Założenia dotyczące marży brutto:

- poprawa marży brutto wynika m.in. z:
  - poprawa procesów zarządzania cenami, w tym uszczelnienie rabatowania oraz poprawa rentowności w sklepach hybrydowych;
  - zwiększenie udziału marek własnych CCC S.A. w sprzedaży z 8% do 14% i utrzymaniu tego udziału w kolejnych latach.

Założenie dotyczące kosztów zmiennych:

- marketing - kontynuacja prac po stronie efektywności pozyskiwania ruchu, która wynika z:

- skalowania tańszych / darmowych źródeł ruchu (np. stałe zwiększanie udziału aplikacji w sprzedaży: 50% dla Modivo w 2026 roku w porównaniu do 30% obecnie);
- doskonalenia powiązania perspektywy perfo marketingu – produktu – klienta,
- koncentracji na mediach własnych.
- optymalizacji wydatków na efektywność marketing (np. brak inwestycji w produkty z niskim pokryciem rozmiarowym czy produkty o niskiej rentowności);
- koszty OVC (other variable costs) - relatywnie na zbliżonym poziomie, głównie koszty logistyki.

Założenie dotyczące kosztów stałych:

- wzrost kosztów związanych rozwojem sieci sklepów stacjonarnych są powiązane ze wzrostem liczby sklepów stacjonarnych;
- Optymalizacja struktur organizacyjnych firmy.
- do kosztów z tytułu zużycie materiałów i energii na bieżąco stosowane inicjatywy optymalizacyjne (np. inne źródła energii dla magazynów, fotowoltaika, etc.).

### 3.4 WYNIKI WYCENY SPÓŁKI METODĄ ZDYSKONTOWANYCH PRZYSZŁYCH STRUMIENI PIENIĘŻNYCH

Wyniki wyceny Spółki metodą zdyskontowanych przyszłych strumieni pieniężnych przedstawiają poniższe zestawienia.

**Tabela 7 Oszacowanie wartości dochodowej Spółki na bazie zdyskontowanych przepływów pieniężnych za okres 01.02.2024-31.01.2029 [mln zł]**

L.p.	Wyszczególnienie	LATA PROGNOZY				
		01.02.2024-31.01.2025 (P)	01.02.2025-31.01.2026 (P)	01.02.2026-31.01.2027 (P)	01.02.2027-31.01.2028 (P)	01.02.2028-31.01.2029 (P)
I	Zdyskontowane strumienie pieniężne w mln PLN	497	378	339	375	401
II	Razem zdyskontowane strumienie z działalności operacyjnej w mln PLN	1 990				
III	Wartość rezydualna przyszłych strumieni z działalności operacyjnej w mln PLN	3 500				
IV	Razem zdyskontowane strumienie w okresie szczegółowej prognozy oraz wartość rezydualna przyszłych strumieni z działalności operacyjnej w mln PLN	5 489				
V	Środki pieniężne na początek okresu prognozy w mln PLN	112				
VI	Wartość bieżąca (zdyskontowana) długu odsetkowego na początek okresu szczegółowej prognozy	1 242				
VII	Wartość 100% kapitałów własnych Spółki w mln zł	4 359				
VIII	Liczba akcji Spółki (szt.)	10 040 005				
IX	Wartość 1 akcji Spółki zł	434,12				
X	Wartość pakietu 74,6% akcji Modivo S.A. należącego do CCC w mln zł	3 252				

*Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Spółki*

Na wyliczoną w powyższy sposób wartość dochodową w kwocie **4 359 mln zł** składają się:

- ♦ Zdyskontowane saldo przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej w latach 2024-2028 w kwocie **1 990 mln zł**,
- ♦ Zdyskontowana wartość rezydualna wyliczona metodą kapitalizacji dochodu w kwocie **3 496 mln zł**, wyznaczona na podstawie wzoru:

$$RV = \frac{CF_{sr} \times (1+g)}{R_n - g} = \frac{359 \text{ mln zł}}{12,77\% - 2,5\%} = 3 500 \text{ mln zł}$$

gdzie

$CF_{sr} \times (1+g)$  – jako zdyskontowane średnie przepływy z okresu prognozy, przyjęto zdyskontowany średni poziom EBIT w okresie prognozy pomniejszony o podatek dochodowy, tj. 602 mln zł x (1+0,025) x 0,5822 = 396 mln zł,

$R_n$  – stopa dyskonta dla ostatniego roku prognozy: 12,77%;

$g$  – długoterminowe średnie tempo zmiany strumieni pieniężnych z działalności operacyjnej po okresie szczegółowej prognozy: 2,5 p.p. (2,5% - cel inflacyjny RPP).

Założenie dotyczące potencjału wzrostowego Spółki powyżej rynku opiera się na informacjach otrzymanych od Spółki, zgodnie z którymi:

- Projekcje przygotowane przez Spółkę a przyjęte do wyceny nie uwzględniają kontynuacji ekspansji na kolejne rynki - model zakłada wzrost na istniejących rynkach. Potencjalnie Spółka ma do zaadresowania nowe rynki w Europie Zachodniej, a także kraje Europy Południowej.

- W projekcjach przygotowanych przez Spółkę nie uwzględniono uruchomienia innych kanałów sprzedaży - w tym sprzedaży na zewnętrznych marketplace'ach (np. allegro / mall, amazon.de / it / es / fr / uk, otto.de, skroutz.gr, emag.ro i innych). Spółka szacuje, że to potencjał na kolejne 100-200 mln zł przychodu;
- ◆ Wartość bieżąca długu odsetkowego na początek okresu szczegółowej prognozy w kwocie **(-) 1 242 mln zł**, która składa się z takich pozycji jak:
  - obligacje – instrumenty pochodne (opcja konwersji obligacji na akcje w kwocie 624 mln zł i opcja wcześniejszego wykupu obligacji),
  - kredyty i pożyczki krótkoterminowe,
  - zobowiązania z tyt. Leasingu oraz emisja dłużnych papierów wartościowych,
- ◆ Wartość środków pieniężnych na początek okresu prognozy w kwocie **(+) 112 mln zł**.



## 4 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 spółek prowadzących podobną działalność, 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 podmiotami prowadzącymi podobną działalność, których akcje/udziały były przedmiotem transakcji kupna/sprzedaży. W oparciu o historyczne ceny transakcyjne jakiej akcje/udziały tych spółek uzyskały, metoda ta pozwala oszacować rynkową wartość analizowanego przedsiębiorstwa.

1) Wycena metodą mnożników rynkowych uzależnia wartość wycenianego przedsiębiorstwa od jego danych finansowych za jeden pełny okres sprawozdawczy i nie uwzględnia zdolności wycenianej spółki do ponadprzeciętnego (lub gorszego) generowania strumieni pieniężnych w odniesieniu do spółek prowadzących podobną działalność. W związku z tym, podstawowym ograniczeniem metody mnożnikowej jest założenie, że wyceniany podmiot w przyszłości będzie rozwijał się i generował wartość dla swoich właścicieli tak samo jak spółki porównywalne.

2) Metoda ta jest wobec powyższego obciążona wysokim ryzykiem zmienności, bowiem niewielkie zmiany wyników finansowych będących podstawą wyznaczonych mnożników przełożą się w istotny sposób na wartość oszacowanych wyników.

W analizowanym przypadku, ze względu na fakt, że w dostępnych bazach danych brak jest wiarygodnych danych na temat transakcji kupna/sprzedaży pakietów udziałów/akcji niepublicznych spółek prowadzących podobną działalność, przedmiotową wycenę oparto na metodzie giełdowych mnożników rynkowych i odstąpiono od wyceny metodą transakcyjnych mnożników rynkowych.

### 4.1 WYCENA SPÓŁKI MODIVO S.A. METODĄ GIEŁDOWYCH MNOŻNIKÓW RYNKOWYCH

#### 4.1.1 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 w wyniku powtarzających się transakcji kupna-sprzedaży całości lub części praw udziałowych podmiotów prowadzących podobną działalność lub ich 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:

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

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

**1. Wartość rynkowa przedsiębiorstwa (Enterprise Value) do zysku operacyjnego i amortyzacji (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 oraz amortyzacja Spółki wycenianej.

**2. Wartość rynkowa kapitału własnego do przychodów ze sprzedaży (P/S) – liczona wg wzoru:**

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

$V_o$  - rynkowa wartość wycenianego przedsiębiorstwa,

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

$S_o$  - przychody ze sprzedaży Spółki wycenianej.

W każdym przypadku wartość rynkowa kapitału własnego oraz wartości przedsiębiorstwa (EV) oznacza łączną wartość kapitałów własnych na koniec danego okresu.

Po analizie uzyskanych wyników, kierując się opisanymi powyżej charakterystykami wskaźników, postanowiono nadać następujące wagi wybranym wskaźnikom: P/BV 33%, EV/EBITDA 33% oraz P/S 33%..

Wycenę metodą mnożników giełdowych sporządzono w oparciu o wyniki finansowe i dane bilansowe oraz założenia biznesowe za okres 01.02.2023-31.01.2027.

#### **4.1.2 Prezentacja spółek podobnych**

Kompletując bazę firm porównywalnych należy kierować się jak największą ich zbieżnością z profilem działalności firmy poddawanej analizie. Dokonując analizy porównawczej, trzeba jednak pamiętać, iż nie istnieją dwa identyczne przedsiębiorstwa.

Poniżej zamieszczono krótki opis spółek porównywalnych:

##### **Zalando SE**

Spółka Zalando SE z siedzibą w Berlinie jest jednym z najbardziej znanych, czołowych sklepów internetowych w Niemczech. Spółka działa także na takich rynkach jak Francja, Włochy, Holandia, Szwajcaria, Dania, Finlandia, Norwegia czy Polska. Sprzedaż skupia się głównie na obuwiu i odzieży, przy czym dostępny jest szerszy asortyment, który obejmuje produkty dekoracyjne, akcesoria domowe, meble.

Firma posiada w Polsce trzy centra dystrybucyjne: w Gardnie pod Gryfinem, w Olsztynku pod Olsztynem (Zalando Lounge) i w Głuchowie pod Tuszynem.

##### **Allegro.eu S.A.**

Allegro.eu SA prowadzi platformę e-commerce do zakupów, która oferuje produkty w kategoriach takich jak motoryzacja, moda, dom i ogród, elektronika, książki i przedmioty kolekcjonerskie oraz zdrowie i uroda.

Spółka jest właścicielem największej w Polsce platformy handlowej Allegro.pl, która przyciąga średnio 20 mln internautów miesięcznie. Grupa prowadzi także porównywarke cenową Ceneo.pl i jest operatorem serwisu eBilet.

##### **Boozt AB**

Szwedzka firma specjalizująca się w sprzedaży on-line mody i lifestyle. Wybór marek odpowiednich dla różnych stylów życia oferuje za pośrednictwem sklepu internetowego Boozt.com i sklepu z modą nordycką Boozlet.com. W ciągu ostatnich kilku lat firma Boozt szybko się rozwinęła, osiągając przychody w wysokości 6,7 miliarda SEK w 2022 r. i budując bazę ponad 3 milionów aktywnych klientów na Boozt.com.

##### **Next PLC**

Brytyjskie przedsiębiorstwo zajmujące się sprzedażą detaliczną odzieży. Siedziba przedsiębiorstwa znajduje się w Enderby, w hrabstwie Leicestershire. Next jest notowane na giełdzie London Stock Exchange i wchodzi w skład indeksu FTSE 100.

Do sieci Next należy ponad 500 sklepów na terenie Wielkiej Brytanii i Irlandii oraz ponad 200 w 30 innych krajach.

### 4.1.3 Wyliczenie wartości mnożników giełdowych dla spółek bazowych (podobnych)

Mnożniki spółek bazowych uzyskano na podstawie wartości publikowanych przez terminal Bloomberg (dane z dnia 31.01.2024):

**Tabela 8 Mnożniki spółek bazowych**

Spółka	EV/EBITDA				P/S			
	2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
ZALANDO SE	7,8x	6,5x	5,2x	4,3x	0,5x	0,5x	0,4x	0,4x
ALLEGRO.EU SA	15,3x	12,9x	10,8x	9,5x	3,1x	2,7x	2,4x	2,3x
BOOZT AB	14,4x	12,3x	10,7x	9,1x	1,1x	1,0x	0,9x	0,8x
NEXT PLC	10,8x	10,7x	10,2x	9,9x	2,0x	1,9x	1,8x	1,8x
<b>Mediana</b>	<b>12,6x</b>	<b>11,5x</b>	<b>10,4x</b>	<b>9,3x</b>	<b>1,5x</b>	<b>1,5x</b>	<b>1,4x</b>	<b>1,3x</b>

*Źródło: Bloomberg*

Ustalenie wartości mnożników bazowych, zastosowanych do wyceny Spółki Modivo S.A. metodą giełdowych mnożników rynkowych wg stanu na dzień 31.01.2024 r. przyjęto na podstawie mediany mnożników dla spółek prowadzących podobną działalność.

Wyniki wyliczenia wartości rynkowej Spółki Modivo S.A. metodą giełdowych mnożników rynkowych prezentuje poniższa tabela:

**Tabela 9 Wycena Spółki Modivo S.A. metodą mnożnikową na podstawie mnożników EV/EBITDA oraz P/S**

Wyszczególnienie	EV/EBITDA	P/S
Waga wskaźnika	33%	33%
Wartość wskaźnika spółek porównywalnych (01.02.2023-31.01.2024 r.)	12,62	1,54
Wartość wskaźnika spółek porównywalnych (01.02.2024-31.01.2025 r.)	11,50	1,46
Wartość wskaźnika spółek porównywalnych (01.02.2025-31.01.2026 r.)	10,44	1,36
Wartość wskaźnika spółek porównywalnych (01.02.2026-31.01.2027 r.)	9,30	1,29
Wartość 100% kapitałów własnych lub wartość przedsiębiorstwa (Enterprise Value) wg poszczególnych mnożników za 2023 r.	-626	6 481
Wartość długu odsetkowego netto na koniec 2023 r.	1 131	
Wartość 100% kapitałów własnych wg poszczególnych mnożników za 2023 r.	-1 757	6 481
Wartość 100% kapitałów własnych lub wartość przedsiębiorstwa (Enterprise Value) wg poszczególnych mnożników za 2024 r.	4 255	7 194
Prognozowana wartość długu odsetkowego netto w 2024 r.	750	
Wartość 100% kapitałów własnych wg poszczególnych mnożników za 2024 r.	3 504	7 194
Wartość 100% kapitałów własnych lub wartość przedsiębiorstwa (Enterprise Value) wg poszczególnych mnożników za 2025 r.	6 494	8 995
Prognozowana wartość długu odsetkowego netto w 2025 r.	-210	
Wartość 100% kapitałów własnych wg poszczególnych mnożników za 2025 r.	6 704	8 995
Stopa dyskonta	12,77%	12,77%
Współczynnik dyskonta	0,8868	0,8868
Zdyskontowana wartość 100% kapitałów własnych wg poszczególnych mnożników za 2025 r.	5 198	6 929
Wartość 100% kapitałów własnych lub wartość przedsiębiorstwa (Enterprise Value) wg poszczególnych mnożników za 2026 r.	6 029	8 548
Prognozowana wartość długu odsetkowego netto w 2026 r.	-927	
Wartość 100% kapitałów własnych wg poszczególnych mnożników za 2026 r.	6 956	8 548
Współczynnik dyskonta	0,7863	0,7863
Zdyskontowana wartość 100% kapitałów własnych wg poszczególnych mnożników za 2026 r.	5 470	6 722
Średnia wartość 100% kapitałów własnych wg poszczególnych wskaźników - średnia z lat 2023,2024,2025,2026	3 104	6 831
Waga wskaźnika	50%	50%
<b>Średnioważona wartość 100% kapitałów własnych (mln zł) przed premią za kontrolę i dyskontem za wielkość</b>	<b>4 968</b>	
Premia za kontrolę - wyceniany jest pakiet 74,6% akcji	<b>19%</b>	
<b>Wartość 100% kapitałów własnych po uwzględnieniu premii za kontrolę</b>	<b>5 912</b>	
Dyskonto za wielkość – spółki porównywalne mają kilkunastokrotnie większą kapitalizację rynkową	<b>15%</b>	
<b>Wartość po uwzględnieniu dyskonta za wielkość</b>	<b>5 025</b>	
Liczba akcji (szt.)	10 040 005	
<b>Wartość jednej akcji (zł.)</b>	<b>500,49</b>	
<b>Wartość pakietu 74,6% akcji należących do CCC</b>	<b>3 749</b>	

Źródło: Opracowanie własne

## 5 WYCENA METODĄ TRANSAKCJI PORÓWNYWALNYCH

Wartość Spółki metodą transakcji porównywalnych ustalono na podstawie analizy przeszłych transakcji sprzedaży akcji Modivo S.A.

Zgodnie z informacjami otrzymanymi od Spółki, w okresie ostatnich 3 lat na akcjach Modivo S.A. miały miejsce następujące transakcje:

1. 26 września 2022 Cyfrowy Polsat do Embud2  
Sprzedaż 1.000.000 akcji za łączną cenę sprzedaży 600.000.000,00 zł (sześćset milionów złotych), czyli 600,00 zł (sześćset złotych) za 1 (jedną) akcję. <https://grupapolsatplus.pl/pl/archive/zawarcie-przez-cyfrowy-polsat-sa-umowy-sprzedazy-akcji-spolki-modivo-sa>
2. 23 maja 2022 Damian Zapłata – podwyższenie kapitału, umowa objęcia 38.000 (trzydziestu ośmiu tysięcy) akcji serii I o wartości nominalnej 0,20 zł (dwudziestu groszy) każda, po cenie emisyjnej 600 zł (sześćset złotych) za jedną akcję serii I, tj. w zamian za wkład pieniężny o łącznej wartości 22.800.000,00 zł (dwudziestu dwóch milionów ośmiuset tysięcy złotych).  
<https://corporate.ccc.eu/raport-biezacy-nr-10-2022>
3. 23 maja 2022 – Umowa objęcia przez MKK3 2 005 (dwóch tysięcy pięciu) akcji serii I o wartości nominalnej 0.20 zł (dwudziestu groszy) po cenie emisyjnej 600 (sześćset) złotych za jedną akcję serii I, tj. w zamian za wkład pieniężny o łącznej wartości 1.203.000,00 zł (milionu dwustu trzech tysięcy złotych).
4. (a) 31 marca 2021 CCC Shoes & Bags sp. z o.o. z Cyfrowy Polsat S.A. („CPSA”) oraz (b) 31 marca 2021 CCC Shoes & Bags sp. z o.o. z z A&R Investments Limited.  
Sprzedaż (2) dwóch pakietów akcji po 1.000.000 każdy (udział 2x10%) przy wycenie 5.000.000 zł (500zł/akcję)  
<https://corporate.ccc.eu/raport-biezacy-nr-16-2021>

W celu ustalenia wartości akcji Spółki metodą transakcji porównywalnych, wyliczono wartość średnioważoną na podstawie wyżej wymienionych transakcji.

**Tabela 10 Wyliczenie średnioważonej ceny z transakcji porównywalnych (zł)**

Data transakcji	Ilość akcji w transakcji	Cena transakcyjna za 1 akcję	Wartość transakcji
26.09.2022	1 000 000	600	600 000 000
23.05.2022	38 000	600	22 800 000
23.05.2022	2 005	600	1 203 000
31.03.2021	2 000 000	500	1 000 000 000
Cena średnioważona z 4 transakcji, zł/ za akcję		534,21	
Wartość 100% akcji Modivo S.A. (mln zł)		5 363	
Wartość pakietu 74,6% akcji Modivo S.A. znajdujących się w posiadaniu CCC (mln zł)		4 001	

Źródło: Informacje otrzymane od Zamawiającego, raporty giełdowe

## **6 SPIS TABEL**

Tabela 1 Wyniki wyceny Spółki wg stanu na dzień 31.01.2024 r. ....	5
Tabela 2 Informacja nt. wartości poszczególnych przedmiotów zabezpieczeń.....	5
Tabela 3 Akcjonariusze Spółki Modivo S.A.....	8
Tabela 4 Procedura wyceny metodą DCF.....	9
Tabela 5 Kalkulacja stopy dyskonta (WACC) przyjętej do wyliczenia wartości dochodowej Przedsiębiorstwa .....	12
Tabela 6 Zmiana kapitału obrotowego w okresie szczegółowej prognozy .....	12
Tabela 7 Oszacowanie wartości dochodowej Spółki na bazie zdyskontowanych przepływów pieniężnych za okres 01.02.2024-31.01.2029 [mln zł].....	15
Tabela 8 Mnożniki spółek bazowych.....	20
Tabela 9 Wycena Spółki Modivo S.A. metodą mnożnikową na podstawie mnożników EV/EBITDA oraz P/S.....	21
Tabela 10 Wyliczenie średnioważonej ceny z transakcji porównywalnych (zł) .....	22