



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 2023 r.

Spis treści

| | | |
|----------|--|-----------|
| 1 | Wstęp | 3 |
| 1.1 | Wprowadzenie | 3 |
| 1.2 | Wyniki przeprowadzonej wyceny | 5 |
| 1.3 | Uzasadnienie wybranych metod wyceny | 6 |
| 2 | Wiadomości ogólne o Spółce..... | 7 |
| 3 | Wycena Spółki metodą zdyskontowanych przyszłych strumieni pieniężnych (DCF) | 8 |
| 3.1 | Metodologia wyceny dochodowej DCF | 8 |
| 3.2 | Założenia ogólne projekcji sprawozdań finansowych Spółki stanowiących podstawę wyceny metodą DCF | 10 |
| 3.2.1 | Pozostałe założenia przychodowo-kosztowe..... | 11 |
| 3.3 | Projekcja sprawozdań finansowych stanowiących podstawę wyceny Spółki metodą DCF | 12 |
| 3.4 | Wyniki wyceny Spółki metodą zdyskontowanych przyszłych strumieni pieniężnych | 14 |
| 4 | Wycena Metodą Mnożników Rynkowych..... | 16 |
| 4.1 | Wycena Spółki Modivo S.A. metodą giełdowych mnożników rynkowych | 16 |
| 4.1.1 | Metodologia wyceny metodą giełdowych mnożników rynkowych..... | 16 |
| 4.1.2 | Prezentacja spółek podobnych..... | 18 |
| 4.1.3 | Wyliczenie wartości mnożników giełdowych dla spółek bazowych (podobnych)..... | 19 |
| 5 | Wycena metodą transakcji porównywalnych | 21 |
| 6 | Spis tabel..... | 22 |

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 wyceny Przedmiotu Zastawu w rozumieniu „Warunków emisji obligacji rejestrowanych w ewidencji z możliwością przeniesienia do depozytu KDPW, sporządzonych w Polkowicach w dniu 21 czerwca 2018 roku (dalej jako „Warunki Emisji”), zgodnie z wymogami ustawy z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach (dalej jako „Ustawa o Obligacjach”).

Raport z aktualizacji wyceny został przygotowany w celu wypełnienia przez CCC S.A. obowiązku wynikającego z art. 30 ust. 3 Ustawy o Obligacjach, wskazującego, że: „W warunkach emisji emitent może zobowiązać się do okresowej aktualizacji wyceny. Aktualizacja jest udostępniana obligatariuszom w sposób, w jaki zostały udostępnione warunki emisji” oraz 5.10 (a) Warunków Emisji Obligacji z 21 czerwca 2018 roku, w ramach których Emitent zobowiązany jest przedstawiać Obligatariuszom aktualizację wyceny Przedmiotu Zastawu („Aktualizacja Wyceny”) w terminie do 31 marca każdego roku, począwszy od 31 marca 2023 roku.

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 31.01.2023 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 2023-2028;
2. Skonsolidowane sprawozdanie finansowe za okres 01.02.2021-31.01.2022 r.;
3. Elementy sprawozdania finansowego (bilans, rachunek zysków i strat, rachunek przepływów pieniężnych) na dzień 31.01.2023;
4. Struktura grupy kapitałowej Modivo S.A.;
5. Raport dotyczący strategii Spółki na lata 2021-2025;
6. Plan finansowy na 2023 rok;
7. Raport z aktualizacji wyceny opcji konwersji i wcześniejszego wykupu wbudowanych w obligacje wyemitowane przez Spółkę na 31.07.2022 r.;
8. 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.

Wyczenia 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 31.01.2023 r.

| L.p. | Wyszczególnienie | Wartość na dzień 31.01.2023 |
|---|--|--------------------------------|
| A. Wycena metodą DCF | | |
| 1 | Wartość Spółki wg stanu na dzień 31.01.2023 (mln zł) | 4 321 |
| 2 | Liczba akcji (szt.) | 10 040 005 |
| 3 | Wartość 1 akcji wg stanu na 31.01.2023 (zł/akcja) | 430,39 |
| 4 | Wartość pakietu 74,6% akcji Modivo S.A. należącego do CCC (mln zł) | 3 224 |
| B. Wycena metodą mnożników giełdowych | | |
| 1 | Wartość Spółki wg stanu na dzień 31.01.2023 (mln zł) | 5 414 |
| 2 | Liczba akcji (szt.) | 10 040 005 |
| 3 | Wartość 1 akcji wg stanu na 31.01.2023 (zł/akcja) | 539,29 |
| 4 | Wartość pakietu 74,6% akcji Modivo S.A. należącego do CCC (mln zł) | 4 039 |
| C. Wycena metodą transakcji porównywalnych | | |
| 1 | Wartość Spółki wg stanu na dzień 31.01.2023 (mln zł) | 5 363 |
| 2 | Liczba akcji (szt.) | 10 040 005 |
| 3 | Wartość 1 akcji wg stanu na 31.01.2023 (zł/akcja) | 534,21 |
| 4 | Wartość pakietu 74,6% akcji Modivo S.A. należącego do CCC (mln zł) | 4 001 |
| D. Wycena ustalona na podstawie średniej arytmetycznej z poszczególnych metod wyceny | | |
| 1 | Wartość Spółki wg stanu na dzień 31.01.2023 (mln zł) | 5 033 |
| 2 | Liczba akcji (szt.) | 10 040 005 |
| 3 | Wartość 1 akcji wg stanu na 31.01.2023 (zł/akcja) | 501,30 |
| 4 | Wartość pakietu 74,6% akcji Modivo S.A. należącego do CCC (mln zł) | 3 754 |

Źródło: Opracowanie własne

W wyniku przeprowadzonej wyceny, wartość 100% kapitałów własnych Spółki, oszacowaną jako średnia arytmetyczna z poszczególnych metod wyceny, ustalono na poziomie **5.033.016.781,60 zł** (słownie: pięć miliardów trzydzieści trzy miliony szesnaście tysięcy siedemset osiemdziesiąt jeden złoty i 60/100). W związku z tym, wartość jednej akcji Spółki Modivo S.A. wynosi: **501,30 zł** (słownie: pięćset jeden złoty i 30/100), co implikuje wartość pakietu 74,6% akcji Modivo S.A. należącego do CCC na poziomie **3.754.630.519,07 zł** (słownie: trzy miliardy siedemset pięćdziesiąt cztery miliony sześćset trzydzieści tysięcy pięćset dziewiętnaście złotych i 7/100).

Poniżej przedstawiono podsumowanie informacji o wartości przedmiotu zabezpieczenia.

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 | 501,30 | 267 944 348,70 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 największą liczbę 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), co jest uzasadnione odmiennym podejściem tych metod do wyceny wartości Spółki, jak również zgodne z podejściem do wyceny wartości zabezpieczenia dla Obligatariuszy.**

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% |
| | RAZEM | 100,0% |

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_n – przepływy pieniężne dla roku n prognozy,

r – stopa dyskontowa,

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

AP – wartość 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 2023-2028;
2. Skonsolidowane sprawozdanie finansowe za okres 01.02.2021-31.01.2022 r. z dnia 31 maja 2022 r.;
3. Elementy sprawozdania finansowego (bilans, rachunek zysków i strat, rachunek przepływów pieniężnych) na dzień 31.01.2023;
4. Struktura grupy kapitałowej Modivo S.A.;
5. Raport dotyczący strategii Spółki na lata 2021-2025;
6. Plan finansowy na 2023 rok;
7. Raport z aktualizacji wyceny opcji konwersji i wcześniejszego wykupu wbudowanych w obligacje wyemitowane przez Spółkę na 31.07.2022 r.;
8. Inne materiały analityczne zebrane i przygotowane przez pracowników Spółki.

Poniżej przedstawiono podstawowe założenia wyceny dochodowej:

- ❖ Przedstawione prognozy na okres 01.02.2023 – 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 2023 roku i ustalono ją na poziomie 5,997 %;
 - ◆ 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 10,74%. Nadwyżka stopy zwrotu z portfela rynkowego ponad stopę wzrostu wolną od ryzyka została przyjęta na poziomie 6,58%, zgodnie ze średnią premią ryzyka finansowego dla Polski wg wyliczeń „Financial Craft”, natomiast współczynnik Beta nielewarowany na poziomie 1,31 (sektor „Retail (Online)” dla krajów z grupy „Zachodniej Europy” wg danych A. Damodarana);
 - ◆ Struktura długu do kapitału całkowitego została przyjęta na poziomie 23,37%;
 - ◆ premia za dodatkowe ryzyka specyficzne przyjęto w wysokości 0,5% – 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 2022 r. dla spółek o kapitalizacji pow. 1100 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 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 |
|------|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 1 | Struktura kapitału: Dług/(Dług + Kapitał) | 23,37% | 23,37% | 23,37% | 23,37% | 23,37% | 23,37% |
| 2 | Premia kredytowa/nadwyżka oprocentowania długu nad stopą wolną od ryzyka | 2,50% | 2,50% | 2,50% | 2,50% | 2,50% | 2,50% |
| 3 | Koszt długu | 8,50% | 8,50% | 8,50% | 8,50% | 8,50% | 8,50% |
| 4 | Stopa podatkowa | 19,0% | 19,0% | 19,0% | 19,0% | 19,0% | 19,0% |
| 5 | Efektywny koszt długu | 6,88% | 6,88% | 6,88% | 6,88% | 6,88% | 6,88% |
| 6 | Stopa wolna od ryzyka | 6,00% | 6,00% | 6,00% | 6,00% | 6,00% | 6,00% |
| 7 | Premia za ryzyko | 6,58% | 6,58% | 6,58% | 6,58% | 6,58% | 6,58% |
| 8 | Beta odlewarowana | 1,31 | 1,31 | 1,31 | 1,31 | 1,31 | 1,31 |
| 9 | Beta lewarowana | 1,63 | 1,63 | 1,63 | 1,63 | 1,63 | 1,63 |
| 10 | Premia ryzyka branży | 10,74% | 10,74% | 10,74% | 10,74% | 10,74% | 10,74% |
| 11 | Premia za wielkość | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% |
| 12 | Premia za ryzyko specyficzne Spółki | 0,50% | 0,50% | 0,50% | 0,50% | 0,50% | 0,50% |
| 13 | Koszt kapitału własnego | 17,24% | 17,24% | 17,24% | 17,24% | 17,24% | 17,24% |
| 14 | WACC | 14,82% | 14,82% | 14,82% | 14,82% | 14,82% | 14,82% |

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Spółki

Wszystkie dane wykorzystane do opracowania wyceny dotyczące okresu 01.02.2023 – 31.01.2029 bazują na danych historycznych (2020-2021 r.) oraz założeniach biznesowych na 2023-2028 r. przedstawionej przez Spółkę.

Do wyceny wykorzystano prognozę przychodów ze sprzedaży oraz kosztów działalności operacyjnej w okresie 01.02.2023-31.01.2029

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 zgodnie ze stawkami przesłanymi przez Spółkę.

3.3 PROJEKCJA SPRAWOZDAŃ FINANSOWYCH STANOWIĄCYCH PODSTAWĘ WYCENY SPÓŁKI METODĄ DCF

Założenia na 2023 r. według danych otrzymanych od Spółki:

- wzrost przychodów o 15-20% na 2023 r. wobec 2022 r. Przyjęte założenie wynika z prognozowanej kontynuacji wzrostu sprzedaży ecommerce obu szyldów handlowych (eobuwie i MODIVO), dalszego wzrostu sprzedaży kanału retail, skalowaniu sprzedaży poprzez marketplace oraz rozwoju usług reklamowych;
- zwiększenie o ok. 60% pozostałych przychodów będącymi rezultatem skalowania biznesów marketplace i reklamy;
- planowane zwiększenie udziału sprzedaży marek własnych CCC S.A. z 8% do 14% - w szczególności na rynkach zagranicznych;
- wzrost marży brutto o ok. 3 pp., związany ze wzrostem marży towarowej oraz z uwagi na wspomniany rosnący udział marek własnych CCC;
- koszty zmienne rosną wolniej niż przychody dzięki kontynuacji optymalizacji kosztów marketingu internetowego oraz usprawnieniom po stronie magazynowania i logistyki;
- wzrost kosztów stałych o ok. 25% z powodu dynamicznego wzrostu kanału sprzedaży detalicznej.

Według informacji otrzymanych od Spółki, wzrosty wyników w kolejnych latach prognozy (2024-2028 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);
- koncentracji na mediach własnych.
- optymalizacji wydatków na efektywność marketing (np. brak inwestycji w produkty z niskim pokryciem rozmiarowym czy produkty o niskiej rentowności);
- redukcja inwestycji w brand marketing od 2023 roku;
- 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;
- 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 6 Oszacowanie wartości dochodowej Spółki na bazie zdyskontowanych przepływów pieniężnych za okres 01.02.2023-31.01.2029 [mln zł]

| L.p. | Wyszczególnienie | LATA PROGNOZY | | | | | | |
|------|--|---------------------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|------------|
| | | 01.02.2023-31.01.2024 (P) | 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 | 215 | 183 | 249 | 314 | 350 | 384 | |
| II | Razem zdyskontowane strumienie z działalności operacyjnej w mln PLN | | | | | | | 1 695 |
| III | Wartość rezydualna przyszłych strumieni z działalności operacyjnej w mln PLN | | | | | | | 3 496 |
| IV | Razem zdyskontowane strumienie w okresie szczegółowej prognozy oraz wartość rezydualna przyszłych strumieni z działalności operacyjnej w mln PLN | | | | | | | 5 191 |
| V | Środki pieniężne na początek okresu prognozy w mln PLN | | | | | | | 152 |
| VI | Wartość bieżąca (zdyskontowana) długu odsetkowego na początek okresu szczegółowej prognozy | | | | | | | 1 022 |
| VII | Wartość 100% kapitałów własnych Spółki w mln zł | | | | | | | 4 321 |
| VIII | Liczba akcji Spółki (szt.) | | | | | | | 10 040 005 |
| IX | Wartość 1 akcji Spółki zł | | | | | | | 430,39 |
| X | Wartość pakietu 74,6% akcji Modivo S.A. należącego do CCC w mln zł | | | | | | | 3 224 |

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Spółki

Na wyliczoną w powyższy sposób wartość dochodową w kwocie **4 321 mln zł** składają się:

- ♦ Zdyskontowane saldo przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej w latach 2023-2028 w kwocie **1 695 mln zł**,
- ♦ Zdyskontowana wartość rezydualna wyliczona metodą kapitalizacji dochodu w kwocie **3 496 mln zł**, wyznaczona na podstawie wzoru:

$$RV = \frac{CF_{sr} \times (1+g)}{R_n - g} = \frac{396 \text{ mln zł}}{14,82\% - 3,5\%} = 3 496 \text{ mln zł}$$

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. 818 mln zł x (1+0,035) x 0,4676 = 396 mln zł.,

R_n – stopa dyskonta dla ostatniego roku prognozy: 14,82%;

g – długoterminowe średnie tempo zmiany strumieni pieniężnych z działalności operacyjnej po okresie szczegółowej prognozy: 3,5 p.p. (2,5% - cel inflacyjny RPP oraz 1% potencjał wzrostowy Spółki powyżej rynku).

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 (-) **1 022 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 (+) **152 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 jakie 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 obarczona 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 kapitału własnego do wartości księgowej (P/BV) – liczona wg wzoru:

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

V_o - rynkowa wartość kapitałów własnych wycenianego przedsiębiorstwa,

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

BV_o - wartość aktywów netto Spółki wycenianej.

2. 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.

3. 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 01.02.2022-31.01.2025.

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 porównywarkę cenową Ceneo.pl i jest operatorem serwisu eBilet.

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 24.02.2023):

Tabela 7 Mnożniki spółek bazowych

| Spółka | P/BV | | | EV/EBITDA | | | P/S | | |
|----------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|
| | 2022E | 2023E | 2024E | 2022E | 2023E | 2024E | 2022E | 2023E | 2024E |
| ZALANDO SE | 4,5x | 4,2x | 3,8x | 23,9x | 18,4x | 13,8x | 1,0x | 0,9x | 0,8x |
| ALLEGRO.EU SA | 3,3x | 3,0x | 2,7x | 4,1x | 15,2x | 12,6x | 3,4x | 2,8x | 2,4x |
| Mediana | 3,9x | 3,6x | 3,3x | 14,0x | 16,8x | 13,2x | 2,2x | 1,9x | 1,6x |

Źródło: Bloomberg

Ustalenie wartości mnożników bazowych, zastosowanych do wyceny Spółki Modivo S.A. metodą giełdowych mnożników rynkowych wg stanu na dzień 24.02.2023 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 8 Wycena Spółki Modivo S.A. metodą mnożnikową na podstawie mnożników EV/EBITDA, P/BV, P/S

| Wyszczególnienie | EV/EBITDA | P/BV | P/S |
|--|---------------|-------|-------|
| Waga wskaźnika | 33% | 33% | 33% |
| Wartość wskaźnika spółek porównywalnych (01.02.2022-31.01.2023 r.) | 14,05 | 3,88 | 2,19 |
| Wartość wskaźnika spółek porównywalnych (01.02.2023-31.01.2024 r.) | 16,80 | 3,60 | 1,85 |
| Wartość wskaźnika spółek porównywalnych (01.02.2024-31.01.2025 r.) | 13,17 | 3,26 | 1,62 |
| Wartość 100% kapitałów własnych lub wartość przedsiębiorstwa (Enterprise Value) wg poszczególnych mnożników za 2022 r. | 1 335 | 1 486 | 8 838 |
| Wartość długu odsetkowego netto na koniec 2022 r. | 869 | | |
| Wartość 100% kapitałów własnych wg poszczególnych mnożników za 2022 r. | 466 | 1 486 | 8 838 |
| Wartość 100% kapitałów własnych lub wartość przedsiębiorstwa (Enterprise Value) wg poszczególnych mnożników za 2023 r. | 6 532 | 1 753 | 9 007 |
| Prognozowana wartość długu odsetkowego netto w 2023 r. | 806 | | |
| Wartość 100% kapitałów własnych wg poszczególnych mnożników za 2023 r. | 5 727 | 1 753 | 9 007 |
| Wartość 100% kapitałów własnych lub wartość przedsiębiorstwa (Enterprise Value) wg poszczególnych mnożników za 2024 r. | 6 494 | 5 200 | 8 995 |
| Prognozowana wartość długu odsetkowego netto w 2024 r. | -210 | | |
| Wartość 100% kapitałów własnych wg poszczególnych mnożników za 2024 r. | 6 704 | 5 200 | 8 995 |
| Średnia wartość 100% kapitałów własnych wg poszczególnych wskaźników - średnia z lat 2022,2023,2024 | 4 299 | 2 813 | 8 947 |
| Waga wskaźnika | 33% | 33% | 33% |
| Średnioważona wartość 100% kapitałów własnych (mln zł) przed premią za kontrolę i dyskontem za wielkość | 5 353 | | |
| Premia za kontrolę - wyceniany jest pakiet 74,6% akcji | 19% | | |
| Wartość 100% kapitałów własnych po uwzględnieniu premii za kontrolę | 6 370 | | |
| Dyskonto za wielkość – spółki porównywalne mają kilkunastokrotnie większą kapitalizację rynkową | 15% | | |
| Wartość po uwzględnieniu dyskonta za wielkość | 5 414 | | |
| Liczba akcji (szf.) | 10 040 005 | | |
| Wartość jednej akcji (zł.) | 539,29 | | |
| Wartość pakietu 74,6% akcji należących do CCC | 4 039 | | |

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 2 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 9 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 31.01.2023 r. [mln zł] | 5 |
| Tabela 2 Informacja nt. wartości poszczególnych przedmiotów zabezpieczeń..... | 5 |
| Tabela 3 Akcjonariusze Spółki Modivo S.A..... | 7 |
| Tabela 4 Procedura wyceny metodą DCF..... | 8 |
| Tabela 5 Kalkulacja stopy dyskonta (WACC) przyjętej do wyliczenia wartości dochodowej Przedsiębiorstwa | 11 |
| Tabela 6 Oszacowanie wartości dochodowej Spółki na bazie zdyskontowanych przepływów pieniężnych za okres 01.02.2023-31.01.2029 [mln zł]..... | 14 |
| Tabela 7 Mnożniki spółek bazowych..... | 19 |
| Tabela 8 Wycena Spółki Modivo S.A. metodą mnożnikową na podstawie mnożników EV/EBITDA, P/BV, P/S | 20 |
| Tabela 9 Wyliczenie średnioważonej ceny z transakcji porównywalnych (zł)..... | 21 |