

Nota informacyjna dla dłużnych instrumentów finansowych emitowanych przez The Farm 51 Group Spółka Akcyjna z siedzibą w Gliwicach przy ul. Bohaterów Getta Warszawskiego 15, 44-102 Gliwice (sporządzana przez emitenta, którego inne instrumenty finansowe są przedmiotem obrotu na krajowym rynku regulowanym lub w alternatywnym systemie obrotu organizowanym przez Organizatora Alternatywnego Systemu i BondSpot S.A.)

1. Cel emisji dłużnych instrumentów finansowych

Celem emisji obligacji było uzyskanie środków na sfinansowanie wszystkich wydatków na produkcję gry komputerowej o roboczym tytule „Get Even”. W związku z uzyskaniem 1.080.000 zł z zakładanych 5.000.000 zł nie jest możliwym osiągnięcie wszystkich celów emisji. Poniżej opisujemy cele planowane przed i po emisji obligacji.

Gra jest przeznaczona do użytkowania na platformach stacjonarnych (PC, Xbox, PlayStation), a planowane jest też stworzenie aplikacji mobilnej, skorelowanej z Internetem, w tym portalami społecznościowymi. Koszt produkcji gry wyniesie ok. 5 mln zł.

Ocenia się, że produkcja gry znajduje się w stadium około 25% zaawansowania. Prace nad ostateczną wersją gry powinny zostać ukończone w I kwartale 2014 r. (ograniczone środki z emisji zmieniają planowany termin ukończenia prac na III kwartał 2014), a jej sprzedaż ma rozpocząć się w II kwartale 2014 r. (weryfikacja daty na I kwartał 2015r) Na podstawie prowadzonych przez Emitenta rozmów i deklaracji wydawców gier, przewiduje się sprzedaż gry w nakładzie 500 tys. sztuk, co powinno zapewnić przychody z tytułu jej sprzedaży na poziomie około 12,5 mln zł.

2. Określenie rodzaju emitowanych dłużnych instrumentów finansowych

Obligacje zwykłe na okaziciela, emitowane w formie zdematerializowanej.

3. Wielkość emisji

10.800 sztuk obligacji o łącznej wartości nominalnej 1.080.000 zł.

4. Wartość nominalna i cena emisyjna dłużnych instrumentów finansowych lub sposób jej ustalenia

Wartość nominalna jednej obligacji wynosi 100,00 zł; cena emisyjna jednej obligacji jest równa wartości nominalnej jednej obligacji.

5. Warunki wykupu i warunki wypłaty oprocentowania dłużnych instrumentów finansowych

5.1. Warunki wykupu dłużnych instrumentów finansowych

Dniem wykupu obligacji jest 8 września 2014 r. W związku z wykupem obligacji, obligatariuszom zostanie wypłacona należność główna, odpowiadająca wartości nominalnej obligacji. Należność główna będzie wypłacona tym obligatariuszom, którzy w dniu ustalenia praw do należności głównej, na rachunkach papierów wartościowych będą posiadać zapisane obligacje. Wypłata należności głównej dokonana zostanie przez Emitenta za pośrednictwem Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych S.A. Dniem ustalenia praw do należności głównej będzie dzień 29 sierpnia 2014 r. W dniu wykupu, Emitent postawi do dyspozycji Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych S.A. kwotę świadczenia tytułem wypłaty należności głównej.

Zgodnie z art. 24 ust. 2 Ustawy o obligacjach w przypadku, gdy Emitent nie wypełni w całości lub w części zobowiązań wynikających z obligacji, podlegają one przedterminowemu wykupowi na żądanie obligatariusza.

Na żądanie obligatariusza obligacje będą też podlegać przedterminowemu wykupowi jeżeli przez dzień wykupu dojdzie do następujących sytuacji:

- wobec Emitenta nastąpi wszczęcie postępowania likwidacyjnego lub upadłościowego, lub naprawczego, lub egzekucyjnego, jeżeli kwota egzekwowanego roszczenia przekroczy 2.000.000 zł lub

- Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy Emitenta podejmie decyzję o wypłacie dywidendy za lata obrotowe 2012 – 2013.

Oświadczenie z żądaniem przedterminowego wykupu obligatariusz składa w odpowiedniej placówce firmy inwestycyjnej prowadzącej rachunek papierów wartościowych w ramach systemu KDPW, na którym w chwili złożenia oświadczenia zapisane są obligacje, w formie pisemnej lub w inny sposób, zgodnie z regulacjami stosowanymi przez tę firmę inwestycyjną. Następnie firma inwestycyjna przekazuje oświadczenie Emitentowi. Zaleca się obligatariuszowi uprzedni kontakt z firmą inwestycyjną w celu ustalenia właściwej procedury i szczegółów postępowania w tym zakresie.

Wykup nastąpi przez przekazanie obligatariuszom kwoty należności głównej powiększonej o odsetki narosłe do dnia złożenia oświadczenia z żądaniem przedterminowego wykupu.

5.2. Warunki wypłaty oprocentowania dłużnych instrumentów finansowych

Obligacje będą oprocentowane według stopy procentowej równej stawce WIBOR 3M powiększonej o marżę w wysokości 900 punktów bazowych.

Przy naliczaniu odsetek za dany okres odsetkowy oprocentowanie będzie naliczane według formuły - rzeczywista liczba dni w danym okresie odsetkowym podzielona przez 365 albo 366, zależnie od liczby dni w roku kalendarzowym, w którym rozpoczyna się dany okres odsetkowy.

Obliczanie oprocentowania będzie następować według następującego wzoru:

$$KO = SP \times WN \times LD / D$$

gdzie:

KO – oznacza wysokość odsetek z jednej obligacji,

SP – oznacza ustaloną stopę procentową,

WN – oznacza wartość nominalną jednej obligacji,

LD – oznacza liczbę dni w okresie odsetkowym,

D – oznacza rzeczywistą liczbę dni w roku kalendarzowym.

Pierwszy okres odsetkowy rozpoczyna się w dniu przydziału obligacji, tj 7 września 2012 roku (włącznie) i kończy 6 grudnia 2012 r. (włącznie). Każdy kolejny okres odsetkowy rozpoczyna się w następnym dniu od zakończenia poprzedniego okresu odsetkowego (włącznie z pierwszym dniem nowego okresu odsetkowego i kończy w ostatnim dniu okresu odsetkowego (włącznie z tym ostatnim dniem).

Odsetki będą wypłacone tym obligatariuszom, którzy w dniu ustalenia praw do odsetek, na rachunkach papierów wartościowych będą posiadać zapisane obligacje. Wypłata odsetek dokonana zostanie przez Emitenta za pośrednictwem Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych S.A. W dniu wypłaty odsetek, Emitent postawi do dyspozycji Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych S.A. kwotę świadczenia tytułem wypłaty odsetek.

Okresy odsetkowe rozpoczynają się i kończą się w następujących dniach i terminach wskazanych w poniższej tabeli:

Numer Okresu Odsetkowego	Pierwszy dzień danego Okresu Odsetkowego	Ostatni dzień danego Okresu Odsetkowego	Liczba Dni w danym Okresie Odsetkowym	Dzień Ustalenia Praw do Odsetek	Dzień Płatności Odsetek
1	2012-09-07 Pt	2012-12-06 Cz	91	2012-11-28 Śr	2012-12-06 Cz
2	2012-12-07 Pt	2013-03-06 Śr	90	2013-02-26 Wt	2013-03-06 Śr
3	2013-03-07 Cz	2013-06-06 Cz	92	2013-05-29 Śr	2013-06-06 Cz
4	2013-06-07 Pt	2013-09-06 Pt	92	2013-08-29 Cz	2013-09-06 Pt
5	2013-09-07 Sb	2013-12-06 Pt	91	2013-11-28 Cz	2013-12-06 Pt
6	2013-12-07 Sb	2014-03-06 Cz	90	2014-02-26 Śr	2014-03-06 Cz
7	2014-03-07 Pt	2014-06-06 Pt	92	2014-05-29 Cz	2014-06-06 Pt
8	2014-06-07 Sb	2014-09-06 Sb	92	2014-08-29 Pt	2014-09-08 Pn

Obligacje uprawniają też do jednorazowej zapłaty dodatkowych odsetek.

Dodatkowe odsetki będą płatne w dniu 8 września 2014 roku wraz z podstawowymi odsetkami przysługującymi za ostatni okres odsetkowy i wraz z kwotą należności głównej. Dzień ustalenia praw do dodatkowych odsetek jest tożsamy z dniem ustalenia praw do odsetek podstawowych za ostatni okres odsetkowy i z dniem ustalenia praw do należności głównej i będzie przypadał na 29 sierpnia 2014 roku.

Wyplata dodatkowych odsetek od obligacji i wartość tych odsetek będą zależne od przychodów uzyskanych przez Emitenta ze sprzedaży gry o roboczym tytule „Adventurer”. Wartość uzyskanych przychodów zostanie określona na dzień, w którym zgodnie regulacjami KDPW S.A. Emitent jest zobowiązany powiadomić KDPW S.A. o kwocie dodatkowych odsetek, tak by odsetki te zostały wypłacone w dniu 8 września 2014 roku według stanu własności obligacji w dniu ustalenia praw do dodatkowych odsetek (a więc wg stanu w dniu 29 sierpnia 2014 r.).

W przypadku gdy tak obliczone przychody uzyskane przez Emitenta ze sprzedaży gry o roboczym tytule „Adventurer” wyniosą mniej, niż 6,5 mln zł dodatkowe odsetki nie będą wypłacane. W przypadku uzyskania przychodów w wysokości co najmniej 6,5 mln zł, a mniejszych niż 8,5 mln zł, na jedną obligację przypadać będą dodatkowe odsetki w wysokości 2% ich wartości nominalnej. W przypadku uzyskania przychodów w wysokości co najmniej 8,5 mln zł, a mniejszych niż 10,5 mln zł, na jedną obligację przypadać będą dodatkowe odsetki w wysokości 4% ich wartości nominalnej. W przypadku uzyskania przychodów w wysokości co najmniej 10,5 mln zł, na jedną obligację przypadać będą dodatkowe odsetki w wysokości 8% ich wartości nominalnej.

6. Wysokość i formy ewentualnego zabezpieczenia i oznaczenie podmiotu udzielającego zabezpieczenia

Należności obligatariuszy wynikające z obligacji zostały zabezpieczone poprzez ustanowienie na rzecz administratora zastawu, reprezentującego obligatariuszy zastawu rejestrowego na:

-1.335.000 akcjach serii A Emitenta, stanowiących 35,51% wszystkich akcji Emitenta i uprawniających do 52,4% głosów na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy Emitenta (akcje imienne uprzywilejowane co do głosu w stosunku 2:1), których właścicielami są Kamil Bilczyński (445.000 akcji), Wojciech Pazdur (445.000 akcji), Robert Siejka (445.000 akcji)

- 298 certyfikatach inwestycyjnych funduszu GO Fund 2 FIZ AN zarządzanego przez GO TFI S.A., których właścicielami jest ZEN Capital S.A. W skład funduszu GO Fund 2 FIZ AN wchodzi między innymi 1.350.000 akcji Emitenta stanowiących 35,9% kapitału zakładowego Emitenta i uprawniających do 26,5% głosów na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy Emitenta.

7. Wartość zaciągniętych zobowiązań na ostatni dzień kwartału poprzedzającego udostępnienie propozycji nabycia oraz perspektywy kształtowania zobowiązań emitenta do czasu całkowitego wykupu dłużnych instrumentów finansowych proponowanych do nabycia

Wartość zaciągniętych przez Emitenta zobowiązań na ostatni dzień kwartału poprzedzającego udostępnienie propozycji nabycia tj. na dzień 30 czerwca 2012 r. wynosi: 265.413,94 złotych. Wartość zobowiązań długoterminowych wynosi 93.255,52 złotych, natomiast wartość zobowiązań krótkoterminowych wynosi 172.158,42 złotych. Szacowana wartość zobowiązań Emitenta na dzień wykupu obligacji wynosi 500.000 złotych. Przewidywana wartość zobowiązań długoterminowych wynosi 0 złotych, natomiast przewidywana wartość zobowiązań krótkoterminowych wynosi 500.000 złotych.

8. Dane umożliwiające potencjalnym nabywcom dłużnych instrumentów finansowych orientację w efektach przedsięwzięcia, które ma być sfinansowane z emisji dłużnych instrumentów finansowych, oraz zdolność emitenta do wywiązywania się z zobowiązań wynikających z dłużnych instrumentów finansowych, jeżeli przedsięwzięcie jest określone

Środki na wykup Obligacji i wypłatę Odsetek miały pochodzić z wynagrodzenia za produkcję lub sprzedaż czterech gier komputerowych: „Painkiller Hell & Damnation”, „Adventurer”, „Demons of War” i „Get Even”. W wyniku zmian harmonogramu prac podyktowanych pozyskaniem części środków, kapitał na wykup Obligacji i wypłatę Odsetek pochodzić będzie ze sprzedaży gier „Painkiller Hell & Damnation” i „Adventurer”. Za produkcję gry „Painkiller Hell & Damnation” Emitent uzyskuje już wpływy od jej wydawcy - Nordic Games GmbH i będzie je otrzymywał do 2013 r. włącznie. Wpływy ze sprzedaży „Adventurer” Emitent będzie uzyskiwał począwszy od IV kwartału 2012 r. Łączne wpływy ze sprzedaży tych tytułów powinny wynieść:

Umowa zawarta z Nordic Games GmbH przewiduje wykonywanie i oddawanie przez Emitenta gry „Painkiller Hell & Damnation” w kolejnych, zdefiniowanych w umowie etapach. Zgodnie z treścią umowy wynagrodzenie przysługujące Emitentowi składa się z dwóch części, tj.:

- część stała

- część zmienna (zależna od liczby sprzedanych egzemplarzy gry oraz oceny gry dokonanej przez ekspertów z mediów branżowych).

Emitent szacuje, iż do końca II kwartału 2013 roku minimalna liczba sprzedanych kopii gry pozwoli na uzyskanie przez Emitenta wynagrodzenia (część stała i część zmienna) w wysokości nie mniejszej niż 300.000 EUR, a przy założeniu pozytywnego odbioru gry przez graczy, skutkującego sprzedażą większej liczby egzemplarzy gry niż zakładano, wynagrodzenie (część stała i część zmienna) może przekroczyć kwotę 500.000 EUR.

Emitent szacuje, że w 2013 i 2014r. – osiągnie 10.000 tys. zł przychodów ze sprzedaży gry „Adventurer”, przy założeniu, że w tym okresie sprzedanych zostanie około 400 tys. egzemplarzy tej gry.

9. Zasady przeliczania wartości świadczenia niepieniężnego na świadczenie pieniężne

Z obligacji wynikają jedynie świadczenia pieniężne.

10. Wycena przedmiotu zastawu dokonana przez uprawnionego biegłego

Zgodnie z wyceną akcji Emitenta z dnia 19 lipca 2012 r. sporządzoną przez uprawnionego biegłego: Auxilium- Audyt Barbara Szmurło, Jadwiga Faron Spółka komandytowa z siedzibą w Krakowie przy ul. Al. Pokoju 84 wpisana na listę podmiotów uprawnionych do badania pod nr 3436, a w którego imieniu wycenę sporządziła mgr Anna Kuza Biegły – biegły rewident nr 10473 – wartość rynkowa wszystkich akcji Emitenta wynosi 24.510.400 zł. Wartość 1.335.000 akcji Emitenta stanowiących przedmiot zabezpieczenia wynosi 8.702.495,74 zł.

Zgodnie z wyceną certyfikatów inwestycyjnych GO FUND2 Funduszu Inwestycyjnego Zamkniętego Aktywów Niepublicznych na dzień 31 lipca 2012 sporządzonego przez GO TFI S.A. z siedzibą w Warszawie przy ul. Stawki 2, Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, KRS 0000292229, NIP 108 000 37 09, Regon 141155242, wartość aktywów netto wynosi 6.042.577,58 zł, wartość jednego certyfikatu inwestycyjnego wynosi: 20.141,93 zł. Wartość 298 certyfikatów inwestycyjnych stanowiących przedmiot zabezpieczenia wynosi 6.002.295,14 zł.

Łączna wartość zabezpieczenia wierzytelności wynikających z obligacji wynosi zgodnie z przedstawionymi wycenami 14.704.790,88 zł.

Wpisy zastawów na akcjach nastąpiły w dniu 11 września 2012 r. i zostały dokonane w rejestrze prowadzonym przez Sąd Rejonowy Katowice – Wschód w Katowicach, Wydział IX Gospodarczy Rejestru Zastawów. Wpis zastawu na certyfikatach nastąpił w dniu 12 września 2012 r. i został dokonany w rejestrze prowadzonym przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy w Warszawie, Wydział XI Gospodarczy Rejestru Zastawów.

WYCENA
wartości 100% akcji

THE FARM 51 GROUP SPÓŁKA AKCYJNA
ul. Bohaterów Getta Warszawskiego 15
44-100 Gliwice

OPERAT SZACUNKOWY

WYCENA
wartości 100% akcji
THE FARM 51 GROUP SPÓŁKA AKCYJNA

44-100 Gliwice, ul. Bohaterów Getta Warszawskiego 15

OPERAT SZACUNKOWY

Kraków, 19 LIPIEC 2012 rok

Autor opracowania

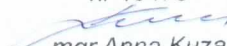
AUXILIUM AUDYT

Barbara Szmurło, Jadwiga Faron
Spółka Komandytowa
31-584 Kraków, Al. Pokoju 84
REGON 121082783, NIP 6751424353

Wyceny dokonało Auxilium- Audyt
Barbara Szmurło, Jadwiga Faron
Spółka komandytowa
z siedzibą w Krakowie przy ul. Al. Pokoju 84
wpisaną na listę podmiotów uprawnionych
do badania pod nr 3436, a w jego imieniu
wycenę sporządziła
mgr Anna Kuza
Biegły rewident
Nr 10473

BIEGŁY REWIDENT

nr 10473


mgr Anna Kuza

PRZEDMIOT WYCENY	Wycena wartości 100% akcji The Farm 51 Group S.A.
STAN PRAWNY	Spółka Akcyjna
CEL WYCENY	Określenie wartości 100% akcji The Farm 51 Group S.A. do zabezpieczenia emisji obligacji.
WARTOŚĆ 100% akcji Wartość na 1 akcję	24 510 400,00 zł 6,52 zł/1 akcję
DATA SPORZĄDZENIA OPERATU SZACUNKOWEGO	19 LIPIEC 2012r.
OPRACOWANIE	mgr Anna Kuza biegły rewident Nr 10473

SPIS TREŚCI

WYCIĄG OPERATU SZACUNKOWEGO.....	2
1. <u>CZĘŚĆ OGÓLNA.....</u>	4
1.1. Przedmiot wyceny	4
1.2. Zakres wyceny	4
1.3. Cel wyceny	4
1.4. Podstawy wyceny	4
1.4.1. Podstawa formalna	4
1.4.2. Podstawy materialno- prawne.....	4
1.4.3. Źródła danych merytorycznych.....	4
1.5. Data sporządzenia wyceny.....	5
1.5.1. Data na którą określono wartość przedmiotu wyceny.....	5
2. <u>CZĘŚĆ SZCZEGÓŁOWA.....</u>	5
2.1. Opis i określenie stanu prawnego przedmiotu wyceny.....	5
2.1.1. Stan prawny.....	5
2.1.2. Opis przedmiotu wyceny	5
2.1.3. Charakterystyka The farm 51 Group S.A	5
2.2. Sposób wyceny.....	9
2.3. Określenie wartości przedmiotu wyceny.....	10
2.4. Klauzule i zastrzeżenia.....	21

1. CZĘŚĆ OGÓLNA

1.1. Przedmiot wyceny

Przedmiotem niniejszej wyceny jest 100% wartości akcji The Farm 51 Group S.A.
Siedziba: 44-100 Gliwice ul. Bohaterów Getta Warszawskiego15.

1.2. Zakres wyceny

W związku z celem wyceny zakresem szacowania objęto 100% wartości akcji The Farm 51 Group S.A.
Siedziba: 44-100 Gliwice ul. Bohaterów Getta Warszawskiego15.

1.3. Cel wyceny

Określenie wartości 100% wartości akcji The Farm 51 Group S.A., które mają służyć do zabezpieczenia emisji obligacji.

1.4. Podstawy wyceny

1.4.1. Podstawa formalna:

Zlecenie przedsiębiorstwa: The Farm 51 Group S.A.
Siedziba: 44-100 Gliwice ul. Bohaterów Getta Warszawskiego15.

Zgodnie z Umową z dnia 17.07.2012 roku wycenę sporządzono w okresie od 17.07.2012 r. do 19.07.2012 r.

1.4.2. Podstawy materialno- prawne

- Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości (Dz. U. z 2009 r. Nr 152 poz.1223 z późn. zm.)
- Ustawa z dnia 23.04.1964 r.- Kodeks Cywilny (Dz. U. z 2010 Nr 40 poz.222)
- Ustawa z dnia 15.09.2000 r. – Kodeks Spółek Handlowych (Dz.U. z 2009 r., Nr 13, poz.69 z późn. zm.)

1.4.3. Źródła danych merytorycznych.

- dane pochodzące z przedsiębiorstwa,
- literatura fachowa dotycząca wyceny wartości przedsiębiorstw.

1.5 Data sporządzenia wyceny

- 19 LIPIEC 2012 rok.

1.5.1. Data na którą określono wartość przedmiotu wyceny

31 MAJ 2012 rok.

2. CZĘŚĆ SZCZEGÓŁOWA

2.1. Opis i określenie stanu prawnego przedmiotu wyceny

2.1.1. Stan prawny

The Farm 51 Group S.A. wpisana jest do KRS nr 0000383606 przez Sąd Rejonowy w Gliwicach, X Wydział Gospodarczy KRS.

Posiada :

- numer identyfikacji podatkowej NIP 6312456776,

2.1.2. Opis przedmiotu wyceny.

Przedmiotem wyceny jest 100% wartości akcji The Farm 51 Group S.A., z siedzibą 44-100 Gliwice, ul. Bohaterów Getta Warszawskiego 15 prowadząca działalność zgodnie ze statutem między innymi:

- Działalność wydawniczą w zakresie gier komputerowych,
- Działalność związaną z oprogramowaniem,
- Działalność związaną z doradztwem w zakresie informatyki,
- Pozostałą działalność usługową w zakresie technologii informatycznych i komputerowych.

2.1.3. Charakterystyka The Farm 51 Group S.A.

O firmie

The Farm 51 to działający od 2005 r. producent gier wideo na komputery PC, konsole stacjonarne (Xbox 360, PlayStation 3) i urządzenia mobilne. Studio założyła grupa najwyższej klasy ekspertów od programowania, animacji, grafiki, designu i produkcji gier, z których część w przeszłości była zaangażowana w powstanie legendarnej gry akcji „Painkiller”. The Farm 51 specjalizuje się w tworzeniu zaawansowanych gier akcji 3D – najbardziej prestiżowej i wymagającej grupy produktów wśród gier wideo. The Farm 51 ma na swoim koncie szereg osiągnięć. Do tej pory studio zrealizowało m.in. autorskie projekty gier – „Necrovision” czy „Necrovision: Lost Company”, które spotkały się z ciepłym przyjęciem graczy i

branżowych recenzentów. Studio zajmuje się również produkcją gier na zlecenie i podwykonawstwem. Firma brała m.in. udział przy pracach nad tak znanymi polskimi grami jak „Wiedźmin” i „Two Worlds II”. Obecnie The Farm 51 ma dwa oddziały - w Gliwicach i Katowicach i zatrudnia ponad 40 doświadczonych specjalistów od tworzenia gier.

Historia Spółki

Historia Emitenta sięga 2005 roku, kiedy to została zawiązana spółka The Farm 51 Sp. z o.o. Emitent został utworzony 9 lutego 2011 roku pod nazwą The Farm 51 Group S.A. W czerwcu 2011 roku Emitent nabył 100% udziałów w The Farm 51 sp. z o.o. a następnie przeniesiono na rzecz Emitenta ogół składników majątkowych sp. z o.o. Obecnie prowadzona przez Emitenta działalność jest więc kontynuacją prowadzonej od 2005 roku działalności w formie sp. z o.o.

2005

Zawiązanie spółki The Farm 51 sp. z o.o. Rozpoczęcie prac nad pierwszym autorskim projektem gry. Ze względu na ograniczone środki finansowe studio skupia się nad demem gry, które miało pokazać potencjalnym wydawcom kapitał wiedzy, doświadczenia i umiejętności zespołu.

2006

Ukończenie prac na demem gry i rozpoczęcie poszukiwań wydawcy dla autorskiego produktu The Farm 51.

Nawiązanie współpracy z wieloma wydawcami zainteresowanymi zlecaniem spółce wykonawstwa elementów gier lub całości produktu. Owocem takiej współpracy jest przeznaczona na platformę Nintendo DS gra „Time Ace”, wyprodukowana przez The Farm 51.

2007

Nawiązanie współpracy z firmą 1C Company, największym wydawcą gier w Rosji i Europie Wschodniej. Rozpoczęcie prac nad autorskim projektem gry. Równolegle The Farm 51 współpracuje z CD Projekt Red przy produkcji gry „Wiedźmin”.

2009

Wydanie gry „Necrovision”, autorskiej gry The Farm 51. Wobec ciepłego przyjęcia gry przez rynek The Farm 51 rozpoczyna prace nad grą będącą kontynuacją „Necrovision”.

Nawiązanie współpracy z TopWare/Zuxxez: jednym z największych wydawców gier w Niemczech i krajach niemieckojęzycznych, w ramach której The Farm 51 angażuje się w prace nad grami zlecanymi przez TopWare/Zuxxez.

2010

Wydanie gry „Necrovision: Lost company”. Rozpoczęcie prac nad kolejnym autorskim projektem The Farm 51 – grą „Adventurer”. Pozyskiwanie i realizacja prac na zlecenie.

2011

The Farm 51 tworzy przerywniki filmowe, efekty specjalne (tzw. particles effect) oraz część poziomów w trybie multiplayer gry „Two Worlds II”.

W lutym zawiązane zostaje The Farm 51 Group S.A., które przejmuje 100 proc. udziałów w spółce The Farm 51 sp. z o.o. Prywatne emisje akcji serii B, C, D i E, służące m.in. pozyskaniu środków na sfinansowanie prac nad grą „Adventurer”. Rozpoczęcie przygotowań do debiutu spółki na rynku NewConnect.

Na rynku NewConnect 14 marca 2012 roku o godzinie 11:25 zadebiutowała spółka The Farm 51 Group S.A. Reprezentuje ona branżę rozrywkową.

Strategia rozwoju

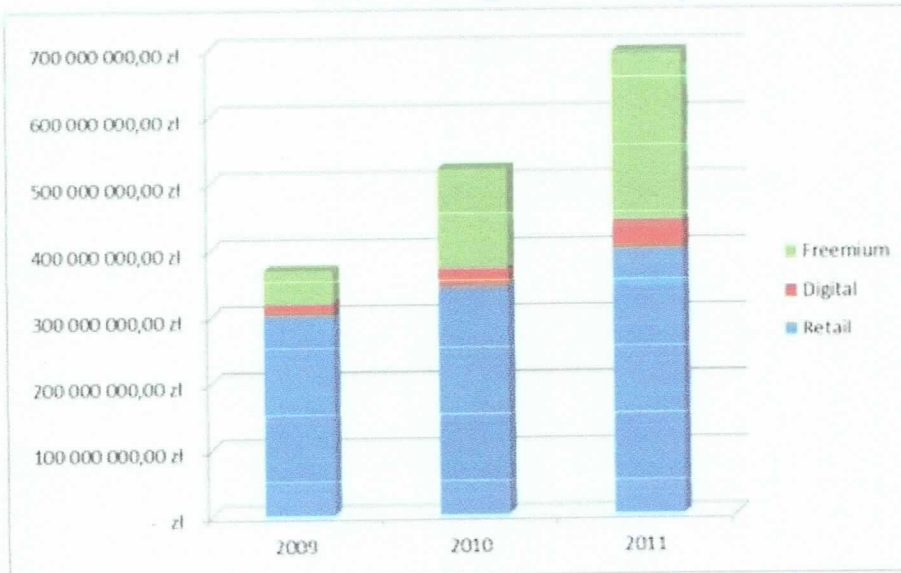
Działalność The Farm 51 Group koncentruje się na tworzeniu wysokiej jakości gier wideo na różne platformy sprzętowe i dystrybucyjne. Spółka ma na celu, by ich produkty wyróżniały się pod każdym, możliwym względem: posiadały wysokiej klasy oprawę audio – wizualną, nieszablonowe, uatrakcyjnijające rozgrywkę mechanizmy oraz wciągającą historię. Obecnie Spółka wdraża dwutorową strategię rozwoju. The Farm 51 będzie równocześnie zajmować się realizacją autorskich projektów gier budową brandu poprzez wyprodukowanie kilku, powiązanych ze sobą gier jak również realizacją projektów na zlecenie. Realizacja zleconych prac ma m.in. zapewnić dywersyfikację źródeł przychodów, jak również utrzymywanie kontaktów z innymi producentami gier i wymianę technicznego know-how. Ponieważ Spółka posiada dwa niezależne biura oraz zespoły produkcyjne, planowane jest równoległe rozwijanie przynajmniej dwóch projektów gier. Prowadzenie więcej niż jednego projektu, poza zwiększeniem przychodów, pozwala także na zoptymalizowanie obciążeń zespołów produkcyjnych. Spółka zamierza kontynuować utrzymywanie bliskiej współpracy z uczelniami technicznymi i artystycznymi w celu pozyskiwania nowych pracowników, szkolenia przyszłej kadry, uczestnictwa w programach stażowych współfinansowanych przez Unię Europejską oraz poszerzania własnego know-how. Obecnie prowadzone są m.in. rozmowy z przedstawicielami Politechniki Śląskiej dotyczące wspólnych projektów naukowo-badawczych związanych z rozwojem innowacyjnej technologii informatycznej, która będzie miała zastosowanie w tworzeniu gier 3D i innych aplikacji interaktywnych.

2.1.3. Charakterystyka branży

Polski rynek gier nadal cechuje się dynamicznym wzrostem – tak wynika z danych gry-online.pl, zaprezentowanych przez prezesa firmy GRY-OnLine S.A. Mariusza Klamrę na konferencji [Game Industry Trends 2011](#). Według szacunków, wartość rynku gier wideo w Polsce może wynieść w 2011 roku aż 692 miliony złotych (wyliczenia dotyczą tylko oprogramowania). Najprężniej rozwija się segment freemium.

Sytuację w Polsce obrazuje poniższy wykres, stworzony na podstawie szacunkowych danych gry-online.pl. Odnotowaliśmy wzrost w każdym segmencie rynku – także w retail, czyli klasycznej dystrybucji pudełkowej (z 346 milionów złotych w 2010 roku do 402 milionów złotych w 2011 roku). W [relacji z konferencji GIT 2011](#) pisaliśmy, że stało się tak wbrew tendencjom rynkowym za sprawą wzrostu średniej ceny gry (większy udział droższych gier konsolowych).

POLSKA [mIn PLN]



	2009	2010	2011 (estimated)
Retail	304 mln PLN	346 mln PLN	402 mln PLN
Digital	13 mln PLN	24 mln PLN	40 mln PLN
Freemium*	50 mln PLN	150 mln PLN	250 mln PLN
Total	368 mln PLN	520 mln PLN	692 mln PLN

Tym co napędza branżę jest fenomenalny rozwój segmentu freemium, skupiającego wszelkie gry free to play i online. Zebranie rzetelnych danych na temat tej części rynku jest niezwykle trudne, ale z naszych szacunków wynika, że rozrasta się on w zastraszającym tempie – z 50 milionów złotych w 2009 roku do 250 milionów złotych w 2011 roku. Wzrasta też znaczenie dystrybucji cyfrowej, chociaż tutaj pieniądze jeszcze nie są tak duże.

Gry social, freemium, czy online są obecnie na topie, co potwierdzają liczne sukcesy polskich i zagranicznych firm. Jeden z największych producentów casualowych, czyli PopCap Games, [szacuje](#), że 120 milionów ludzi grywa obecnie w tytuły społecznościowe. To oznaczałoby wzrost zainteresowania tym segmentem rynku aż o 70% z roku na rok. Podobno coraz więcej ludzi kupuje też wirtualne produkty – w tym roku co czwarty użytkownik wydał na nie swoje pieniądze.

Źródło: 2 grudnia 2011, 10:36 • Szymon Liebert (gry-online.pl) • pozostałe

Polskie firmy na CeBIT 2012

Ponad 70 polskich firm z branży teleinformatycznej oraz polskie regiony prezentowały na targach [komputerowych](#) CeBit w Hanowerze. Jednym z hitów tej prezentacji pod hasłem "Polska - kraj możliwości" były gry komputerowe.

CeBit to największe na świecie spotkanie przedstawicieli branży teleinformatycznej i gospodarki cyfrowej. Według wicepremiera i ministra gospodarki Waldemara

Pawlaka, który odwiedził hanowerskie targi, mocna tegoroczna reprezentacja Polski to część starań o uzyskanie statusu kraju partnerskiego targów CeBit w 2013 r.

"Status kraju partnerskiego umożliwiłby polskiej branży teleinformatycznej możliwość zawarcia wielu kontaktów na rynku europejskim. Mam nadzieję, że nasze starania zostaną uwieńczone sukcesem. Decyzja zostanie ogłoszona w połowie tego roku" - powiedział Pawlak PAP. Podkreślił, że branża teleinformatyczna w Polsce rozwija się intensywnie; w zeszłym roku wartość polskiego rynku IT osiągnęła 28,7 mld zł i przekroczyła poziom sprzed kryzysu w 2008 r. Spore zainteresowanie budzi projekt - Wielkopolskie Centrum Telemedycyny - który umożliwia przeprowadzanie zdalnych konsultacji lekarskich np. za pomocą przesyłu obrazów wideo z sali operacyjnej w trójwymiarze. Z kolei Zakład Fizyki Biomedycznej Uniwersytetu Warszawskiego zaprezentował "Interfejs mózg-komputer", który umożliwia np. pisanie lub włączanie urządzeń bez używania siły mięśni. Elektrody wykrywają fale mózgowe, a program komputerowy analizuje je i wykrywa podjętą decyzję. Urządzenie mogłoby pomóc osobom niepełnosprawnym.

Dużym powodzeniem na targach cieszyła się strefa polskich gier, prezentująca nowości z gatunku gier na konsole, mobilnych i on-line. Odwiedzający CeBit mogą spróbować swoich sił w grze "Sniper 2", będącej najnowszym produktem firmy City Interactive; premiera gry odbędzie się w 2012 r. Pierwsza edycja "Snipera" sprzedała się w 2 mln egzemplarzy na świecie. Także firma Technoland oferuje na CeBit przedpremierowy pokaz swej najnowszej gry "Mad Riders".

Jak podkreślił Pawlak, polskie gry komputerowe sprzedają się doskonale na świecie - nawet lepiej niż w samej Polsce. Pawlak uważa, że rynek gier będzie rozwijał nawet się bardziej dynamicznie niż tradycyjne kino. "Wraz z kolejnymi pokoleniami, które wychowały się na grach komputerowych, popyt na nie będzie wzrastał" - powiedział.

Jednak według wystawców pręźnie rozwijający się rynek gier komputerowych w Polsce wciąż jest niedoceniany. "Gry traktowane są ciągle jak rozrywka, podczas gdy stały się już przemysłem" - powiedziała PAP Małgorzata Sobieszek z Techlandu.

Celem prezentacji polskich gier na targach CeBit jest również zachęcenie zagranicznych producentów gier do inwestowania w Polsce i tworzenia miejsc pracy. "Mamy dziś świetnych specjalistów, którzy uciekają do pracy za granicę" - powiedział Arkadiusz Cybulski ze spółki one2tribe.

2.2. Sposób wyceny

Opublikowany w „Gazecie Bankowej” raport pt. „Rankingi Liderów efektywności” dedykowany polskiemu rynkowi kapitałowemu, pokazał, że najbardziej efektywne są nie spółki-giganty, dysponujące potężnym zapleczem kapitałowym i ogromnymi aktywami, lecz przedsiębiorstwa o wiele mniejsze kapitałowo, działające przeważnie w sektorze usług. Wycena dokonywana przez rynki kapitałowe to wycena oparta na metodologii NPV, tyle że osadzona w realiach rynkowych. Jest to zatem metoda, w której liczą się przede wszystkim przyszłe wyniki przedsiębiorstwa, a nie historyczna wartość księgową majątku, a jednocześnie metoda uwzględniająca ryzyko prowadzenia biznesu (odzwierciedlone w wysokości stopy dyskonta). Zgodnie z powszechnym wśród analityków podejściem, przedsiębiorstwo warte jest tyle, ile dochodu jest w stanie

wygenerować w przyszłości, a nie tyle, ile wynika z wyceny rzeczowych składników jego majątku. Spółka może dysponować niezwykle skromnym majątkiem, lecz wiele nie uwzględnionych w sprawozdaniach finansowych elementów (know-how, kapitał ludzki, identyfikacja marki) sprawia, że zdolności zarobkowe tego majątku mogą być ogromne. Spostrzeżenie to potwierdzają wyceny spółek nowej ekonomii, dokonywane przez rynki kapitałowe na całym świecie.

Zaaplikujemy do wyceny wartości akcji metody dochodowe.

Wybór został podyktowany zarówno przedmiotem wyceny, jak i dostępnością materiałów bazowych do przeprowadzenia niezbędnych wyliczeń.

Uzasadnienie: dobór metody wyceny uzależniony jest od kilku zmiennych.

Należą do nich cel wyceny, jej przedmiot (rodzaj wycenianego dobra) oraz kontekst gospodarczy. Zachowanie minimum poprawności metodologicznej w szacowaniu wartości wymaga uwzględnienia wszystkich powyższych czynników wraz z ich oceną i korektą w postaci ryzyka związanego z wystąpieniem odchylenia od założeń wyjściowych. Skoro o wartości biznesu decyduje siła jego zarobkowania, wyrażona w przyszłym dochodzie, dochód ów należy jakoś wyrazić. Zawodne będą z całą pewnością wszelkie księgowo-kategorialne kategorie zysku; mogą one podlegać łatwym manipulacjom, mają charakter memoriałowy, a ponadto inwestorzy podejmujący decyzje na rynkach kapitałowych kierują się raczej wielkością gotówki, nie zaś zysku księgowego. Ów dochód wykorzystywany w metodach dochodowych musi być więc kategorią pieniężną, a nie „papierową”. Jego wielkość musi być kategorią rezydualną w tym sensie, że obrazuje korzyści finansowe inwestorów po pomniejszeniu o wszystkie inwestycje niezbędne do podtrzymania działalności przedsiębiorstwa i jego rozwoju, a ponadto musi być wielkością uwzględniającą obciążenia fiskalne. Kategorią o takich cechach jest **wolny przepływ gotówkowy –FCF** (free cash flow).

Do wyceny 100% wartości akcji The Farm 51 Group S.A przyjęto metodę dochodową **DCF** jako podstawową oraz drugą metodę rynkową **porównawczą (mnożnikową)**. Jako końcową przyjęto metodę **mieszaną**.

2.3 Określenie wartości przedmiotu wyceny

2.3.1. Założenia metody DCF

Zgodnie z konwencjonalną metodologią zdyskontowanych przepływów pieniężnych - **DCF** /*discounted cash flow*/, będącą najczęściej wykorzystywaną metodą w praktyce dochodową metodą wyceny przedsiębiorstwa, wartość biznesu wyznaczona jest przez sumę generowanych przez niego przyszłych wolnych przepływów gotówkowych –FCF. Przepływy te jednak dotyczą różnych momentów na osi czasu, nie można ich więc zsumować bez uprzedniego sprowadzenia do jednego punktu na owej osi, najlepiej dotyczącego chwili obecnej.

Wartość przedsiębiorstwa – **V** /*value*/ to suma wszystkich przyszłych przepływów pieniężnych /FCF/ od okresu **1** do okresu **n**, zdyskontowanych stopą procentową (zwaną stopą dyskonta), którą jest średni ważony koszt kapitału.

Poniżej zostanie zaprezentowana wycena 100% wartości akcji The Farm 51 Group S.A

Krok 1- przedsiębiorstwo sporządziło szczegółową prognozę przyszłych wyników za okres 3-letni: 2012- 2014; rok 2011 traktujemy jako ostatni z okresów historycznych (rok bazowy). Nasze przewidywania muszą zakładać oczekiwane, przybliżone zmiany podstawowych wielkości z rachunku wyników - przychodów ze sprzedaży oraz kosztów (dla przejrzystości nie dokonujemy tutaj szczegółowego podziału kosztów, różnica pomiędzy sprzedażą a sumą kosztów traktowana jest jako wynik na działalności operacyjnej; wyjątkiem jest koszt amortyzacji, który zostanie wyselekcjonowany z sumy łącznych kosztów ze względu na jego znaczenie w dalszych analizach). Po roku 2014 zakładamy kontynuację działalności, przy czym przyjmujemy założenie, zgodnie z którym wyniki rozważanego podmiotu w odległej przyszłości zostają zachowane na poziomie rezultatów ostatniego z lat okresu szczegółowej prognozy (rok 2014).

Na koniec roku 2011 100% wartości akcji The Farm 51 Group S.A wypracował przychód ze sprzedaży na poziomie 1 237 914 zł. Spółka zgodnie z oczekiwaniami zapewni wzrost tej wielkości w związku ze sprzedażą projektów:

- Projekt 1 (Adventure/własny),
- Projekt 2 (Demons Of War/projekt własny),
- Projekt 3 (Get Even/ własny),
- Projekt 4 (projekt zewnętrzny).

(drugi, trzeci, czwarty wiersz tabeli nr 2). Po trzyletnim okresie wyraźnej prognozy, w tzw. okresie kontynuacji, przychody ze sprzedaży zostają zachowane na poziomie z roku 2014 (12 847 000 zł). Poziom kosztów wraz z ich planowaną okresową zmianą rok po roku prezentują wiersze 4 i 5 tabeli nr 2. Tak jak w wypadku sprzedaży, łączne koszty w okresie kontynuacji wyznaczone są przez ich wielkość z ostatniego roku okresu szczegółowej prognozy (5 862 550 zł). Koszty amortyzacji (stanowiące część łącznej sumy kosztów) są stałe w całym okresie prognozy i wynoszą 200 000 zł. Stopa dyskonta dla przedsięwzięcia powinna być skorygowana tak, aby ewentualne zwiększone jego ryzyko znalazło odbicie w zwiększonej stopie dyskonta. Stopa podatku dochodowego została przyjęta na stałym poziomie 19% dla całego okresu prognozy.. Przyjęto też upraszczające założenie co do stałości stopy WACC w całym okresie prognozy na poziomie 8,5%. Zgodnie z teorią zmiennej wartości pieniądza w czasie, przyszłe dochody inwestora są sprowadzone do wartości dzisiejszej za pomocą stopy odzwierciedlającej minimalny wymagany zwrot inwestora, który mógłby on zrealizować na alternatywnej inwestycji w danej klasie ryzyka. W kalkulacji WACC największych problemów następcza szacunek wymaganej przez udziałowców (akcjonariuszy) stopy zwrotu (koszt kapitału własnego). Najczęściej wykorzystywaną metodą jest model wyceny aktywów kapitałowych –CAPM (*capital assets pricing model*). Zgodnie z założeniami tego modelu wymagana przez udziałowców (akcjonariuszy) stopa zwrotu ustalono następująco.

$$K_E = R_{RF} + \beta \times MRP$$

Gdzie: K_E – wymagana stopa zwrotu

R_{RF} - stopa zwrotna wolna od ryzyka (*risk-free rate*)

β - współczynnik beta – rozstęp indeksu ryzyka

MRP- rynkowa premia za ryzyko (*market risk premium*)

Krok 2- Wynik na działalności operacyjnej, EBIT w danym roku, to różnica pomiędzy przychodami ze sprzedaży a sumą kosztów:

$$\text{EBIT} = \text{sprzedaż} - \text{koszty}$$

Przykładowo w 2012 r. EBIT wyniesie -240 000,00 zł

$$\text{EBIT}_{2012} = 4\,734\,600 - 4\,974\,600 = -240\,000,00 \text{ zł}$$

Krok 3- EBITDA to wynik na działalności operacyjnej, powiększony o koszt amortyzacji:

$$\text{EBITDA} = \text{EBIT} + A$$

W 2012 r. EBITDA wyniesie więc -40 000,00 zł

$$\text{EBITDA}_{2012} = -240\,000 + 200\,000 = -40\,000,00 \text{ zł}$$

Krok 4- EBIDAAT, od której naliczamy (w pewnym sensie gotówkowym) podatek dochodowy:

$$\text{EBIDAAT} = \text{EBITDA} \times (1 - T)$$

W 2012 r. wielkość EBITDA poddanej opodatkowaniu wyniesie -40 000,00 zł

$$\text{EBIDAAT} = -40\,000,00 \text{ zł (wystąpiła strata)}$$

$$T = 19\% \times 0,01 = 0,19$$

Krok 5 – NOPAT to z kolei EBITDA poddana opodatkowaniu, od której ponownie odejmujemy amortyzację (NOPAT to wynik opodatkowany- after taxes- oraz netto – net, w sensie: pomniejszony o amortyzację):

$$\text{NOPAT} = \text{EBIDAAT} - A$$

W 2012 r. wielkość NOPAT wyniesie więc – 240 000,00 zł

$$\text{NOPAT}_{2012} = -40\,000 - 200\,000 = -240\,000,00 \text{ zł}$$

W celu prognozowania przyszłych wolnych przepływów gotówkowych (FCF), oprócz zdefiniowanych już wielkości z rachunku wyników oraz poniekąd sztucznych nie księgowych kategorii, będących ich pochodnymi, dokonano założeń dotyczących przyszłych inwestycji w kapitał obrotowy netto oraz majątek przedsiębiorstwa. Ekspansja przedsiębiorstwa dokonująca się wraz ze wzrostem przychodów ze sprzedaży wymaga od niego rozwoju, za którym muszą iść odpowiednie inwestycje, zarówno w majątek krótkoterminowy, jak i te w majątek trwały. Gdy rośnie sprzedaż,

następuje równoczesny wzrost poziomu zapasów, należności oraz zobowiązań bieżących. Zwiększa się więc wielkość kapitału obrotowego netto (NWC). Zmiany kapitału obrotowego netto będą stanowiły określony procent rocznych zmian przychodów ze sprzedaży tj. 20% okresowej zmiany sprzedaży.

$$\text{Zmiana NWC} = 20 \% \times \text{zmiana sprzedaży}$$

Zatem w roku 2012 wzrost wartości kapitału obrotowego netto wyniesie 699 337,00 zł

$$\text{zmiana NWC}_{2012} = 20 \% \times 3\,496\,686 = 699\,337,00 \text{ zł}$$

Zgodnie z założeniami inwestycje w majątek trwały mają dwojaki charakter: są to inwestycje odtworzeniowe (RFCI) oraz nowe inwestycje zwiększające posiadane środki trwałe ponad wymóg odtworzeniowy (IFCI). Założono, że roczne inwestycje odtworzeniowe zgodnie z ich charakterem, pokrywać się będą z wielkością rocznej amortyzacji:

$$\text{RFCI} = A$$

W odniesieniu zaś do inwestycji ponad wymóg odtworzeniowy przyjęto na poziomie 349 669,00 zł

$$\text{IFCI}_{2012} = 10 \% \times 3\,496\,686 = 349\,669,00 \text{ zł}$$

Krok 6 – Prognoza wolnych przepływów gotówkowych THE FARM 51 GROUP S.A.

FCF to EBITDA poddana opodatkowaniu i skorygowana o zmiany kapitału pracującego i inwestycje w majątek trwały:

$$\text{FCF} = \text{EBIDAAT} -/+ \text{zmiana NWC} - \text{RFCI} - \text{IFCI}$$

W 2012 r. wielkość wolnego przepływu pieniężnego wyniesie więc -1 289 006,00 zł

$$\text{FCF} = -40\,000 - 699\,337 - 200\,000 - 349\,669 = -1\,289\,006,00 \text{ zł}$$

Wolne przepływy pieniężne, które ustalono dla wszystkich okresów prognozy, muszą zostać zdyskontowane stopą odzwierciedlającą ryzyko wszystkich inwestorów (WACC). W tym celu konstruujemy współczynnik dyskonta DF, dostosowane do odpowiednich okresów dyskonta:

$$\text{DF}_{2012} = \frac{1}{(1 + \text{WACC})} = 0,921659$$

Znając odpowiednie współczynniki dyskonta, sprowadzono przyszłe wartości FCF do ich wartości dzisiejszej, mnożąc (zgodnie z procedurą dyskontowania) wartość przyszłą (FCF) przez odpowiednią wartość współczynnika dyskonta (DF):

$$DCF = FCF \times DF$$

gdzie: DCF- zdyskontowany przepływ pieniężny (discounted cash flow).

Zatem na podstawie powyższych ustaleń zdyskontowany wolny przepływ gotówkowy z roku 2012 wyniesie -1 188 024,00 zł

$$DCF = -1\,289\,006 \times 0,921659 = -1\,188\,024,00 \text{ zł}$$

Konieczne jest tu przybliżenie konstrukcji współczynnika dyskonta dla tzw. okresu kontynuacji. Wszystkie wielkości z tego okresu, zgodnie z założeniami, są stałe i wyznaczone przez wartości z ostatniego okresu szczegółowej prognozy. Traktujemy je więc na zasadzie renty wieczystej. Wartość dzisiejszej renty wieczystej ustala się, dzieląc jej wielkość przez stopę dyskonta

$$PVP = \frac{P}{WACC}$$

gdzie: PVP- wartość dzisiejsza renty wieczystej (present value of perpetuity);
P- renta wieczysta (perpetuity).

Z ustaleń wynika, że współczynnik dyskonta dla renty wieczystej ma postać:

$$DF = \frac{1}{WACC}$$

Kalkulacja wymaganej stopy zwrotu :

Tabela nr 1

WACC	
stopa wolna od ryzyka	5,5%
Premia za ryzyko	5,0%
Beta	0,6
koszt kapitału	8,5%

$$K_E = R_{RF} + \beta \times MRP = 5,50 + 0,6 \times 5\% = 8,50 \%$$

Gdzie: K_E – wymagana stopa zwrotu

R_{RF} - stopa zwrotna wolna od ryzyka (*risk-free rate*) = 5,50 % poziom rentowności długoterminowych obligacji Skarbu Państwa

β - współczynnik beta – rozstęp indeksu ryzyka (1,8- 0,5)

MRP- rynkowa premia za ryzyko (*market risk Premium* = 5%)

$$DF = \frac{1}{0,085} = 11,76470588$$

Po zdyskontowaniu renty wieczystej (na koniec roku trzeciego) dodatkowo uzyskaną wielkość zdyskontujemy w okresie 3 lat, aby wyrazić jej wartość, tak jak wszystkich pozostałych Cash floks, na dzień dzisiejszy (dzień wyceny). Dlatego też dodatkowo przemnażamy ją, tak jak czyniliśmy powyżej, przez współczynnik dyskonta ustalony dla 3 lat.

$$DF_{2014} = \frac{1}{(1 + 0,085)^3} = 0,7829080098$$

Ostatecznie sprowadzenie przyszłej wartości FCF z okresu kontynuacji do jej wartości dzisiejszej wymaga przemnożenia jej przez dwa współczynniki dyskonta: DF dla renty wieczystej (DF_{rw}) i DF dla okresu pięcioletniego (DF_{2014}):

$$DF_{rw} \times DF_{2014} = 11,76470588 \times 0,782908098 = 9,211$$

Zatem wartość dzisiejsza wolnych przepływów pieniężnych z okresu kontynuacji wyniesie ostatecznie 51 760 335,00 zł.

$$DCF = 5\,619\,405 \times 9,211 = 51\,760\,335,00 \text{ zł}$$

Analogicznie postępujemy w przypadku przepływów gotówkowych z pozostałych lat okresu trzyletniego i okresu wartości rezydualnej. Znając zdyskontowane wartości wszystkich przyszłych cash flowes (zarówno tych z okresu wyraźnej prognozy, jak i z okresu kontynuacji), możemy je zsumować – pozycja DCF w tabeli nr 2. Zgodnie z metodologią wyceny DCF i naszych analiz wskazują więc, że wartość 100% wartości akcji The Farm 51 Group S.A wynosi 52 152 269,00 zł.

Tabela nr 2

Prognoza wyników THE FARM 51 GROUP S.A. oraz jego wycena metodą DCF

Wyszczególnienie	Prognoza				
	2011	2012	2013	2014	kontynuacja
Sprzedaż zł	1 237 914	4 734 600	11 266 200	12 847 000	12 847 000
zmiana sprzedaży %	-	282,5%	138,0%	14,0%	-
zmiana sprzedaży zł		3 496 686	6 531 600	1 580 800	
koszty zł	1 319 526	4 974 600	5 159 575	5 862 550	5 862 550
zmiana kosztów %	-	277,0%	3,7%	13,6%	-
amortyzacja zł	78 442	200 000	200 000	200 000	200 000
EBIT	-81 612	-240 000	6 106 625	6 984 450	6 984 450
EBITDA*		-40 000	6 306 625	7 184 450	7 184 450
TR %		19	19	19	19
EBIDAAT**	0	-40 000	5 108 366	5 819 405	5 819 405
NOPAT***	-78 442	-240 000	4 908 366	5 619 405	5 619 405
zmiana NWC**** zł	0	699 337	1 306 320	316 160	0
IFCI***** zł	0	349 669	653 160	158 080	0
RFCI***** zł		200 000	200 000	200 000	200 000
FCF***** zł	0	-1 289 006	2 948 886	5 145 165	5 619 405
WACC***** %		8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
DF*****		0,921659	0,865333	0,782908	9,211
DCF***** zł	0	-1 188 024	2 551 767	4 028 191	51 760 335
CDCF		-1 188 024	1 363 744	5 391 935	57 152 269
VALUE*****					57 152 269
wartość długu oprocentowanego					-5 000 000
Wartość firmy metodą dochodową					52 152 269

- * EBITDA - wynik na działalności operacyjnej powiększony o koszt amortyzacji
**EBITDAAT – to EBITDA, od której naliczamy (w pewnym sensie gotówkowym) podatek dochodowy
***NOPAT- to z kolei EBITDA poddana opodatkowaniu, od której ponownie odejmujemy amortyzację
**** Zmiana NWC % -zmiana kapitału obrotowego netto
***** IFCI – inwestycje ponad wymóg odtworzeniowy
*****RFCI inwestycje odtworzeniowe
*****FCF – wielkość wolnego przepływu pieniężnego
*****WACC - stopa zwrotu z kapitału
*****DF – współczynnik dyskonta
*****DCF – zdyskontowane przepływy pieniężne
***** VALUE – wartość przedsiębiorstwa.

W= 52 152 269,00 zł

(słownie: pięćdziesiąt dwa miliony sto pięćdziesiąt dwa tysiące dwieście sześćdziesiąt dziewięć złotych 00/100)

2.3.2 Założenia metody rynkowej porównawczej (mnożnikowej)

Metoda porównawcza (mnożnikowa) jest powszechnie stosowana przy wycenie firm w pierwszych i wtórnych ofertach publicznych, transakcjach sprzedaży spółek do inwestora strategicznego, transakcjach fuzji i przejęć zarówno przez samych emitentów i ich doradców, jak i analityków giełdowych i inwestorów. Jest łatwa w zastosowaniu, obiektywna i powiązana z bieżącą sytuacją rynku akcji lub rynku prywatnych transakcji. Rozróżniamy dwie kategorie mnożników służących do wyceny rynkowej: mnożniki Equity Value oraz mnożniki Enterprise Value. Mnożniki Equity Value służą ustaleniu wartości rynkowej kapitału własnego przedsiębiorstwa, mnożniki Enterprise Value służą ustaleniu wartości rynkowej całego przedsiębiorstwa (wraz z zadłużeniem). Kalkulacja mnożników polega na porównywaniu do określonych baz wyceny spółek porównywalnych. Wartości używane do kalkulacji mnożników pozyskuje się m.in. z raportów analitycznych biur maklerskich lub banków inwestycyjnych, prospektów emisyjnych, ogłaszanych przez zarządy spółek prognoz. Do wyceny posłużono się bazami danych na I kwartał 2012 roku ze specjalistycznego serwisu finansowego Ranking Spółek Giełdowych, oraz www.bankier.pl/inwestowanie/profile/quote.html?symbol=11BIT dla wybranych spółek z branży usług informatycznych i branży media notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, oraz New Connect. Przy wyborze spółek kierowano się wyborem zleceniodawcy, który wskazał 3 spółki: Są to:

- CDRED S.A,
- CITYINTER S.A.,
- 11 Bit studios S.A.

Wycena metodą porównawczą (mnożnikową)

Wskaźniki	Spółka		
	CDRED	CITYINTER	11 bit studios
C/Z	21,98	23,47	13,17
C/EBIT	19,32	17,15	12,61
C/WK	3,60	5,53	6,65
C/S	3,23	4,14	5,69
wartość księgowa	123 962 000,00	58 360 000,00	2 561 000,00
wartość rynkowa	446 265 000,00	322 575 000,00	17 396 461,00

C-cena akcji

Z-zysk netto na akcję

EBIT- zysk operacyjny (Earnings Before Interest and Tax) na akcję

WK- wartość księgowa na akcję

S- przychody netto ze sprzedaży na akcję

wartość księgowa = ilość akcji x kapitał własny/ ilość akcji

wartość rynkowa = ilość akcji x cena akcji

Wycena w oparciu o średnie wskaźniki w sektorze I kwartał 2012 roku

CDRED - sektor informatyka

Wycena		wycena porównawcza	bieżąca cena akcji	Interpretacja
C/Z	zł	2,21	4,70	akcje przewartościowane
C/EBIT	zł	1,70	4,70	akcje przewartościowane
C/WK	zł	1,15	4,70	akcje przewartościowane
C/S	zł	1,18	4,70	akcje przewartościowane

CITYINTER- sektor media

Wycena		wycena porównawcza	bieżąca cena akcji	Interpretacja
C/Z	zł	32,80	25,50	akcje niedowartościowane
C/EBIT	zł	10,72	25,50	akcje przewartościowane
C/WK	zł	8,57	25,50	akcje przewartościowane
C/S	zł	9,20	25,50	akcje przewartościowane

Wycena w oparciu o średnie wskaźniki giełdowe WIG I kwartał 2012 roku

CDRED - sektor informatyka

Wycena		wycena porównawcza	bieżąca cena akcji	Interpretacja
C/Z	zł	1,56	4,70	akcje przewartościowane
C/EBIT	zł	1,56	4,70	akcje przewartościowane
C/WK	zł	1,47	4,70	akcje przewartościowane
C/S	zł	0,95	4,70	akcje przewartościowane

CITYINTER- sektor media

Wycena		wycena porównawcza	bieżąca cena akcji	Interpretacja
C/Z	zł	7,93	25,50	akcje przewartościowane
C/EBIT	zł	9,53	25,50	akcje przewartościowane
C/WK	zł	5,20	25,50	akcje przewartościowane
C/S	zł	4,04	25,50	akcje przewartościowane

Wycena metodą porównawczą:

Metoda			waga
wycena porównawcza wg. wskaźnika C/Wk	wartość księgowa (Post money)	2 878 961	
	przyjęta wartość wskaźnika C/Wk	5,26	
	szacunkowa wartość rynkowa	15 143 335	50%
wycena porównawcza wg. wskaźnika C/S	przychody 2012 rok	4 734 600	
	przyjęta wartość wskaźnika C/S	4,35	
	szacunkowa wartość rynkowa	20 611 292	50%
uśredniona wartość rynkowa wyliczona metodą porównawczą			17 877 313

Kalkulacja wskaźników dla wyceny:

wybrane spółki z rynku podstawowego GPW I kw. 2012 roku i New Connect 31.12.2011 rok					średnia ważona
	Firma:	CDRED S.A.	CITYINTER S.A.	11 bit studios S.A.	
	Waga:	4	4	4	
Wskaźnik	C/S (cena akcji/zysk na akcję)	3,23	4,14	5,69	4,35
	C/Wk (cena akcji/wartość księgowa na akcję)	3,60	5,53	6,65	5,26

W= 17 877 313,00 zł

(słownie: siedemnaście milionów osiemset siedemdziesiąt siedem tysięcy trzysta trzynaście złotych 00/100)

2.3.3 Końcowa wycena 100% wartości akcji The Farm 51 Group S.A

Wycena mieszana

rodzaj wyceny	wartość PLN	waga
wycena DCF (Post money)	52 152 269	50%
wycena rynkowa metodą porównawczą	17 877 313	50%
średnia ważona	35 014 791	100%
Dyskonto IPO	30%	
wartość przyjęta	24 510 400	



*)

Z uwagi na fakt, że spółka szacowała swoje wyniki na projektach gier, które są w trakcie realizacji i za gotowość wzięcia na siebie dużego ryzyka obniżono wartość firmy o 30%.

W związku z tym wartość wyniosła 24 510 400,00 zł

Wartość 100% wartości akcji The Farm 51 Group S.A

W = 24 510 400,00 zł

(słownie: dwadzieścia cztery miliony pięćset dziesięć tysięcy czterysta złotych 00/00)

Wycena na 1 akcję	6,52 zł
-------------------	---------

Przedstawiona powyżej wartość 100% akcji The Farm 51 Group S.A stanowi najbardziej prawdopodobną jej wartość godziwą. Uzasadnieniem końcowego wyniku wyceny jest właściwy dobór metody wyceny, na co wskazuje wielkości liczbowe i dane wyjściowe do obliczeń. Zgodnie z powszechnym wśród analityków podejściem, przedsiębiorstwo warte jest tyle, ile dochodu jest w stanie wygenerować w przyszłości, a nie tyle, ile wynika z wyceny rzeczowych składników jego majątku. Spółka może dysponować niezwykle skromnym majątkiem, lecz wiele nie uwzględnionych w sprawozdaniach finansowych elementów sprawia, że zdolności zarobkowe tego majątku mogą być ogromne. Spostrzeżenie to potwierdzają wyceny spółek nowej ekonomii, dokonywane przez rynki kapitałowe na całym świecie. Jak wspomniano w kroku1 na Str.10 spółka jest w trakcie realizacji projektów:

- Projekt 1 (Adventure/własny),
- Projekt 2 (Demons Of War/projekt własny),
- Projekt 3 (Get Even/ własny),
- Projekt 4 (projekt zewnętrzny),

które zwiększą jej wartość według kursu bieżącego z kwoty 11 167 200,00 zł (ilość akcji 3 760 000 szt. x kurs bieżący 2,97 zł = 11 167 200,00 zł) do kwoty 24 510 400,00 zł (ilość akcji 3 760 000 szt x 6,52 zł = 24 510 400,00 zł.

2.4 Klauzule i zastrzeżenia

1. Wartość godziwą 100% wartości akcji The Farm 51 Group S.A ustalono na podstawie:
 - cech funkcjonalnych,
 - przyjętych do analizy materiałów jak w pkt.2.3.,
 - obowiązujących przepisów prawnych,
 - literatury fachowej w sprawie wyceny wartości przedsiębiorstw.
2. Kwota 24 510 400,00 zł przedstawiona w pkt. 2.3.3 niniejszego operatu stanowi wartość godziwą przedmiotu wyceny.
3. Niniejszy operat może być opublikowany w całości lub w części,



4. Autor opracowania nie ponosi odpowiedzialności za ewentualne ukryte wady wycenianego przedsiębiorstwa , których autor nie mógł stwierdzić na podstawie posiadanych materiałów dokumentacji.
5. Operat szacunkowy sporządzono w czterech jednobrzmiących egzemplarzach, z których trzy otrzymuje zleceniodawca, a jeden stanowi egzemplarz archiwalny.

