

SPRAWOZDANIE ZARZĄDU SPÓŁKI

Optimus S.A.

z siedzibą w Warszawie

**DOTYCZĄCE WKŁADÓW NIEPIENIĘŻNYCH WNO SZONYCH NA POKRYCIE
PODWYŻSZONEGO KAPITAŁU ZAKŁADOWEGO**

(„Sprawozdanie”)

z dnia 13 listopada 2009 r.

W związku z zamiarem wniesienia do spółki Optimus S.A. z siedzibą w Warszawie („Spółka”) wkładów niepieniężnych na pokrycie 35.000.000 (trzydzieści pięć milionów) nowych akcji Spółki emitowanych w drodze podwyższenia kapitału zakładowego Spółki o 35.000.000 (trzydzieści pięć milionów) złotych, działając na podstawie art. 311 § 1 w zw. z art. 431 § 7 Kodeksu spółek handlowych („KSH”) oraz w związku z podpisaniem umowy inwestycyjnej w dniu 21 października 2009 roku („Umowa Inwestycyjna”) pomiędzy Spółką a Zbigniewem Jakubasem („Akcjonariusz I”), Robertem Bibrowskim („Akcjonariusz II”) (Akcjonariusz I oraz Akcjonariusz II będą dalej łącznie zwani „Akcjonariuszami Optimus”), Michałem Kicińskim („Udziałowiec I”), Marcinem Iwińskim („Udziałowiec II”), Piotrem Nielubowiczem („Udziałowiec III”), Adamem Kicińskim („Udziałowiec IV”) (Udziałowiec I, Udziałowiec II, Udziałowiec III oraz Udziałowiec IV będą dalej łącznie zwani „Udziałowcami CDP”) oraz CDP INVESTMENT Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością z siedzibą w Warszawie (03-301) („CDP”), Zarząd Spółki sporządził następujące sprawozdanie:

1. Przedmiot wkładów niepieniężnych

Akcje Spółki zostaną pokryte wkładem niepieniężnym, którym będzie 1.404.332 udziałów w kapitale zakładowym CDP („Udziały CDP”) przysługujących Udziałowcowi I, 1.404.332 Udziałów CDP przysługujących Udziałowcowi II, 495.647 Udziałów CDP przysługujących Udziałowcowi III oraz 173.911 Udziałów CDP przysługujących Udziałowcowi IV, tj. łącznie 3.478.222 Udziałów CDP, stanowiących 77.78% Udziałów w kapitale zakładowym CDP („Aporty”).

2. Liczba i rodzaj akcji wydawanych w zamian za Aporty

W zamian za Aporty Spółka wyda 35.000.000 (trzydzieści pięć milionów) akcji nowej emisji, zaoferowanych do objęcia Udziałowcom CDP w drodze subskrypcji prywatnej („Akcje Aportowe”).

3. Cena emisyjna

Cena emisyjna za jedną Akcję Aportową wynosi 1,40 (jeden i 40/100) złotych („Cena Emisyjna”), co odpowiada cenie 49.000.000,00 (czterdzieści dziewięć milionów) złotych za wszystkie Akcje Aportowe. Cena Emisyjna została uzgodniona w Umowie Inwestycyjnej.

4. Podmioty wnoszące wkłady niepieniężne

Zgodnie z Umową Inwestycyjną Akcje Aportowe zostaną objęte w drodze subskrypcji prywatnej i pokryte w następujący sposób:

- (A) Udziałowiec I obejmie 14.131.250 Akcji Aportowych w zamian za 1.404.332 Udziałów CDP;
- (B) Udziałowiec II obejmie 14.131.250 Akcji Aportowych w zamian za 1.404.332 Udziałów CDP;
- (C) Udziałowiec III obejmie 4.987.500 Akcji Aportowych w zamian za 495.647 Udziałów CDP;
- (D) Udziałowiec IV obejmie 1.750.000 Akcji Aportowych w zamian za 173.911 Udziałów CDP.

5. Uzasadnienie pokrycia akcji Aportami

Planowana emisja Akcji Aportowych stanowi realizację postanowień Umowy Inwestycyjnej, której zawarcie jest istotnym elementem strategii Spółki. Zarząd Spółki ocenia, że realizacja transakcji, której elementem jest podwyższenie kapitału spółki w zamian za Aporty doprowadzi do wzrostu wartości Spółki o kwotę od 56 666 tys zł do 95 225 tys zł, w zależności od stopnia realizacji przyjętych założeń biznesowych.

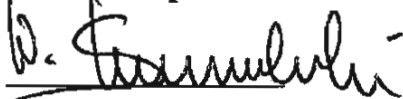
Dodatkowo – pozyskanie nowych znaczących akcjonariuszy zwiększy możliwości i potencjał dla dalszego rozwoju Spółki a powiązanie z podmiotami operacyjnymi CDP wzmocni model biznesowy Spółki.

Proponowana Cena Emisyjna uzasadniona jest przeprowadzoną przez doradcę finansowego Spółki – dr Zbigniewa Wasilewskiego – wyceną Aportów, na podstawie której wartość Udziałów CDP określono na nie mniej niż 72 854 237 złotych. Doradca finansowy Spółki przeprowadził wycenę Aportów wykorzystując metodę DCF - zdyskontowanych przepływów pieniężnych dla trzech wariantów – scenariuszy, różniących się stopniem dynamiki przychodów operacyjnych, wydajnością gotówkową sprzedaży, stopą wzrostu kapitału obrotowego, stopą inwestycji oraz średnim wzrostem przepływów po okresie prognozy i współczynnikiem β . Średnia wartość wyceny dla trzech wariantów wynosiła 97 641 672.

6. Podsumowanie i rekomendacja

Przesłanki ekonomiczne i finansowe oraz zgodność z długookresowymi planami rozwoju Spółki wskazują na zasadność wniesienia do spółki Aportów. Mając na uwadze powyższe, Zarząd Spółki rekomenduje niniejszym Akcjonariuszom Spółki podjęcie uchwały w sprawie podwyższenia kapitału zakładowego w drodze emisji Akcji Aportowych na przedstawionych powyżej warunkach.

W imieniu Optimus S.A.:



Wiesław Skrobowski

GRUPA CD PROJEKT

WYCENA WARTOŚCI GODZIWEJ PRZEDSIĘBIORSTWA

Uwagi i zastrzeżenia formalne

- Raport został opracowany na zlecenie OPTIMUS S.A..
- Raport stanowi opracowanie ekonomiczne. Powołano się w nim wyłącznie na te informacje o charakterze formalnoprawnym i technicznym, których wpływ na aspekty ekonomiczno-finansowe uznano za istotny.
- Zawarte w raporcie informacje i dane liczbowe pochodzą w zasadniczym zakresie od upoważnionych przedstawicieli firmy CD PROJEKT. Zostały one zweryfikowane z możliwą do osiągnięcia starannością. W przypadkach, kiedy taka weryfikacja nie mogła być przeprowadzona ze względów obiektywnych, przyjęto że uzyskane informacje są zgodne ze stanem faktycznym.
- Autor tego dokumentu zastrzega brak odpowiedzialności cywilnej i wyrażonej w jakiegokolwiek innej formie wobec Zleceniodawcy, jak również osób trzecich, tak fizycznych jak i prawnych z tytułu wszelkich szkód i strat, jakie osoby te poniosły na skutek przedłożenia autorowi informacji i danych liczbowych, które nie były zgodne ze stanem rzeczywistym.
- Zgodnie z treścią umowy pomiędzy autorem i Zleceniodawcą prawa autorskie do tego dokumentu z chwilą jego przekazania przedstawicielom Zleceniodawcy zostają na Niego przeniesione i stają się Jego własnością. Tym samym Autor zastrzega brak odpowiedzialności za wszelkie zmiany wprowadzone w dokumencie po jego przekazaniu Zleceniodawcy.
- Wszelkie informacje zawarte w tym dokumencie są poufne i nie mogą być wykorzystywane do jakichkolwiek celów bez uzyskania potwierdzenia i zgody upoważnionych przedstawicieli Zleceniodawcy. Raport może być wykorzystany wyłącznie w celu, w jakim został opracowany. Autor tego dokumentu zastrzega brak odpowiedzialności za wszelkie skutki wynikające z wykorzystania raportu w inny, odmienny od ustalonego i wyraźnie sformułowany w nim sposób.

Terminologia ,oznaczenia i skróty ekonomiczne, zastosowane w raporcie

CAPM	- Capital Asset Pricing Model	- model szacowania kosztu kapitału w oparciu o wskaźniki rynku kapitałowego
WACC	- Weighted Average Cost of Capital	- średnioważony koszt kapitału
DCF	- Discounted Cash Floks	- zdyskontowane strumienie pieniężne [metoda wyceny dochodowej wartości jednostki]
EBIT	- Earnings Before Interests and Taxes	- zysk operacyjny [przed kosztami finansowymi i opodatkowaniem]
EBITDA	- Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization	- zysk operacyjny zwiększony o fundusz amortyzacji
CAPEX	- Capital Expenditure	- nakłady inwestycyjne
NPV	- Net Present Value	- wartość zaktualizowana netto
ENPV	- Expected Net Present Value	- oczekiwana wartość zaktualizowana netto

I. Wyniki Raportu

W wyniku przeprowadzonej analizy dokonano wyceny grupy trzech spółek wchodzących w skład CDP Investment Sp. z o.o. przy założeniu trzech wariantów – scenariuszy, różniących się stopniem dynamiki przychodów operacyjnych, wydajnością gotówkową sprzedaży, stopą wzrostu kapitału obrotowego, stopą inwestycji oraz średnim wzrostem przepływów po okresie prognozy i współczynnikiem β .

Wyniki wyceny zawiera zestawienie poniżej,

	wariant bazowy	wariant optymistyczny	wariant pesymistyczny
CD PROJEKT	37 068 383	52 893 038	20 311 064
CD PROJEKT RED	27 390 105	37 861 301	17 610 080
GOG Ltd	35 595 685	42 181 529	17 188 834
Łącznie	100 054 173	132 935 866	55 109 978

Zakładając prawdopodobieństwo realizacji wariantu bazowego na poziomie 0,6, a pozostałych dwóch wariantów na poziomie 0,2, oszacowano wartość oczekiwaną wyceny dla każdej ze spółek oraz wartość łączną grupy a także zmienność tego oszacowania i przedziały $\{E(x)-d(x) - E(x)+d(x)\}$ pokrywające z prawdopodobieństwem 68% wycenę spółek (por. tabela poniżej)

SPÓŁKA	Wartość oczekiwana wyceny - E(x)	Odchylenie standardowe wyceny - d(x)	Zmienność wyceny - d(x)/E(x)	Wartość minimalna wyceny E(x) - d(x)	Wartość maksymalna wyceny E(x) + d(x)
CD PROJEKT	36 881 850	10 305 857	27,9%	26 575 993	47 187 707
CD PROJEKT RED	27 528 100	8 400 238	23,3%	21 127 862	33 934 575
GOG	33 231 483	8 417 105	25,3%	24 814 379	41 648 588
ŁĄCZNIE	97 641 672	24 787 439	25,4%	72 854 234	123 424 249

Rekomendowana wartość godziwa grupy trzech spółek CD PROJEKT, CD PROJEKT RED oraz GOG Ltd wynosi 97 641 672.

Uwzględniając wartość prognozowanej nadwyżki kosztów nad przychodami w spółce CDP Investment Sp. z o.o. na poziomie ca 1,8 mln złotych oraz zgłaszane po wykonaniu wyceny zastrzeżenia audytora sprowadzające się do zmniejszenia wyniku za 2009 r. o ca 11 mln zł ostateczna wycena Grupy CDP Investment może być niższa i wynosić 84 841 672.

II. Charakterystyka badanego podmiotu oraz przyjęte zasady wyceny.

Przedstawiony poniżej raport dotyczy wyceny na zlecenie spółki pod firmą Optimus Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie, wpisanej do rejestru przedsiębiorców pod numerem KRS 6865 (dalej: "Optimus") spółek,

1. CD Projekt Spółka z o.o. z siedzibą w Warszawie, wpisaną do rejestru przedsiębiorców pod numerem KRS 32579,
2. CD Projekt RED Spółka z o.o. z siedzibą w Warszawie, wpisaną do rejestru przedsiębiorców pod numerem KRS 96654,
3. gog.com Ltd. z siedzibą w Nikozji, na Cyprze, wpisaną do Department of Registrar of Companies and Official Receiver – Nicosia Cyprus, pod numerem HE223674,

oraz dokonania wyceny łącznej grupy spółek zależnych i stowarzyszonych ze spółką CDP Investment Spółka z o.o. z siedzibą w Warszawie (dalej: "Spółka") dla celów określenia wartości 100% udziałów w Spółce, które to udziały mają zostać wniesione przez wspólników Spółki, w postaci wkładu niepieniężnego na podwyższony kapitał zakładowy w Optimus spółki.

Zgodnie z ustaleniami podjętymi ze zlecającym badanie oraz wpólnikami Spółki CDP Investment Spółka z o.o. w skład Grupy wchodzi poza wymienionymi powyżej spółkami, następujące podmioty,

- a. CDP Investment Spółka z o.o. z siedzibą w Warszawie, wpisana do rejestru przedsiębiorców pod numerem KRS 318458,
- b. Porting House Spółka z o.o. z siedzibą w Warszawie, wpisana do rejestru przedsiębiorców pod numerem KRS 29514, która w całości należy do Spółki,
- c. Metropolis Software Spółka z o.o. z siedzibą w Warszawie, wpisana do rejestru przedsiębiorców pod numerem KRS 103776, która w 51% należy do Spółki,
- d. gram.pl Spółka z o.o. z siedzibą w Warszawie, wpisana do rejestru przedsiębiorców pod numerem 296020, która w 20% należy do Spółki,
- e. CD Projekt Czech s.r.o., zarejestrowana w Sądzie dla miasta Pragi, numer wpisu 91298 która w całości należy do CD Projekt Spółka z o.o.,
- f. CD Projekt Slovakia s.r.o., zarejestrowana w Sądzie dla miasta Bratysławy, numer wpisu 31687/B która w całości należy do CD Projekt Spółka z o.o.,
- g. CD Projekt Magyarország Kft., zarejestrowana w Sądzie dla miasta stołecznego Budapesztu, numer wpisu 01-09-878793 która w całości należy do CD Projekt Spółka z o.o.,

Podmioty te zgodnie z ustaleniami podjętymi ze zlecającym badanie nie będą podlegały szczegółowej wycenie. Zgodnie z oświadczeniem wspólników spółki CDP Investment Sp z o.o., minione i prognozowane przepływy Spółki CDP Investment po stronie przychodów nie przekraczają kwoty 5.000.000 zł rocznie i nie są niższe niż 2.500.000 zł a po stronie kosztów przekraczają kwoty osiągniętych przychodów do kwoty nie wyższej niż 1.200.000 zł w roku obrotowym 2008 i kwoty 600.000 zł w latach obrotowych 2009 i 2011.

Przepływy spółek wymienionych w punktach b) i c) włącznie nie stanowią w ocenie składających oświadczenie przepływów istotnych, a ich łączna wysokość za lata obrotowe 2007 i 2008 oraz prognoza na lata obrotowe 2009 – 2014 nie przekracza 10% przychodów skonsolidowanych przepływów Spółki.

Spółka nie posiada kontroli nad spółką wymienioną w punkcie d) powyżej i nie konsoliduje jej wyniku.

Przepływy spółek wymienionych w punktach od e) do g) włącznie zostały uwzględnione w wynikach CD Projekt Spółka z o.o. za lata obrotowe 2007 i 2008 oraz w prognozach na lata obrotowe 2009-2014.

Zgodnie z ustaleniami pomiędzy zlecającym badanie i jego wykonawcą wycena grupy została dokonana w oparciu o wycenę trzech podstawowych spółek tj. CD Projekt, CD Projekt Red oraz GOG Ltd., a wpływ pozostałych podmiotów został scharakteryzowany w przedstawianych ryzykach wyceny.

Wycena została przeprowadzona za pomocą metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych w oparciu o 5 letnie prognozy finansowe przedstawione przez wspólników CD Investment Sp. z o.o. w e-mailu z dnia 26 września 2009 roku.

W celu uzyskania większej wiarygodności wyceny, dla każdej z wycenianych spółek poza wyceną bazową opartą o otrzymane dane prognostyczne, przeprowadzono dodatkowe wyceny, optymistyczną i pesymistyczną oraz oszacowano wartość oczekiwaną z trzech wycen, która jest rekomendowana jako wycena ostateczna. Takie podejście pozwala określić skalę ewentualnego błędu wyceny związanego ze specyfiką stosowanej metodologii DCF oraz lepiej unaocznic wszystkie ryzyka związane z ewentualnym odstępstwem od założeń przyjętych w modelu prognostycznym.

Wycena została przeprowadzona za pomocą metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych.

Proponowana metoda wyceny DCF polega na zastosowaniu zdyskontowanych wolnych przepływów pieniężnych w okresie co najmniej 5-letniej prognozy do oszacowania aktualnej wartości przedsiębiorstwa.

$$V_{FCF}[DCF] = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+WACC_t)^t} + \frac{RV_{FCF}}{(1+WACC_n)^n} \quad RV_{FCF} = \frac{FCF_n}{WACC_n - g_{FCF}}$$

gdzie

$V_{FCF}[DCF]$ - wartość dochodowa przedsiębiorstwa,

FCF_t - wolne przepływy pieniężne w roku t,

RV_{FCF} - wartość rezydualna przepływów FCF,

$WACC_t$ - średni ważony koszt kapitału przedsiębiorstwa w roku t,

n - ilość lat prognozy

$WACC_n$ - średni ważony koszt kapitału przedsiębiorstwa w roku n,

g_{FCF} - średni wzrost przepływów FCF po okresie prognozy.

Wartość rezydualna wyraża potencjał finansowy wolnych przepływów pieniężnych przedsiębiorstwa po okresie prognozy, który już nie jest objęty procedurą dyskontowania. Dyskontowanie wartości rezydualnej jest dokonywane w ostatnim roku prognozy [n].

Kluczowe znaczenie dla rezultatów wyceny ma oszacowanie średnioważonego kosztu kapitału przedsiębiorstwa, pełniącego rolę stopy dyskontowej. Przy czym do wyceny kapitału własnego wykorzystano model CAPM (Capital Assets Pricing Model)

Algorytm szacowania średnioważonego kosztu kapitału przedsiębiorstwa przyjęto wg formuły,

$$WACC = R_E \times f_E + R_D \times f_D \times (1 - T) \quad R_E = R_f + \beta \times (R_M - R_f) = R_f + \beta \times \Delta R$$

gdzie,

R_E - koszt kapitału własnego firmy obliczony na podstawie modelu CAPM,

R_f - koszt kapitału wolnego od ryzyka (przyjęto obligacje 5-letnie),

β - współczynnik branżowy,

R_M - średni zwrot z rynku kapitałowego,

ΔR - premia inwestorska – $R_M - R_f$

R_D - koszt kapitałów obcych,

f_E - udział kapitału własnego,

f_D - udział kapitału obcego,

T - stopa podatkowa.

Wolne przepływy pieniężne w poszczególnych latach prognozy obliczane są jako przewidywane operacyjne wpływy pieniężne po opodatkowaniu w poszczególnych latach pomniejszone o przewidywane przyrosty inwestycji oraz przewidywane przyrosty kapitału obrotowego oraz skorygowane o wpływy z wyniku na działalności finansowej.

Wartość przedsiębiorstwa szacowana jest jako suma skumulowanych zdyskontowanych przepływów pieniężnych w okresie prognozy powiększona o wartość zdyskontowanej wartości rezydualnej, obliczanej jako wartość wolnych przepływów gotówkowych w ostatnim roku prognozy zdyskontowanych przyjętą dla tego roku stopą dyskontową.

W celu zwiększenia wiarygodności oceny, dokonano jej dla trzech scenariuszy (optymalnego, optymistycznego i pesymistycznego), wyróżnionych m.in. ze względu na wartości przyjętych parametrów rocznej stopy inwestycji, rocznego wzrostu sprzedaży, rocznego wzrostu kapitału obrotowego oraz współczynnika beta. Dla tak obliczonych wartości oszacowano wartość oczekiwaną wyceny. Dodatkowo przeprowadzono analizę wrażliwości dokonanego oszacowania na zmiany w rozkładzie prawdopodobieństwa analizowanych scenariuszy.

III. Wycena Spółki CD Projekt Sp. z o.o..

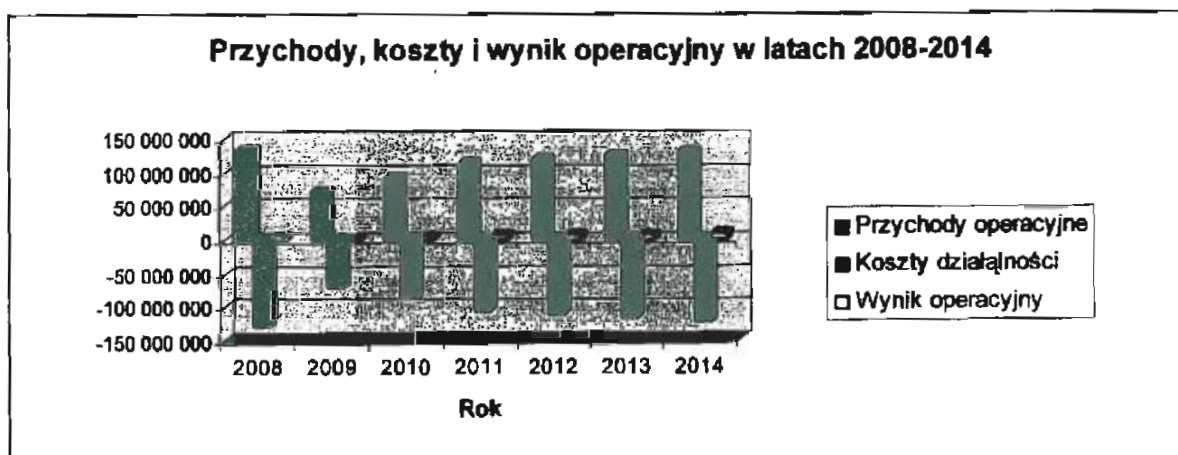
Wycena bazowa została dokonana w oparciu o dane przygotowane przez spółkę (bilans i rachunek wyników do roku 2014) na podstawie których wyliczono przepływy finansowe wykorzystane w modelu DCF (por. załączniki 1,2). Zgodnie z przesłanymi wyjaśnieniami dotyczącymi przygotowanych prognoz,

- Obroty do końca roku 2009 zostały zaplanowane na podstawie estymacji obrotów na tytułach jakie znajdują się w planie wydawniczym CD Projekt Sp. z o.o. z uwzględnieniem obecnej sytuacji na rynku (spadek sprzedaży przez kasy do klienta o 20% w porównaniu do lat ubiegłych, zmniejszanie stanów

magazynowych przez sieci dystrybucji i przesunięcia premier gier komputerowych na lata następne przez dostawców firmy ze względów taktycznych). Obroty te uwzględniają obroty na nowej linii produktów od nowego dostawcy (DVD i Blue Ray) w kwocie około 4mln PLN.

- Obroty w roku 2010 na dystrybucji gier komputerowych zostały zaplanowane na podobnym poziomie jak w roku 2009, a wzrost obrotów wynika z dalszego rozwoju dystrybucji DVD i BR rozpoczętej w roku 2009 (obroty DVD BR zostały zaplanowane w kwocie około 20 mln PLN).
- Obroty w latach 2010 – 2011 zostały zaplanowane w oparciu o założenie poprawy sytuacji gospodarczej na świecie i w kraju, przekładającej się na dynamiczny wzrost sell throug i poprawę nastrojów konsumenckich.
- Obroty w latach 2012- 2014 zostały wyestymowane w oparciu o założenie stabilizacji sytuacji gospodarczej na świecie i powrót sytuacji rynku do stabilnego wzrostu i rozwoju.

Na wykresie i w zestawieniu poniżej przedstawiono podstawowe strumienie przepływów pieniężnych wykorzystywane do kalkulacji wartości Spółki.



Wyszczególnienie	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Wynik operacyjny netto	3 072 939	5 710 746	7 240 518	7 528 610	7 905 250	8 300 512
ruch kapitału obrotowego razem	-3 080 007	-11 587 409	5 084 365	2 528 286	1 995 335	1 548 219
przynosi inwestycji	-1 231 524	-2 827 377	-456 847	-742 398	-778 485	-817 389
środki z działalności finansowej	-1 258 489	-620 442	-659 220	-509 991	-535 490	-562 285

wolne przepływy pieniężne | -2 477 061 | 13 850 335 | 11 219 816 | 8 804 719 | 8 559 630 | 8 467 078 |

III.1 Podstawowe ryzyka związane z osiągnięciem zakładanych wielkości przepływów. Przyjęte poziomy stóp dyskontowych.

Spółka zakłada wysoki poziom przyrostu kapitału obrotowego w latach 2010-2011 spowodowany spadkiem należności handlowych oraz wzrostem zobowiązań handlowych. Jednocześnie zakładany jest spadek zadłużenia długoterminowego. Efektem przyjęcia takich

założeń jest utrzymywanie się na wysokim poziomie długu zewnętrznego, co znacznie obniża średni ważony koszt kapitału (w roku 2011 jest on na najniższym poziomie i wynosi 11,64%).

W modelu wyceny przyjęto utrzymywanie się średniego kosztu kredytu na poziomie 12,46% do końca 2010 roku. W kolejnych trzech latach przyjęto poziom 10,25% i w roku 2014 9,71%. Są to wielkości konserwatywne, szczególnie po uwzględnieniu faktu wysokiego udziału kredytu kupieckiego w zobowiązaniach Spółki. W wariantcie pesymistycznym uwzględniono jednak ryzyko takiego sposobu finansowania działalności i zmniejszono o 8% stopę zmiany kapitału obrotowego.

W całym okresie prognozy przyjęto stały koszt kapitału własnego liczony w oparciu o model CAPM na poziomie 16,7%. Jest to wynikiem przyjęcia 7% premii za ryzyko ponad stopę papierów skarbowych wolnych od ryzyka (obligacje 5-letnie) oraz współczynnika β na poziomie 1,6 (odpowiadającego spółkom o średnim stopniu ryzyka). Przyjęte wartości ryzyka są stosunkowo niewysokie, co wynika z akceptacji przez wykonującego wycenę, stabilnej pozycji firmy na rynku dystrybucji gier i wyważonej wielkości prognozowanych przychodów. Niemniej w celu uwzględnienia w wycenie możliwości wystąpienia niekorzystnych zjawisk rynkowych w wariantcie pesymistycznym wyceny zwiększono współczynnik β o 20%.

Przyjęte do wyceny wielkości stóp procentowych przedstawia tabela poniżej.

lata prognozy	2009	2010	2011	2012	2013	2014
- stopa inwest.baz ryzyka -obligacje 5-letnie	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
- premia za ryzyko	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%
- beta [wsp.ryzyka branżowego]	1,60	1,60	1,60	1,60	1,60	1,60
koszt kapitału własnego	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%
- udział kapitału obcego %	74,9%	65,8%	60,2%	54,0%	47,5%	45,3%
koszt kapitałów obcych [wartość średnia]	12,46%	12,46%	10,25%	10,25%	10,25%	9,71%
średnioważony koszt kapitału [WACC] %	11,75%	12,35%	11,64%	12,17%	12,72%	12,70%

III.2 Założenia wariantów optymistycznego i pesymistycznego wyceny.

W celu zwiększenia wiarygodności wyceny poza wariantem bazowym przeanalizowano dwa dodatkowe warianty optymistyczny i pesymistyczny, różniące się stosunku do wariantu bazowego stopniem dynamiki przychodów operacyjnych, wydajnością gotówkową sprzedaży, stopą wzrostu kapitału obrotowego, stopą inwestycji oraz średnim wzrostem przepływów po okresie prognozy i współczynnikiem β . Parametry te dla poszczególnych wariantów zmieniono zgodnie z zestawieniem poniżej.

Wariant optymistyczny

10,0%	- o taki procent wartości bazowej zwiększono dynamikę przychodów operacyjnych
5,0%	- o taki procent wartości bazowej zwiększono wydajność gotówkową sprzedaży
7,0%	- o taki procent wartości bazowej zmniejszono stopę wzrostu kapitału obrotowego
8,0%	- o taki procent wartości bazowej zmniejszono stopę inwestycji netto
10,0%	- o taki procent wartości bazowej zwiększono średni wzrost po okresie prognozy
20,0%	- o taki procent wartości bazowej obniżono współczynnik beta w modelu CAPM

Wariant pesymistyczny

20,0%	- o taki procent wartości bazowej zredukowano dynamikę przychodów operacyjnych
6,0%	- o taki procent wartości bazowej zredukowano wydajność gotówkową sprzedaży
8,0%	- o taki procent wartości bazowej zwiększono stopę wzrostu kapitału obrotowego
10,0%	- o taki procent wartości bazowej zwiększono stopę inwestycji netto
10,0%	- o taki procent wartości bazowej zredukowano średni wzrost po okresie prognozy
20,0%	- o taki procent wartości bazowej zwiększono współczynnik beta w modelu CAPM

III.3 Wyniki wyceny.

W wyniku przeprowadzonej analizy zdyskontowanych przepływów pieniężnych otrzymano następujące wartości wyceny dla poszczególnych wariantów.

	wariant bazowy	wariant optymistyczny	wariant pesymistyczny
skumulowana bieżąca wartość wolnych przepływów	35 051 222	37 280 917	29 874 869
bieżąca wartość rezydualna	47 613 440	61 208 398	36 032 443
wartość przedsiębiorstwa brutto	82 664 662	98 489 315	65 907 312
wielkość zobowiązań	45 596 279	45 596 279	45 596 279
wartość przedsiębiorstwa netto	37 068 383	52 893 036	20 311 034

Przyjmując, że wariant bazowy zrealizuje się z prawdopodobieństwem 60% a pozostałe dwa warianty z prawdopodobieństwem po 20% wartość oczekiwana wyceny wynosi 36 881 850 przy zmienności wyceny równej 27,94%. Zakładając normalność rozkładu szacunków wartości wyceny możemy z prawdopodobieństwem rzędu 0,95 stwierdzić, że wycena godziwa Spółki mieści się w przedziale { 16 682 371 – 57 081 330 }.

IV. Wycena Spółki CD Projekt RED Sp. z o.o..

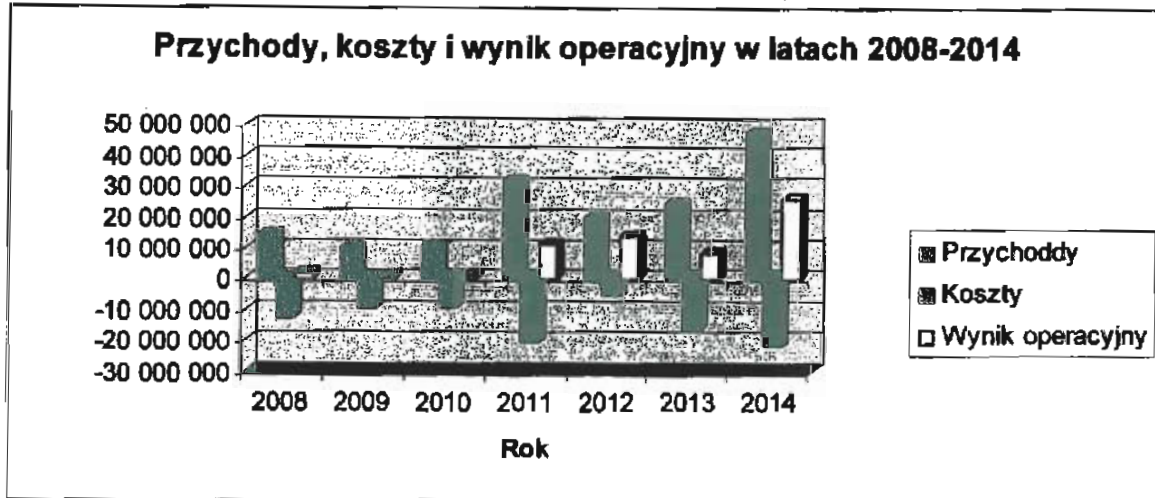
Wycena bazowa została dokonana w oparciu o dane przygotowane przez spółkę (bilans i rachunek wyników do roku 2014) na podstawie których wyliczono przepływy finansowe wykorzystane w modelu DCF (por. załączniki 3,4). Zgodnie z przesłanymi wyjaśnieniami dotyczącymi przygotowanych prognoz,

Do przygotowania planów przychodów i kosztów CD Projekt RED Sp. z o.o. zostały przyjęte przychody i koszty wynikające z planów produkcji gier bazujących na IP Wiedźmiń i

Informacje niejawne ze względu na tajemnice przedsiębiorstwa CD Projekt RED Sp. z o.o.

Informacje niejawne ze względu na tajemnice przedsiębiorstwa CD Projekt RED Sp. z o.o.

Informacje niejawne ze względu na tajemnice przedsiębiorstwa CD Projekt RED Sp. z o.o.



Wyszczególnienie	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Wynik operacyjny netto	1 361 214	1 868 530	9 676 132	11 651 097	7 226 023	21 286 895
ruch/kapitału obrotowego razem	-1 584 521	-1 199 817	-3 647 693	-4 233 201	2 086 596	5 199 530
przyrost inwestycji	-500 080	-134 670	-311 722	-186 753	-343 920	-254 702
środki z działalności finansowej	670 825	-526 337	-210 722	-42 000	-42 000	-35 000

wolne przepływy pieniężne | -52 562 | 7 705 | 5 505 994 | 7 189 143 | 8 926 700 | 26 186 723 |

IV.1 Podstawowe ryzyka związane z osiągnięciem zakładanych wielkości przepływów. Przyjęte poziomy stóp dyskontowych.

Specyfika działalności Spółki CD PROJEKT RED polega na realizacji gry komputerowej Wiedźmin. Stąd wysokie przychody i przepływy pieniężne pojawiające się w ostatnim roku realizacji projektu. Biorąc pod uwagę 5 letni okres prognozy, a tym samym dużą niepewność dotyczącą prognoz taki rozkład przychodów, którego koncentracja następuje w ostatnim roku prognozy obarczony jest zwiększonym ryzykiem.

Stąd w modelu CAPM przyjęto wyższy poziom premii za ryzyko rynkowe t.j. 8% wzrastającej do 10% w ostatnim roku prognozy. Zwiększono również wartość współczynnika β do poziomu 2,2. Ponieważ Działalność Spółki począwszy od roku 2014 (a więc po zakończeniu projektu) będzie wygaszana (przynajmniej w zakresie przychodów związanych z projektem Wiedźmin), przyjęto ujemną wartość współczynnika określającego wzrost przepływów po okresie prognozy. Umożliwia to wykorzystanie wartości przepływów prognozowanych na rok 2014 do obliczenia wartości rezydualnej (por. załącznik 4). W pierwszych trzech latach prognozy (2009-2011) Spółka w znaczącym stopniu wykorzystuje kapitały obce istotnie tańsze od kapitału własnego, natomiast w kolejnych latach udział kapitału własnego w finansowaniu działalności wzrasta do 100% co jest związane z kapitalizacją zakładanych zysków i spłatą zobowiązań handlowych. Efektem tego jest znaczny wzrost średnioważonego kosztu kapitału wynikający z modelu WACC, a tym samym wzrost stopy dyskontowej i spadek wyceny bieżącej przyszłych strumieni przychodów. W ten sposób niwelowany jest wpływ zwiększonego ryzyka występującego w ostatnich latach realizacji projektu.

Przyjęte do wyceny poziomy stóp procentowych prowadzące do wynikowego kosztu kapitału wykorzystywanego do dyskontowania przepływów pieniężnych przedstawia tabela poniżej.

lata prognozy	2009	2010	2011	2012	2013	2014
- stopa inwest.bez ryzyka [obligacje 5-letnie]	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
- premia za ryzyko [ryzyko kraju]	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	10,00%
- beta [wsp.ryzyka branżowego]	2,20	2,20	2,20	2,20	2,20	2,20
koszt kapitału własnego	23,1%	23,1%	23,1%	23,1%	23,1%	27,5%

koszt kapitałów obcych [wartość średnia]	12,46%	12,46%	9,71%	9,71%	9,71%	9,71%
- udział kapitału własnego %		6,8%	12,1%	100,0%	100,0%	100,0%

średniowazony koszt kapitału [WACC] %	10,09%	10,98%	9,71%	23,10%	23,10%	27,50%
---------------------------------------	--------	--------	-------	--------	--------	--------

Kolejnym istotnym czynnikiem ryzyka wpływającym na wycenę Spółki jest fakt osiągania większości przychodów u USD i EUR co naraża Spółkę na ryzyko walutowe. Tym samym przyjęcie zbyt wysokich kursów wymiany może skutkować przeszacowaniem przychodów i zawyżeniem wyceny. Spółka przyjęła dla celów prognostycznych następujące poziomy kursów,

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
EUR/PLN	4,1500	3,9625	3,7500	3,4000	3,4000	3,4000
USD/PLN	2,8950	2,6750	2,6800	2,5200	2,5200	2,5200

Zdaniem wyceniającego przyjęte poziomy kursów walutowych dla USD/PLN i EUR/PLN gwarantują minimalizację tego ryzyka. Mogą one raczej ulec zwiększeniu, co spowodowałoby wzrost przychodów wyrażonych w PLN. W celu zobrazowania skali ryzyka związanego z poziomem kursów walutowych przeprowadzono analizę wrażliwości wyceny w wariantcie bazowym na zmianę kursu EUR/PLN. Wyniki tej analizy zawiera tabela poniżej.

Analiza wrażliwości oceny DCF wartości firmy CDPROJEKTRED na 10% zmiany kursu EUR/PLN w poszczególnych latach prognozy.

Podsumowanie scenariuszy						
	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Kom. zmienne:						
Średni kurs EUR/PLN w roku 2009	4,15	4,15	4,15	4,15	4,15	4,15
Średni kurs EUR/PLN w roku 2010	3,9625	4,38	3,9625	3,9625	3,9625	3,9625
Średni kurs EUR/PLN w roku 2011	3,75	3,75	4,15	3,75	3,75	3,75
Średni kurs EUR/PLN w roku 2012	3,4	3,4	3,4	3,74	3,4	3,4
Średni kurs EUR/PLN w roku 2013	3,40	3,40	3,40	3,40	3,74	3,40
Średni kurs EUR/PLN w roku 2014	3,40	3,40	3,40	3,40	3,40	3,74
Kom. wynikowe:						
wartość oczekiwana wyceny E(x)	27 528 339	28 365 781	30 145 563	28 596 733	28 607 177	31 245 849
wartość E(x)-sd(X)	33 934 575	34 798 574	36 943 512	35 036 186	35 099 227	38 467 852
wartość E(x)+sd(X)	21 122 103	21 932 988	23 347 615	22 157 281	22 115 127	24 023 845
zmienność ocen $sd(x)/E(x)$	23,27%	22,68%	22,55%	22,52%	22,69%	23,11%
Procentowa względna zmiana wartości		3,04%	9,51%	3,88%	3,92%	13,50%

Z przeprowadzonej analizy wynika, że zmiana kursu EUR/PLN o 10% w roku powoduje zmianę wartości wyceny średnio o 4% przy czym w latach 2011 i 2014 jest to odpowiednio 9,5% i 13,5% co wynika z wysokich przychodów operacyjnych zakładanych na te lata.

IV.2 Założenia wariantów optymistycznego i pesymistycznego wyceny.

Podobnie jak w przypadku Spółki CD PROJEKT poza wariantem bazowym, przeanalizowano wariant optymistyczny i pesymistyczny prognozy, przy czym w wariantcie pesymistycznym dokonano nieznacznie większej modyfikacji zmienianych parametrów modelu wyceny. Wynikiem tego jest pewna asymetria na korzyść prognozy bardziej pesymistycznej. Podejście takie uzasadnione jest konserwatywnością wyceny uwzględniającą ryzyka wynikające ze specyfiki prowadzonej przez Spółkę działalności, wyrażające się w kumulacji efektów finansowych w ostatnim roku prognozy.

Warianty optymistyczny i pesymistyczny, różnią się stosunku do wariantu bazowego stopniem dynamiki przychodów operacyjnych, wydajnością gotówkową sprzedaży, stopą wzrostu kapitału obrotowego, stopą inwestycji oraz średnim wzrostem przepływów po okresie prognozy i współczynnikiem β . Parametry te dla poszczególnych wariantów zmieniono zgodnie z zestawieniem poniżej.

Wariant optymistyczny

10,0%	- o taki procent wartości bazowej zwiększono dynamikę przychodów operacyjnych
5,0%	- o taki procent wartości bazowej zwiększono wydajność gotówkową sprzedaży
7,0%	- o taki procent wartości bazowej zmniejszono stopę wzrostu kapitału obrotowego
8,0%	- o taki procent wartości bazowej zmniejszono stopę inwestycji netto
10,0%	- o taki procent wartości bazowej zwiększono średni wzrost po okresie prognozy
20,0%	- o taki procent wartości bazowej obniżono współczynnik beta w modelu CAPM

Wariant pesymistyczny

20,0%	- o taki procent wartości bazowej zredukowano dynamikę przychodów operacyjnych
6,0%	- o taki procent wartości bazowej zredukowano wydajność gotówkową sprzedaży
8,0%	- o taki procent wartości bazowej zwiększono stopę wzrostu kapitału obrotowego
10,0%	- o taki procent wartości bazowej zwiększono stopę inwestycji netto
10,0%	- o taki procent wartości bazowej zredukowano średni wzrost po okresie prognozy
20,0%	- o taki procent wartości bazowej zwiększono współczynnik beta w modelu CAPM

IV.3 Wyniki wyceny.

W wyniku przeprowadzonej analizy zdyskontowanych przepływów pieniężnych otrzymano następujące wartości wyceny dla poszczególnych wariantów.

	wariant bazowy	wariant optymistyczny	wariant pesymistyczny
skumulowana bieżąca wartość wolnych przepływów	20 045 400	26 250 707	13 689 907
bieżąca wartość rezydualna	12 553 905	16 819 794	12 222 222
wartość przedsiębiorstwa brutto	32 599 305	43 070 501	25 912 129
wielkość kredytów i pożyczek	5 209 200	5 209 200	5 209 200
wartość przedsiębiorstwa netto	27 390 105	37 861 301	17 010 000

Przyjmując, że wariant bazowy zrealizuje się z prawdopodobieństwem 60% a pozostałe dwa warianty z prawdopodobieństwem po 20% wartość oczekiwana wyceny wynosi 27 528 339 przy zmienności wyceny równej 23,27%. Zakładając normalność rozkładu szacunków wartości wyceny możemy z prawdopodobieństwem rzędu 0,95 stwierdzić, że wycena godziwa Spółki mieści się w przedziale { 14 972 117 – 40 084 561 }.

V. Wycena Spółki GOG.com Ltd

Wycena bazowa została dokonana w oparciu o dane przygotowane przez spółkę (bilans i rachunek wyników do roku 2014) na podstawie których wyliczono przepływy finansowe wykorzystane w modelu DCF (por. załączniki 5,6). Zgodnie z przesłanymi wyjaśnieniami dotyczącymi przygotowanych prognoz, aktualny model działania serwisu GOG.com polega na dystrybucji starszych gier na komputery osobiste PC w rewolucyjnym modelu cenowym (dwa progi cenowe \$5.99 oraz \$9.99) dostępnych w tej samej cenie dla użytkowników z całego świata. Dodatkowym atutem jest fakt, że wszystkie gry dostępne są w bez zabezpieczeń – co jest ewenementem na skalę światową. Ponadto serwis oferuje też dodatkowe materiały do gier dostępne bezpłatnie po zakupie danej gry.

Aktualnie GOG.com oferuje wydawcom z całego świata minimalną gwarancję licencyjną płatną w części w momencie podpisaniu kontraktu, a resztę po wydaniu gier. W zamian za gwarancję serwis uzyskuje niższą wysokość płatnych tantiem. W 2010 i 2011 roku w momencie wprowadzenia nowszych tytułów planowane jest przejście na model obowiązujący na rynku nowych tytułów tj. wyższe tantiemy, ale bez gwarancji finansowych.

Do końca 2009 roku planowane jest podpisanie kilku kluczowych kontraktów licencyjnych, które zagwarantują znaczne zwiększenie ruchu, a co za tym idzie przyrost bazy zarejestrowanych użytkowników oraz wzrost sprzedaży

Kontrakty te będą bazować na aktualnym modelu biznesowym tj. cenie detalicznej \$5.99 lub \$9.99 i niższych tantiemach przy jednoczesnej gwarancji finansowej.

W roku 2010 planowane jest podpisanie kontraktów z pozostałymi wiodącymi wydawcami światowymi na ich starsze gry, a w szczególności z *Electronic Arts*. Także w tym roku zakładane jest powiększenie oferty o dodatkowe języki dla poszczególnych gier. Aktualnie serwis działa tylko w języku angielskim, co potencjalnie ogranicza grupę możliwych do pozyskania użytkowników. Powiększając ofertę o dodatkowe języki planowane jest skoncentrowanie się na rynkach gdzie PC jest nadal wiodącą platformą czyli: Niemczech, Polsce oraz Rosji.

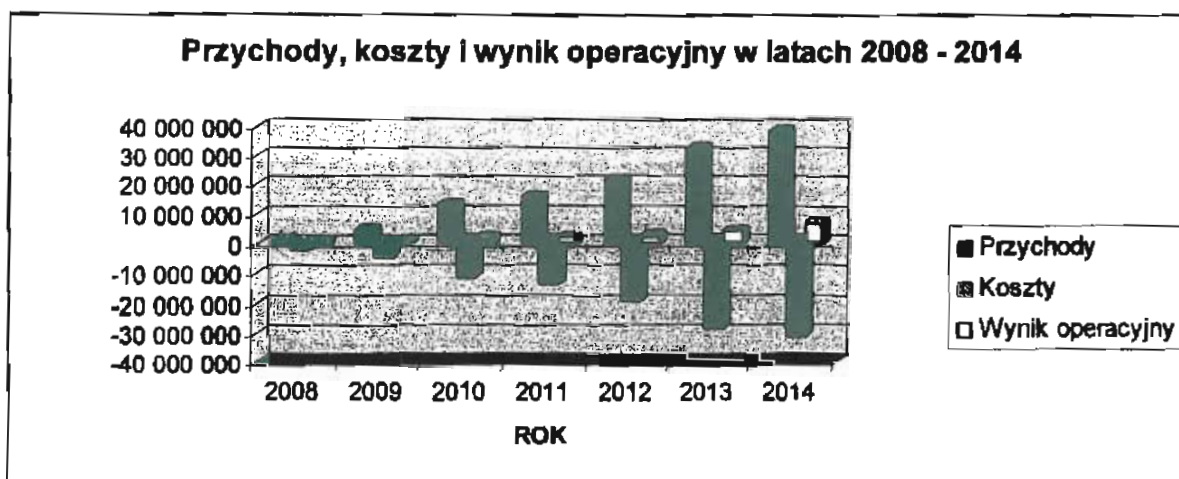
Informacje niejawne ze względu na tajemnice przedsiębiorstwa GOG.com Ltd

Informacje niejawne ze względu na tajemnice przedsiębiorstwa GOG.com Ltd

W kolejnych latach planowany jest stały wzrost bazy użytkowników, a jednocześnie przychodów przy jednoczesnym ugruntowywaniu pozycji Spółki wśród graczy na poszczególnych rynkach lokalnych.

Aktualnie rynek cyfrowej dystrybucji gier na PC jest w początkowej fazie rozwoju. Widać jednak już, że w szybkim tempie gracze adaptują się do tego modelu, a co za tym idzie wzrost rynku dystrybucji jest bardzo dynamiczny. Zakłada się że do roku 2014 sprzedaż cyfrowa wzrośnie do 30-40% całkowitej sprzedaży zabierając znaczącą część udziału rynkowego dystrybucji detalicznej.

Na wykresie I w zestawieniu poniżej przedstawiono podstawowe strumienie przepływów pieniężnych wykorzystywane do kalkulacji wartości Spółki.



WYSZCZEGÓLNIENIE	2009	2010	2011	2012	2013	2014
źródła operacyjne netto	838 639	2 036 343	2 309 637	2 336 934	3 876 093	6 748 933
ruch kapitału obrotowego razem	2 572 291	-1 399 729	499 744	-761 767		100 000
środki z działalności inwestycyjnej	-2 110 000	-720 428	-551 521	-351 597	-401 677	-401 761
wynik na działalności finansowej	-83 621	684 490	60 049	60 049	60 680	116 829
wolne przepływy pieniężne	1 217 309	600 679	2 307 808	1 283 599	3 555 096	6 584 000

V.1 Podstawowe ryzyka związane z osiągnięciem zakładanych wielkości przepływów. Przyjęte poziomy stóp dyskontowych.

Spółka jest przykładem typowego start up-u działającego w obszarze sprzedaży internetowej. Z tego względu ryzyko realizacji założeń planowych jest szczególnie wysokie. Dodatkowym elementem zwiększającym niepewność realizacji założonych przepływów finansowych jest realizacja znacznej części przychodów w dolarach i euro a tym samym ekspozycja na ryzyko walutowe. Poza tym przyjęto ambitne założenia przychodowe, szczególnie w końcowym okresie prognozy. Z tego względu dla celów wyceny przyjęto relatywnie wysoki poziom ryzyka rynkowego równy 8% i wysoki współczynnik β równy 2,30 w całym okresie prognozy. Ponieważ Spółka, szczególnie w początkowym okresie, wykorzystuje kapitały obce wpływ wysokiego kosztu kapitału własnego na wartość średnioważonego kosztu kapitału WACC, a tym samym stopy dyskontowe, jest wyraźnie widoczny w ostatnich dwóch latach prognozy (por. tabela poniżej).

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
stopa inwestycji bez ryzyka [obligacje 5-letnie]	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
premia za ryzyko [ryzyko kraju]	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%
beta [współczynnik ryzyka branżowego]	2,30	2,30	2,30	2,30	2,30	2,30
koszt kapitału własnego	23,9%	23,9%	23,9%	23,9%	23,9%	23,9%
- udział kapitału własnego %			2,5%	27,4%	49,0%	63,2%
koszt kapitałów obcych [wartość średnia]	12,46%	12,46%	9,71%	9,71%	9,71%	9,71%
średnioważony koszt kapitału [WACC] %	10,09%	10,09%	8,26%	12,25%	15,72%	18,00%

V.2 Założenia wariantów optymistycznego i pesymistycznego wyceny.

Podobnie jak w przypadku Spółek CD PROJEKT i CD PROJEKT RED poza wariantem bazowym, przeanalizowano wariant optymistyczny i pesymistyczny prognozy, przy czym w wariantcie pesymistycznym dokonano nieznacznie większej modyfikacji zmienianych parametrów modelu wyceny. Wynikiem tego jest pewna asymetria na korzyść prognozy bardziej pesymistycznej. Podejście takie uzasadnione jest konserwatywnością wyceny uwzględniającą ryzyka wynikające ze specyfiki prowadzonej przez Spółkę działalności, wyrażające się w kumulacji efektów finansowych w ostatnim roku prognozy.

Warianty optymistyczny i pesymistyczny, różnią się stosunku do wariantu bazowego stopniem dynamiki przychodów operacyjnych, wydajnością gotówkową sprzedaży, stopą wzrostu kapitału obrotowego, stopą inwestycji oraz średnim wzrostem przepływów po okresie prognozy i współczynnikiem β . Parametry te dla poszczególnych wariantów zmieniono zgodnie z zestawieniem poniżej.

Wariant optymistyczny

10,0%	- o taki procent wartości bazowej zwiększono dynamikę przychodów operacyjnych
6,0%	- o taki procent wartości bazowej zwiększono wydajność gotówkową sprzedaży
7,0%	- o taki procent wartości bazowej zmniejszono stopę wzrostu kapitału obrotowego
6,0%	- o taki procent wartości bazowej zmniejszono stopę inwestycji netto
10,0%	- o taki procent wartości bazowej zwiększono średni wzrost po okresie prognozy
20,0%	- o taki procent wartości bazowej obniżono współczynnik beta w modelu CAPM

Wariant pesymistyczny

20,0%	- o taki procent wartości bazowej zredukowano dynamikę przychodów operacyjnych
8,0%	- o taki procent wartości bazowej zredukowano wydajność gotówkową sprzedaży
8,0%	- o taki procent wartości bazowej zwiększono stopę wzrostu kapitału obrotowego
10,0%	- o taki procent wartości bazowej zwiększono stopę inwestycji netto
10,0%	- o taki procent wartości bazowej zredukowano średni wzrost po okresie prognozy
20,0%	- o taki procent wartości bazowej zwiększono współczynnik beta w modelu CAPM

V.3 Wyniki wyceny.

W wyniku przeprowadzonej analizy zdyskontowanych przepływów pieniężnych otrzymano następujące wartości wyceny dla poszczególnych wariantów.

	wariant bazowy	wariant optymistyczny	wariant optymistyczny
skumulowana bieżąca wartość wolnych przepływów	9 491 848	11 616 716	6 940 716
bieżąca wartość rezydualna	32 196 365	38 657 342	16 340 646
wartość przedsiębiorstwa brutto	41 688 213	48 274 058	23 281 363
wielkość kredytów i pożyczek	6 092 529	6 092 529	6 092 529
wartość przedsiębiorstwa netto	35 595 684	42 181 529	17 188 834

Przyjmując, że wariant bazowy zrealizuje się z prawdopodobieństwem 60% a pozostałe dwa warianty z prawdopodobieństwem po 20% wartość oczekiwana wyceny wynosi 33 231 483 przy zmienności wyceny równej 25,33%. Zakładając normalność rozkładu szacunków wartości wyceny możemy z prawdopodobieństwem rzędu 0,95 stwierdzić, że wycena godziwa Spółki mieści się w przedziale { 16 733 958 – 49 729 009 }.

VI. Łączna wycena Grupy

Z zastrzeżeniem, że wycena pozostałych Spółek wchodzących w skład grupy CDP Investment nie wpływa w istotny sposób na wycenę grupy oraz że, pomiędzy analizowanymi spółkami nie będą w przyszłości występowały przepływy finansowe poza tymi uwzględnionymi w prognozach możemy oszacować wartość godziwą grupy CDP Investment w oparciu o sumę zdyskontowanych przepływów trzech ocenianych powyżej spółek.

Uwzględniając poza wyceną bazową dwa dodatkowe scenariusze przepływów, optymistyczny i pesymistyczny możemy wyliczyć wartość oczekiwaną wyceny dla trzech analizowanych spółek łącznie.

Oczekiwana wartość zaktualizowana netto [ENPV] dla trzech spółek łącznie

scenariusze	NPV	p_i	NPV x p_i		
scenariusz optymalny - bazowy	100 054 173	60%	60 032 504		
scenariusz optymistyczny	132 835 886	20%	26 587 173		
scenariusz pesymistyczny	55 109 978	20%	11 021 996		
razem		100%			
oczekiwana wartość wyceny		97 641 672			
	NPV _i	ENPV	NPV _i -ENPV	(NPV _i -ENPV) ²	(NPV _i -ENPV) ² x p_i
scenariusz optymalny	100 054 173	97 641 672	2 412 500	5 820 157 830 379	3 492 094 698 227
scenariusz optymistyczny	132 835 886	97 641 672	35 294 194	1 245 680 107 896 310	249 136 021 579 262
scenariusz pesymistyczny	55 109 978	97 641 672	-42 531 695	1 808 945 051 326 100	381 788 010 285 220
	0	0	0	0	0
	0	0	0	0	0
	0	0	0	0	0
wariancja			614 417 126 542 709		
odchylenie standardowe SD[NPV]			24 787 439		
zakres wartości - max			122 429 111		
zakres wartości - min			72 854 234		
współczynnik zmienności CV[NPV]			25,30%		

Reasumpcja otrzymanych wycen znajduje się w tabeli poniżej.

SPÓŁKA	Wartość oczekiwana wyceny - E(x)	Odchylenie standardowe wyceny - d(x)	Zmienność wyceny - d(x)/E(x)	Wartość minimalna wyceny E(x) - d(x)	Wartość maksymalna wyceny E(x) + d(x)
CD PROJEKT	36 881 850	10 305 857	27,9%	26 575 993	47 187 707
CD PROJEKT RED	27 529 339	6 408 236	23,3%	21 122 103	33 934 575
GOG	33 231 483	8 417 105	25,3%	24 814 379	41 648 588
ŁĄCZNIE	97 641 672	24 787 439	25,4%	72 854 234	123 424 249

Ponieważ przyjęte do analizy scenariusze mogą oczywiście realizować się z różnym, niekoniecznie takim jakie założono dla potrzeb niniejszej wyceny prawdopodobieństwem, przeanalizowano wrażliwość przedstawionych szacunków na zmiany założonego rozkładu prawdopodobieństwa. Analiza taka umożliwia unacznienie złożoności czynników wpływających na wycenę DCF i związane z tym ryzyka błędu.

Podsumowanie scenariuszy

Kom. zmieniane:					
scenariusz optymalny - bazowy	60%	50%	60%	60%	50%
scenariusz optymistyczny	20%	25%	30%	10%	10%
scenariusz pesymistyczny	20%	25%	10%	30%	40%
Kom. wynikowe:					
zakres wartości - max	122 429 111	124 718 912	127 729 461	114 560 803	111 828 435
zakres wartości - min	72 854 234	69 358 182	83 119 061	65 157 364	58 900 893
współczynnik zmienności	25,39%	28,53%	21,16%	27,49%	31,00%
oczekiwana wartość wyceny	97 641 672	97 038 547	105 424 261	89 859 084	85 364 684
względna zmiana wartości oczekiwanej wyceny dla poszcz. wariantów w stosunku do wariantu bazowego		-0,62%	8,02%	-7,38%	-13,66%

VII. Zastrzeżenia i uwagi

Przedstawiona wycena grupy spółek zależnych CDP Investment Sp. z o.o. może stanowić przybliżoną wartość wyceny całej grupy pod warunkiem spełnienia przyjętych w niniejszym opracowaniu założeń i oświadczeń. Zastosowana metodologia, uwzględniająca trzy scenariusze wyceny pozwala zdaniem autora w większym stopniu wyważyć ocenę końcową i wyeksponować istniejące ryzyka. Przedstawione 95% przedziały ufności dla wartości wyceny są niestety bardzo szerokie co wynika z różnorodności czynników wpływających na ostateczną wartość zdyskontowanych przepływów pieniężnych.

Uwzględniając te aspekty wyceny DCF można bezpiecznie przyjąć, że nieuwzględnione w łącznej wycenie grupy czynniki o charakterze marginalnym, nie zniekształcają tej wyceny i mieszczą się w ramach dopuszczalnego błędu.

Uwzględniając planowaną nadwyżkę kosztów nad przychodami w spółce CDP Investment Sp. z o.o. oraz zastrzeżenia audytora dotyczące wyniku za rok 2009, przedstawiona wycena całości grupy może ulec zmniejszeniu o ca 12 mln złotych.

