OPTIFINA

RAPORT Z WYCENY
wartości godziwej
100% udziałów
Besim Fashion & Media Sp. z o.o.

Zamawiający:	Besim Fashion & Media Sp. z o.o., ul. Ludwika Idzikowskiego 16, 00-710 Warszawa NIP: 5252931841
Przedmiot wyceny:	Określenie wartości godziwej pakietu 100% udziałów Besim Fashion & Media Sp. z o.o.
Data wyceny:	01.06.2026
Data raportu:	04.06.2026
Autor opracowania:	Optifina Sp. z o.o., ul. Sokratesa 2/2, 01-909 Warszawa, NIP: 1182320359

OPTIFINA

Spis treści

1 Przedmiot, cel i data wyceny 3
2 Zakres prac, źródła danych i ograniczenia 4
3 Streszczenie wyniku wyceny 6
4 Krótka charakterystyka BFM 7
5 Prognozy przyjęte do wyceny 9
6 Uzasadnienie wyboru metody wyceny 11
7 Wycena BFM w ujęciu samodzielnym 17
8 Wycena AI Orbit Sp. z o.o. 19
9 Wycena BFM z uwzględnieniem udziałów w AI Orbit Sp. z o.o. 21
10 Analiza wrażliwości 22
11 Wynik końcowy i konkluzja 26
12 Zastrzeżenia i ograniczenia 27
13 Załączniki 28

1 Przedmiot, cel i data wyceny

Przedmiotem niniejszej wyceny jest 100% udziałów Besim Fashion & Media Sp. z o.o. z siedzibą w Warszawie („Spółka", „BFM", „Besim Fashion & Media").

Wycena została sporządzona według stanu na dzień 01.06.2026 r. („Data Wyceny").

Celem wyceny jest oszacowanie wartości godziwej[1] 100% udziałów Besim Fashion & Media Sp. z o.o. na potrzeby planowanego wniesienia tych udziałów do spółki akcyjnej w zamian za objęcie akcji nowej serii / emisji.

Na dzień wyceny Besim Fashion & Media Sp. z o.o. posiada 75% udziałów w AI Orbit Sp. z o.o.

Wartość godziwa 75% udziału Besim Fashion & Media Sp. z o.o. w AI Orbit Sp. z o.o. została uwzględniona w niniejszej wycenie metodą sumy części, tj. jako odrębny komponent wartości Besim Fashion & Media Sp. z o.o.

Wynik wyceny przedstawiony w niniejszym raporcie odnosi się do wartości godziwej kapitału własnego przypadającej na 100% udziałów Besim Fashion & Media Sp. z o.o., z uwzględnieniem wartości godziwej udziału w AI Orbit Sp. z o.o.

[1] Zob. art. 311 § 1 pkt 5 oraz art. 312 § 1 i § 4 Kodeksu spółek handlowych. Przepisy te odnoszą się do metody wyceny wkładów niepieniężnych oraz wartości godziwej wkładów niepieniężnych wnoszonych w zamian za akcje.

2 Zakres prac, źródła danych i ograniczenia

2.1 Zakres prac

Zakres przeprowadzonych prac obejmował oszacowanie wartości godziwej 100% udziałów Besim Fashion & Media Sp. z o.o. według stanu na Datę Wyceny, na potrzeby planowanego wniesienia tych udziałów do spółki akcyjnej w zamian za objęcie akcji nowej serii / emisji.

W ramach prac dokonano w szczególności:

- przeglądu przekazanych informacji dotyczących działalności Besim Fashion & Media Sp. z o.o. oraz AI Orbit Sp. z o.o.;
- analizy danych historycznych i prognoz finansowych przekazanych na potrzeby wyceny;
- analizy modelu finansowego Besim Fashion & Media Sp. z o.o. w wariancie samodzielnym;
- analizy modelu finansowego AI Orbit Sp. z o.o.;
- oceny zasadności zastosowania podejścia dochodowego jako głównej metody wyceny;
- przygotowania kalkulacji wartości Besim Fashion & Media Sp. z o.o. metodą sumy części, obejmującej:
    - wartość działalności Besim Fashion & Media Sp. z o.o. w ujęciu samodzielnym,
    - wartość godziwą 75% udziału w AI Orbit Sp. z o.o.,
- przeprowadzenia analizy wrażliwości wyniku wyceny na wybrane kluczowe założenia.

Zakres prac nie obejmował przeprowadzenia badania due diligence, audytu, przeglądu sprawozdań finansowych, badania prawnego, podatkowego ani technicznego. Prace miały charakter wyceny finansowej sporządzonej na podstawie danych i informacji udostępnionych na potrzeby niniejszego raportu.

2.2 Źródła danych

Wycena została sporządzona na podstawie dokumentów, informacji i danych przekazanych na potrzeby wyceny, a także publicznie dostępnych danych rynkowych wykorzystanych przy szacowaniu parametrów stopy dyskontowej.

Tabela 1. Źródła danych wykorzystane w wycenie

Grupa materiałów / danych	Zakres informacji	Sposób wykorzystania w wycenie
Materiały informacyjne i strategiczne dotyczące BFM	opis działalności, kierunki rozwoju, założenia operacyjne i komercyjne	charakterystyka Spółki, ocena modelu działalności, weryfikacja logiki prognoz
Materiały informacyjne i strategiczne dotyczące AI Orbit Sp. z o.o.	opis działalności, produkty, model komercjalizacji, założenia rozwoju	charakterystyka AI Orbit Sp. z o.o., ocena założeń do modelu DCF skorygowanego o ryzyko realizacji prognoz
Materiały dotyczące produktów AI Orbit Sp. z o.o.	informacje dotyczące LexVerify, Brand Agent oraz oNTENT	opis głównych źródeł potencjalnych przychodów AI Orbit Sp. z o.o. oraz ocena ryzyk komercjalizacji
Historyczne dane finansowe BFM	dane dotyczące przychodów, kosztów, wyników, kapitału obrotowego i struktury finansowania	punkt odniesienia dla prognozy finansowej i modelu DCF BFM w ujęciu samodzielnym
Prognozy finansowe BFM	prognozowane przychody, koszty, nakłady, kapitał obrotowy i przepływy pieniężne	podstawa kalkulacji wartości BFM w ujęciu samodzielnym metodą DCF
Prognozy finansowe AI Orbit Sp. z o.o.	prognozowane przychody, koszty, nakłady, kapitał obrotowy i przepływy pieniężne	podstawa kalkulacji wartości AI Orbit Sp. z o.o. metodą DCF skorygowanego o ryzyko realizacji prognoz
Modele finansowe przygotowane na potrzeby wyceny	kalkulacje DCF BFM w ujęciu samodzielnym, DCF AI Orbit Sp. z o.o., WACC, wartość rezydualna, analiza wrażliwości	bezpośrednia podstawa kalkulacji wartości

Grupa materiałów / danych	Zakres informacji	Sposób wykorzystania w wycenie
Dane księgowe i rejestrowe dotyczące struktury udziałowej	informacje o 75% udziale BFM w AI Orbit Sp. z o.o.	ustalenie zakresu aktywów uwzględnianych w wycenie oraz kalkulacja wartości metodą sumy części
Publicznie dostępne dane rynkowe	parametry rynkowe wykorzystane przy szacowaniu stopy dyskontowej	kalkulacja kosztu kapitału i parametrów WACC

Źródło: Opracowanie własne

Przyjęto, że dane finansowe, prognozy, informacje operacyjne oraz informacje dotyczące struktury udziałowej przekazane na potrzeby wyceny są kompletne i rzetelne w zakresie istotnym dla przeprowadzenia niniejszej wyceny. Nie przeprowadzano niezależnej weryfikacji prawdziwości, kompletności ani zgodności tych danych z dokumentacją źródłową, z wyjątkiem analizy ich logicznej spójności na potrzeby modelu wyceny.

2.3 Ograniczenia

Wycena została sporządzona przy następujących ograniczeniach:

- prognozy finansowe wykorzystane w modelach wyceny zostały przygotowane na podstawie założeń zarządczych i informacji przekazanych na potrzeby wyceny;
- prognozy te nie stanowią gwarancji osiągnięcia określonych wyników finansowych w przyszłości;
- w ramach prac nie przeprowadzono niezależnej analizy rynku, badania popytu ani weryfikacji komercyjnej założeń sprzedażowych;
- nie dokonano niezależnej weryfikacji prawnej tytułów udziałowych ani praw własności intelektualnej wykorzystywanych w działalności Besim Fashion & Media Sp. z o.o. lub AI Orbit Sp. z o.o.;
- nie przeprowadzono audytu ani przeglądu danych finansowych w rozumieniu przepisów o rachunkowości lub standardów rewizji finansowej;
- nie przeprowadzono analizy podatkowych, prawnych ani księgowych skutków planowanej transakcji aportowej;
- wynik wyceny jest wrażliwy na przyjęte założenia dotyczące poziomu realizacji prognoz, rentowności, nakładów inwestycyjnych, kapitału obrotowego, stopy dyskontowej oraz wartości rezydualnej;
- wycena została sporządzona według stanu wiedzy i danych dostępnych na Datę Wyceny.

W związku z powyższym niniejszy raport nie stanowi audytu, badania due diligence, opinii prawnej, opinii podatkowej ani zapewnienia co do możliwości realizacji prognoz finansowych. Raport przedstawia oszacowanie wartości godziwej sporządzonej na podstawie przyjętych założeń, zastosowanej metodyki oraz danych dostępnych na potrzeby wyceny.

3 Streszczenie wyniku wyceny

Na podstawie przeprowadzonych prac wartość godziwa[2] 100% udziałów Besim Fashion & Media Sp. z o.o., z uwzględnieniem wartości godziwej 75% udziału w AI Orbit Sp. z o.o. po zaokrągleniu wynosi **34,0 mln zł**.

Wycena została przeprowadzona metodą sumy części. W ramach tej metody odrębnie oszacowano:

- wartość godziwą Besim Fashion & Media Sp. z o.o. w ujęciu samodzielnym, tj. bez wartości godziwej udziału w AI Orbit Sp. z o.o.;
- wartość godziwą 100% udziałów AI Orbit Sp. z o.o., z której do wartości godziwej Besim Fashion & Media Sp. z o.o. przypisano 75%, zgodnie z udziałem posiadanym przez Besim Fashion & Media Sp. z o.o.;

Tabela 2. Podsumowanie wyniku wyceny metodą sumy części (wartości w tys. zł)

Komponent	Wartość godziwa 100% na bazie wariantu bazowego	Udział w wartości całkowitej	Wartość przypisana BFM
BFM	22 039,5	100,0%	22 039,5
AI Orbit Sp. z o.o.	15 953,9	75,0%	11 965,4
Razem			**34 004,9**

Źródło: Opracowanie własne

Dla Besim Fashion & Media Sp. z o.o. w ujęciu samodzielnym zastosowano metodę zdyskontowanych przepływów pieniężnych. Dla AI Orbit Sp. z o.o. zastosowano również podejście dochodowe, przy czym ze względu na wczesny etap komercjalizacji produktów tej spółki prognozy finansowe zostały skorygowane o ryzyko realizacji założeń biznesowych.

Wynik wyceny należy interpretować łącznie z opisem zastosowanej metodyki, przyjętych założeń, korekt prognoz finansowych oraz ograniczeń wskazanych w dalszych częściach raportu. W szczególności wynik jest wrażliwy na poziom realizacji prognoz przychodowych, rentowność działalności, nakłady inwestycyjne, zapotrzebowanie na kapitał obrotowy, stopę dyskontową oraz wartość rezydualną.

PODPIS ZAUFANY
ANDRZEJ
SARACYN
29.06.2026 13:45:19 GMT+0200
Dokument podpisany elektronicznie
podpisem zaufanym

[2] Zob. MSSF 13.9. Standard definiuje wartość godziwą jako cenę, którą otrzymano by za sprzedaż składnika aktywów albo zapłacono by za przeniesienie zobowiązania w zwykłej transakcji między uczestnikami rynku na dzień wyceny. Odwołanie do MSSF 13 ma w niniejszym raporcie charakter terminologiczny i metodologiczny.

4 Krótka charakterystyka BFM

Besim Fashion & Media Sp. z o.o. jest spółką działającą w obszarze mediów cyfrowych, komunikacji marketingowej oraz rozwoju nowych formatów monetyzacji treści w segmencie mody, urody i stylu życia.

Na potrzeby niniejszej wyceny Besim Fashion & Media Sp. z o.o. została ujęta jako podmiot prowadzący działalność operacyjną w modelu medialno-komercyjnym oraz posiadający udziały w spółkach powiązanych. Kluczowe znaczenie dla wartości Spółki mają:

- działalność operacyjna Besim Fashion & Media Sp. z o.o. w ujęciu samodzielnym;
- 75% udziałów w AI Orbit Sp. z o.o.;

4.1 Besim Fashion & Media Sp. z o.o.

Besim Fashion & Media Sp. z o.o. prowadzi portfolio portali modowo-lifestylowych, obejmujące w szczególności: miumag.pl, fashionbiznes.pl, lamode.info oraz nailist.pl. Portale te adresują różne segmenty odbiorców, obejmujące zarówno czytelników konsumenckich zainteresowanych modą, stylem życia i urodą, jak również odbiorców profesjonalnych z branży mody i marketingu.

Model działalności Besim Fashion & Media Sp. z o.o. obejmuje przede wszystkim monetyzację treści, zasięgów i relacji z reklamodawcami poprzez reklamę natywną, sponsoring w mediach społecznościowych, formaty treściowe, wydarzenia branżowe, projekty specjalne oraz rozwijane nowe linie przychodowe, w tym platformy sprzedażowej, formaty wideo, płatne treści B2B oraz prowizje związane z platformą oNTENT.

Strategia rozwoju Besim Fashion & Media Sp. z o.o. na lata objęte prognozą zakłada przejście od modelu opartego głównie na działalności reklamowo-treściowej do modelu bardziej zdywersyfikowanego, obejmującego przychody reklamowe, subskrypcyjne, prowizyjne oraz przychody z wydarzeń i nowych formatów medialnych.

Z perspektywy wyceny istotne znaczenie mają w szczególności:

- rozpoznawalność i zasięg portfela medialnego;
- baza klientów reklamowych i relacje B2B;
- możliwość monetyzacji istniejących zasięgów poprzez nowe linie przychodowe;
- wysoki udział kosztów stałych w początkowej fazie i wynikająca z tego potencjalna dźwignia operacyjna przy wzroście przychodów;
- powiązanie z AI Orbit Sp. z o.o., w szczególności poprzez kanał sprzedażowy BFM oraz możliwość wykorzystania istniejącej bazy klientów i zasięgów medialnych.

4.2 AI Orbit Sp. z o.o.

AI Orbit Sp. z o.o. jest spółką technologiczną rozwijającą produkty oparte na narzędziach AI dla sektora urody, marketingu internetowego oraz marketingu z udziałem influencerów.

Zgodnie z materiałami przekazanymi na potrzeby wyceny, działalność AI Orbit Sp. z o.o. koncentruje się na trzech głównych produktach:

- **LexVerify — rozwiązanie SaaS wspierające automatyzację monitoringu zgodności komunikacji marketingowej salonów urody z wymogami regulacyjnymi i konsumenckimi;**
- **Brand Agent** — narzędzie AI do automatyzacji tworzenia treści marketingowych, optymalizacji komunikacji i wsparcia obecności klientów w kanałach cyfrowych;

- **oNTENT** — platforma wspierająca prowadzenie kampanii z udziałem mikroinfluencerów, obejmująca automatyzację tworzenia, akceptacji, publikacji i rozliczania treści.

Model biznesowy AI Orbit Sp. z o.o. zakłada połączenie przychodów SaaS z przychodami platformowymi / kampanijnymi. Istotnym elementem modelu jest wykorzystanie kanału sprzedażowego Besim Fashion & Media Sp. z o.o., w szczególności w zakresie sprzedaży produktów LexVerify i Brand Agent do salonów urody oraz rozwoju komercjalizacji oNTENT.

Zgodnie z otrzymanymi materiałami produkty AI Orbit Sp. z o.o. nie mają charakteru wyłącznie koncepcyjnego. Materiały wskazują na prowadzone lub planowane działania wdrożeniowe i pilotażowe, w tym przygotowanie pierwszych wersji wdrożeniowych LexVerify i Brand Agent, wykorzystanie kanału sprzedażowego BFM, rozmowy pilotażowe z salonami urody oraz pierwsze kampanie oNTENT. Na potrzeby wyceny produkty te potraktowano więc jako rozwiązania na etapie wdrażania i komercjalizacji, a nie jako projekty znajdujące się wyłącznie w fazie idei.

Z perspektywy wyceny AI Orbit Sp. z o.o. została potraktowana jako odrębny komponent wartości Besim Fashion & Media Sp. z o.o. Ze względu na wczesny etap komercjalizacji produktów AI Orbit Sp. z o.o. oraz podwyższone ryzyko realizacji prognoz, wartość godziwa AI Orbit Sp. z o.o. została oszacowana przy zastosowaniu podejścia dochodowego z korektą prognoz o ryzyko realizacji założeń biznesowych.

5 Prognozy przyjęte do wyceny

Wycena została sporządzona na podstawie danych historycznych oraz prognoz finansowych przygotowanych dla Besim Fashion & Media Sp. z o.o. oraz AI Orbit Sp. z o.o.

W modelach wykorzystano przede wszystkim prognozy przychodów, kosztów operacyjnych, wyników operacyjnych, nakładów inwestycyjnych, kapitału obrotowego oraz wolnych przepływów pieniężnych. Dane te stanowiły podstawę kalkulacji wartości w podejściu dochodowym.

Prognozy finansowe przekazane na potrzeby wyceny stanowiły punkt wyjścia do kalkulacji wartości. Na potrzeby wyceny zostały one skorygowane o ryzyko realizacji założeń biznesowych. W niniejszym rozdziale prezentowane są prognozy po korektach, tj. dane przyjęte bezpośrednio do kalkulacji wartości metodą DCF.

5.1 Prognozy finansowe Besim Fashion & Media Sp. z o.o.

Prognoza finansowa Besim Fashion & Media Sp. z o.o. obejmuje rozwój działalności operacyjnej w ujęciu samodzielnym, tj. bez wartości godziwej udziału w AI Orbit Sp. z o.o. Prognoza uwzględnia zarówno kontynuację obecnych linii działalności medialnej, jak i rozwój nowych źródeł przychodów, w tym przychodów z nowych formatów medialnych, platformy sprzedażowej, formatów subskrypcyjnych oraz prowizji związanych z platformą oNTENT.

Tabela 3. Skorygowana prognoza finansowa BFM przyjęta do wyceny (wartości w tys. zł, ceny bieżące)

Lp.	*Wyszczególnienie*	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
I	Przychody ze sprzedaży	3 048	4 898	6 626	8 409	9 446
II	Koszty operacyjne	1 977	3 356	4 381	5 242	5 518
A	**Zysk/strata brutto ze sprzedaży**	**1 071**	**1 542**	**2 244**	**3 167**	**3 928**
III	Saldo pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych	-1	0	0	0	0
B	**Zysk/strata z działalności operacyjnej**	**1 070**	**1 542**	**2 244**	**3 167**	**3 928**
IV	Saldo przychodów i kosztów finansowych	0	0	0	0	0
C	**Zysk/strata brutto**	**1 070**	**1 542**	**2 244**	**3 167**	**3 928**
V	Podatek dochodowy i inne obciążenia wyniku brutto	203	293	426	602	746
D	**Zysk/strata netto**	**867**	**1 249**	**1 818**	**2 566**	**3 182**

Źródło: Opracowanie własne

Na potrzeby wyceny prognoza zarządcza Besim Fashion & Media Sp. z o.o. została skorygowana o ryzyko realizacji założeń biznesowych. Korekty dotyczyły przede wszystkim prognozowanych przychodów z nowych lub rozwijanych linii działalności oraz wybranych kategorii kosztów zmiennych i mieszanych. Koszty o charakterze stałym zasadniczo nie były redukowane proporcjonalnie do przychodów, co odzwierciedla ograniczoną elastyczność kosztową działalności w przypadku niższej realizacji prognozy sprzedaży.

Tabela 4. Uśrednione współczynniki korekty prognozy BFM

Lp.	*Wyszczególnienie*	*2026P*	2027P	2028P	2029P	2030P
1	Uśredniony współczynnik korekty przychodów w stosunku do modelu spółki	1,0	0,9	0,8	0,7	0,7
2	Uśredniony współczynnik korekty kosztów operacyjnych w stosunku do modelu spółki	1,0	1,0	1,0	0,9	0,8

Źródło: Opracowanie własne

5.2 Prognozy finansowe AI Orbit Sp. z o.o.

Prognoza finansowa AI Orbit Sp. z o.o. została przygotowana odrębnie od prognozy Besim Fashion & Media Sp. z o.o. i obejmuje działalność związaną z produktami LexVerify, Brand Agent oraz oNTENT.

Tabela 5. Skorygowana prognoza finansowa AI Orbit Sp. z o.o. przyjęta do wyceny (wartości w tys. zł, ceny bieżące)

Lp.	*Wyszczególnienie*	*2026P*	2027P	2028P	2029P	2030P
I	Przychody ze sprzedaży	315	1 781	3 112	3 849	4 380
II	Koszty operacyjne	425	1 153	1 328	1 224	1 234
A	**Zysk/strata brutto ze sprzedaży**	**-110**	**628**	**1 784**	**2 626**	**3 146**
III	Saldo pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych	-1	0	0	0	0
B	**Zysk/strata z działalności operacyjnej**	**-111**	**628**	**1 784**	**2 626**	**3 146**
IV	Saldo przychodów i kosztów finansowych	0	0	0	0	0
C	**Zysk/strata brutto**	**-111**	**628**	**1 784**	**2 626**	**3 146**
V	Podatek dochodowy i inne obciążenia wyniku brutto	0	119	339	499	598
D	**Zysk/strata netto**	**-111**	**509**	**1 445**	**2 127**	**2 548**

Źródło: Opracowanie własne

Z uwagi na wczesny etap komercjalizacji produktów AI Orbit Sp. z o.o., prognozy finansowe tej spółki zostały potraktowane z większą ostrożnością niż prognozy Besim Fashion & Media Sp. z o.o. w ujęciu samodzielnym. W modelu zastosowano korekty prognozowanych przychodów odzwierciedlające ryzyko wolniejszego pozyskiwania klientów, opóźnienia komercjalizacji produktów, niższej skali sprzedaży oraz niepewności co do tempa adopcji oferowanych rozwiązań.

W odniesieniu do kosztów AI Orbit Sp. z o.o. przyjęto podejście zróżnicowane. Koszty bezpośrednio powiązane ze skalą sprzedaży zostały dostosowane do skorygowanego poziomu przychodów, natomiast istotna część kosztów rozwoju produktu, utrzymania zespołu, obsługi technologicznej oraz kosztów operacyjnych została utrzymana na poziomie wynikającym z prognozy. Takie podejście odzwierciedla fakt, że w przypadku spółki technologicznej na wczesnym etapie rozwoju część kosztów musi zostać poniesiona niezależnie od krótkoterminowego poziomu przychodów.

Tabela 6. Uśrednione współczynniki korekty prognozy AI Orbit Sp. z o.o.

Lp.	*Wyszczególnienie*	*2026P*	2027P	2028P	2029P	2030P
1	Uśredniony współczynnik korekty przychodów w stosunku do modelu spółki	0,67	0,55	0,44	0,35	0,30
2	Uśredniony współczynnik korekty kosztów operacyjnych w stosunku do modelu spółki	0,70	0,58	0,46	0,38	0,32

Źródło: Opracowanie własne

5.3 Charakter wykorzystanych prognoz

Prognozy finansowe wykorzystane w wycenie mają charakter zarządczy i zostały przygotowane na potrzeby oceny przyszłego potencjału działalności Besim Fashion & Media Sp. z o.o. oraz AI Orbit Sp. z o.o. Nie stanowią one gwarancji osiągnięcia określonych wyników finansowych.

Na potrzeby wyceny nie przyjęto prognoz zarządczych bezpośrednio jako scenariusza bazowego. W modelach zastosowano korekty odzwierciedlające ryzyko realizacji prognoz, w szczególności w odniesieniu do nowych linii przychodowych oraz produktów znajdujących się na wczesnym etapie komercjalizacji.

6 Uzasadnienie wyboru metody wyceny

6.1 Ogólne podejście do doboru metody

Dobór metody wyceny został przeprowadzony z uwzględnieniem celu wyceny, charakteru wycenianego składnika majątkowego, dostępności danych, struktury Besim Fashion & Media Sp. z o.o. oraz profilu działalności poszczególnych komponentów wartości[3].

Przedmiotem wyceny jest 100% udziałów Besim Fashion & Media Sp. z o.o. Wartość tych udziałów obejmuje zarówno wartość działalności operacyjnej prowadzonej bezpośrednio przez Besim Fashion & Media Sp. z o.o., jak również wartość posiadanych przez Spółkę udziałów w AI Orbit Sp. z o.o.

Z tego względu zastosowanie jednej metody wyceny bez rozdzielenia poszczególnych komponentów wartości mogłoby prowadzić do uproszczenia nieuwzględniającego istotnych różnic pomiędzy działalnością medialno-komercyjną Besim Fashion & Media Sp. z o.o. a działalnością technologiczną AI Orbit Sp. z o.o. Różnice te dotyczą w szczególności etapu rozwoju, struktury przychodów, poziomu ryzyka, przewidywanej dynamiki wzrostu oraz stopnia niepewności prognoz finansowych.

W konsekwencji za najbardziej właściwe uznano podejście dochodowe w układzie sumy części, tj. metoda sumy części.

6.2 Uzasadnienie zastosowania metody sumy części

Metoda sumy części została zastosowana, ponieważ Besim Fashion & Media Sp. z o.o. posiada kilka komponentów wartości o odmiennym profilu ekonomicznym[4].

W ramach wyceny wyodrębniono:

- działalność operacyjną Besim Fashion & Media Sp. z o.o. w ujęciu samodzielnym;
- 75% udziałów w AI Orbit Sp. z o.o.;

Zastosowanie metody sumy części pozwala odrębnie ująć działalność podstawową Besim Fashion & Media Sp. z o.o. oraz wartość godziwą udziału w AI Orbit Sp. z o.o., bez mieszania w jednej kalkulacji działalności o różnym charakterze i ryzyku.

Besim Fashion & Media Sp. z o.o. posiada istniejącą działalność operacyjną, rozpoznawalne portale, relacje z reklamodawcami oraz historię generowania przychodów. AI Orbit Sp. z o.o. rozwija natomiast produkty technologiczne, których wartość zależy w większym stopniu od skuteczności komercjalizacji, tempa pozyskiwania klientów oraz adopcji rynkowej nowych rozwiązań.

Ujęcie obu komponentów w jednej, zbiorczej wycenie mogłoby zacierać te różnice. Metoda sumy części umożliwia zastosowanie odrębnych założeń, odrębnego profilu ryzyka i odrębnej stopy dyskontowej dla Besim Fashion & Media Sp. z o.o. oraz AI Orbit Sp. z o.o.

[3] Zob. MSSF 13.61–63 oraz MSSF 13.B5–B33. Standard wskazuje, że należy stosować techniki wyceny odpowiednie w danych okolicznościach i dla których dostępne są wystarczające dane, wyróżniając podejście rynkowe, kosztowe i dochodowe.

[4] Zob. IVS 103, Appendix A30.08–A30.09. IVS wskazuje metodę sumy części jako metodę polegającą na odrębnej wycenie komponentów składających się na przedmiot wyceny i zsumowaniu ich wartości.

6.3 Uzasadnienie zastosowania podejścia dochodowego

Podejście dochodowe uznano za właściwe, ponieważ wartość Besim Fashion & Media Sp. z o.o. oraz AI Orbit Sp. z o.o. wynika przede wszystkim z ich zdolności do generowania przyszłych przepływów pieniężnych[5].

W przypadku Besim Fashion & Media Sp. z o.o. istotne znaczenie mają nie tylko aktualne aktywa księgowe, lecz przede wszystkim zdolność monetyzacji portfela medialnego, zasięgów, relacji z reklamodawcami, formatów treściowych oraz nowych linii przychodowych.

W przypadku AI Orbit Sp. z o.o. wartość również nie wynika głównie z wartości księgowej aktywów, lecz z potencjału komercjalizacji produktów LexVerify, Brand Agent oraz oNTENT. Produkty te mogą generować przychody w modelu SaaS, platformowym lub kampanijnym, a ich wartość zależy od przyszłej skali sprzedaży, rentowności i tempa rozwoju.

W związku z tym podejście dochodowe najlepiej odzwierciedla ekonomiczny charakter wycenianych składników. Pozwala ono powiązać wartość z oczekiwanymi przepływami pieniężnymi, a jednocześnie uwzględnić ryzyka poprzez korektę prognoz i odpowiedni dobór stopy dyskontowej.

6.4 Uzasadnienie zastosowania metody DCF dla Besim Fashion & Media Sp. z o.o.

Dla działalności samodzielnej Besim Fashion & Media Sp. z o.o. zastosowano metodę zdyskontowanych przepływów pieniężnych, tj. DCF — Discounted Cash Flow.

Metoda DCF została uznana za właściwą, ponieważ Besim Fashion & Media Sp. z o.o. posiada działający model biznesowy, istniejące źródła przychodów, historię działalności oraz prognozę finansową pozwalającą na oszacowanie przyszłych wolnych przepływów pieniężnych.

Metoda ta pozwala uwzględnić:

- zróżnicowaną strukturę przychodów Spółki;
- rozwój nowych linii przychodowych;
- strukturę kosztów stałych, zmiennych i mieszanych;
- nakłady inwestycyjne;
- zapotrzebowanie na kapitał obrotowy;
- podatek dochodowy;
- wartość rezydualną;
- ryzyko działalności poprzez stopę dyskontową;
- ryzyko realizacji prognoz poprzez korekty prognoz finansowych.

Prognozy przekazane na potrzeby wyceny nie zostały przyjęte mechanicznie jako scenariusz bazowy. Zostały skorygowane o ryzyko realizacji założeń biznesowych, w szczególności w odniesieniu do nowych lub rozwijanych linii działalności. Takie podejście zwiększa ostrożność wyceny i ogranicza ryzyko oparcia wyniku wyłącznie na scenariuszu zarządczym.

[5] Zob. IVS 103, Appendix A20.01–A20.04. IVS opisuje podejście dochodowe jako oparte na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych, a metodę DCF jako jedną z metod w ramach tego podejścia.

6.5 Uzasadnienie zastosowania DCF skorygowanego o ryzyko realizacji prognoz dla AI Orbit Sp. z o.o.

Dla AI Orbit Sp. z o.o. również zastosowano podejście dochodowe, jednak w wariancie DCF skorygowanego o ryzyko realizacji prognoz[6].

Zastosowanie klasycznej metody DCF bez korekt prognoz byłoby w przypadku AI Orbit Sp. z o.o. zbyt mało ostrożne, ponieważ spółka znajduje się na wcześniejszym etapie komercjalizacji niż Besim Fashion & Media Sp. z o.o., a jej wartość zależy w znacznym stopniu od przyszłego powodzenia sprzedaży produktów LexVerify, Brand Agent oraz oNTENT.

W szczególności prognozy AI Orbit Sp. z o.o. są obciążone ryzykiem dotyczącym:

- tempa pozyskiwania klientów;
- skali konwersji sprzedażowej;
- gotowości klientów do płacenia za oferowane rozwiązania;
- szybkości adopcji produktów AI w docelowych segmentach rynku;
- poziomu konkurencji;
- skuteczności kanałów sprzedaży;
- możliwości skalowania produktów;
- utrzymania zakładanej rentowności przy rosnącej skali działalności.

W związku z powyższym prognozy finansowe AI Orbit Sp. z o.o. zostały skorygowane przed ustaleniem wartości. Korekty te mają na celu odzwierciedlenie ryzyka, że rzeczywisty poziom przychodów i przepływów pieniężnych może być niższy lub opóźniony względem pierwotnych założeń zarządczych.

Jednocześnie nie przyjęto założenia, że wszystkie koszty spadają proporcjonalnie do skorygowanych przychodów. Część kosztów rozwoju produktu, utrzymania zespołu, obsługi technologicznej i operacyjnej została utrzymana zgodnie z prognozą, ponieważ koszty te muszą być ponoszone również w przypadku wolniejszej komercjalizacji. Takie podejście odzwierciedla ryzyko ujemnej dźwigni operacyjnej charakterystyczne dla spółek technologicznych na wczesnym etapie rozwoju.

6.6 Konstrukcja stopy dyskontowej

Do dyskontowania wolnych przepływów pieniężnych zastosowano średni ważony koszt kapitału, tj. WACC[7]. Stopę dyskontową ustalono odrębnie dla Besim Fashion & Media Sp. z o.o. w ujęciu samodzielnym oraz dla AI Orbit Sp. z o.o., ponieważ spółki różnią się profilem działalności, etapem rozwoju, strukturą przychodów oraz poziomem ryzyka operacyjnego.

WACC został przyjęty jako stopa nominalna po opodatkowaniu, właściwa do dyskontowania wolnych przepływów pieniężnych wyrażonych w złotych. Konstrukcja stopy dyskontowej obejmowała parametry rynkowe kosztu kapitału, w tym stopę wolną od ryzyka, premię za ryzyko rynku

[6] Zob. IVS 103, Appendix A20.35–A20.38. IVS wymaga oceny ryzyka osiągnięcia prognozowanych przepływów pieniężnych oraz wskazuje, że ryzyko nieuwzględnione w stopie dyskontowej może zostać ujęte poprzez korektę prognozy albo korektę stopy dyskontowej.

[7] Zob. IVS 103, Appendix A20.29–A20.31. IVS wskazuje, że stopa dyskontowa powinna odzwierciedlać wartość pieniądza w czasie oraz ryzyko związane z typem przepływów i przyszłą działalnością aktywa, a także być spójna z rodzajem dyskontowanych przepływów. IVS wymienia WACC jako jedną z metod ustalania stopy dyskontowej.

kapitałowego, współczynnik ryzyka systematycznego, strukturę finansowania oraz koszt długu po opodatkowaniu, a także korekty odzwierciedlające skalę działalności i profil wycenianych spółek[8].

Ryzyko realizacji prognoz finansowych nie zostało ujęte poprzez dodatkową premię w stopie dyskontowej. Ryzyko to zostało uwzględnione bezpośrednio w korektach prognoz przychodów i kosztów. Takie podejście ogranicza ryzyko podwójnego ujęcia tego samego czynnika ryzyka, tj. jednocześnie w przepływach pieniężnych i w stopie dyskontowej.

W modelu wyceny przyjęto WACC w wysokości 13,53% dla Besim Fashion & Media Sp. z o.o. w ujęciu samodzielnym oraz 13,89% dla AI Orbit Sp. z o.o. Różnica w poziomie stóp dyskontowych odzwierciedla odmienny profil działalności i wyższy poziom ryzyka operacyjnego AI Orbit Sp. z o.o. wynikający z wcześniejszego etapu komercjalizacji produktów.

6.7 Uzasadnienie niestosowania metody porównawczej jako metody głównej

Metoda porównawcza, oparta na mnożnikach rynkowych lub transakcyjnych, nie została zastosowana jako główna metoda wyceny.

Podstawową przesłanką niestosowania tej metody jako metody głównej był brak wystarczająco porównywalnej grupy odniesienia[9]. Besim Fashion & Media Sp. z o.o. łączy działalność medialną, reklamową, treściową, wydarzeniową, subskrypcyjną oraz rozwój nowych formatów cyfrowych. AI Orbit Sp. z o.o. rozwija natomiast produkty technologiczne na wczesnym etapie komercjalizacji. Taka struktura powoduje, że dobranie spółek porównywalnych o zbliżonym profilu działalności, skali, rentowności, etapie rozwoju i ryzyku byłoby obarczone wysoką uznaniowością.

Dodatkowym ograniczeniem jest fakt, że metoda porównawcza oparta na mnożnikach wymaga ustalenia, do jakich parametrów finansowych mnożniki powinny zostać odniesione. W analizowanym przypadku bieżące wyniki finansowe nie oddają w pełni potencjału rozwoju, natomiast zastosowanie mnożników do wyników prognozowanych wymagałoby dodatkowego dyskontowania i korekty o ryzyko realizacji prognoz. W praktyce prowadziłoby to do powstania kolejnych warstw założeń, które mogłyby być mniej przejrzyste niż bezpośrednia wycena dochodowa.

Metoda porównawcza byłaby szczególnie problematyczna w przypadku AI Orbit Sp. z o.o., ponieważ wartość tej spółki zależy od powodzenia komercjalizacji produktów, które nie osiągnęły jeszcze stabilnej, powtarzalnej skali sprzedaży. Mnożniki stosowane do dojrzałych spółek technologicznych lub SaaS mogłyby prowadzić do zawyżenia wartości, natomiast mnożniki spółek na bardzo wczesnym etapie rozwoju byłyby trudne do wiarygodnego pozyskania i porównania.

Z tych względów metoda porównawcza mogłaby pełnić co najwyżej funkcję pomocniczą lub kontrolną. Nie została jednak uznana za właściwą podstawę ustalenia wartości godziwej 100% udziałów Besim Fashion & Media Sp. z o.o.

6.8 Uzasadnienie niestosowania podejścia kosztowego jako metody głównej

Podejście kosztowe nie zostało zastosowane jako główna metoda wyceny, ponieważ nie oddaje podstawowych czynników wartości Besim Fashion & Media Sp. z o.o. ani AI Orbit Sp. z o.o.

[8] Zob. IVS 103, Appendix A20.34. IVS wymaga udokumentowania metody ustalenia stopy dyskontowej oraz wskazania istotnych danych wejściowych i źródeł ich ustalenia.

[9] Zob. IVS 103, 20.01–20.06 oraz IVS 200, 50.01–50.03. IVS wskazuje, że podejście rynkowe opiera się na porównaniu z identycznymi lub porównywalnymi aktywami / przedsiębiorstwami, dla których dostępne są informacje cenowe, oraz wymaga istnienia racjonalnej podstawy porównania.

W podejściu kosztowym wartość jest co do zasady powiązana z wartością aktywów lub nakładów koniecznych do ich odtworzenia[10]. Takie podejście byłoby niewystarczające w przypadku Besim Fashion & Media Sp. z o.o., ponieważ istotna część wartości Spółki wynika z elementów, które nie są w pełni odzwierciedlone w bilansie ani w prostym zestawieniu poniesionych nakładów.

Dotyczy to w szczególności:

- rozpoznawalności portfela portali;
- zasięgów i bazy odbiorców;
- relacji z reklamodawcami i partnerami komercyjnymi;
- doświadczenia w tworzeniu i monetyzacji treści;
- zdolności do realizacji projektów treściowych, wydarzeniowych i reklamowych;
- potencjału rozwoju nowych linii przychodowych.

Również w przypadku AI Orbit Sp. z o.o. podejście kosztowe nie byłoby właściwą metodą główną. Koszty poniesione na rozwój produktów technologicznych nie muszą odpowiadać ich wartości ekonomicznej. Wartość produktów LexVerify, Brand Agent oraz oNTENT zależy przede wszystkim od możliwości ich komercjalizacji, skalowania, pozyskania klientów oraz generowania przepływów pieniężnych w przyszłości, a nie wyłącznie od historycznie poniesionych nakładów.

Podejście kosztowe mogłoby zatem prowadzić zarówno do niedoszacowania wartości składników o istotnym potencjale komercyjnym, jak i do nieadekwatnego ujęcia ryzyka, jeżeli poniesione nakłady nie przełożą się na oczekiwaną sprzedaż. Z tego względu podejście kosztowe nie zostało przyjęte jako metoda główna.

6.9 Ocena przydatności poszczególnych metod

Tabela 7. Ocena przydatności poszczególnych metod wyceny

Podejście / metoda	Ocena przydatności w niniejszej wycenie	Uzasadnienie
Metoda sumy części	metoda właściwa	pozwala odrębnie ująć działalność BFM w ujęciu samodzielnym oraz udział w AI Orbit Sp. z o.o.
DCF dla BFM w ujęciu samodzielnym	metoda właściwa	Spółka posiada działający model biznesowy, historię działalności i prognozę pozwalającą na oszacowanie wolnych przepływów pieniężnych
DCF skorygowany o ryzyko realizacji prognoz dla AI Orbit Sp. z o.o.	metoda właściwa	spółka znajduje się na wcześniejszym etapie komercjalizacji, dlatego prognozy wymagają korekty o ryzyko realizacji
Metoda porównawcza / mnożnikowa	niestosowana jako metoda główna	brak odpowiednio porównywalnej grupy spółek lub transakcji; wysokie ryzyko uznaniowych korekt; problem stosowania mnożników do wyników prognozowanych
Podejście kosztowe	niestosowane jako metoda główna	nie odzwierciedla w pełni potencjału ekonomicznego portfela medialnego, relacji komercyjnych, produktów technologicznych i przyszłych przepływów pieniężnych

Źródło: Opracowanie własne

[10] Zob. MSSF 13.B8–B9 oraz IVS 103, Appendix A30.01–A30.03. Podejście kosztowe odnosi się do aktualnego kosztu odtworzenia zdolności użytkowej składnika aktywów lub kosztu zastąpienia aktywa o równoważnej użyteczności.

6.10 Podsumowanie

W świetle celu wyceny, struktury Besim Fashion & Media Sp. z o.o., dostępnych danych oraz charakteru poszczególnych komponentów wartości, za najbardziej adekwatne uznano zastosowanie podejścia dochodowego w układzie sumy części.

Przyjęta metodyka pozwala:

- odrębnie ująć działalność operacyjną Besim Fashion & Media Sp. z o.o.;
- odrębnie oszacować wartość godziwą AI Orbit Sp. z o.o.;
- zastosować różny poziom ostrożności do spółek o odmiennym profilu ryzyka;
- uniknąć nadmiernie uznaniowych korekt typowych dla metody porównawczej;
- powiązać wynik wyceny z oczekiwanymi przepływami pieniężnymi;
- zachować przejrzystą ścieżkę kalkulacji od prognoz finansowych do wyniku końcowego.

Z tego względu metoda sumy części, oparta na DCF dla Besim Fashion & Media Sp. z o.o. oraz DCF skorygowanego o ryzyko realizacji prognoz dla AI Orbit Sp. z o.o., została przyjęta jako główna i właściwa metoda wyceny.

7 Wycena BFM w ujęciu samodzielnym

7.1 Zakres wyceny w ujęciu samodzielnym

Wycena Besim Fashion & Media Sp. z o.o. w ujęciu samodzielnym obejmuje działalność operacyjną prowadzoną bezpośrednio przez Spółkę, bez uwzględnienia wartości godziwej udziału w AI Orbit Sp. z o.o.

Takie ujęcie pozwala odrębnie określić wartość podstawowej działalności Besim Fashion & Media Sp. z o.o., a następnie połączyć ją z wartością udziału w AI Orbit Sp. z o.o. w ramach metody sumy części.

7.2 Podstawa kalkulacji

Podstawą wyceny samodzielnym były skorygowane prognozy finansowe Besim Fashion & Media Sp. z o.o. przyjęte do modelu DCF. Prognozy te uwzględniają działalność medialną, reklamową, treściową, wydarzeniową, subskrypcyjną oraz rozwój nowych linii przychodowych.

Prognozy finansowe przygotowane na potrzeby wyceny zostały skorygowane o ryzyko realizacji założeń biznesowych. Korekty zastosowano przede wszystkim do nowych lub rozwijanych źródeł przychodów, których realizacja jest obciążona wyższą niepewnością niż kontynuacja istniejącej działalności.

W odniesieniu do kosztów przyjęto podejście selektywne. Koszty o charakterze stałym zasadniczo utrzymano zgodnie z prognozą, natomiast korekty zastosowano do wybranych kosztów zmiennych i mieszanych. Podejście to odzwierciedla fakt, że niższa realizacja przychodów nie powoduje automatycznie proporcjonalnego spadku całej bazy kosztowej.

7.3 Kalkulacja wartości metodą DCF

Wartość działalności samodzielnej Besim Fashion & Media Sp. z o.o. została ustalona metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych.

W modelu uwzględniono:

- wolne przepływy pieniężne w okresie szczegółowej prognozy;
- wartość rezydualną po okresie szczegółowej prognozy;
- stopę dyskontową właściwą dla profilu ryzyka działalności Besim Fashion & Media Sp. z o.o.;
- korekty wynikające z przejścia od wartości przedsiębiorstwa do wartości kapitału własnego, o ile występowały w modelu.

Tabela 8. Kalkulacja DCF BFM w ujęciu samodzielnym (wartości w tys. zł, ceny bieżące)

Lp.	Wyszczególnienie	Prognoza				
		IV-XIII 2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
1	Wynik na działalności operacyjnej	1 086	1 542	2 244	3 167	3 928
2	Podatek dochodowy od wyniku na działalności operacyjnej	-206	-293	-426	-602	-746
3	Amortyzacja	0	0	0	0	0
4	Wydatki inwestycyjne	0	0	0	0	0
5	Zmiana kapitału obrotowego	-220	-387	-83	-125	-50
7	**Razem przepływy pieniężne z działalności operacyjnej**	**660**	**862**	**1 735**	**2 440**	**3 132**
I	Stopa dyskonta	13,53%	13,53%	13,53%	13,53%	13,53%
II	Współczynnik dyskonta dla danego okresu	0,93851	0,82664	0,72810	0,64131	0,56486
III	Zdyskontowane przepływy pieniężne z działalnosci operacyjnej	619	712	1 263	1 565	1 769
IV	Suma zdyskontowanych przepływów pieniężnych w okresie prognozy					5 928
V	Wartość rezydualna przepływów pieniężnych po okresie prognozy[11]					16 111
IX	**Wartość godziwa 100% kapitałów własnych**					**22 040**

Źródło: Opracowanie własne

7.4 Wynik wyceny w ujęciu samodzielnym

Zgodnie z modelem DCF wartość godziwa kapitału własnego Besim Fashion & Media Sp. z o.o. w ujęciu samodzielnym wynosi 22.039,5 tys. zł, tj. po zaokrągleniu 22,0 mln zł.

Wartość ta nie obejmuje wartości godziwej udziału w AI Orbit Sp. z o.o.

7.5 Interpretacja wyniku

Wartość samodzielnym Besim Fashion & Media Sp. z o.o. wynika przede wszystkim z oczekiwanej zdolności Spółki do generowania przyszłych przepływów pieniężnych z działalności medialnej i komercyjnej, w tym z monetyzacji portfela portali, relacji z reklamodawcami, projektów treściowych, wydarzeń oraz nowych linii przychodowych.

Istotne znaczenie dla wyniku ma przyjęty poziom realizacji prognoz przychodowych oraz założenie, że część kosztów Spółki ma charakter stały i nie zmniejsza się proporcjonalnie do potencjalnie niższego poziomu sprzedaży. Wycena uwzględnia zatem zarówno potencjał wzrostu działalności, jak i ryzyko związane z realizacją nowych źródeł przychodów.

Wynik wyceny w ujęciu samodzielnym należy interpretować łącznie z wyceną udziału w AI Orbit Sp. z o.o., które łącznie składają się na wartość godziwą 100% udziałów Besim Fashion & Media Sp. z o.o. prezentowaną w dalszej części raportu.

[11] Zob. IVS 103, Appendix A20.20–A20.28. IVS wskazuje, że jeżeli aktywo ma generować przepływy po okresie szczegółowej prognozy, należy oszacować wartość rezydualną, w tym z wykorzystaniem modelu stałego wzrostu lub innej właściwej metody.

8 Wycena AI Orbit Sp. z o.o.

8.1 Zakres wyceny AI Orbit Sp. z o.o.

Wycena AI Orbit Sp. z o.o. obejmuje 100% kapitału własnego tej spółki. Wartość przypadająca na Besim Fashion & Media Sp. z o.o. została ustalona w dalszej części raportu poprzez zastosowanie udziału 75% posiadanego przez Besim Fashion & Media Sp. z o.o. w AI Orbit Sp. z o.o.

AI Orbit Sp. z o.o. została wyceniona jako odrębny komponent wartości Besim Fashion & Media Sp. z o.o. ze względu na odmienny profil działalności, wcześniejszy etap komercjalizacji produktów oraz inny poziom ryzyka niż działalność samodzielna Besim Fashion & Media Sp. z o.o.

8.2 Podstawa kalkulacji

Podstawą wyceny AI Orbit Sp. z o.o. były skorygowane prognozy finansowe przyjęte do modelu DCF skorygowanego o ryzyko realizacji prognoz. Prognozy obejmują działalność związaną z produktami LexVerify, Brand Agent oraz oNTENT.

Prognozy przekazane na potrzeby wyceny zostały potraktowane jako punkt wyjścia do kalkulacji wartości. Ze względu na wczesny etap komercjalizacji produktów AI Orbit Sp. z o.o. oraz podwyższoną niepewność co do tempa rozwoju sprzedaży, prognozy te zostały skorygowane o ryzyko realizacji założeń biznesowych.

Korekty prognoz przychodowych odzwierciedlają w szczególności ryzyko:

- wolniejszego pozyskiwania klientów;
- opóźnienia komercjalizacji produktów;
- niższej konwersji sprzedażowej;
- niższego tempa adopcji produktów opartych na AI przez klientów docelowych;
- konieczności dłuższego okresu edukacji rynku;
- osiągnięcia niższej skali sprzedaży niż wynikająca z pierwotnych prognoz zarządczych.

W odniesieniu do kosztów zastosowano podejście selektywne. Koszty bezpośrednio zależne od poziomu sprzedaży zostały dostosowane do skorygowanego poziomu przychodów. Jednocześnie istotna część kosztów rozwoju produktów, utrzymania zespołu, infrastruktury technologicznej oraz bieżącej działalności operacyjnej została utrzymana zgodnie z prognozą. Podejście to odzwierciedla fakt, że spółka technologiczna na wczesnym etapie rozwoju musi ponosić określone koszty niezależnie od krótkoterminowego poziomu sprzedaży.

8.3 Kalkulacja wartości metodą DCF skorygowaną o ryzyko realizacji prognoz

Wartość godziwa AI Orbit Sp. z o.o. została ustalona metodą DCF skorygowanego o ryzyko realizacji prognoz. Metoda ta polega na oszacowaniu wartości na podstawie wolnych przepływów pieniężnych wynikających z prognoz skorygowanych o ryzyko realizacji założeń biznesowych, a następnie zdyskontowaniu tych przepływów stopą właściwą dla profilu ryzyka spółki.

W modelu uwzględniono:

- wolne przepływy pieniężne w okresie szczegółowej prognozy;
- wartość rezydualną po okresie szczegółowej prognozy;
- stopę dyskontową właściwą dla profilu ryzyka AI Orbit Sp. z o.o.;
- korekty prognoz przychodów i kosztów odzwierciedlające ryzyko realizacji założeń biznesowych;

- korekty wynikające z przejścia od wartości przedsiębiorstwa do wartości kapitału własnego, o ile występowały w modelu.

Tabela 9. Kalkulacja DCF skorygowanego o ryzyko realizacji prognoz AI Orbit Sp. z o.o. (wartości w tys. zł, ceny bieżące)

Lp.	Wyszczególnienie	Prognoza				
		IV-XIII 2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
1	Wynik na działalności operacyjnej	-88	628	1 784	2 626	3 146
2	Podatek dochodowy od wyniku na działalności operacyjnej	0	-119	-339	-499	-598
3	Amortyzacja	0	0	0	0	0
4	Wydatki inwestycyjne	0	0	0	0	0
5	Zmiana kapitału obrotowego	122	-220	-164	-118	-85
7	**Razem przepływy pieniężne z działalności operacyjnej**	**35**	**289**	**1 281**	**2 009**	**2 463**
I	Stopa dyskonta	13,89%	13,89%	13,89%	13,89%	13,89%
II	Współczynnik dyskonta dla danego okresu	0,93705	0,82278	0,72245	0,63435	0,55700
III	Zdyskontowane przepływy pieniężne z działalnosci operacyjnej	32	238	925	1 274	1 372
IV	Suma zdyskontowanych przepływów pieniężnych w okresie prognozy					3 842
V	Wartość rezydualna przepływów pieniężnych po okresie prognozy					12 112
IX	**Wartość godziwa 100% kapitałów własnych**					**15 954**

Źródło: Opracowanie własne

8.4 Wynik wyceny AI Orbit Sp. z o.o.

Zgodnie z modelem DCF skorygowanego o ryzyko realizacji prognoz wartość godziwa 100% kapitału własnego AI Orbit Sp. z o.o. wynosi 15.953,9 tys. zł, tj. po zaokrągleniu 16,0 mln zł.

Wartość ta odnosi się do 100% kapitału własnego AI Orbit Sp. z o.o. Wartość przypadająca na Besim Fashion & Media Sp. z o.o. została ustalona w dalszej części raportu poprzez zastosowanie udziału 75%.

8.5 Interpretacja wyniku

Wartość AI Orbit Sp. z o.o. wynika przede wszystkim z oczekiwanej zdolności do komercjalizacji produktów LexVerify, Brand Agent oraz oNTENT oraz generowania przyszłych przepływów pieniężnych w modelu SaaS, platformowym lub kampanijnym.

Wynik wyceny jest w szczególności uzależniony od tempa pozyskiwania klientów, skuteczności kanałów sprzedaży, poziomu adopcji produktów, możliwości skalowania działalności oraz utrzymania zakładanej rentowności przy wzroście skali działalności.

Zastosowane korekty prognoz finansowych mają na celu uwzględnienie faktu, że AI Orbit Sp. z o.o. znajduje się na wcześniejszym etapie rozwoju niż Besim Fashion & Media Sp. z o.o. w ujęciu samodzielnym. Wycena nie opiera się zatem bezpośrednio na niezmodyfikowanym scenariuszu zarządczym, lecz na prognozie skorygowanej o ryzyko realizacji założeń biznesowych.

Wartość godziwa 100% kapitału własnego AI Orbit Sp. z o.o. stanowi podstawę do ustalenia wartości godziwej 75% udziału posiadanego przez Besim Fashion & Media Sp. z o.o., ujętego w kalkulacji wartości Besim Fashion & Media Sp. z o.o. metodą sumy części.

9 Wycena BFM z uwzględnieniem udziałów w AI Orbit Sp. z o.o.

9.1 Podejście do kalkulacji wartości metodą sumy części

Wartość godziwa 100% udziałów Besim Fashion & Media Sp. z o.o. została ustalona metodą sumy części, poprzez zsumowanie:

- wartości godziwej Besim Fashion & Media Sp. z o.o. w ujęciu samodzielnym;
- wartości godziwej 75% udziału w AI Orbit Sp. z o.o.

Takie podejście pozwala odrębnie uwzględnić wartość działalności operacyjnej prowadzonej bezpośrednio przez Besim Fashion & Media Sp. z o.o. oraz wartość godziwą udziału w AI Orbit Sp. z o.o., której działalność ma odmienny profil, etap rozwoju i poziom ryzyka.

9.2 Ujęcie udziału w AI Orbit Sp. z o.o.

Wartość godziwa 100% kapitału własnego AI Orbit Sp. z o.o. została oszacowana metodą DCF skorygowanego o ryzyko realizacji prognoz w wysokości 15.953,9 tys. zł.

Na potrzeby wyceny Besim Fashion & Media Sp. z o.o. uwzględniono 75% tej wartości, zgodnie z udziałem Besim Fashion & Media Sp. z o.o. w AI Orbit Sp. z o.o. Wartość godziwa udziału Besim Fashion & Media Sp. z o.o. w AI Orbit Sp. z o.o. wynosi zatem 11.965,4 tys. zł.

9.3 Wynik kalkulacji metodą sumy części

Tabela 10. Kalkulacja wartości godziwej BFM metodą sumy części (wartości w tys. zł, ceny bieżące)

Wyszczególnienie	Metoda wyceny	Wartość przypisana BFM
BFM	DCF	22 039,5
AI Orbit Sp. z o.o. (75%)	DCF	11 965,4
Łączna wartość godziwa BFM		**34 004,9**

Źródło: Opracowanie własne

Na podstawie przeprowadzonych prac wartość godziwa 100% udziałów Besim Fashion & Media Sp. z o.o., z uwzględnieniem wartości godziwej 75% udziału w AI Orbit Sp. z o.o. wynosi **34.004,9 tys. zł**, tj. po zaokrągleniu **34,0 mln zł**.

10 Analiza wrażliwości

10.1 Cel i zakres analizy wrażliwości

Analiza wrażliwości została przeprowadzona w celu oceny wpływu zmian wybranych kluczowych założeń na wynik wyceny Besim Fashion & Media Sp. z o.o.[12]

Analiza objęła dwa podstawowe obszary:

- wpływ zmian stopy dyskontowej oraz stopy wzrostu przyjętej do kalkulacji wartości rezydualnej;
- wpływ zmian poziomu realizacji prognoz finansowych względem wariantu bazowego przyjętego do wyceny.

Analiza wrażliwości nie stanowi odrębnej metody wyceny ani alternatywnego scenariusza bazowego. Jej celem jest pokazanie zakresu zmienności wyniku przy zmianie wybranych parametrów modelu, przy pozostałych założeniach pozostających bez zmian.

10.2 Wrażliwość na stopę dyskontową i stopę wzrostu rezydualnego

W pierwszym kroku przeanalizowano wpływ zmian stopy dyskontowej oraz stopy wzrostu przyjętej do kalkulacji wartości rezydualnej.

Tabela 11. Wrażliwość wartości BFM w ujęciu samodzielnym na WACC i stopę wzrostu rezydualnego (wartości w mln zł)

Wyszczególnienie	g rezydualny -0,5 p.p.	g rezydualny bazowy	g rezydualny +0,5 p.p.
WACC -1,0 p.p.	23,6	24,5	25,5
WACC bazowy	21,3	**22,0**	22,9
WACC +1,0 p.p.	19,4	20,0	20,7

Źródło: Opracowanie własne

W analizowanych wariantach wartość godziwa Besim Fashion & Media Sp. z o.o. w ujęciu samodzielnym mieści się w przedziale od 19,4 mln zł do 25,5 mln zł, wobec wartości bazowej wynoszącej 22,0 mln zł.

Tabela 12. Wrażliwość wartości godziwej AI Orbit Sp. z o.o. na WACC i stopę wzrostu rezydualnego (wartości w mln zł)

Wyszczególnienie	g rezydualny -0,5 p.p.	g rezydualny bazowy	g rezydualny +0,5 p.p.
WACC -1,0 p.p.	17,1	17,8	18,5
WACC bazowy	15,4	**16,0**	16,6
WACC +1,0 p.p.	14,0	14,4	14,9

Źródło: Opracowanie własne

W analizowanych wariantach wartość godziwa 100% kapitału własnego AI Orbit Sp. z o.o. mieści się w przedziale od **14,0 mln zł** do **18,5 mln zł**, wobec wartości bazowej wynoszącej **16,0 mln zł**.

Wyniki wskazują, że istotna część wartości w obu modelach wynika z wartości rezydualnej, co jest typowe dla wycen dochodowych obejmujących działalność o zakładanym dalszym wzroście po okresie szczegółowej prognozy.

[12] Zob. IVS 103, Appendix A20.34–A20.38. Wymóg dokumentowania istotnych danych wejściowych oraz oceny ryzyka realizacji prognoz uzasadnia prezentację wrażliwości wyniku na kluczowe parametry modelu, w szczególności stopę dyskontową, wartość rezydualną i poziom realizacji prognoz.

10.3 Wrażliwość łącznej wartości godziwej BFM na zmianę wartości głównych komponentów

W kolejnym kroku przeanalizowano wpływ zmian wartości dwóch głównych komponentów wyceny, tj. wartości godziwej Besim Fashion & Media Sp. z o.o. w ujęciu samodzielnym oraz wartości godziwej AI Orbit Sp. z o.o., na łączną wartość godziwą 100% udziałów Besim Fashion & Media Sp. z o.o.

W analizie przyjęto zmianę wartości godziwej Besim Fashion & Media Sp. z o.o. w ujęciu samodzielnym oraz wartości godziwej 100% kapitału własnego AI Orbit Sp. z o.o. o +/-10% względem wartości bazowych. W kalkulacji łącznej wartości godziwej Besim Fashion & Media Sp. z o.o. uwzględniono 75% wartości godziwej AI Orbit Sp. z o.o., zgodnie z udziałem posiadanym przez Besim Fashion & Media Sp. z o.o.

Tabela 13. Wrażliwość wartości godziwej 100% udziałów BFM na zmianę wartości głównych komponentów (wartości w mln zł)

Wyszczególnienie	AI Orbit Sp. z o.o. -10%	AI Orbit Sp. z o.o. bazowo	AI Orbit Sp. z o.o. +10%
BFM w ujęciu samodzielnym -10%	30,60	31,80	33,00
BFM w ujęciu samodzielnym bazowo	32,81	**34,0**	35,20
BFM w ujęciu samodzielnym +10%	35,01	36,21	37,41

Źródło: Opracowanie własne

W analizowanych wariantach łączna wartość godziwa 100% udziałów Besim Fashion & Media Sp. z o.o. mieści się w przedziale od **30,6 mln zł** do **37,4 mln zł**, wobec wartości bazowej wynoszącej **34,0 mln zł**.

Analiza potwierdza, że największy wpływ na łączną wartość godziwą Besim Fashion & Media Sp. z o.o. ma wartość działalności samodzielnej Besim Fashion & Media Sp. z o.o. Wartość godziwa AI Orbit Sp. z o.o. pozostaje istotnym komponentem wyniku końcowego, jednak jej wpływ jest ograniczony do 75% wartości tej spółki.

10.4 Wrażliwość na poziom realizacji prognoz finansowych

Z uwagi na charakter działalności Besim Fashion & Media Sp. z o.o. oraz AI Orbit Sp. z o.o. przeanalizowano również wpływ zmian poziomu realizacji prognoz finansowych.

Analiza została przeprowadzona względem wariantu bazowego przyjętego do wyceny. Oznacza to, że testowano zmianę współczynników realizacji prognoz zastosowanych w modelach wyceny, a nie zmianę pierwotnych, niezmodyfikowanych prognoz zarządczych.

Tabela 14. Wrażliwość wartości komponentów na poziom realizacji prognoz (wartości w mln zł)

Scenariusz realizacji prognoz	BFM w ujęciu samodzielnym — 100%, mln zł	AI Orbit Sp. z o.o. — 100%, mln zł	BFM wraz z 75% AI Orbit Sp. z o.o., mln zł
Realizacja prognoz niższa o 10 p.p. względem wariantu bazowego	19,7	14,3	30,4
Realizacja prognoz niższa o 5 p.p. względem wariantu bazowego	20,9	15,1	32,2
Wariant bazowy przyjęty do wyceny	**22,0**	**16,0**	34,0
Realizacja prognoz wyższa o 5 p.p. względem wariantu bazowego	23,2	16,8	35,8
Realizacja prognoz wyższa o 10 p.p. względem wariantu bazowego	24,3	17,6	37,6

Źródło: Opracowanie własne

W analizowanych wariantach:

- wartość godziwa Besim Fashion & Media Sp. z o.o. w ujęciu samodzielnym mieści się w przedziale od 19,7 mln zł do 24,3 mln zł, wobec wartości bazowej wynoszącej 22,0 mln zł;
- wartość godziwa 100% kapitału własnego AI Orbit Sp. z o.o. mieści się w przedziale od **14,3 mln zł** do **17,6 mln zł**, wobec wartości bazowej wynoszącej **16,0 mln zł**;
- łączna wartość godziwa 100% udziałów Besim Fashion & Media Sp. z o.o., obejmująca wartość godziwą Besim Fashion & Media Sp. z o.o. w ujęciu samodzielnym oraz 75% wartości godziwej AI Orbit Sp. z o.o., mieści się w przedziale od 30,4 mln zł do 37,6 mln zł, wobec wartości bazowej wynoszącej 34,0 mln zł.

Tabela 15. Macierz wrażliwości wartości godziwej 100% udziałów BFM na realizację prognoz BFM i AI Orbit Sp. z o.o. (wartości w mln zł)

Wyszczególnienie	AI Orbit Sp. z o.o. -10 p.p.	AI Orbit Sp. z o.o. -5 p.p.	AI Orbit Sp. z o.o. bazowo	AI Orbit Sp. z o.o. +5 p.p.	AI Orbit Sp. z o.o. +10 p.p.
BFM w ujęciu samodzielnym -10 p.p.	30,4	31,1	31,7	32,3	33,0
BFM w ujęciu samodzielnym -5 p.p.	31,6	32,2	32,9	33,5	34,1
BFM w ujęciu samodzielnym bazowo	32,7	33,4	**34,0**	34,6	35,3
BFM w ujęciu samodzielnym +5 p.p.	33,9	34,5	35,2	35,8	36,4
BFM w ujęciu samodzielnym +10 p.p.	35,0	35,7	36,3	36,9	37,6

Źródło: Opracowanie własne

Macierz wrażliwości przedstawia wpływ jednoczesnych zmian poziomu realizacji prognoz BFM w ujęciu samodzielnym oraz AI Orbit Sp. z o.o. na wartość godziwą 100% udziałów BFM. Zakres zmienności wyniku mieści się w przedziale od 30,4 mln zł do 37,6 mln zł, wobec wartości bazowej wynoszącej 34,0 mln zł.

Wyniki tej analizy wskazują, że poziom realizacji prognoz finansowych jest jednym z kluczowych czynników wpływających na wynik wyceny. Dotyczy to w szczególności nowych lub rozwijanych źródeł przychodów oraz produktów znajdujących się na wcześniejszym etapie komercjalizacji.

10.5 Wnioski z analizy wrażliwości

Analiza wrażliwości potwierdza, że wynik wyceny jest zależny przede wszystkim od:

- przyjętej stopy dyskontowej;
- stopy wzrostu rezydualnego;
- poziomu realizacji prognoz finansowych;
- wartości godziwej Besim Fashion & Media Sp. z o.o. w ujęciu samodzielnym;
- wartości AI Orbit Sp. z o.o., z uwzględnieniem 75% udziału posiadanego przez Besim Fashion & Media Sp. z o.o.

Wycena bazowa została sporządzona przy zastosowaniu skorygowanych prognoz finansowych, a nie bezpośrednio na podstawie niezmodyfikowanego scenariusza zarządczego. Ogranicza to ryzyko zawyżenia wartości wynikające z przyjęcia pełnej realizacji prognoz przygotowanych przez Spółki.

Jednocześnie analiza wrażliwości wskazuje, że wynik wyceny pozostaje istotnie zależny od przyszłej realizacji założeń biznesowych. Dotyczy to przede wszystkim tempa rozwoju nowych linii przychodowych Besim Fashion & Media Sp. z o.o. oraz skuteczności komercjalizacji produktów AI Orbit Sp. z o.o.

Wynik wyceny należy interpretować łącznie z przyjętymi założeniami, korektami prognoz finansowych oraz ograniczeniami opisanymi w niniejszym raporcie.

11 Wynik końcowy i konkluzja

Na podstawie przeprowadzonych prac wartość godziwa 100% udziałów Besim Fashion & Media Sp. z o.o., z uwzględnieniem wartości godziwej 75% udziału w AI Orbit Sp. z o.o. wynosi **34.004,9 tys. zł**, tj. po zaokrągleniu **34,0 mln zł**.

Przyjęta metodyka pozwala odrębnie ująć działalność operacyjną Besim Fashion & Media Sp. z o.o., udział w AI Orbit Sp. z o.o. Takie podejście jest spójne ze strukturą wycenianego podmiotu oraz z różnym profilem działalności i ryzyka poszczególnych komponentów wartości.

Wartość godziwa wskazana powyżej odnosi się do kapitału własnego przypadającego na 100% udziałów Besim Fashion & Media Sp. z o.o. według stanu na Datę Wyceny. Wynik został ustalony na potrzeby planowanego wniesienia tych udziałów do spółki akcyjnej w zamian za objęcie akcji nowej serii / emisji.

Wynik wyceny należy interpretować łącznie z przyjętymi założeniami, zastosowaną metodyką, analizą wrażliwości oraz ograniczeniami przedstawionymi w raporcie. W szczególności wartość jest zależna od realizacji przyjętych prognoz finansowych, komercjalizacji nowych linii przychodowych Besim Fashion & Media Sp. z o.o. oraz skuteczności rozwoju produktów AI Orbit Sp. z o.o.

12 Zastrzeżenia i ograniczenia

Niniejszy raport został sporządzony wyłącznie w celu wskazanym w pkt 1, tj. na potrzeby planowanego wniesienia 100% udziałów Besim Fashion & Media Sp. z o.o. do spółki akcyjnej w zamian za objęcie akcji nowej serii / emisji.

Raport nie powinien być wykorzystywany do innych celów bez uprzedniej analizy, czy przyjęte założenia, zakres prac, metodyka oraz data wyceny pozostają adekwatne dla takiego innego celu.

Wycena została sporządzona na podstawie dokumentów, danych, prognoz oraz informacji przekazanych na potrzeby wyceny, a także publicznie dostępnych danych rynkowych wykorzystanych przy szacowaniu parametrów stopy dyskontowej. Przyjęto, że przekazane informacje są kompletne i rzetelne w zakresie istotnym dla przeprowadzenia wyceny.

W ramach prac nie przeprowadzono audytu, przeglądu sprawozdań finansowych, badania due diligence, badania prawnego, podatkowego, technicznego ani komercyjnego. Nie dokonywano również niezależnej weryfikacji prawdziwości, kompletności i zgodności przekazanych danych z dokumentami źródłowymi, z wyjątkiem analizy ich logicznej spójności na potrzeby sporządzenia modelu wyceny.

Prognozy finansowe wykorzystane w modelach wyceny mają charakter zarządczy i zostały przygotowane na potrzeby oceny przyszłego potencjału działalności Besim Fashion & Media Sp. z o.o. oraz AI Orbit Sp. z o.o. Prognozy te nie stanowią gwarancji osiągnięcia określonych wyników finansowych w przyszłości.

Na potrzeby wyceny prognozy finansowe zostały skorygowane o ryzyko realizacji założeń biznesowych. Pomimo zastosowania korekt, wynik wyceny pozostaje zależny od przyszłej realizacji przyjętych założeń, w szczególności dotyczących poziomu przychodów, rentowności, nakładów inwestycyjnych, zapotrzebowania na kapitał obrotowy, komercjalizacji nowych produktów oraz parametrów stopy dyskontowej i wartości rezydualnej.

Wycena została sporządzona według stanu wiedzy, danych i informacji dostępnych na Datę Wyceny. Zdarzenia następujące po tej dacie mogą wpływać na sytuację finansową, operacyjną lub rynkową Besim Fashion & Media Sp. z o.o. oraz AI Orbit Sp. z o.o. a tym samym na wartość udziałów.

Wynik wyceny nie stanowi ceny transakcyjnej ani gwarancji uzyskania określonych warunków transakcji. Rzeczywista wartość transakcyjna może różnić się od wartości wskazanej w raporcie w zależności od warunków negocjacji, struktury transakcji, sytuacji rynkowej, oczekiwań stron oraz innych czynników niewynikających bezpośrednio z modelu wyceny.

Raport nie stanowi opinii prawnej, podatkowej, księgowej ani inwestycyjnej. W szczególności raport nie obejmuje oceny skutków prawnych, podatkowych ani rachunkowych planowanego aportu udziałów Besim Fashion & Media Sp. z o.o. do spółki akcyjnej.

Wartość godziwa wskazana w raporcie odnosi się do 100% udziałów Besim Fashion & Media Sp. z o.o. według stanu na Datę Wyceny i przy założeniach opisanych w raporcie. Każda zmiana istotnych założeń, danych wejściowych lub celu wyceny może wymagać aktualizacji kalkulacji wartości.

13 Załączniki

Do niniejszego raportu załączono następujące materiały:

Nr załącznika	Nazwa załącznika	Zakres
1	Model wyceny Besim Fashion & Media Sp. z o.o. w ujęciu samodzielnym	prognozy przyjęte do wyceny, korekty prognoz, parametry stopy dyskontowej, wartość rezydualna
2	Model wyceny AI Orbit Sp. z o.o.	prognozy przyjęte do wyceny, korekty prognoz, parametry stopy dyskontowej, wartość rezydualna

13.1 Model wyceny Besim Fashion & Media Sp. z o.o. w ujęciu samodzielnym

13.1.1 Prognozy przyjęte do wyceny

Poniższe tabele przedstawiają prognozy sprawozdań finansowych Besim Fashion & Media Sp. z o.o. sporządzonych na podstawie skorygowanych prognoz dostarczonych przez Zamawiającego.

Tabela 16. Projekcja rachunku zysków i strat Besim Fashion & Media Sp. z o.o. na lata 2026-2030 (dane w tys. zł, ceny bieżące)

Lp.	Wyszczególnienie	QI 2026 wykonanie	QII-QIV 2026P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
I	Przychody ze sprzedaży	490	2 558	3 048	4 898	6 626	8 409	9 446
II	Koszty operacyjne	504	1 473	1 977	3 356	4 381	5 242	5 518
A	**Zysk/strata brutto ze sprzedaży**	**-14**	**1 085**	**1 071**	**1 542**	**2 244**	**3 167**	**3 928**
IV	Pozostałe przychody operacyjne	0	0	0	0	0	0	0
V	Pozostałe koszty operacyjne	1	0	1	0	0	0	0
B	**Zysk/strata z działalności operacyjnej**	**-15**	**1 086**	**1 070**	**1 542**	**2 244**	**3 167**	**3 928**
VI	Przychody finansowe	0	0	0	0	0	0	0
VII	Koszty finansowe	0	0	0	0	0	0	0
C	**Zysk/strata brutto**	**-15**	**1 086**	**1 070**	**1 542**	**2 244**	**3 167**	**3 928**
VIII	Podatek dochodowy		203	203	293	426	602	746
D	**Zysk/strata netto z działalności kontynuowanej**	**-15**	**882**	**867**	**1 249**	**1 818**	**2 566**	**3 182**

Źródło: Opracowanie własne

Tabela 17. Bilans – aktywa - Besim Fashion & Media Sp. z o.o. na lata 2026-2030 (dane w tys. zł, ceny bieżące)

Lp.	Wyszczególnienie	QI 2026 wykonanie	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
A	**Aktywa trwałe**	**1 245**	**1 207**	**1 207**	**1 207**	**1 207**	**1 207**
1	Rzeczowe aktywa trwałe	0	0	0	0	0	0
2	Wartości niematerialne	1 095	1 057	1 057	1 057	1 057	1 057
3	Pozostałe aktywa finansowe (długoterminowe)	150	150	150	150	150	150
B	**Aktywa Obrotowe**	**592**	**452**	**1 460**	**2 329**	**4 281**	**6 945**
1	Zapasy	0	0	0	0	0	0
2	Należności z tytułu dostaw i usług	436	207	604	604	817	1 037
3	Należności z tytułu podatków ceł i ubezpieczeń społecznych	18	34	34	40	42	44
4	Pozostałe należności	17	31	31	33	34	36
5	Krótkoterminowe aktywa finansowe			0	0	0	0
6	Czynne rozliczenia międzyokresowe	2	9	9	9	9	9
7	Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	119	171	782	1 644	3 379	5 819
	SUMA AKTYWÓW	**1 837**	**1 659**	**2 668**	**3 537**	**5 488**	**8 152**

Źródło: Opracowanie własne

Tabela 18. Bilans – pasywa - Besim Fashion & Media Sp. z o.o. na lata 2026-2030 (dane w tys. zł, ceny bieżące)

Lp.	Wyszczególnienie	QI 2026 wykonanie	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
A	**Kapitał własny (przypadający akcjonariuszom jednostki dominującej)**	**1 290**	**1 161**	**2 044**	**3 293**	**5 111**	**7 676**
1	Kapitał podstawowy	105	105	105	105	105	105
2	Kapitał zapasowy	2 045	2 045	2 045	2 045	2 045	2 045
3	Nadwyżka z przeszacowania			0	0	0	0
4	Zysk/Strata z lat ubiegłych	-1 009	-974	-974	-107	1 142	2 960
5	Zyski zatrzymane	148	-15	867	1 249	1 818	2 566
B	**Zobowiązania długoterminowe**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
1	Oprocentowane kredyty i pożyczki	0	0	0	0	0	0
2	Rezerwy	0	0	0	0	0	0
3	Pozostałe zobowiązania finansowe	0	0	0	0	0	0
4	Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	0	0	0	0	0	0
5	Rezerwa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	0	0	0	0	0	0
C	**Zobowiązania krótkoterminowe**	**547**	**498**	**624**	**244**	**377**	**476**
1	Bieżąca część oprocentowanych kredytów i pożyczek	69	51	0	0	0	0
2	Pozostałe zobowiązania finansowe	0	0	0	0	0	0
3	Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	157	142	416	162	276	360
4	Pozostałe zobowiązania	213	229	139	46	42	37
5	Zobowiązania z tytułu podatków ceł i ubezpieczeń społecznych	107	75	69	35	60	78
6	Rezerwy			0	0	0	0
	SUMA PASYWÓW	**1 837**	**1 659**	**2 667**	**3 536**	**5 488**	**8 152**

Źródło: Opracowanie własne

Tabela 19. Przepływy pieniężne Besim Fashion & Media Sp. z o.o. na lata 2026-2030 (dane w tys. zł, ceny bieżące)

Lp.	Wyszczególnienie	IV-XIII 2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
I	**Przepływy z działalności operacyjnej**	**663**	**862**	**1 735**	**2 440**	**3 132**
1	Wynik finansowy netto	882	1 249	1 818	2 566	3 182
2	Amortyzacja	0	0	0	0	0
3	Przychody finansowe	0	0	0	0	0
4	Koszty finansowe	0	0	0	0	0
5	Zmiana stanu zapasów	0	0	0	0	0
6	Zmiana stanu należności krótkoterminowych	-397	-7	-217	-224	-132
7	Zmiana stanu zobowiązań z wyłączeniem zobowiązań finansowych	177	-380	133	98	82
8	Zmiana stanu rozliczeń międzyokresowych	0	0	0	0	0
9	Zmiana stanu rezerw	0	0	0	0	0
10	Zmiana stanu aktywów i pasywów z tytułu kontraktów budowlanych					
II	**Przepływy z tytułu działalności inwestycyjnej**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
1	Inwestycje w rzeczowe aktywa trwałe	0	0	0	0	0
2	Inwestycje we WNiP	0	0	0	0	0
3	Przychody finansowe	0	0	0	0	0
4	Pozostałe przepływy z tytułu działalności inwestycyjnej	0	0	0	0	0
III	**Przepływy z tytułu działalności finansowej**	**-51**	**0**	**0**	**0**	**0**
1	Zmiana stanu kredytów	-51	0	0	0	0
2	Zmiana stanu pozostałych zobowiązań finansowych	0	0	0	0	0
3	Odsetki zapłacone (koszty finansowe)	0	0	0	0	0
A	**Stan na początek okresu**	**171**	**782**	**1 644**	**3 379**	**5 819**
B	**Saldo pieniężne okresu**	**612**	**862**	**1 735**	**2 440**	**3 132**
C	**Saldo na koniec okresu**	**782**	**1 644**	**3 379**	**5 819**	**8 951**

Źródło: Opracowanie własne

13.1.2 Korekty prognoz

Poniższe tabele przedstawiają współczynniki prognoz przychodów i kosztów Besim Fashion & Media Sp. z o.o. przyjęte do korekty prognoz dostarczonych przez Zamawiającego.

Tabela 20. Współczynniki korekty przychodów Besim Fashion & Media Sp. z o.o. w latach 2026-2030

Lp.	Wyszczególnienie	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
1	Reklama natywna (branded content)	100%	95%	90%	85%	80%
2	Social media sponsoring	100%	95%	90%	85%	80%
3	PR + SEO + programmatic	100%	95%	90%	85%	80%
4	Eventy — istniejące formaty	100%	95%	90%	85%	80%
5	Własne eventy (FB Awards + duży event)	100%	85%	75%	70%	65%
6	Printed FashionBiznes (2x rocznie)	100%	85%	80%	75%	70%
7	Nailist.pl (portal beauty)	100%	85%	75%	70%	65%
8	Marketplace (komisja 30%, koszyk 250 PLN)	100%	80%	70%	60%	50%
9	Portal pracy FashionBiznes	100%	80%	70%	65%	60%
10	Quasi TV (podcasty + video)	100%	70%	60%	50%	40%
11	oNTENT — prowizja sprzedażowa 20%	80%	70%	55%	45%	40%
12	FashionBiznes Premium (paywall, 69 PLN/mies.)	100%	60%	50%	45%	40%

Źródło: Opracowanie własne

Tabela 21. Współczynniki korekty kosztów Besim Fashion & Media Sp. z o.o. w latach 2026-2030

Lp.	Wyszczególnienie	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
1	Zespół bazowy (redakcja + tech + SM + mgmt)	100%	100%	100%	100%	100%
2	Redakcja Nailist.pl (~20K/mies., start H2 2026)	100%	100%	100%	100%	100%
3	Handlowiec B2B nr 1 (10K/mies. fix + prowizja)	100%	100%	100%	100%	100%
4	Handlowcy B2B nr 2 i 3 (2x10K + prowizja, od 2028)	100%	100%	100%	100%	100%
5	Event coordinator (7K/mies., Q2 2027 →)	100%	100%	100%	100%	100%
6	Art director print (freelancer ~35K/rok, od 2027)	100%	100%	100%	100%	100%
7	FB Premium — content analityczny (od H2 2027)	100%	100%	100%	100%	100%
8	Marketplace — ops/freelancer (~80K/rok, od 2027)	100%	100%	100%	100%	100%
9	Koszty bezpośrednie eventów własnych	100%	90%	85%	80%	75%
10	Koszty bezpośrednie eventów istniejących (~30% rev.)	100%	95%	90%	85%	80%
11	Druk i dystrybucja Printed FashionBiznes	100%	95%	90%	85%	80%
12	Produkcja Quasi TV (outsourcing 55–250K)	100%	80%	75%	70%	65%
13	oNTENT — materiały sprzedażowe, demos	100%	100%	100%	100%	100%
14	Portal pracy — koszty operacyjne	100%	90%	90%	85%	80%
15	Prowizje handlowców (% od przyrostów przychodów)	100%	90%	80%	75%	70%
16	B2B travel (handlowcy, eventy branżowe)	100%	100%	95%	90%	90%
17	Marketing / SEO / paid acquisition	100%	95%	90%	85%	80%
18	IT — regularne utrzymanie (~70K/rok)	100%	100%	100%	100%	100%
19	Inwestycja IT 2028 (retargeting, AI rekomend, FB Premium)	100%	100%	100%	100%	100%
20	Pozostałe koszty operacyjne	100%	92%	81%	73%	66%

Źródło: Opracowanie własne

13.1.3 Parametry stopy dyskontowej,

Dla wyliczenia wartości obecnej przyszłych strumieni pieniężnych Besim Fashion & Media Sp. z o.o. w prognozie założono stopę dyskonta odzwierciedlającą średni ważony koszt kapitału (WACC), którego poszczególne elementy ustalono w następujący sposób:

- Stopę oprocentowania papierów wartościowych wolnych od ryzyka dla okresu prognozy szczegółowej przyjęto na poziomie średniej rocznej stopy zwrotu 10-letnich obligacji Skarbu Państwa na rynku wtórnym za okres I kwartału 2026 r (ostatnia średnia kwartalna dostępna na datę sporządzenia wyceny).
- Premię ryzyka branży określającej najniższą możliwą do zaakceptowania przez potencjalnego inwestora rynkowego stopę zwrotu powyżej stopy wynikającej z oprocentowania papierów wartościowych wolnych od ryzyka. Premię ryzyka branży oszacowano jako iloczyn długookresowej podstawowej premii za ryzyko rynku kapitałowego oraz współczynnika Beta „lewarowanego" dla branży, w której funkcjonuje Spółka. Na podstawie danych A. Damodarana i analiz własnych przyjęto:
    - Długookresową podstawową premię ryzyka na poziomie 5,54 pp (premia ryzyka krajowego dla Polski wyliczona przez A. Damodarana, dane ze stycznia 2026)
    - Współczynnik Beta lewarowany wyliczony dla struktury finansowania przyjętej w prognozach finansowych na lata 2026-2030 i Bety nielewarowanej na poziomie 0,911 (na bazie danych sektorowych A. Damodarana dla rynku europejskiego, sektor „Software (System & Application)", dane ze stycznia 2026).
- Premia ryzyka za wielkość na poziomie 2,6 pp. która odzwierciedla wyższe ryzyko związane z inwestowaniem w małe podmioty gospodarcze. Wysokość premii została przyjęta na podstawie wyliczeń FinancialCraft Sp. z o.o. za IV kwartał 2025 roku.
- Premia ryzyka za brak płynności na poziomie 0,63 pp. (odpowiadająca stopie ex post na poziomie 6,00 p.p.)
- Koszt długu po opodatkowaniu wynoszący 6,28 p.p. (wyliczony na bazie stopy oprocentowania wolnej od ryzyka powiększonej o marżę kredytową w wysokości 2,5 p.p. i następnie skorygowany o podatek dochodowy w wysokości 19 p.p.).

Biorąc pod uwagę powyższe ustalenia, wielkość stóp dyskontowych (WACC) do wyceny Besim Fashion & Media Sp. z o.o. przyjęto zgodnie z tabelą poniżej.

Tabela 22. Kalkulacja stopy dyskonta przyjętej do wyceny Besim Fashion & Media Sp. z o.o.

Lp.	Wyszczególnienie	Wartość
1	Stopa wolna od ryzyka	5,25%
2	Beta lewarowana	0,911
3	Beta nielewarowana	0,911
4	D/E	0,000
5	Stopa podatkowa	19,00%
6	Premia za ryzyko rynkowe	5,54%
7	Premia za ryzyko specyficzne	3,23%
	Dyskonto za wielkość	2,60%
	Dyskonto za brak płynności	0,63%
I	**Koszt własny kapitału**	**13,53%**
8	Koszt długu	7,75%
9	Stopa podatkowa	19,00%
II	**Koszt długu po opodatkowaniu**	**6,28%**
10	E/(D+E)	100,00%
11	D/(D+E)	0,00%
	WACC	**13,53%**

Źródło: Opracowanie własne

13.1.4 Wartość rezydualna

Poniżej przedstawiono wyliczenie wartości rezydualnej przyszłych przepływów pieniężnych wyceny Besim Fashion & Media Sp. z o.o. Kalkulacja została sporządzona metoda kapitalizacji dochodu przy założeniu parametru *g* (stopa wzrostu po okresie prognozy szczegółowej) na poziomie 2,3% tj. długookresowych założeń inflacyjnych przyjętych w modelu.

Tabela 23. Kalkulacja wartości rezydualnej przyjętej do wyceny Besim Fashion & Media Sp. z o.o.

Lp.	Wyszczególnienie	Wartość w tys. zł
1	Wynik operacyjny pomniejszony o podatek dochodowy	3 132
2	Amortyzacja niepodlegająca odtworzeniu	
3	Razem przepływy bazowe przyjęte do wyliczenia RV	3 132
4	Stopa wzrostu po okresie prognozy szczegółowej	2,30%
5	Skorygowane przepływy bazowe (poz. 3*(1+poz. 4))	3 204
6	Stopa dyskonta przyjęta do wyliczenia RV	13,53%
7	Skorygowana stopa dyskonta (poz. 6 - poz. 4)	11,23%
8	Wartość rezydualna przed dyskontem	28 522
9	Współczynnik dyskonta	0,56
	Zdyskontowana wartość rezydualna (poz. 8 * poz. 9)	**16 111**

Źródło: Opracowanie własne

13.2 Model wyceny AI Orbit Sp. z o.o.

13.2.1 Prognozy przyjęte do wyceny

Poniższe tabele przedstawiają prognozy sprawozdań finansowych AI Orbit Sp. z o.o. sporządzonych na podstawie skorygowanych prognoz dostarczonych przez Zamawiającego.

Tabela 24. Projekcja rachunku zysków i strat AI Orbit Sp. z o.o. na lata 2026-2030 (dane w tys. zł, ceny bieżące)

Lp.	Wyszczególnienie	QI 2026 wykonanie	QII-QIV 2026P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
I	Przychody ze sprzedaży	0	315	315	1 781	3 112	3 849	4 380
II	Koszty operacyjne	23	402	425	1 153	1 328	1 224	1 234
A	**Zysk/strata brutto ze sprzedaży**	**-23**	**-87**	**-110**	**628**	**1 784**	**2 626**	**3 146**
IV	Pozostałe przychody operacyjne	0	0	0	0	0	0	0
V	Pozostałe koszty operacyjne	0	1	1	0	0	0	0
B	**Zysk/strata z działalności operacyjnej**	**-23**	**-88**	**-111**	**628**	**1 784**	**2 626**	**3 146**
VI	Przychody finansowe	0	0	0	0	0	0	0
VII	Koszty finansowe	0	0	0	0	0	0	0
C	**Zysk/strata brutto**	**-23**	**-88**	**-111**	**628**	**1 784**	**2 626**	**3 146**
VIII	Podatek dochodowy		0	0	119	339	499	598
D	**Zysk/strata netto z działalności kontynuowanej**	**-23**	**-88**	**-111**	**509**	**1 445**	**2 127**	**2 548**

Źródło: Opracowanie własne

Tabela 25. Bilans – aktywa - AI Orbit Sp. z o.o. na lata 2026-2030 (dane w tys. zł, ceny bieżące)

Lp.	Wyszczególnienie	QI 2026 wykonanie	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
A	**Aktywa trwałe**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
1	Rzeczowe aktywa trwałe	0	0	0	0	0	0
2	Wartości niematerialne	0	0	0	0	0	0
3	Pozostałe aktywa finansowe (długoterminowe)	0	0	0	0	0	0
B	**Aktywa Obrotowe**	**342**	**314**	**719**	**2 176**	**4 291**	**6 838**
1	Zapasy	0	0	0	0	0	0
2	Należności z tytułu dostaw i usług	0	39	220	392	496	576
3	Należności z tytułu podatków ceł i ubezpieczeń społecznych	6	4	12	13	13	14
4	Pozostałe należności	150	50	50	52	55	57
5	Krótkoterminowe aktywa finansowe	0	0	0	0	0	0
6	Czynne rozliczenia międzyokresowe	186	186	186	186	186	186
7	Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	0	35	252	1 533	3 542	6 005
	SUMA AKTYWÓW	**342**	**314**	**719**	**2 176**	**4 291**	**6 838**

Źródło: Opracowanie własne

Tabela 26. Bilans – pasywa - AI Orbit Sp. z o.o. na lata 2026-2030 (dane w tys. zł, ceny bieżące)

Lp.	Wyszczególnienie	QI 2026 wykonanie	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
A	**Kapitał własny (przypadający akcjonariuszom jednostki dominującej)**	**172**	**85**	**593**	**2 038**	**4 165**	**6 713**
1	Kapitał podstawowy	200	200	200	200	200	200
2	Kapitał zapasowy	0	0	0	0	0	0
3	Nadwyżka z przeszacowania	0	0	0	0	0	0
4	Zysk/Strata z lat ubiegłych	-5	-5	-115	393	1 838	3 965
5	Zyski zatrzymane	-23	-111	509	1 445	2 127	2 548
B	**Zobowiązania długoterminowe**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
1	Oprocentowane kredyty i pożyczki	0	0	0	0	0	0
2	Rezerwy	0	0	0	0	0	0
3	Pozostałe zobowiązania finansowe	0	0	0	0	0	0
4	Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	0	0	0	0	0	0
5	Rezerwa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	0	0	0	0	0	0
C	**Zobowiązania krótkoterminowe**	**170**	**229**	**126**	**138**	**126**	**124**
1	Bieżąca część oprocentowanych kredytów i pożyczek	72	72	0	0	0	0
2	Pozostałe zobowiązania finansowe	0	0	0	0	0	0
3	Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	12	71	95	109	101	101
4	Pozostałe zobowiązania	86	86	32	28	26	23
5	Zobowiązania z tytułu podatków ceł i ubezpieczeń społecznych	0	0	0	0	0	0
6	Rezerwy	0	0	0	0	0	0
	SUMA PASYWÓW	**342**	**314**	**719**	**2 176**	**4 291**	**6 838**

Źródło: Opracowanie własne

Tabela 27. Przepływy pieniężne AI Orbit Sp. z o.o. na lata 2026-2030 (dane w tys. zł, ceny bieżące)

Lp.	Wyszczególnienie	IV-XIII 2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
I	**Przepływy z działalności operacyjnej**	**35**	**289**	**1 281**	**2 009**	**2 463**
1	Wynik finansowy netto	-88	509	1 445	2 127	2 548
2	Amortyzacja	0	0	0	0	0
3	Przychody finansowe	0	0	0	0	0
4	Koszty finansowe	0	0	0	0	0
5	Zmiana stanu zapasów	0	0	0	0	0
6	Zmiana stanu należności krótkoterminowych	63	-189	-176	-106	-83
7	Zmiana stanu zobowiązań z wyłączeniem zobowiązań finansowych	59	-31	11	-11	-2
8	Zmiana stanu rozliczeń międzyokresowych	0	0	0	0	0
9	Zmiana stanu rezerw	0	0	0	0	0
10	Zmiana stanu aktywów i pasywów z tytułu kontraktów budowlanych					
II	**Przepływy z tytułu działalności inwestycyjnej**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
1	Inwestycje w rzeczowe aktywa trwałe	0	0	0	0	0
2	Inwestycje we WNiP	0	0	0	0	0
3	Przychody finansowe	0	0	0	0	0
4	Pozostałe przepływy z tytułu działalności inwestycyjnej	0	0	0	0	0
III	**Przepływy z tytułu działalności finansowej**	**0**	**-72**	**0**	**0**	**0**
1	Zmiana stanu kredytów	0	-72	0	0	0
2	Zmiana stanu pozostałych zobowiązań finansowych	0	0	0	0	0
3	Odsetki zapłacone (koszty finansowe)	0	0	0	0	0
A	**Stan na początek okresu**	**0**	**35**	**252**	**1 533**	**3 542**
B	**Saldo pieniężne okresu**	**35**	**217**	**1 281**	**2 009**	**2 463**
C	**Saldo na koniec okresu**	**35**	**252**	**1 533**	**3 542**	**6 005**

Źródło: Opracowanie własne

13.2.2 Korekty prognoz

Poniższe tabele przedstawiają współczynniki prognoz przychodów i kosztów AI Orbit Sp. z o.o. przyjęte do korekty prognoz dostarczonych przez Zamawiającego.

Tabela 28. Współczynniki korekty przychodów AI Orbit Sp. z o.o. w latach 2026-2030

Lp.	Wyszczególnienie	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
1	LexVerify	70%	60%	50%	40%	35%
2	Brand Agent	70%	60%	50%	40%	35%
3	oNTENT	50%	40%	30%	25%	20%

Źródło: Opracowanie własne

Tabela 29. Współczynniki korekty kosztów AI Orbit Sp. z o.o. w latach 2026-2030

Lp.	Wyszczególnienie	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
1	Prowizja CC Besim łącznie	67%	55%	44%	35%	30%
2	Shared team	100%	100%	100%	100%	100%
3	Opłaty za narzędzia informatyczne	100%	100%	100%	100%	100%
4	Prowizje	67%	55%	44%	35%	30%

Źródło: Opracowanie własne

13.2.3 Parametry stopy dyskontowej

Dla wyliczenia wartości obecnej przyszłych strumieni pieniężnych AI Orbit Sp. z o.o. w prognozie założono stopę dyskonta odzwierciedlającą średni ważony koszt kapitału (WACC), którego poszczególne elementy ustalono w następujący sposób:

- Stopę oprocentowania papierów wartościowych wolnych od ryzyka dla okresu prognozy szczegółowej przyjęto na poziomie średniej rocznej stopy zwrotu 10-letnich obligacji Skarbu Państwa na rynku wtórnym za okres I kwartału 2026 r (ostatnia średnia kwartalna dostępna na datę sporządzenia wyceny).
- Premię ryzyka branży określającej najniższą możliwą do zaakceptowania przez potencjalnego inwestora rynkowego stopę zwrotu powyżej stopy wynikającej z oprocentowania papierów wartościowych wolnych od ryzyka. Premię ryzyka branży oszacowano jako iloczyn długookresowej podstawowej premii za ryzyko rynku kapitałowego oraz współczynnika Beta „lewarowanego" dla branży, w której funkcjonuje Spółka. Na podstawie danych A. Damodarana i analiz własnych przyjęto:
    - Długookresową podstawową premię ryzyka na poziomie 5,54 pp (premia ryzyka krajowego dla Polski wyliczona przez A. Damodarana, dane ze stycznia 2026)
    - Współczynnik Beta lewarowany wyliczony dla struktury finansowania przyjętej w prognozach finansowych na lata 2026-2030 i Bety nielewarowanej na poziomie 0,911 (na bazie danych sektorowych A. Damodarana dla rynku europejskiego, sektor „Software (System & Application)", dane ze stycznia 2026).
- Premia ryzyka za wielkość na poziomie 2,6 pp. która odzwierciedla wyższe ryzyko związane z inwestowaniem w małe podmioty gospodarcze. Wysokość premii została przyjęta na podstawie wyliczeń FinancialCraft Sp. z o.o. za IV kwartał 2025 roku.
- Premia ryzyka za brak płynności na poziomie 0,99 pp. (odpowiadająca stopie ex post na poziomie 10,00 p.p.)
- Koszt długu po opodatkowaniu wynoszący 6,28 p.p. (wyliczony na bazie stopy oprocentowania wolnej od ryzyka powiększonej o marżę kredytową w wysokości 2,5 p.p. i następnie skorygowany o podatek dochodowy w wysokości 19 p.p.).

Biorąc pod uwagę powyższe ustalenia, wielkość stóp dyskontowych (WACC) do wyceny AI Orbit Sp. z o.o. przyjęto zgodnie z tabelą poniżej.

Tabela 30. Kalkulacja stopy dyskonta przyjętej do wyceny AI Orbit Sp. z o.o.

Lp.	Wyszczególnienie	Wartość
1	Stopa wolna od ryzyka	5,25%
2	Beta lewarowana	0,911
3	Beta nielewarowana	0,911
4	D/E	0,000
5	Stopa podatkowa	19,00%
6	Premia za ryzyko rynkowe	5,54%
7	Premia za ryzyko specyficzne	3,59%
	Dyskonto za wielkość	2,60%
	Dyskonto za brak płynności	0,99%
I	**Koszt własny kapitału**	**13,89%**
8	Koszt długu	7,75%
9	Stopa podatkowa	19,00%
II	**Koszt długu po opodatkowaniu**	**6,28%**
10	E/(D+E)	100,00%
11	D/(D+E)	0,00%
	WACC	**13,89%**

Źródło: Opracowanie własne

13.2.4 Wartość rezydualna

Poniżej przedstawiono wyliczenie wartości rezydualnej przyszłych przepływów pieniężnych wyceny AI Orbit Sp. z o.o. Kalkulacja została sporządzona metoda kapitalizacji dochodu przy założeniu parametru *g* (stopa wzrostu po okresie prognozy szczegółowej) na poziomie 2,3% na poziomie 2,3% tj. długookresowych założeń inflacyjnych przyjętych w modelu.

Tabela 31. Kalkulacja wartości rezydualnej przyjętej do wyceny AI Orbit Sp. z o.o.

Lp.	Wyszczególnienie	Wartość w tys. zł
1	Wynik operacyjny pomniejszony o podatek dochodowy	2 463
2	Amortyzacja niepodlegająca odtworzeniu	
3	Razem przepływy bazowe przyjęte do wyliczenia RV	2 463
4	Stopa wzrostu po okresie prognozy szczegółowej	2,30%
5	Skorygowane przepływy bazowe (poz. 3*(1+poz. 4))	2 520
6	Stopa dyskonta przyjęta do wyliczenia RV	13,89%
7	Skorygowana stopa dyskonta (poz. 6 - poz. 4)	11,59%
8	Wartość rezydualna przed dyskontem	21 746
9	Współczynnik dyskonta	0,56
	Zdyskontowana wartość rezydualna (poz. 8 * poz. 9)	**12 112**

Źródło: Opracowanie własne