

Gi Group Holding S.p.A.

Raport z wyceny akcji Spółki

Gi Group Poland S.A.

Poznań, Lipiec 2025 roku

Poznań, Lipiec 2025 roku

Zarząd Spółki**Gi Group Holding S.p.A.**

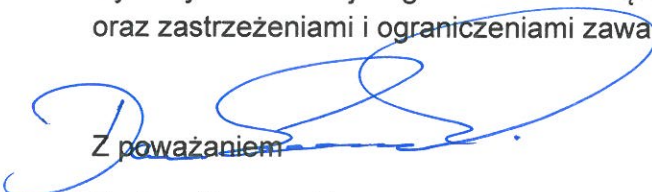
Szanowni Państwo,

SWGK Audyt Polska Sp. z o.o. kieruje do Zarządu Spółki Gi Group Holding S.p.A. niniejszy Raport z wyceny akcji Spółki Gi Group Poland S.A.

Nasze prace przeprowadziliśmy przy założeniu kontynuowania działalności przez Spółkę Gi Group Poland S.A. w przyszłości. Założenie to każdorazowo oznacza, że: (1) kierownictwo Spółki będzie wdrażało tylko te strategie finansowe i operacyjne, które mają na celu maksymalizację wartości jednostki gospodarczej oraz (2) nie ma niepewności, co do przyszłych zdarzeń (takich jak ryzyko ponoszenia powtarzających się strat na działalności operacyjnej lub złej sytuacji finansowej), które podważyłyby zasadnicze domniemanie o zdolności do kontynuowania działalności.

Analizy i wnioski przedstawione w niniejszym dokumencie zostały opracowane na podstawie naszego doświadczenia i według naszej najlepszej wiedzy. SWGK Audyt Polska Sp. z o.o. działa jako niezależny wykonawca. Nasze wynagrodzenie w żaden sposób nie zależy od wniosków z przeprowadzonych prac.

Niniejszy dokument nie może być udostępniany stronom trzecim bez uprzedniej pisemnej zgody SWGK Audyt Polska Sp. z o.o., chyba że obowiązek jego ujawnienia wynika z przepisów prawa lub zawartej umowy (udzielonego zlecenia). SWGK nie ponosi odpowiedzialności za wykorzystanie niniejszego dokumentu bądź jego części przez osoby trzecie w sposób sprzeczny z postanowieniami umowy (treścią zlecenia) oraz zastrzeżeniami i ograniczeniami zawartymi w niniejszym dokumencie.



Z poważaniem

Dariusz Sarnowski
Partner SWGK
Biegły rewident 10200

1. Spis treści

1. Spis treści	3
2. Przedmiot i zakres wyceny	5
3. Wykaz stosowanych skrótów	6
4. Podsumowanie zarządcze	8
4.1. Konkluzja wyceny wartości rynkowej	8
4.2. Wynik wyceny	8
4.3. Graficzna prezentacja wyników wyceny	9
5. Informacje o spółce	12
5.1. Dane rejestrowe spółki	12
5.2. Charakterystyka działalności Spółki	13
5.3. Struktura Grupy Kapitałowej Gi Group Poland	14
5.4. Charakterystyka działalności Grupy Kapitałowej Gi Group Holding	15
6. Analiza czynników wewnętrznych i otoczenia	18
6.1. Sytuacja makroekonomiczna	18
7. Podstawowe dane finansowe spółki	21
7.1. Analiza rachunku zysków i strat	22
8. Wybór metod wyceny	24
8.1. Wprowadzenie	24
8.2. Czynniki wyboru metod wyceny	25
8.3. Podsumowanie wyboru metod wyceny	25
9. Wycena metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych	26

9.1. Metodologia wyceny.....	26
9.2. Założenia do określenia stopy dyskontowej i wyznaczenia kosztu kapitału	27
9.3. Założenia do określenia wartości rezydualnej dla wyceny metodą dochodową	28
9.4. Inne przyjęte założenia i ograniczenia.....	29
10. Wycena metodą porównawczą.....	30
10.1. Informacje ogólne.....	30
10.2. Ograniczenia wyceny porównawczej.....	30
10.3. Przyjęte założenia	31
11. Wyniki Wyceny	32
11.1. Wyniki Wyceny metodą dochodową	32
11.2. Analiza wrażliwości wyceny Spółki metodą dochodową.....	33
11.3. Wyniki Wyceny spółki według podejścia porównawczego.....	37
Załącznik 1. Metodologia i sposób kalkulacji metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych.....	39
Ogólna charakterystyka metod dochodowych DCF (Discounted Cash Flow)	39
Wycena metodą FCFF	40
Załącznik 2. Metodologia i sposób wyceny metodą porównawczą.....	42
Załącznik 3. Spisy tabel, rysunków i wykresów.....	43
Spis tabel	43
Spis rysunków	43
Spis Wykresów	43
Załącznik 4. Warunki świadczenia usług	45

2. Przedmiot i zakres wyceny

Spółka / Jednostka/ Gi Group Poland	Gi Group Poland S.A.
Przedsiębiorstwo	Przedsiębiorstwo Spółki Gi Group Poland S.A.
Zamawiający / Gi Group Holding	Gi Group Holding S.p.A.
Grupa Kapitałowa Gi Group	Grupa Kapitałowa, w której podmiotem dominującym jest spółka Gi Group Holding S.p.A.
Grupa Kapitałowa Gi Group Poland	Grupa Kapitałowa, w której podmiotem dominującym jest spółka Gi Group Poland S.A.
Przedmiot wyceny	Oszacowanie wartości rynkowej przedsiębiorstwa, tj. 100,00% akcji Spółki
Wycena	Wycena wartości akcji Spółki
Data sporządzenia raportu	03.07.2025
Dzień wyceny	Dzień, na który została określona wartość rynkowa przedmiotu wyceny, tj. 31.03.2025 roku
Okres analizy	Okres od kwietnia 2025 roku do grudnia 2030 roku
Cel wyceny	Określenie wartości rynkowej 100,00% akcji Spółki Gi Group Poland S.A. oraz wartości 1 akcji Spółki w związku z zamiarem nabycia akcji Spółki przez Zamawiającego w drodze przymusowego wykupu
Podstawa wyceny	Zlecenie udzielone SWGK Audyt Polska Sp. z o.o. z siedzibą w Poznaniu przez Gi Group Holding S.p.A.
Raport	Niniejsze opracowanie stanowiące opis wyników dokonanej wyceny wraz z analizą wrażliwości na zmiany wybranych, kluczowych parametrów

Zestawienie Danych Finansowych

Zestawienie kluczowych danych finansowych Spółki dotyczących lat 2025-2030, sporządzone przez Spółkę na potrzeby testu na utratę wartości w ramach badania sprawozdania finansowego za rok 2024 i przekazane dla celów opracowania Wyceny

3. Wykaz stosowanych skrótów

Dla potrzeb niniejszego Raportu w dalszej jego części posłużono się następującymi skrótami lub definicjami:

Wartość rynkowa	Inaczej wartość godziwa; według Ustawy z dnia 29 września 1994 roku o rachunkowości (z późn. zm.) za wartość godziwą przyjmuje się kwotę, za jaką dany składnik aktywów mógłby zostać wymieniony, a zobowiązanie uregulowane na warunkach transakcji rynkowej, pomiędzy zainteresowanymi i dobrze poinformowanymi, niepowiązanymi ze sobą stronami
Dane wejściowe	Obserwowalne i nieobserwowalne informacje oraz dane finansowe i niefinansowe stosowane w technikach wyceny
Metoda porównawcza	Metoda giełdowych mnożników rynkowych (metoda porównawcza)
Metoda DCF	Metoda wyceny zdyskontowanych przepływów pieniężnych (ang. Discounted Cash Flow; metoda dochodowa)
FCF	Wolne przepływy gotówkowe (ang. Free Cash Flow)
FCFF	Wolne przepływy pieniężne dla właścicieli kapitału własnego i wierzycieli, tj. wszystkich stron finansujących (ang. Free Cash Flow to Firm)
WACC	Średnioważony koszt kapitału (ang. Weighted Average Cost of Capital)
Współczynnik dyskontowy	Wartość bieżąca jednostki monetarnej, o określonym terminie płatności w przyszłości; czynnik, który zrównuje wartość przyszłą kapitału z jego wartością bieżącą
Wartość rezydualna / RV	Wartość przyszła podmiotu wyceny określona na koniec Okresu analizy przepływów pieniężnych (ang. Residual Value)

EBIT	Zysk przedsiębiorstwa przed kosztami finansowymi i opodatkowaniem (ang. Earnings Before Interest and Taxes)
EBITDA	Zysk przedsiębiorstwa przed potrąceniem odsetek od zaciągniętych kredytów, podatków oraz amortyzacji (ang. Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization)
EV	Wartość przedsiębiorstwa (ang. Enterprise Value)
CAGR	Średnia roczna stopa wzrostu (ang. Compound Annual Growth Rate)
CAPM	Model wyceny aktywów kapitałowych (ang. Capital Asset Pricing Model)
GPW	Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie
KON	Kapitał obrotowy netto
NBP	Narodowy Bank Polski
NOPAT	Zysk operacyjny po opodatkowaniu (ang. Net Operating Profit After Tax)
MFW/IMF	Międzynarodowy Fundusz Walutowy (ang. International Monetary Fund)
GUS	Główny Urząd Statystyczny
MSR / MSSF	Międzynarodowe Standardy Rachunkowości / Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej
Ustawa o Rachunkowości / UOR	Ustawa o rachunkowości z dnia 29 września 1994 r. (tj. Dz. U. z 2023 r. poz. 120)
Kodeks Spółek Handlowych / KSH	Kodeks Spółek Handlowych z dnia 15 września 2000 r. (tj. Dz. U. z 2022 r. poz. 1467)

4. Podsumowanie zarządcze

4.1. Konkluzja wyceny wartości rynkowej

Do oszacowania wartości rynkowej akcji Spółki wykorzystano następujące metody wyceny:

- └ Metoda dochodowa (metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych DCF),
 - metodologia wolnych przepływów pieniężnych dla właścicieli kapitału własnego i wierzycieli (FCFF),
- └ metoda porównawcza (porównywalnych spółek notowanych).

4.2. Wynik wyceny

Wartość rynkowa 1 akcji Spółki na Dzień wyceny kształtuje się następująco:

- └ metodą dochodową:

1,69 zł/akcję (przy przedziale od 1,51 zł/akcję do 1,91 zł/akcję),

a w przypadku scenariuszy alternatywnych przedział wynosi od 1,13 zł/akcję do 2,38 zł/akcję;

- └ metodą porównawczą:

wg mnożnika EV/Sprzedaż: **0,62 zł/akcję** (przy przedziale od 0,57 zł/akcję do 1,28 zł/akcję);

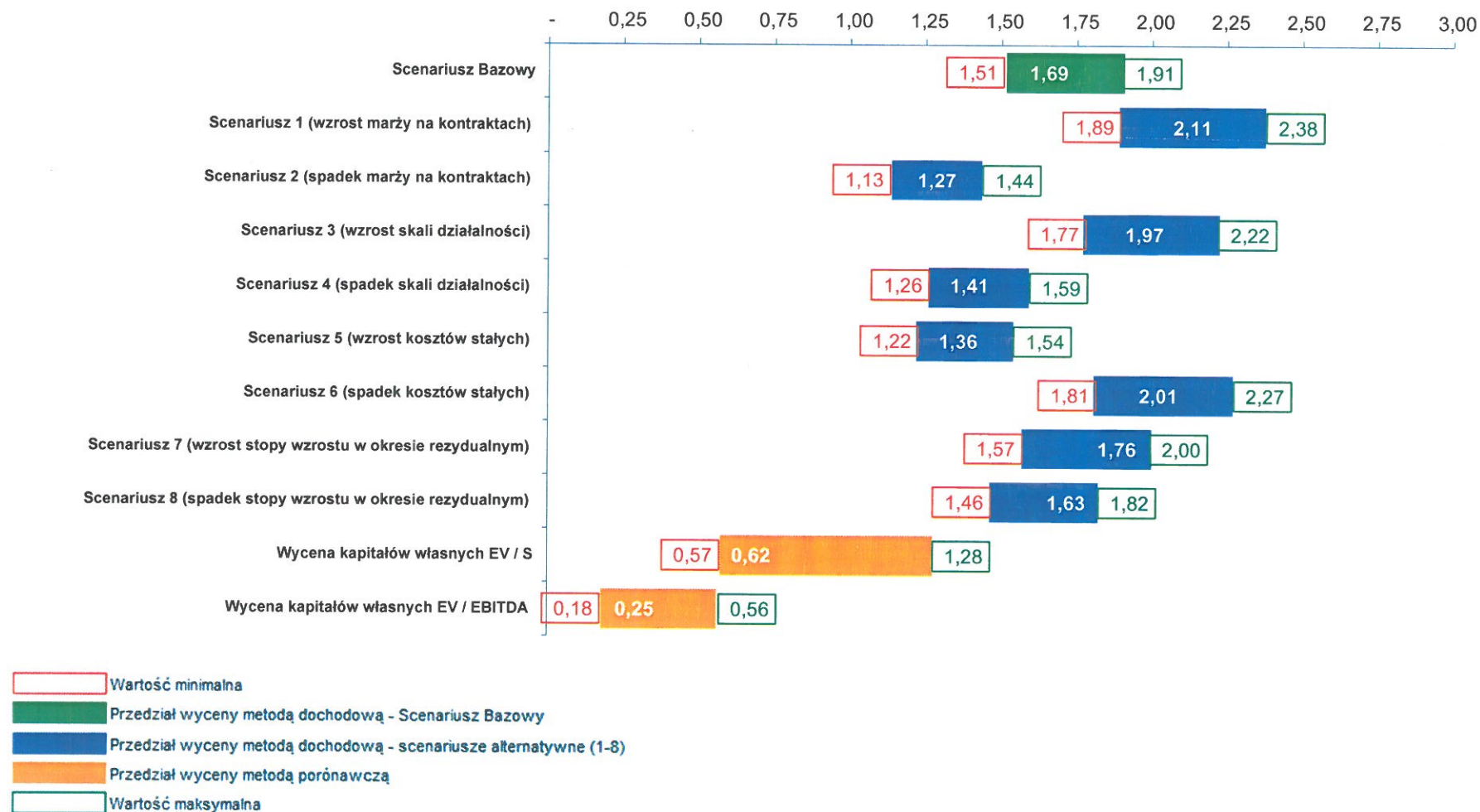
wg mnożnika EV/EBITDA: **0,25 zł/akcję** (przy przedziale od 0,18 zł/akcję do 0,56 zł/akcję).

Na wykresach zaprezentowanych na kolejnych stronach raportu przedstawiono wyniki szacowania wartości przedsiębiorstwa Spółki na Dzień wyceny, tj. 31.03.2025 roku.

4.3. Graficzna prezentacja wyników wyceny

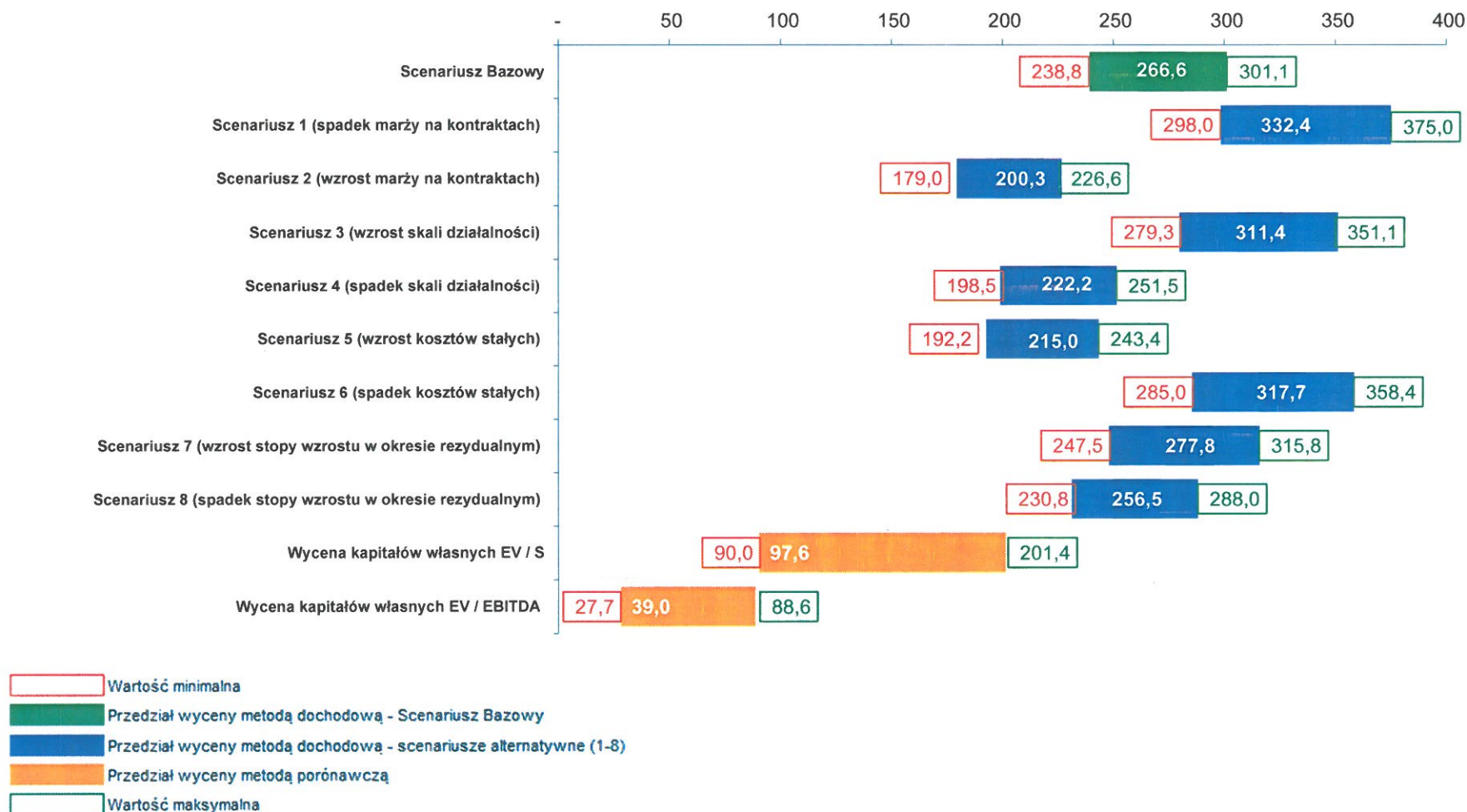
Wartość przedziału dla metody dochodowej w Scenariuszu Bazowym oraz poszczególnych scenariuszy alternatywnych została wyznaczona poprzez zwiększenie i zmniejszenie poziomu WACC o 1,0 p.p. Poniżej przedstawiono założenia scenariuszy alternatywnych względem Scenariusza Bazowego.

- └ Scenariusz 1 (wzrost marży na kontraktach) – założenie wzrostu marży brutto o 1,0 p.p.;
- └ Scenariusz 2 (spadek marży na kontraktach) – założenie spadku marży brutto o 1,0 p.p.;
- └ Scenariusz 3 (wzrost skali działalności) – założenie wzrostu skali działalności o 5,0 %;
- └ Scenariusz 4 (spadek skali działalności) – założenie spadku skali działalności o 5,0%;
- └ Scenariusz 5 (wzrost kosztów stałych) – założenie wzrostu kosztów stałych o 10%;
- └ Scenariusz 6 (spadek kosztów stałych) – założenie spadku kosztów stałych o 10%;
- └ Scenariusz 7 (wzrost stopy wzrostu w okresie rezydualnym) – założenie zwiększenie stopy wzrostu w okresie rezydualnym o 0,5 p.p.;
- └ Scenariusz 8 (spadek stopy wzrostu w okresie rezydualnym) – założenie zwiększenie stopy wzrostu w okresie rezydualnym o 0,5 p.p.

Rysunek 1. Wyniki wyceny 1 akcji Spółki [zł]


Źródło: Opracowanie własne

Rysunek 2. Wyniki wyceny przedsiębiorstwa (100% akcji) Spółki [mln zł]



Źródło: Opracowanie własne

5. Informacje o spółce

5.1. Dane rejestrowe spółki

Tabela 1. Informacje dotyczące Spółki

NAZWA	GI GROUP POLAND SPÓŁKA AKCYJNA
SIEDZIBA/ADRES ZARZĄDU	UL. SIENNA 75, 00-833 WARSZAWA
FORMA PRAWNA	SPÓŁKA AKCYJNA
SĄD REJESTROWY	SĄD REJONOWY DLA M.ST. WARSZAWY W WARSZAWIE, XIII WYDZIAŁ GOSPODARCZY KRAJOWEGO REJESTRU SĄDOWEGO
NUMER REJESTRU	83941
REGON	932629535
NIP	8971655469
PRZEDMIOT DZIAŁALNOŚCI	78.20.Z - DZIAŁALNOŚĆ AGENCJI PRACY TYMCZASOWEJ
ORGAN REPREZENTACJI	ZARZĄD SEGADOR ARREBOLA MARCOS - PREZES ZARZĄDU CARMELLO PAOLO - CZŁONEK ZARZĄDU CARVELLI ANTONIO - CZŁONEK ZARZĄDU
KAPITAŁ ZAKŁADOWY	15 783 433,00 ZŁ

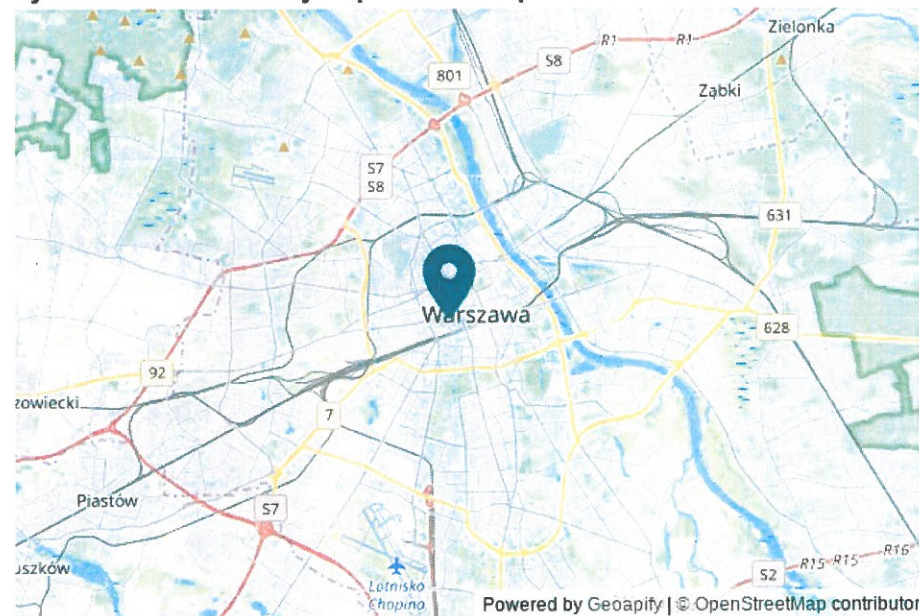
Źródło: Opracowanie własne na podstawie KRS (www.ekrs.ms.gov.pl)

5.2. Charakterystyka działalności Spółki

Przedmiot działalności Grupy Kapitałowej Gi Group Poland

Grupa Kapitałowa Gi Group Poland świadczy usługi w obszarze zarządzania zasobami ludzkimi w Polsce za pośrednictwem biur regionalnych i przedstawicielstw, w tym spółek zależnych. Grupa Kapitałowa Gi Group Poland specjalizuje się w poszukiwaniu i rekrutacji wykwalifikowanych pracowników, doradztwie personalnym, outsourcingu funkcji związanych z zarządzaniem kadrą i procesami pomocniczymi w przedsiębiorstwach oraz oferowaniu rozwiązań opartych o wykorzystanie umów o pracę tymczasową.

Rysunek 3. Lokalizacja Spółki na mapie



Źródło: OpenStreetMap

Podstawowe informacje dotyczące Spółki

Spółka działa pod firmą Gi Group Poland S.A. Siedziba Spółki znajduje się w Warszawie (00-833), przy ul. Siennej 75. Jednostka prowadzi działalność w formie spółki akcyjnej. Czas trwania Spółki jest nieoznaczony. Jednostka działa w oparciu o kodeks spółek handlowych oraz statut Spółki.

Zgodnie z danymi wykazanymi w sprawozdaniu finansowym za 2024 rok, głównym akcjonariuszem Spółki jest podmiot Gi Group Holding S.P.A., który posiadał 149 817 703 akcje dające udział w kapitale zakładowym na poziomie 94,92%. Pozostałe akcje w liczbie 8 016 627 sztuk, reprezentujące 5,08% kapitału zakładowego, pozostają w posiadaniu innych podmiotów będących akcjonariuszami Spółki.

5.3. Struktura Grupy Kapitałowej Gi Group Poland

Struktura Gi Group Poland obejmuje:

- └ Gi Group Poland S.A. – jest to Spółka Dominująca w Grupie Kapitałowej Gi Group Poland S.A. Działalność spółki oparta jest na świadczeniu usług: pracy tymczasowej, doradztwa personalnego, rekrutacji, oceny kompetencji, outplacementu, prowadzenia kadr i naliczania wynagrodzeń;
- └ Gi BPO Finance Sp. z o.o. – spółka świadczy usługi outsourcingowe w ramach współpracy z firmami ubezpieczeniowymi oraz bankami;
- └ Sellpro Sp. z o.o. – realizuje usługi outsourcingowe, a także usługi związane z doradztwem w zakresie prowadzenia działalności gospodarczej i zarządzania, działalność związaną z bazami danych, badaniami rynku;
- └ Krajowe Centrum Pracy Sp. z o.o. – celem spółki jest aktywizowanie osób długotrwale bezrobotnych i oddalonych od rynku pracy. Spółka pełni również rolę operatora środków wspierających rozwój kadr i kompetencji pracowników mikro, małych i średnich przedsiębiorstw, w szczególności na terenie województwa łódzkiego, małopolskiego i wielkopolskiego;
- └ Gi Group Sp. z o.o. – przedmiotem działalności spółki jest działalność agencji pracy tymczasowej, wyszukiwanie miejsc pracy i pozyskiwanie pracowników, działalność związana z udostępnianiem pracowników;
- └ Generale Industrielle Polska Sp. z o.o. – realizuje usługi związane z outsourcingiem produkcyjnym, magazynowym oraz administracyjnym;
- └ BPO Finance Sp. z o.o. – spółka świadczy usługi outsourcingowe w ramach współpracy z firmami ubezpieczeniowymi oraz bankami.

W kolejnej tabeli zaprezentowano strukturę Grupy Kapitałowej Gi Group Poland oraz udział Spółki w kapitale zakładowym poszczególnych podmiotów przynależących do Grupy.

Tabela 2. Struktura Grupy Kapitałowej Gi Group Poland

Nawa Spółki	Siedziba	Data objęcia kontroli	Udział w kapitale zakładowym
Gi BPO Finance Sp. z o.o.	53-332 Wrocław, ul. Powstańców Śląskich 9	29.12.2005	100%
Sellpro Sp. z o.o.	00-833 Warszawa, ul. Sienna 75	20.03.2009	100%
Krajowe Centrum Pracy Sp. z o.o.	00-833 Warszawa, ul. Sienna 75	16.05.2011	100%
Gi Group Sp. z o.o.	40-101 Katowice, ul. Chorzowska 6	01.06.2021	100%
BPO Finance sp. z o.o.	53-332 Wrocław, ul. Powstańców Śląskich 9	20.03.2023	100%
Generale Industrielle Polska Sp. z o.o.	40-101 Katowice, ul. Chorzowska 6	01.06.2021	100%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie rocznego sprawozdania finansowego Spółki za 2024 rok

5.4. Charakterystyka działalności Grupy Kapitałowej Gi Group Holding

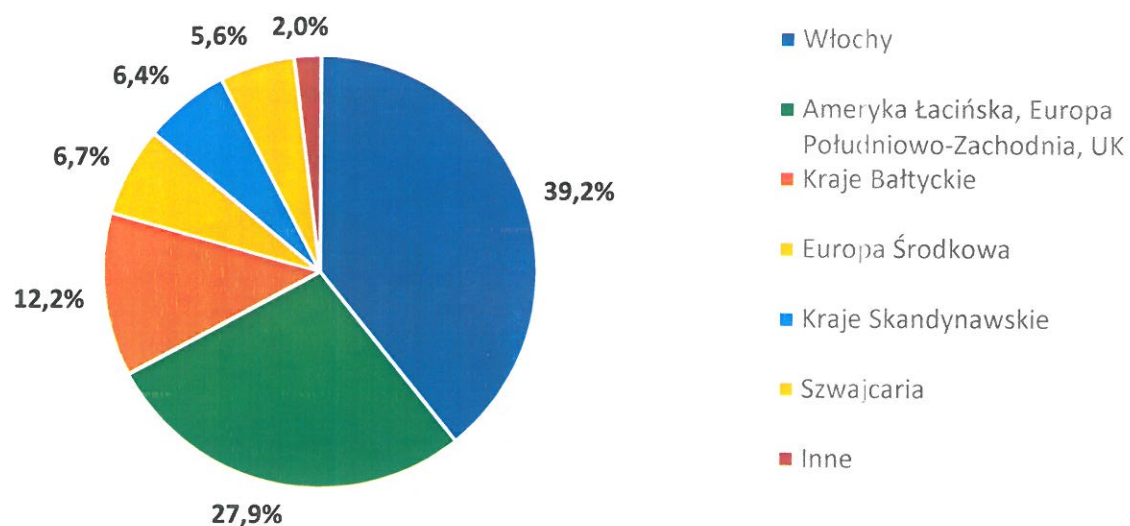
Spółka należy do Grupy Kapitałowej Gi Group Holding, a podmiot dominujący Gi Group Holding S.p.A. posiada 94,92% akcji Spółki. Charakterystyka Grupy Kapitałowej Gi Group Holding jest zatem ważnym kontekstem, przy czym nie wpływa ona bezpośrednio na wynik wyceny akcji. Gi Group Holding została założona w 1998 roku w Mediolanie. Obecnie Grupa Kapitałowa Gi Group działa w 37 krajach na trzech kontynentach (Europa, Azja-Pacyfik, Ameryki), posiadając ponad 700 oddziałów na całym świecie. Na koniec 2024 roku Grupa Kapitałowa Gi Group zatrudniała ponad 8000 pracowników, którzy obsługują blisko 25 000 klientów korporacyjnych.

Gi Group Holding obejmuje siedem komplementarnych marek, tworzących zintegrowany ekosystem HR:

- Gi Group – zatrudnienie tymczasowe i stałe;
- Gi BPO – outsourcing procesów biznesowych;
- INTOO – outplacement (tj. wsparcie dla osób odchodzących z pracy), wsparcie na rynku pracy i rozwój kariery;

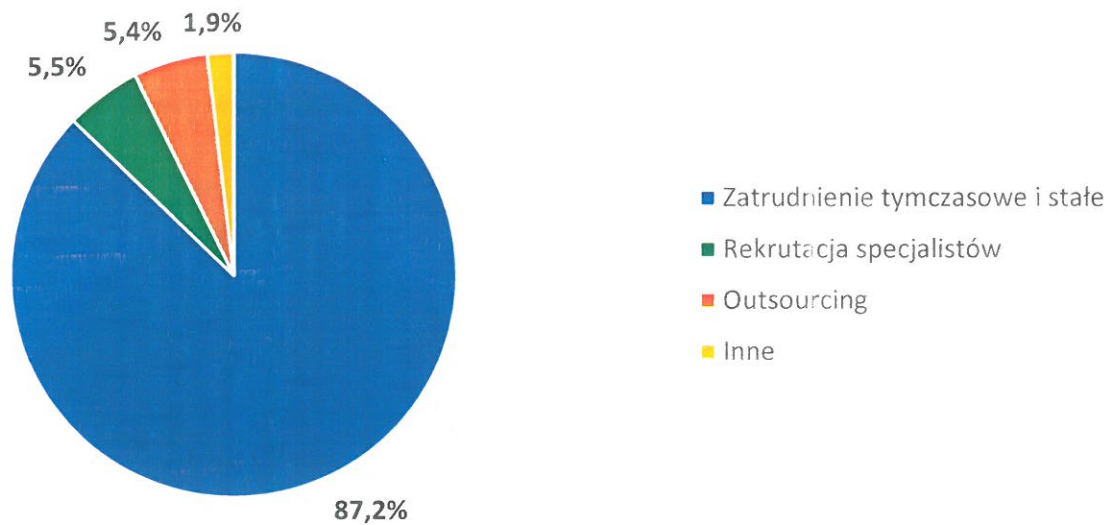
- └ Wyser – rekrutacja menedżerów średniego i wyższego szczebla;
- └ Grafton – rekrutacja specjalistów;
- └ Tack/TMI – szkolenia, rozwój kompetencji;
- └ Jobtome – globalna wyszukiwarka ofert pracy.

Wykres 1. Struktura przychodów ze sprzedaży Grupy Kapitałowej Gi Group w podziale na regiony w 2024 roku [%]



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportu Gi Group za 2024 rok „Results & Highlights”

Wykres 2. Struktura przychodów ze sprzedaży Grupy Kapitałowej Gi Group w podziale na ferowane usługi w 2024 roku [%]



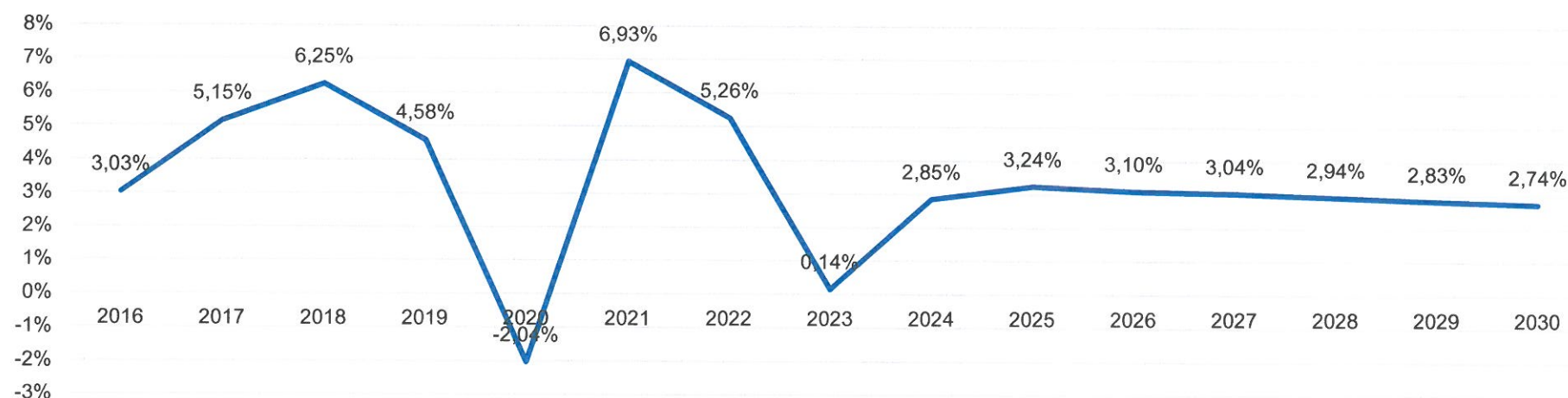
Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportu Gi Group za 2024 rok „Results & Highlights”

6. Analiza czynników wewnętrznych i otoczenia

6.1. Sytuacja makroekonomiczna

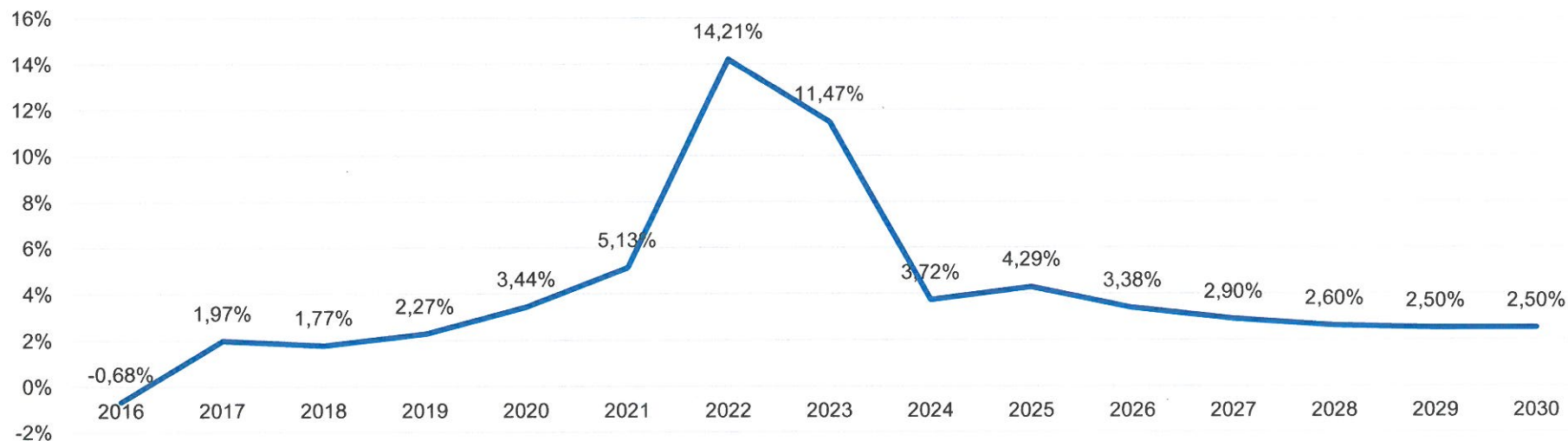
Obecna sytuacja gospodarcza stwarza wyzwania w zakresie prognozowania wskaźników ekonomicznych. Istotnym szokiem gospodarczym był wybuch wojny w Ukrainie oraz dalsze jej następstwa. Wpływ niekorzystnych czynników znajduje odzwierciedlenie również w polskiej gospodarce. Wzrost kosztów energii, presja inflacyjna, wahania kursów walut oraz zaburzenia w łańcuchach dostaw przekładają się na wyzwania dla przedsiębiorstw i konsumentów.

Wykres 4. Historyczna i prognozowana dynamika PKB Polski wg IMF [w %]



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych IMF

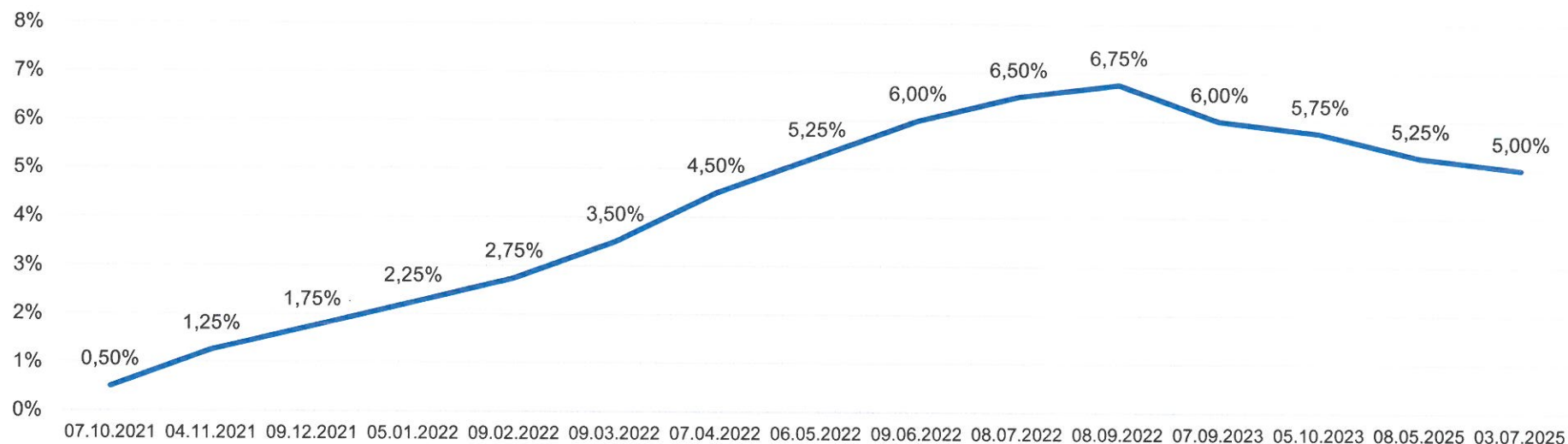
Zgodnie z danymi Międzynarodowego Funduszu Walutowego (za Głównym Urzędem Statystycznym) dynamika produktu krajowego brutto (PKB) w Polsce w 2023 roku wynosiła 0,14%, natomiast w roku 2024 nastąpił jej wzrost do poziomu 2,85%. Zgodnie z prognozą na lata 2025-2029, dynamika PKB w 2025 roku ma wynieść 3,24%, a w roku 2026 prognozowany jest spadek do poziomu 3,10%. Konsumpcja prywatna ma pozostać głównym motorem wzrostu, wspierana przez rosnące realne dochody do dyspozycji. W kolejnych latach prognozuje się stabilizację wahań dynamiki polskiego PKB oraz jej stopniowe zmniejszanie od poziomu 3,04% do 2,74%.

Wykres 5. Historyczna i prognozowana inflacja w Polsce wg IMF [w %]


Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych IMF

Stopa inflacji w Polsce wzrastała nieprzerwanie od 2018 roku do 2022 roku. Na koniec roku 2023 spadła względem roku poprzedniego do poziomu 11,47%, natomiast na koniec roku 2024 wyniosła 3,72%. Wedle prognoz Międzynarodowego Funduszu Walutowego za 2025 rok wzrośnie względem roku poprzedniego do poziomu 4,29%. Dalsza prognoza zakłada spadek dynamiki inflacji w latach 2026-2029. Z uwagi na realizację założeń Rady Polityki Pieniężnej w kwestii utrzymywania stabilnego poziomu cen, prognozuje się, że wraz z 2029 rokiem ma zostać osiągnięty poziom długoterminowego celu inflacyjnego tj. poziom 2,50%.

Z uwagi na wysoką dynamikę zmian na światowych rynkach, powyższe prognozy cechuje ryzyko. Prawdopodobieństwo wyższego poziomu stopy inflacji należy uznać za wysokie.

Wykres 6. Stopa referencyjna w Polsce [w %]


Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP

Od 29.05.2020 roku stopy procentowe wynosiły kolejno: referencyjna – 0,10%, depozytowa – 0,00%, redyskontowa – 0,11% i lombardowa – 0,50%. Stopy procentowe przez dłuższy czas pozostawały niezmiennie mimo wzrastającej presji inflacyjnej wynikającej z dodatniej luki popytowej, powstałej w wyniku zbyt dużego w stosunku do możliwości gospodarki wykorzystania czynników produkcji (m.in. wznowienie aktywności gospodarczej) oraz wysokiej dynamiki kosztów czynników produkcji. W związku z powyższym Rada Polityki Pieniężnej podjęła jedenastokrotnie decyzję o podwyższeniu stóp procentowych. Dnia 07.09.2023 roku, 05.10.2023 roku oraz 08.05.2025 roku nastąpiło obniżenie stóp procentowych. Od dnia 03.07.2025 roku obowiązujące stopy procentowe wynoszą kolejno: referencyjna – 5,00%, lombardowa – 5,50%, depozytowa – 4,50%, redyskontowa – 5,05%.

7. Podstawowe dane finansowe spółki

Sprawozdanie finansowe stanowi uporządkowane przedstawienie sytuacji finansowej i wyników finansowych działalności jednostki. Celem sprawozdania finansowego jest dostarczenie informacji na temat sytuacji finansowej, wyników prowadzonej działalności oraz przepływów środków pieniężnych jednostki, które są użyteczne dla szerokiego kręgu użytkowników w procesie podejmowania decyzji gospodarczych. Ponadto, sprawozdanie finansowe przedstawia efekty zarządzania przez kierownictwo powierzonymi mu zasobami. Aby zrealizować ten cel, dostarcza ono informacji o aktywach, zobowiązaniach, kapitale własnym i jego zmianach, przychodach i kosztach łącznie z zyskami i stratami oraz przepływach środków pieniężnych. Spółka Gi Group Poland S.A. sporządza sprawozdanie finansowe zgodnie z przepisami MSR / MSSF.

Celem przeprowadzonej analizy wyników finansowych jest ustalenie stanu i perspektyw rozwoju Spółki, a w konsekwencji określenie na jej podstawie danych wejściowych do wyceny według zakresu przedstawionego w załącznikach i kalkulacjach poszczególnych metod. Analiza możliwości kontynuacji działalności przez Spółkę została dokonana na podstawie analizy danych sprawozdawczych, jak i ogólnego funkcjonowania przedsiębiorstwa. Wyniki dokonanych analiz mają istotne znaczenie dla założeń przyjmowanych do wyceny Spółki, ponieważ dane finansowe stanowiące jej podstawę sporządzane są przy uwzględnieniu trendów historycznych.

Wykorzystano dane finansowe Spółki oraz dane finansowe Grupy Kapitałowej Gi Group Poland, w tym pochodzące ze sprawozdań finansowych, za okresy od 01.01-31.12.2023, 01.01-31.12.2024 oraz dane śródroczne za okresy 01.01-31.03.2024 oraz 01.01-31.03.2025.

7.1. Analiza rachunku zysków i strat

Rachunek zysków i strat prezentuje wielkości strumieniowe, czyli osiągnięte przychody i zyski oraz poniesione koszty i straty w okresie sprawozdawczym.

Tabela 3. Rachunek zysków i strat Spółki [tys. zł]

Pozycja w RZiS	01.01- 31.12.2022	01.01- 31.12.2023	01.01- 31.12.2024	01.01- 31.03.2024	01.01- 31.03.2025
EBIT	-29 778	-10 046	3 477	-3 773	-4 782
Marża EBIT	-5,88%	-1,87%	0,65%	-2,69%	-3,93%
Amortyzacja	4 234	5 971	4 974	1 604	1 051
EBITDA	-25 544	-4 075	8 451	-2 169	-3 731
Marża EBITDA	-5,04%	-0,76%	1,57%	-1,55%	-3,07%
Zysk (strata) netto	-50 198	-20 625	-116	-6 403	-6 278
Marża zysku netto	-9,91%	-3,84%	-0,02%	-4,56%	-5,16%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych finansowych Spółki

Przychody ze sprzedaży: W analizowanym okresie przychody ze sprzedaży Spółki wzrosły z poziomu 506,8 mln zł w 2022 roku do poziomu 538,5 mln zł w 2024 roku (CAGR: 3,08%). Natomiast w 1Q2025 Spółka odnotowała ok. 121,6 mln zł przychodów (tj. 13,4% spadek r/r). Kluczowym elementem struktury przychodów były przychody z tytułu pracy tymczasowej, które średnio stanowiły 89%. Natomiast Spółka odnotowała wzrost przychodów w pozostałych segmentach operacyjnych z poziomu 48,0 mln zł w 2022 roku do poziomu 72,5 mln zł w 2024 roku.

Koszty operacyjne: W analizowanym okresie koszty operacyjne wahały się w przedziale od 531,3 mln zł w 2022 roku do poziomu 545,9 mln zł w 2023 roku. Kluczowym elementem kosztów operacyjnych były koszty osobowe oraz koszty usług obcych, które na koniec 1Q2025 stanowiły odpowiednio 90,2% oraz 7,8%.

EBITDA: W analizowanym okresie Spółka odnotowała ujemne wyniki EBITDA z wyłączeniem 2024 roku, w którym zmniejszeniu uległy koszty z pozostałej działalności operacyjnej (tj. aktualizacja wartości aktywów niefinansowych). W 2024 roku Spółka wygenerowała zysk z pozostałej działalności operacyjnej w wysokości 6,4 mln zł, który pozwolił na poprawienie wyniku oraz marży. Natomiast Spółka odnotowała poprawę wyniku EBITDA z poziomu -25,6 mln zł w 2022 roku do poziomu 8,5 mln zł w 2024 roku (wzrost marży EBITDA z poziomu -5,04% do 1,57%).

Wycena przedsiębiorstwa

8. Wybór metod wyceny

8.1. Wprowadzenie

W literaturze ekonomicznej najczęściej wymienia się cztery podejścia wyceny przedsiębiorstw – majątkowe, dochodowe, porównawcze oraz mieszane.

Metody dochodowe polegają na oszacowaniu wartości obecnej przyszłych przepływów pieniężnych, tj. wolnych od wszelkich obciążeń przepływów pieniężnych z przyszłej działalności zdyskontowanych do wartości obecnej za pomocą odpowiedniej stopy dyskontowej. Podejście DCF do wyceny przedsiębiorstw dzieli się na metodologie FCFF oraz FCFE, zróżnicowane pod względem sposobu kalkulacji przepływów pieniężnych i stopy dyskontowej doprowadzającej wartość bieżącą tych przepływów do wartości obecnej. Istotą tego podejścia jest odzwierciedlenie wartości przedsiębiorstwa w przyszłych dochodach generowanych z działalności wycenianego podmiotu.

Metody majątkowe polegają na oszacowaniu wartości majątku, tzn. sumy nakładów pracy, pieniędzy i środków rzeczowych na utworzenie przedsiębiorstwa. Do tych metod zalicza się metodę skorygowanych aktywów netto, metodę odtworzeniową, metodę wartości likwidacyjnej oraz metodę księgową. Metody majątkowe zakładają, że przedsiębiorstwo to przede wszystkim składniki majątku. Zakłada się zatem, że przedsiębiorstwo jest warte tyle, ile jest wart jego majątek pomniejszony o zobowiązania. Różnice pomiędzy poszczególnymi metodami wyceny w grupie metod majątkowych wynikają z różnych metod wyceny wartości samego majątku.

Metody mieszane łączą dwa podejścia do wyceny – majątkowe i dochodowe. Główne założenie do tychże metod opiera się na przekonaniu, że o wartości przedsiębiorstwa decyduje zarówno posiadany majątek, jak i zdolność do generowania zysków lub nadwyżki gotówki. Powszechnie występujące w praktyce metody mieszane to: metoda niemiecka, metoda szwajcarska, metoda stuttgarcka, metoda anglosaksońska.

Metoda porównawcza, zwana też metodą rynkową (z ang. Market Approach) lub mnożnikową (z ang. Multiple Approach), polega na odniesieniu wartości spółek porównywalnych do spółki wycenianej za pomocą mnożnika, liczonego jako wartość przedsiębiorstwa (EV) lub kapitalizacji (P) do wybranych wielkości ekonomicznych. Metoda giełdowych mnożników rynkowych, będąca jedną z metodologii porównawczych, polega na oszacowaniu wartości przedsiębiorstwa lub kapitalizacji spółek porównywalnych na podstawie kursów notowań giełdowych. Przy tej metodzie spółkami porównywalnymi są podmioty notowane na rynku giełdowym lub innym zorganizowanym systemie obrotu.

8.2. Czynniki wyboru metod wyceny

Wybór metod, które zostaną zastosowane do wyceny wartości Spółki, uzależniono od następujących czynników:

- └ cel wyceny,
- └ uwarunkowania prawne i metodyczne,
- └ stan gospodarki i prognozy jej rozwoju,
- └ sytuacja ekonomiczna branży i pespektywy jej rozwoju,
- └ stan majątkowo-finansowy i zdolność do generowania dochodów,
- └ stopień realności danych finansowych,
- └ jakość danych sprawozdawczych przedmiotu wyceny oraz zakres pozostałych danych wejściowych,
- └ przyjęte założenia i ograniczenia.

Na wybór metody wyceny wartości akcji Spółki, według stanu na Dzień wyceny, bezpośredni wpływ miał przede wszystkim cel wyceny i uwarunkowania rynkowe. Określenie wartości rynkowej 100,00% akcji Spółki Gi Group Poland S.A. oraz wartości 1 akcji Spółki dokonywane jest w związku z zamiarem nabycia akcji Spółki przez Zamawiającego w drodze przymusowego wykupu. W związku z powyższym, w ramach niniejszej wyceny, wykonaliśmy procedury niezbędne w określonych okolicznościach, tj. w szczególności związane z doбором właściwych metod wyceny, a także danych wejściowych i założeń.

8.3. Podsumowanie wyboru metod wyceny

Konsekwencją powyższych założeń jest zastosowanie do wyceny przedsiębiorstwa metody dochodowej (FCFF) oraz metody porównawczej. Pełne założenia metodologiczne poszczególnych metod wyceny, wraz ze wskazaniem procedur kalkulacji wartości, stanowią załączniki do niniejszego Raportu.

Jako podstawową metodę wyceny zastosowano metodę dochodową, przy czym jako punkt odniesienia dla metody dochodowej przeprowadzono także wycenę Spółki metodą porównawczą.

9. Wycena metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych

9.1. Metodologia wyceny

Konsekwencją wskazanych w niniejszym raporcie założeń jest zastosowanie do wyceny przedsiębiorstwa metody dochodowej – tj. metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF). Zgodnie z MSSF 13 posłużono się następującymi postulatami przy określaniu wartości rynkowej Spółki metodą DCF:

- └ Zestawienie Danych Finansowych dotyczy wpływów środków pieniężnych z dalszej działalności Spółki, tj. funkcjonowania Spółki w kolejnych okresach oraz jej zdolności do generowania gotówki z prowadzonej działalności operacyjnej,
- └ uwzględniono korekty przepływów pieniężnych netto, w tym te, które zostaną uzyskane lub wypłacone z tytułu zbycia składnika aktywów na koniec jego okresu użytkowania (wartość rezydualna).

Wobec przyjętych założeń, do określenia wartości rynkowej przedsiębiorstwa metodą DCF przyjęto metodologię FCFF – tj. wolnych przepływów pieniężnych dla właścicieli kapitału własnego i wierzycieli.

Danymi wejściowymi stanowiącymi podstawę kalkulacji w przyjętych metodologiach wycen są dane finansowe udostępnione przez Spółkę oraz opublikowane sprawozdania finansowe.

Przyjęta metodologia kalkulacji wartości rynkowej przedsiębiorstwa (100%) Spółki metodą DCF obejmuje podlegające dyskontowaniu oszacowane przyszłe przepływy pieniężne dla najbliższych 6 okresów wynikających z Zestawienia Danych Finansowych, tj. 1 okresu obejmującego 3 kwartały (od kwietnia do grudnia 2025 roku) oraz 5 okresów rocznych (lata 2026-2030).

W naszej ocenie przyjęty Okres analizy jest wystarczający do uwzględnienia charakterystyki działalności Spółki oraz normalizacji przepływów pieniężnych.

W przypadku przedsiębiorstw powszechnym okresem sprawozdawczym i weryfikacyjnym jest rok obrotowy, obejmujący okres 12 kolejnych miesięcy. Na ogół bowiem wszelkie istotne zmiany planów i strategii przedsiębiorstwa są rozważane co najmniej w perspektywie rocznej. Zgodnie z tą tendencją, najbardziej adekwatnym okresem ważności wyników wyceny przedsiębiorstwa pozostaje zatem okres 12-miesięczny, liczony od daty wyceny. W przedmiotowym przypadku brak jest przesłanek do przyjęcia innego Okresu analizy.

9.2. Założenia do określenia stopy dyskontowej i wyznaczenia kosztu kapitału

Procedura wyceny za pomocą DCF zakłada określanie średniego kosztu kapitału. Dla metodologii FCFF szacowaniu podlega koszt kapitału w formule WACC.

Koszt kapitału własnego wyznaczony został w oparciu o model wyceny aktywów kapitałowych. Zgodnie z tym modelem na koszt kapitału własnego składa się stopa wolna od ryzyka oraz premia za ryzyko rynkowe.

Stopa wolna od ryzyka ustalona została jako rentowność 10-letnich obligacji skarbowych Polski. Stopa wyniosła 5,7% wg stanu na Dzień wyceny. Przyjęte podejście zapewnia uwzględnienie aktualnej tendencji rynkowej oraz odzwierciedla poziom oprocentowania aktualny na Dzień wyceny.

Premia za ryzyko rynkowe, będąca średnią stopą zwrotu ponad stopę wolną od ryzyka wymaganą przez akcjonariuszy w długim horyzoncie inwestycyjnym ustalono w wysokości 5,2%. Wartość uzyskano na podstawie danych dotyczących premii dla Polski opublikowanych przez prof. A. Damodarana.

Przyjęto współczynnik beta, skorygowany, lewarowany miernik ryzyka systematycznego ponoszonego przez właścicieli kapitału własnego, wynoszący 1,06x. Współczynnik ten uwzględnia ryzyko operacyjne oraz ryzyko finansowe podejmowane przez przedsiębiorstwo. Współczynnik beta mierzy relację zmienności stopy zwrotu z danego waloru w stosunku do zmienności rynkowej stopy zwrotu (reprezentowanej przez wybrany indeks giełdowy). Oszacowanie wskaźnika lewarowanego oparto o wskaźnik nielewarowany, skorygowany o salda pieniężne, równy 0,85x, oraz rynkową strukturę kapitału Spółki ($D/E=0,302$) dla grupy spółek porównywalnych do analizowanej Spółki, wykorzystanych w metodzie rynkowej.

Premię za ryzyko specyficzne przyjęto na poziomie 2,00%, w związku z zakładaną istotną poprawą przyszłych wyników względem raportowanych historycznych wyników.

Koszt długu wyznaczono na podstawie stopy wolnej od ryzyka, reprezentowanej przez rentowność 10-letnich obligacji skarbowych Polski, wynoszącej 5,7%, którą powiększono o marżę 3 p.p.

Stopę podatkową przyjęto na poziomie 19%.

Tabela 4. Kalkulacja WACC

Wyszczególnienie	Wartość
Koszt kapitału obcego (Rd)	7,10%
Stopa wolna od ryzyka	5,70%
Marża	3,00%
Stawka podatku dochodowego	19,00%
Koszt kapitału własnego (Re)	13,20%
Stopa wolna od ryzyka	5,70%
Premia za ryzyko rynkowe	5,20%
Premia za ryzyko specyficzne	2,00%
Beta lewarowana	1,06
Beta odlewarowana	0,85
D/E	30,20%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)	11,80%

Źródło: Opracowanie własne

9.3. Założenia do określenia wartości rezydualnej dla wyceny metodą dochodową

Przepływy pieniężne w okresie rezydualnym zostały wyznaczone jako suma:

- zysku operacyjnego (EBIT) w okresie rezydualnym (wyznaczonego na poziomie odpowiadającym wynikowi EBITDA w ostatnim roku analiz powiększonego o wskaźnik wzrostu w okresie rezydualnym (g) wynoszący 2,5% i pomniejszonego o amortyzację w okresie rezydualnym na poziomie z ostatniego roku Okresu analizy) – podatek od EBIT + amortyzacja na poziomie amortyzacji z ostatniego roku Okresu analizy;
- nakładów inwestycyjnych na poziomie odpowiadającym kosztowi amortyzacji;
- zmiany kapitału obrotowego wyznaczonej na bazie salda KON na koniec Okresu analizy oraz zakładanego w okresie rezydualnym wzrostu przychodów i kosztów.

Stopa wzrostu na poziomie g wynoszącym 2,5% reprezentuje długoterminowy cel inflacyjny NBP.

9.4. Inne przyjęte założenia i ograniczenia

Dla celów wyceny przyjęto dług netto, tj. zadłużenie oprocentowane pomniejszone o stan środków pieniężnych na Dzień wyceny, wynoszący 35,4 mln zł. Aktywa nieoperacyjne Spółki przyjęte zostały na poziomie 10,1 mln zł.

Podstawowym ograniczeniem metody DCF jest niepewność związana z przyszłymi strumieniami pieniężnymi. Rzeczywiste wyniki działalności Spółki mogą w sposób istotny odbiegać od wartości wynikających z Zestawienia Danych Finansowych. Wszelkie odchylenia wielkości rzeczywistych od wielkości wynikających z Zestawienia Danych Finansowych mogą w sposób znaczący wpływać na wyniki Wyceny.

10. Wycena metodą porównawczą

10.1. Informacje ogólne

W metodzie porównawczej punktem odniesienia do wyceny przedsiębiorstwa jest wartość rynkowa innych, podobnych przedsiębiorstw. Podejście to opiera się na zasadzie arbitrażu. Do wyceny przyjęto podejście rynkowe, gdyż rynek kapitałowy można uznać za obiektywne źródło informacji. Metoda porównywalnych spółek giełdowych jest powszechnie stosowaną metodą wyceny.

Wycena metodą porównawczą dokonywana jest w krótkiej perspektywie czasowej. Wartość innych, podobnych przedsiębiorstw podlega procesowi dopasowania poprzez zastosowanie mnożników w ramach modelu wieloczynnikowego. Przyjęcie mnożników pozwala uwzględnić oraz skorygować niedopasowania pomiędzy Spółką, a spółkami porównywalnymi. Kalkulacja wartości Spółki odbywa się poprzez przemnożenie danych finansowych Spółki przez wartości skalkulowanych mnożników.

Na potrzeby sporządzenia Wyceny na podstawie metod porównawczych zastosowano metodę opartą na mnożnikach porównywalnych spółek giełdowych.

10.2. Ograniczenia wyceny porównawczej

Podstawowym ograniczeniem wyceny porównawczej jest brak spółek identycznych z przedmiotem wyceny, co wynika z niepowtarzalnego profilu działalności większości podmiotów gospodarczych. W związku z powyższym, wskaźniki obliczone dla spółek porównywalnych bądź porównywalnych transakcji mogą uwzględniać premie lub dyskonta związane z niespecyficznymi warunkami danych podmiotów.

Ponadto, metody mnożnikowe zakładają określenie wartości spółki w oparciu o jej wybrane parametry finansowe, najczęściej bez uwzględnienia zdolności spółki do rozwoju ponad lub poniżej tempa charakterystycznego dla spółek porównywalnych lub do generowania innego poziomu rentowności niż grupa porównawcza. W związku z tym dodatkowym ograniczeniem metod mnożnikowych jest przyjęcie założenia, że wyceniana spółka będzie w przyszłości rozwijać się i generować wartości dla swoich właścicieli w analogiczny sposób jak średnia implikowana wybranymi do analizy spółkami porównywalnymi. Założenie to nie musi być w rzeczywistości spełnione.

Wycena mnożnikowa jest ponadto podatna na czynniki jednorazowe, determinujące wyniki finansowe lub projekcje poszczególnych spółek porównywalnych na datę wyceny lub też indywidualne czynniki wpływające na wartość transakcji. W związku z tym, iż nie posiadamy pełnej

informacji na temat danych finansowych spółek porównywalnych, nie mogły one zostać całkowicie znormalizowane w celu wyeliminowania wpływu czynników mających charakter jednorazowy lub wyjątkowy.

W rezultacie nie można wykluczyć, że dostępność powyższych informacji na dzień sporządzenia niniejszego Raportu mogłaby prowadzić do zmiany wyników Wyceny metodami porównawczymi.

10.3. Przyjęte założenia

Dla celów Wyceny Spółki metodą porównywalnych spółek giełdowych wykorzystano mnożniki EV/Sprzedaż oraz EV/EBITDA.

Biorąc pod uwagę charakter działalności operacyjnej Spółki, za porównywalne uznano podmioty notowane zajmujące się świadczeniem usług pracy tymczasowej, rekrutacji oraz outsourcingu procesów kadrowo-personalnych, działające na rynkach europejskich i globalnych.

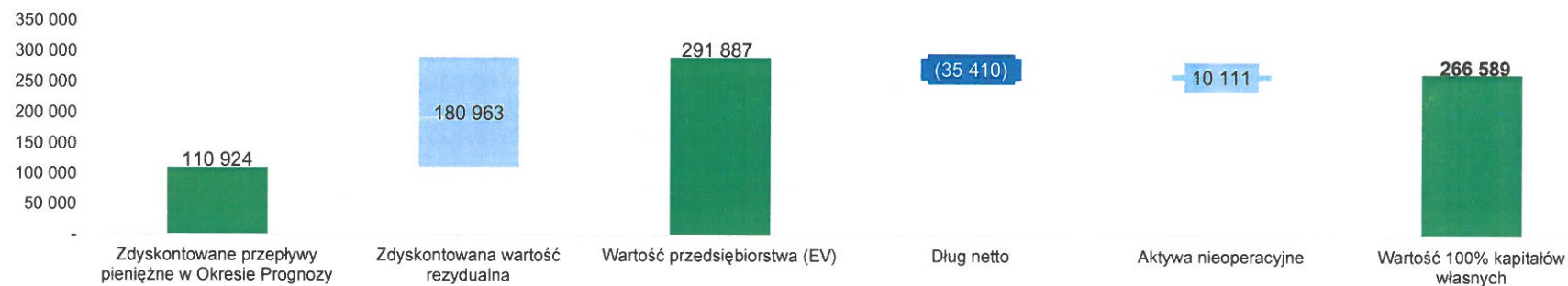
Jako bazę wyznaczenia mnożników w oparciu o metodę porównywalnych spółek giełdowych wykorzystano dane z 2024 roku. Natomiast po stronie Spółki przyjęto dane z ostatnich 12 miesięcy, tj. od 2Q 2024 do 1Q 2025.

Premia za kontrolę została przyjęta na poziomie 13,6% na podstawie badania wezwań dotyczących sprzedaży akcji spółek notowanych na GPW w okresie od 1 stycznia 2019 roku do grudnia 2023 roku, przeprowadzonego przez KPMG w Polsce.

11. Wyniki Wyceny

11.1. Wyniki Wyceny metodą dochodową

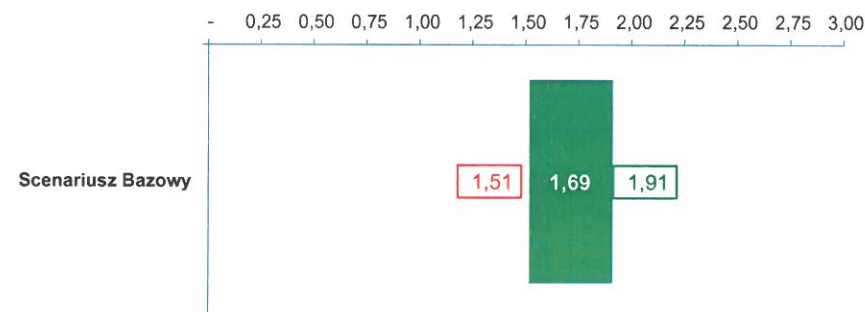
Wykres 7. Wycena 100% akcji Spółki metodą dochodową [mln zł]



Wykres 8. Przedział Wyceny 100% akcji Spółki metodą dochodową [mln zł]



Wykres 9. Przedział Wyceny dla 1 akcji Spółki metodą dochodową [mln zł]



Wartość Wyceny 100% akcji Spółki metodą dochodową została określona na poziomie **266,6 mln zł**

(przedział wynosi **od 238,8 mln zł do 301,1 mln zł**).

Wartość Wyceny 1 akcji Spółki metodą dochodową została określona na poziomie **1,69 zł /akcję**

(przedział wynosi **od 1,51 zł / akcję do 1,91 zł / akcję**).

Przedział Wyceny został wyznaczony poprzez zwiększenie o 1 p.p. (wartość minimalna) oraz zmniejszenie o 1 p.p. (wartość maksymalna) stopy dyskontowej (WACC).

11.2. Analiza wrażliwości wyceny Spółki metodą dochodową

W ramach analizy wrażliwości wyników Wyceny Spółki wg. metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych zdefiniowane zostały alternatywne scenariusze, których założenia opisano poniżej:

- └ Scenariusz 1 (wzrost marży na kontraktach) – założenie wzrostu marży brutto o 1,0 p.p.;
- └ Scenariusz 2 (spadek marży na kontraktach) – założenie spadku marży brutto o 1,0 p.p.;
- └ Scenariusz 3 (wzrost skali działalności) – założenie wzrostu skali działalności o 5,0 %;
- └ Scenariusz 4 (spadek skali działalności) – założenie spadku skali działalności o 5,0%;
- └ Scenariusz 5 (wzrost kosztów stałych) – założenie wzrostu kosztów stałych o 10%;
- └ Scenariusz 6 (spadek kosztów stałych) – założenie spadku kosztów stałych o 10%;
- └ Scenariusz 7 (wzrost stopy wzrostu w okresie rezydualnym) – założenie zwiększenie stopy wzrostu w okresie rezydualnym o 0,5 p.p.;
- └ Scenariusz 8 (spadek stopy wzrostu w okresie rezydualnym) – założenie zwiększenie stopy wzrostu w okresie rezydualnym o 0,5 p.p.

Dla każdego z ww. scenariuszy podano dodatkowo przedziały wartości, dla których wartości minimalne (zaznaczone na wykresie na czerwono) oraz maksymalne (zaznaczone na wykresie na zielono) uzyskano poprzez zmianę stopy dyskontowej (WACC): o +1 p.p. w przypadku wariantu minimalnego oraz o -1 p.p. w przypadku wariantu maksymalnego.

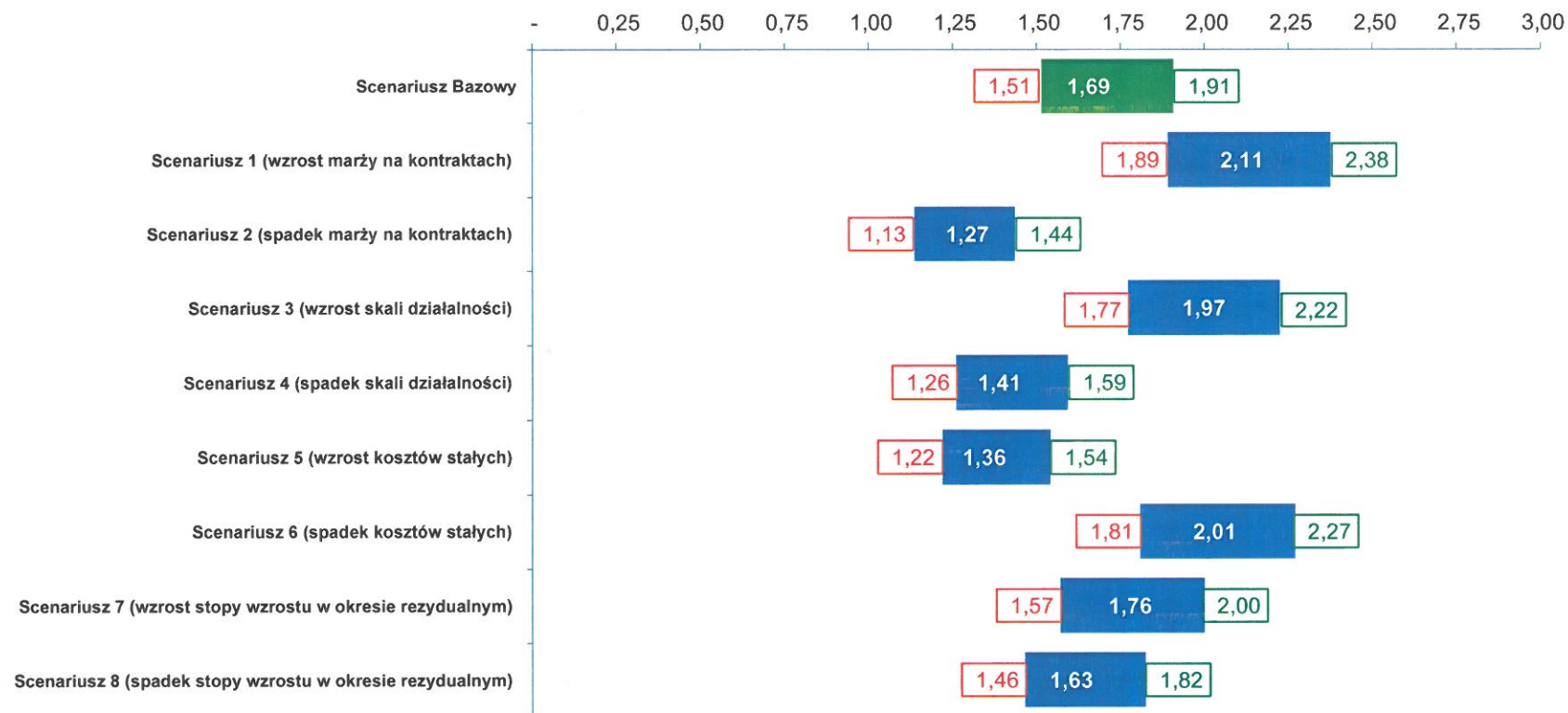
Wartość Wyceny metodą dochodową została wyznaczona:

- **w przedziale 238,8 mln zł do 301,1 mln zł z wartością punktową na poziomie 266,6 mln zł dla 100% kapitałów własnych**

(w przypadku scenariuszy alternatywnych przedział wynosi od 179,0 mln zł do 375,0 mln zł;

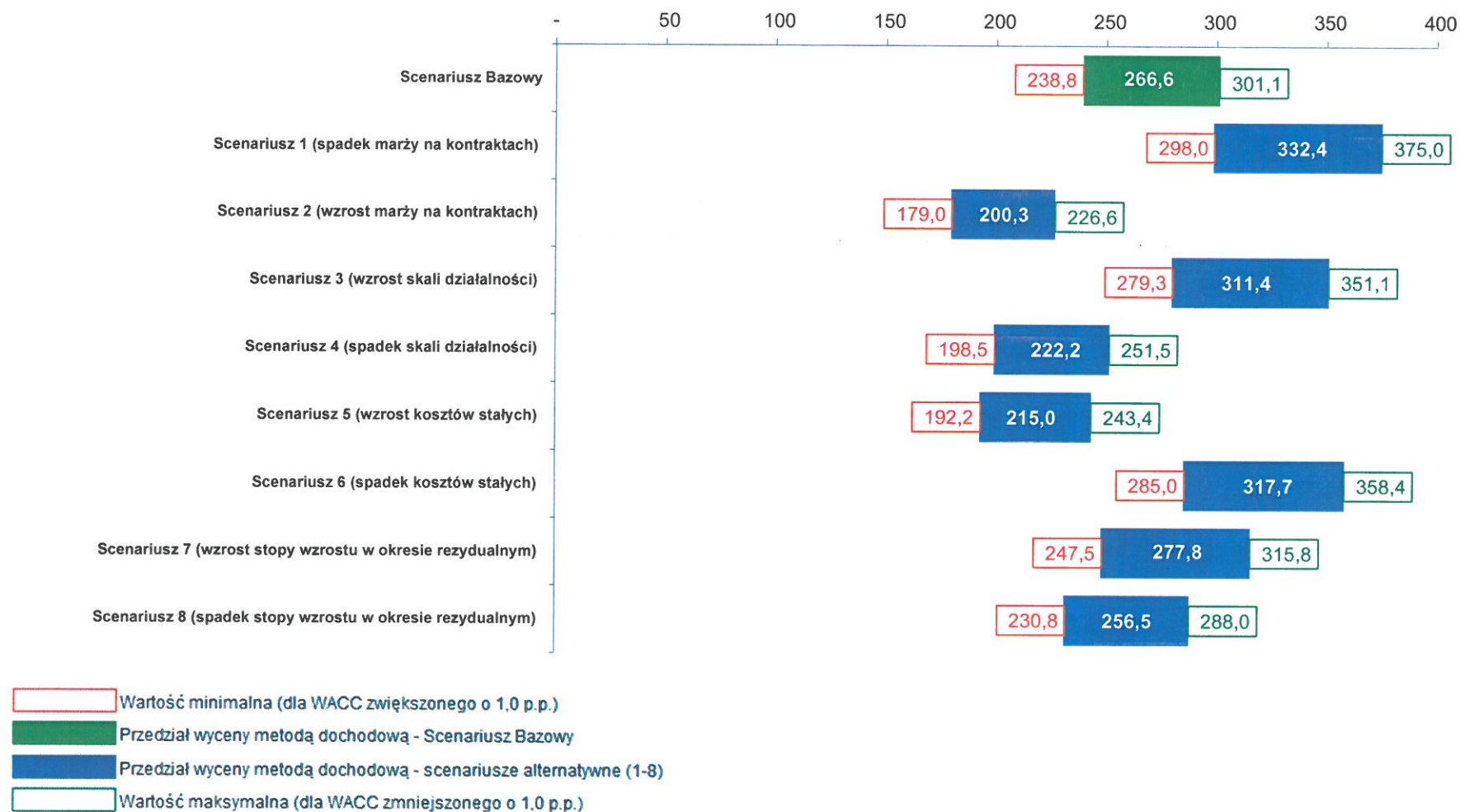
- **w przedziale 1,51 zł / akcję do 1,91 zł / akcję z wartością punktową na poziomie 1,69 zł / akcję dla 100% kapitałów własnych**

(w przypadku scenariuszy alternatywnych przedział wynosi od 1,13 zł / akcję do 2,38 zł / akcję.

Wykres 10. Przedział Wyceny 1 akcji Spółki [zł]


- Wartość minimalna (dla WACC zwiększonego o 1,0 p.p.)
- Przedział wyceny metodą dochodową - Scenariusz Bazowy
- Przedział wyceny metodą dochodową - scenariusze alternatywne (1-8)
- Wartość maksymalna (dla WACC zmniejszonego o 1,0 p.p.)

Wykres 11. Przedział Wyceny 100% akcji Spółki [mln zł]



11.3. Wyniki Wyceny spółki według podejścia porównawczego

Wynik Wyceny Spółki metodą porównywalnych spółek giełdowych z wykorzystaniem mnożników EV/Sprzedaż oraz EV/EBITDA przedstawione zostały na wykresie oraz w tabeli.

Otrzymane wartości EV Spółki skorygowano o wartość długu netto z Dnia wyceny (tj. 35,4 mln zł) oraz aktywów nieoperacyjnych (tj. 10,1 mln zł).

Na podstawie przeprowadzonych analiz pogładowa wartość Spółki określona w oparciu o metodę porównywalnych spółek giełdowych przy zastosowaniu mnożnika EV/Sprzedaż wynosi 97,6 mln zł, tj. 0,62 zł na jedną akcję (przedział wynosi od 0,57 zł na jedną akcję do 1,28 zł na jedną akcję).

Na podstawie przeprowadzonych analiz Wyceny Spółki określone w oparciu o metodę porównywalnych spółek giełdowych przy zastosowaniu mnożnika EV/EBITDA wynosi 39,0 mln zł, tj. 0,25 zł na jedną akcję (przedział wynosi od 0,18 zł na jedną akcję do 0,56 zł na jedną akcję).

Tabela 5. Wycena metodą porównywalnych spółek giełdowych – kalkulacja wartości 100% akcji Spółki (EV/Sprzedaż)

Wyszczególnienie	Jednostka	1 kwartył	mediana	3 kwartył
Mnożnik (EV / S)	x	0,20x	0,21x	0,39x
Baza Wyceny	mln zł	519,7	519,7	519,7
Enterprise Value	mln zł	104,5	111,2	202,6
(+/-) Dług netto	mln zł	-35,4	-35,4	-35,4
(+/-) Aktywa nieoperacyjne	mln zł	10,1	10,1	10,1
Wartość kapitałów własnych przed premią	mln zł	79,2	85,9	177,3
Premia za kontrolę	%	13,60%	13,60%	13,60%
Wartość kapitałów własnych	mln zł	90	97,6	201,4
Liczba akcji	#	157 834 330	157 834 330	157 834 330
Wycena kapitałów własnych na 1 akcję	zł	0,57	0,62	1,28

Źródło: Opracowanie własne

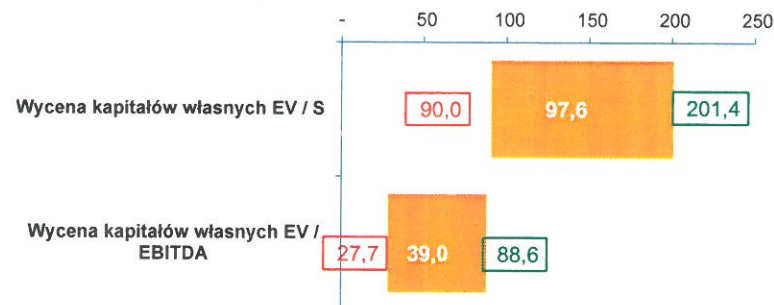
Tabela 6. Wycena metodą porównywalnych spółek giełdowych – kalkulacja wartości kapitałów własnych (EV/EBITDA)

Wyszczególnienie	Jednostka	1 kwartył	mediana	3 kwartył
Mnożnik (EV / EBITDA)	x	7,22x	8,66x	14,99x
Baza Wyceny	mln zł	6,9	6,9	6,9
Enterprise Value	mln zł	49,7	59,7	103,3
(+/-) Dług netto	mln zł	-35,4	-35,4	-35,4
(+/-) Aktywa nieoperacyjne	mln zł	10,1	10,1	10,1
Wartość kapitałów własnych przed premią	mln zł	24,4	34,4	78,0
Premia za kontrolę	%	13,60%	13,60%	13,60%
Wartość kapitałów własnych	mln zł	27,7	39	88,6
Liczba akcji	#	157 834 330	157 834 330	157 834 330
Wycena kapitałów własnych na 1 akcję	zł	0,18	0,25	0,56

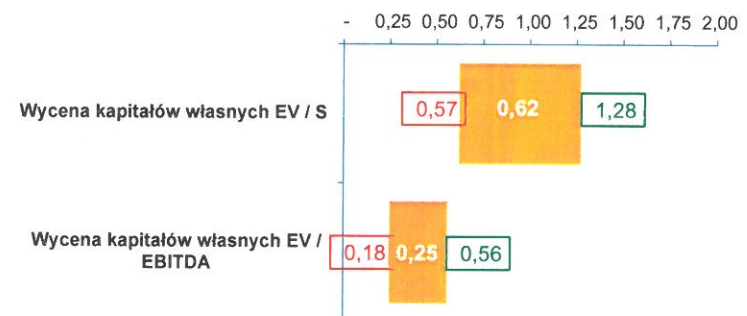
Źródło: Opracowanie własne

Z uwagi na ograniczenia wyceny metody porównawczej rekomendujemy przyjęcie do dalszych analiz wyników Wyceny według podejścia dochodowego uwzględniające charakter prowadzonej przez Spółkę działalności oraz jej perspektywy wzrostu.

Wykres 12. Przedział Wyceny 100% akcji Spółki metodą porównawczą [mln zł]



Wykres 13. Przedział Wyceny dla 1 akcji Spółki metodą porównawczą [mln zł]



Załącznik 1. Metodologia i sposób kalkulacji metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych

Ogólna charakterystyka metod dochodowych DCF (Discounted Cash Flow)

1. Wycena przedsiębiorstwa/ośrodka wypracowującego przepływy pieniężne metodą dochodową polega na sprowadzeniu przyszłych przepływów środków pieniężnych do wartości na dzień wyceny za pomocą stopy dyskontowej, przy następujących założeniach:
 - └ wartość opiera się na zdolności firmy, jako kombinacji posiadanych aktywów materialnych i niematerialnych, do generowania nadwyżki gotówkowej dla właścicieli,
 - └ oszacowanie wartości polega na sprowadzeniu przyszłych przepływów gotówkowych do wartości bieżącej za pomocą stopy dyskontowej,
 - └ odzwierciedlona jest w sposób dynamiczny przyszłość oraz wszelkie zmiany w działalności wycenianej firmy oraz w jej otoczeniu.
2. Do prawidłowej interpretacji wyników wyceny przedsiębiorstwa/ośrodka wypracowującego przepływy pieniężne metodą dochodową niezbędna jest analiza wartości wolnych operacyjnych przepływów pieniężnych uzyskiwanych w Okresie analizy oraz wartości rezydualnej obejmującej przepływy po Okresie analizy. W przypadku gdy przepływy operacyjne charakteryzują się dużą zmiennością wysoka wartość rezydualna może mieć decydujący wpływ na uzyskanie dodatniej wartości przepływów pieniężnych określających wartość przedmiotu wyceny.
3. Formalne założenia metod dochodowych:
 - └ wyłącznym celem inwestycji jest powiększenie bogactwa właścicieli,
 - └ każdy bliższy przepływ gotówkowy jest zawsze preferowany w stosunku do identycznego, późniejszego przepływu,
 - └ wartość dla właściciela zwiększy się tylko wtedy, gdy przyrost wartości jest wyższy od przyrostu możliwego do uzyskania z innego aktywa o takim samym poziomie ryzyka,
 - └ ocena porównywalnego ryzyka obejmuje wszelkie inwestycje mające charakterystyki finansowe zgodne z celami obiektywnych, bezinteresownych i zróżnicowanych inwestorów publicznych,
 - └ fundusze są zawsze dostępne w nieograniczonych ilościach, o ile inwestycja zapewnia lub przewyższa rynkową stopę zwrotu przy średnim rynkowym poziomie ryzyka.
4. Ogólny schemat metody DCF:

$$EV = \frac{FCF_1}{(1+r)^1} + \frac{FCF_2}{(1+r)^2} + \frac{FCF_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{FCF_n}{(1+r)^n} + \frac{RVFC_n}{(1+r)^n}$$

EV – wartość dochodowa wycenianej firmy – wynik wyceny,
 FCF_n – wolny przepływ gotówkowy w danym okresie,
 n – okres analizy szczegółowej przepływów gotówkowych,
 r – stopa dyskontowa,
 RVFC_n – wartość rezydualna odzwierciedlająca wartość firmy po ostatnim roku analizy szczegółowej.
5. Sporządzenie metody dochodowej składa się z następujących etapów:
 - └ analiza wyników historycznych przedsiębiorstwa,
 - └ sporządzenie danych finansowych,

- ## Wycena metodą FCFF

$$E = EV - D$$

$$EV = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{RVF_n}{(1+WACC)^n} + NOA$$

$$WACC = \frac{E}{E + D} * K_e + \frac{D}{E + D} * K_d * (1 - T)$$

D – wartość kapitałów obcych, T – stawka podatku dochodowego.

2. Wyznaczenie średnioważonego kosztu kapitału (WACC)

Koszt kapitału własnego wyznaczony został w oparciu o model wyceny aktywów kapitałowych. Zgodnie z tym modelem na koszt kapitału własnego składa się stopa wolna od ryzyka oraz premia za ryzyko. Formułę obliczeniową kosztu kapitału własnego przedstawia poniższe równanie:

$$K_e = r_w + \beta(r_r - r_w)$$

K_e – koszt kapitału własnego,

β – współczynnik beta dla akcji spółki – odzwierciedla zmienność cen akcji przedsiębiorstw z danej branży na tle zmienności całego indeksu rynkowego,

r_r – stopa zwrotu z portfela rynkowego,

r_w – stopa zwrotu z aktywów wolnych od ryzyka.

3. Założenia kalkulacji wartości rezydualnej:

- szczegółowy Okres analizy obejmuje liczbę lat wskazaną w raporcie;
- zakładamy, iż Spółka będzie działać dłużej aniżeli założony Okres analizy, a zatem także w przyszłym okresie będzie przynosić korzyści swoim właścicielom w postaci przepływów gotówkowych;
- obliczenie wartości rezydualnej służy odzwierciedleniu w wynikach wyceny przepływów związanych z kontynuacją działalności.

4. Etapy kalkulacji wartości rezydualnej:

- wybór odpowiedniej metody;
- określenie poziomu poszczególnych parametrów, na podstawie których liczymy wartość rezydualną;
- wyliczenie wartości rezydualnej;
- zdyskontowanie wyliczonej wartości rezydualnej do wartości na dzień wyceny.

5. Formuła wyznaczenia wartości rezydualnej na podstawie „wzoru Gordona”:

$$RVF_n = \frac{E(FCF_n) * (1 + g)}{WACC - g}$$

RVF_n – wartość rezydualna firmy po ostatnim okresie analizy szczegółowej „n”,

$E(FCF_n)$ – znormalizowany wolny przepływ gotówkowy w okresie „n”,

$WACC$ – średni ważony koszt kapitału,

g – stopa wzrostu przepływu gotówkowego po okresie analizy szczegółowej.

Wyliczona według powyższego wzoru wartość rezydualna jest wartością na koniec okresu analizy, w celu otrzymania wartości na dzień wyceny należy zastosować współczynnik dyskonta z ostatniego okresu analizy szczegółowej.

Załącznik 2. Metodologia i sposób wyceny metodą porównawczą

Metoda porównywalnych spółek giełdowych polega na oszacowaniu rynkowej wartości kapitału własnego danego przedsiębiorstwa na bazie średnich wskaźników implikowanych bieżącą wyceną rynkową spółek porównywalnych do wycenianego przedsiębiorstwa.

Zgodnie z tymi metodami wartość kapitału własnego lub wartość przedsiębiorstwa (tj. wartość rynkowa kapitału własnego i długu netto) jest iloczynem tzw. bazy wyceny i mnożnika rynkowego:

$$Pw = Bw * Mr$$

Gdzie:

Pw – wartość kapitału własnego lub wartość przedsiębiorstwa

Bw – baza wyceny

Mr – mnożnik rynkowy

Metoda bazująca na porównywalnych spółkach notowanych polega na wyliczeniu średnich mnożników rynkowych dla porównywalnych podmiotów gospodarczych dobranych pod względem kryterium branży, wielkości, struktury kapitałowej, geograficznego obszaru działalności lub innych adekwatnych w danej sytuacji kryteriów.

Mnożniki są stosunkiem wartości rynkowej kapitałów własnych, tj. P (kapitalizacja rynkowa) lub wartości całego przedsiębiorstwa, tj. Enterprise Value (dalej jako „EV”) (suma P oraz rynkowej wartości długu netto) do wybranej bazy wyceny.

Załącznik 3. Spisy tabel, rysunków i wykresów

Spis tabel

Tabela 1. Informacje dotyczące Spółki.....	12
Tabela 2. Struktura Grupy Kapitałowej Gi Group Poland	15
Tabela 3. Rachunek zysków i strat Spółki [tys. zł].....	22
Tabela 4. Kalkulacja WACC.....	28
Tabela 5. Wycena metodą porównywalnych spółek giełdowych – kalkulacja wartości 100% akcji Spółki (EV/Sprzedaż)	37
Tabela 6. Wycena metodą porównywalnych spółek giełdowych – kalkulacja wartości kapitałów własnych (EV/EBITDA)	38

Spis rysunków

Rysunek 1. Wyniki wyceny 1 akcji Spółki [zł].....	10
Rysunek 2. Wyniki wyceny przedsiębiorstwa (100% akcji) Spółki [mln zł]	11
Rysunek 3. Lokalizacja Spółki na mapie.....	13

Spis Wykresów

Wykres 1. Struktura przychodów ze sprzedaży Grupy Kapitałowej Gi Group w podziale na regiony w 2024 roku [%].....	16
Wykres 2. Struktura przychodów ze sprzedaży Grupy Kapitałowej Gi Group w podziale na ferowane usługi w 2024 roku [%].....	17
Wykres 4. Historyczna i prognozowana dynamika PKB Polski wg IMF [w %]	18
Wykres 5. Historyczna i prognozowana inflacja w Polsce wg IMF [w %].....	19
Wykres 6. Stopa referencyjna w Polsce [w %].....	20

Wykres 7. Wycena 100% akcji Spółki metodą dochodową [mln zł].....	32
Wykres 8. Przedział Wyceny 100% akcji Spółki metodą dochodową [mln zł].....	32
Wykres 9. Przedział Wyceny dla 1 akcji Spółki metodą dochodową [mln zł].....	32
Wykres 10. Przedział Wyceny 1 akcji Spółki [zł]	35
Wykres 11. Przedział Wyceny 100% akcji Spółki [mln zł].....	36
Wykres 12. Przedział Wyceny 100% akcji Spółki metodą porównawczą [mln zł]	38
Wykres 13. Przedział Wyceny dla 1 akcji Spółki metodą porównawczą [mln zł]	38

Załącznik 4. Warunki świadczenia usług

Opracowania SWGK Audyt Polska Sp. z o.o. są ważne jedynie wówczas, gdy prezentowane są w całości i zgodnie z celami określonymi w zawartej umowie lub w udzielonym zleceniu. Rozumie się, iż analizy i wnioski SWGK Audyt Polska Sp. z o.o. nie stanowią doradztwa podatkowego, doradztwa inwestycyjnego, ani opinii na temat warunków transakcji.

SWGK Audyt Polska Sp. z o.o. oświadcza, że wykonane usługi są zgodne z przyjętymi standardami zawodowymi. Zakłada się, iż dostarczone przez pracowników i współpracowników Gi Group Holding S.p.A. informacje oraz dane finansowe są rzetelne, wobec czego nie przeprowadziliśmy ich niezależnej weryfikacji. SWGK Audyt Polska Sp. z o.o. nie wyda żadnej gwarancji ani opinii odnośnie ich zgodności z prawdą.

SWGK Audyt Polska Sp. z o.o. z siedzibą w Poznaniu nie ponosi odpowiedzialności za skutki jakichkolwiek decyzji podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszym opracowaniu.



Podatki | Ceny transferowe | Consulting
Audyt | Doradztwo korporacyjne | Outsourcing księgowo-kadrowy | IT

 ul. Wojskowa 4
60-792 Poznań

 tel. (61) 866-67-88
fax (61) 866-68-21

 e-mail: biuro@swgk.pl

