

**Raport z wyceny** | *Wycena wartości rynkowej*  
*WG Partners sp. z o.o.*

**TORERO** | **SOLUTIONS**

Warszawa, 15.11.2023

## INFORMACJE WPROWADZAJĄCE

---

### Informacje ogólne

Niniejszy Raport z wyceny wartości rynkowej spółki WG Partners sp. z o.o. (dalej odpowiednio: „**Raport**”, „**Przedmiot Wyceny**”, „**Spółka**” lub „**Projekt**”) został sporządzony na zlecenie zarządu spółki WG Partners sp. z o.o. (dalej: „**Zleceniodawca**”), przy czym wycena została przygotowana przy założeniu konsolidacji biznesu prowadzonego w dwóch podmiotach: Spółce i jednoosobowej działalności gospodarczej pod firmą „W.G. Partners Maciej Gogolczyk” (NIP: 7322199761, dalej: „**JDG**”) – wycena obejmuje obie jednostki łącznie.

**Przedmiot  
wyceny**

Autorem raportu jest Torero Solutions sp. z o.o. z siedzibą w Warszawie (dalej: „**Autorzy**”).

**Autorzy Raportu**

Dla określenia wartości godziwej Przedmiotu Wyceny przyjęto metodę zdyskontowanych przepływów pieniężnych (Discounted Cash Flow – DCF) w wariantcie analizy wolnych przepływów pieniężnych przypadających firmie (Free Cash Flows to Firm – FCFF);

**Przyjęta metoda  
wyceny**

Szczegółowa metodologia i założenia przyjęte przy sporządzaniu wyceny powyższą metodą, znajdują się w dalszej części Raportu.

Przy sporządzaniu wyceny Autorzy korzystali z następujących źródeł informacji:

**Źródła informacji**

- ogólnodostępnych informacji na temat Spółki i JDG oraz branży w której działają te podmioty;
- informacjach i dokumentach dostarczonych przez przedstawicieli Zleceniodawcy w toku prac nad Raportem, w

szczegółności sprawozdaniach finansowych i zestawieniach obrotów i sald Spółki oraz książki przychodów i rozchodów JDG za okres 1.2021-9.2023 oraz pliku „plany rozwojowe na 2024-2028” przygotowanym przez Spółkę i zawierającym prognozy finansowe i założenia operacyjne na lata 2024-2028. Plik ten stanowi załącznik nr 2 do niniejszego Raportu.

## PODSUMOWANIE WYCENY

Szacowana wartość Projektu według wyceny na dzień 30 września 2023 roku („**Dzień Wyceny**”), przy przyjęciu założeń opisanych w niniejszym Raporcie i w załącznikach do niego, wynosi (po zaokrągleniu do pełnych złotych):

**20 524 000 zł**

*(dwadzieścia milionów pięćset dwadzieścia cztery tysiące złotych)*

**Wycena końcowa**

## WYCENA DCF

Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych polega na oszacowaniu przyszłych przepływów pieniężnych wygenerowanych w toku działalności operacyjnej z wykorzystaniem aktywów wchodzących w skład przedmiotu wyceny, z uwzględnieniem wszystkich przychodów i kosztów z tym związanych, w okresie od dnia przeprowadzania wyceny do momentu zakończenia działalności operacyjnej z wykorzystaniem aktywów wchodzących w skład przedmiotu wyceny (w szczególności, jeśli nie zakłada się, że w określonym momencie w przyszłości działalność operacyjna zostanie

**Metodologia  
(DCF)**

zakończona, przyjmuje się, że będzie ona prowadzona w nieskończoność, co odzwierciedlone jest w określeniu wartości rezydualnej wyceny z wykorzystaniem ciągu geometrycznego o stałym ilorazie). Tak oszacowana różnica między przychodami i kosztami (*Free Cash Flow*, dalej: „**FCF**”) jest następnie dyskontowana przez współczynnik określający koszt kapitału wykorzystanego do finansowania działalności operacyjnej, z uwzględnieniem wpływu czasu na wartość obecną przyszłych przepływów pieniężnych (*Discount Factor*, dalej: „**DF**”).

Wartość 100% Przedmiotu Wyceny (*Equity Value*, dalej: „**EqV**”) oszacowaliśmy jako:

$$EqV = \sum_{n=2020}^{2024} (FCF_n * DF_n) + WR - DN$$

gdzie:

$FCF_n$  – oznacza FCF w okresie  $n$  (przyjeliśmy, że każdy okres w którym szacujemy FCF jest 12-miesięczny, z wyjątkiem pierwszego okresu prognozy (bieżący rok kalendarzowy – w tym roku FCF przyjęto za okres od Dnia Wyceny do 31 grudnia tego roku);

$DF_n$  – oznacza DF stosowany do dyskontowania FCF w okresie  $n$ ;

WR – oznacza wartość rezydualną

DN – oznacza dług netto (suma zobowiązań odsetkowych pomniejszona o środki pieniężne) na dzień wyceny.

Przyjęto wariant FCFF wyceny DCF, co oznacza, że:

**Wariant FCFF**

1.  $FCF_n$  oszacowano zgodnie ze wzorem:

$$FCF_n = EBIT_n * (1 - CIT_n) + amortyzacja_n - CAPEX_n + \Delta KON_n$$

[wzór i założenia  
FCF]

gdzie:

$EBIT_n$  – wynik EBIT w okresie  $n$  (zysk operacyjny przed uwzględnieniem kosztów odsetek od zobowiązań finansowych oraz przed uwzględnieniem podatków dochodowych a także z pominięciem przychodów i kosztów o charakterze niepieniężnym – w przypadku Spółki nie uwzględniono przychodów z tytułu dotacji rozpoznawanych w pozostałych przychodach operacyjnych);

$CIT_n$  – stawka podatku dochodowego dla okresu  $n$ ;

$amortyzacja_n$  – amortyzacja środków trwałych i wartości niematerialnych i prawnych w okresie  $n$ ;

$CAPEX_n$  – wydatki na środki trwałe i wartości niematerialne i prawne planowane w okresie  $n$  (niezbędne do poniesienia w celu zachowania zdolności przedmiotu wyceny do generowania szacowanych przepływów FCF w okresie  $n$  i w kolejnych okresach prognozy);

$\Delta KON_n$  – zmiany wartości (ze znakiem ujemnym lub dodatnim) kapitału obrotowego netto w okresie  $n$  (przyjęliśmy w ramach analizy KON zmiany wartości (1) zapasów, (2) należności krótkoterminowych i (3) zobowiązań krótkoterminowych innych niż zobowiązania finansowe)

**2.**  $DF_n$  oszacowano zgodnie ze wzorem:

$$DF_n = DF_{n-1} * \frac{1}{(1 + WACC_n)}$$

[wzór i założenia  
DF]

gdzie:

$DF_{n-1}$  – DF w okresie  $n-1$

przy czym DF za pierwszy okres prognozy, to jest od Dnia Wyceny do końca roku kalendarzowego, obliczono stosując wzór:

$$DF = \frac{1}{(1 + WACC_n)^{\frac{dni}{365}}}$$

gdzie:

$dni$  – liczba dni od Dnia Wyceny do ostatniego dnia pierwszego okresu prognozy.

$WACC_n$  – średnioważony koszt kapitału w okresie  $n$ , oszacowany zgodnie ze wzorem:

*[wzór i założenia WACC]*

$$WACC_n = UKW_n * KKW_n + UKD_n * KKD_n$$

gdzie:

$UKW_n$  – udział kapitału własnego w okresie  $n$ ;

$KKW_n$  – koszt kapitału własnego w okresie  $n$ , oszacowany z wykorzystaniem modelu *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) – szczegółowy sposób kalkulacji kapitału własnego na potrzeby Raportu przedstawiono w Załączniku nr 1;

$UKD_n$  – udział kapitału dłużnego w okresie  $n$ , przy czym  $UKW_n + UKD_n = 1$ ;

$KKD_n$  – średnioważony koszt kapitału dłużnego w okresie  $n$ .

**Załącznik nr 1**

### Założenia do modelu DCF

Oprócz założeń opisanych wyżej oraz w załącznikach do Raportu, przy szacowaniu wartości Przedmiotu Wyceny przy zastosowaniu metody DCF przyjęto następujące założenia:

**Założenia DCF**

- Ze względów ostrożnościowych przyjęliśmy redukcję prognozowanych przez Spółkę przychodów i kosztów o 25% w latach 2024-2025 oraz 50% w latach 2026-2028, a także zwiększono prognozowane koszty o 40% w 2024 roku, co przekłada się na 26-28% marży EBITDA w latach 2024-2028 (poziom podobny do osiąganego historycznie przez Spółkę i JDG w latach 2021-2022).
- Dla IV kwartału 2023 roku przyjęto, po rozmowie z przedstawicielami Spółki, 1 mln zł przychodu, przy marży zgodnej ze średnią marżą za okres 1-9.2023.
- Wycena obejmuje skonsolidowane pro-forma dane finansowe dwóch podmiotów: Spółki oraz JDG;

**Korekty ostrożnościowe do prognozy Zarządu**

**Konsolidacja pro-forma**

- Przyjęto rotację należności i zobowiązań handlowych na poziomie 30 dni. Księgowość Spółki nie prowadzi analityki rozrachunków na bieżąco, dlatego założenie to nie jest oparte na analizie historycznej, a zostało przyjęte jako założenie biznesowe potwierdzone z przedstawicielami Spółki jako spójne ze stosowanymi warunkami handlowymi.
- Działalność operacyjna Spółki jest aktualnie prowadzona wyłącznie z wykorzystaniem kapitału własnego. Przyjęto założenie o wykorzystaniu kapitału dłużnego w wysokości dwukrotności wyniku EBITDA z poprzedniego roku finansowego, począwszy od 2024 roku, oraz o wypłacie 50% zysku z 2025 roku w formie dywidendy w 2026 roku oraz o wypłacie 90% zysku w formie dywidendy, począwszy od 2027 roku – w rezultacie stosunek kapitału dłużnego do kapitału własnego na koniec 2031 roku i w okresie rezydualnym wynosi 1,27x.
- Koszt kapitału dłużnego przyjęto na poziomie WIBOR 1M + marża 2,50% *per annum*.
- Roczny CAPEX przyjęto na poziomie od 280 tys. zł w 2024 roku do 550 tys. zł rocznie w okresie rezydualnym.
- Stopę wzrostu w okresie 2029-2032 przyjęto na poziomie 5% rocznie, a w okresie rezydualnym na poziomie 1% rocznie.

**Rotacja kapitału obrotowego**

**Wykorzystanie kapitału dłużnego, dywidendy**

**Koszt kapitału dłużnego**

**Stopa wzrostu w okresie rezydualnym**

## ZASTRZEŻENIA PRAWNE I OGRANICZENIA WYCENY

---

*Autorzy Raportu nie przeprowadzili weryfikacji założeń biznesowych i operacyjnych opisanych w pliku "plany rozwojowe na 2024-2028" przygotowanym przez Spółkę, w zakresie innym niż opisane w niniejszym Raporcie korekty ostrożnościowe.*

*Dokument nie stanowi rekomendacji w rozumieniu Rozporządzenia Ministra Finansów w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz.U. Nr 206, poz. 1715, z późn. zm.).*

*Przy sporządzeniu wyceny zastosowano metodę DCF - zdyskontowanych przepływów pieniężnych. Wadą metod opartych na zdyskontowanych przepływach jest wysoka wrażliwość na przyjęte założenia. Zaletą tych metod jest brak zależności z bieżącą wyceną rynkową spółki.*

*Dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności oraz z wykluczeniem wpływu ewentualnego konfliktu interesów. Ewentualne powstałe pomimo tego niezgodności informacji podanych w dokumencie ze stanem faktycznym lub błędne oceny Autorów dokumentu nie stanowią podstawy odpowiedzialności Autorów wobec odbiorców tego dokumentu. W szczególności Autorzy dokumentu nie ponoszą odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w dokumencie. Przedstawione dane odnoszące się do przyszłości mogą okazać się błędne, stanowią wyraz ocen osób wypowiadających się w imieniu podmiotu, którego dotyczy dokument lub wynik oceny własnej Autorów dokumentu. Przyjmuje się, że każda osoba (jednostka organizacyjna), która niniejszy dokument pobiera, przyjmuje lub wyraża zgodę na przekazanie jej niniejszego dokumentu, tym samym wyraża zgodę na treść wszelkich powyższych zastrzeżeń.*

*Zaleca się, aby niniejszy dokument był analizowany łącznie z załącznikami do niego, gdyż tylko taki zestaw przedstawia w pełni przyjęte założenia.*

*Niniejsza analiza została przeprowadzona w oparciu o informacje i dokumenty przekazane przez przedstawicieli Spółki. Nie wszystkie założenia przedstawione przez nich były weryfikowane przez Autorów dokumentu, co zostało wyraźnie zaznaczone w treści Raportu.*



## ZAŁĄCZNIKI

---

- Załącznik nr 1** Sposób kalkulacji kosztu kapitału własnego na potrzeby wyceny metodą DCF
- Załącznik nr 2** Plik pdf: „plany rozwojowe na 2024-2028”
- Załącznik nr 3** Plik MS Excel: „2023.11.15\_Wycena WG Partners”  
*(szczegółowe założenia i mechanizm wyceny).*

## Załącznik nr 1

### Sposób kalkulacji kosztu kapitału własnego na potrzeby wyceny metodą DCF

Koszt kapitału własnego na potrzeby wyceny metodą DCF oszacowano z wykorzystaniem modelu CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), według wzoru:

$$KKW_n = RFR + (ERP + CRP) * B_n$$

gdzie:

**KKW<sub>n</sub>** – oznacza koszt kapitału własnego w okresie *n*;

**RFR** – stopa wolna od ryzyka (*Risk-Free Rate*), przyjęta na poziomie rentowności 10-letnich, polskich obligacji rządowych (źródło: <https://stooq.pl/q/d/?s=10ply.b>); dla uproszczenia przyjęto stałą wartość RFR w całym okresie prognozy (dla każdego okresu *n*);

**ERP** – premia za ryzyko rynkowe (*Equity Risk Premium*), a więc specyficzna dla danego rynku giełdowego (w tym przypadku dla rynku polskiego) premia, którą mogą oczekiwać inwestorzy z tytułu ryzyka związanego z lokowaniem aktywów w instrumenty udziałowe, a więc ryzyka które jest niedywersyfikowalne zgodnie z modelem CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) (źródło: [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/ctryprem.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html));

**CRP** – premia za ryzyko kraju (*Country Risk Premium*), a więc dodatkowa premia za ryzyko oczekiwana przez inwestorów z tytułu inwestowania na rynku zagranicznym – dodawana do modelu WACC w związku z faktem, że dane źródłowe do kalkulacji ERP wykorzystywanej w analizie nie uwzględniają tej dodatkowej premii (źródło: [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/ctryprem.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html));

$B_n$  – beta spółki (zalewarowana) dla okresu  $n$ , obliczona według wzoru:

$$B_n = \max(B_0; B_0 * (1 + (1 - CIT) * \frac{D_n}{E_n}) * (1 - C_n))$$

gdzie:

$B_0$  – beta odlewarowana dla sektora, w którym działa Przedmiot Wyceny, a więc współczynnik statystyczny, ustalający stopień korelacji pomiędzy zwrotem z inwestycji w akcje danej spółki, a hipotetycznej inwestycji w portfel rynkowy („dobrze zdywersyfikowany” a więc hipotetyczny portfel zawierający wszystkie dostępne dla inwestorów aktywa finansowe; tak oszacowany współczynnik statystyczny został skorygowany („odlewarowany”) z uwzględnieniem średniego poziomu zadłużenia spółek zaklasyfikowanych do sektora, w którym działa Przedmiot Wyceny (źródło: [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/Betas.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html));

CIT – stawka podatku dochodowego dla Spółki;

$D_n$  – wartość nominalna zobowiązań odsetkowych w Spółce w okresie  $n$  (dla uproszczenia przyjęto wartość na koniec okresu  $n$ );

$E_n$  – wartość kapitału własnego w Spółce w okresie  $n$  (dla uproszczenia przyjęto wartość na koniec okresu  $n$ );

$C_n$  – współczynnik korygujący betę odlewarowaną o poziom gotówki w spółce w okresie  $n$ , obliczony według wzoru:

$$C_n = \frac{cash_n}{(D_n + E_n)}$$

gdzie:

$cash_n$  – wartość środków pieniężnych w bilansie Spółki w okresie  $n$  (dla uproszczenia przyjęto wartość na koniec okresu  $n$ );

$D_n$  i  $E_n$  definiowane jak wyżej.

## **TORERO | SOLUTIONS**

FINANCE | BUSINESS | INSIGHT | LEGAL  
[www.torerosolutions.pl](http://www.torerosolutions.pl)

**Torero Solutions sp. z o.o**  
KRS 0000828190 | NIP 1133010535  
Krypska 25/8 04-082 Warszawa