

Raport z wyceny akcji

Gremi Media S.A.

Poznań, dnia 17.11.2025 roku

Poznań, 17.11.2025 roku

Zarząd i Akcjonariusze spółki**Polskie Towarzystwo Wspierania Przedsiębiorczości S.A.**

Szanowni Państwo,

SWGK Audyt Polska Sp. z o.o. kieruje do Zarządu i Akcjonariuszy spółki Polskie Towarzystwo Wspierania Przedsiębiorczości S.A. niniejszy Raport z wyceny akcji dotyczący spółki Gremi Media S.A.

Nasze prace przeprowadziliśmy przy założeniu kontynuowania działalności przez spółkę Gremi Media 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 podważałyby 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. SWGK nie ponosi odpowiedzialności za wykorzystanie niniejszego dokumentu bądź jego części przez osoby trzecie w sposób sprzeczny z postanowieniami umowy oraz zastrzeżeniami i ograniczeniami zawartymi w niniejszym dokumencie.

Z poważaniem,

Dariusz Sarnowski
Biegły rewident nr 10200

1. Spis treści

1. Spis treści.....	3
2. Przedmiot i zakres wyceny	4
3. Wykaz stosowanych skrótów	5
4. Podsumowanie zarządcze	7
5. Informacje o spółce	8
5.1. Dane rejestrowe spółki	8
5.2. Charakterystyka spółki	9
6. Analiza czynników wewnętrznych i otoczenia	10
6.1. Sytuacja makroekonomiczna	10
6.2. Analiza branży	13
7. Podstawowe dane finansowe spółki	14
7.1. Struktura sprawozdania z zysków i strat i innych całkowitych dochodów	15
7.2. Struktura sprawozdania z sytuacji finansowej	15
8. Wybór metod wyceny	18
8.1. Wprowadzenie	18
8.2. Czynniki wyboru metod wyceny	19
8.3. Podsumowanie wyboru metod wyceny	19
9. Wycena metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych	20
9.1. Metodologia wyceny	20
9.2. Założenia do określenia stopy dyskontowej i wyznaczenia średniego ważonego kosztu kapitału	21
9.3. Założenia do określenia wartości rezydualnej dla wyceny metodą dochodową	22
9.4. Oszacowanie wartości godziwej	23
10. Podsumowanie wyników wyceny	24
Załącznik 1. Metodologia i sposób kalkulacji metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych	25
Ogólna charakterystyka metod dochodowych DCF (Discounted Cash Flow)	25
Wycena metodą FCFF	26
Załącznik 2. Spisy tabel, rysunków i wykresów	27
Spis tabel	27
Spis rysunków	27
Spis Wykresów	27
Załącznik 3. Warunki świadczenia usług	28

2. Przedmiot i zakres wyceny

Spółka / Jednostka/ Gremi Media	Gremi Media S.A. z siedzibą w Warszawie
Przedsiębiorstwo	Przedsiębiorstwo Spółki Gremi Media S.A.
Zamawiający	Polskie Towarzystwo Wspierania Przedsiębiorczości S.A. z siedzibą w Katowicach
Przedmiot wyceny	Oszacowanie wartości godziwej 100% akcji Spółki
Data sporządzenia raportu	17.11.2025
Data wyceny	Dzień, na który została określona wartość godziwa przedmiotu wyceny, tj. 30.06.2025 roku.
Cel wyceny	Określenie wartości godziwej przedmiotu wyceny na potrzeby wniesienia jako aport w zamian za akcje nowej emisji Zamawiającego
Podstawa wyceny	Zlecenie udzielone SWGK Audyt Polska Sp. z o.o. z siedzibą w Poznaniu przez Zamawiającego
Raport	Niniejsze opracowanie stanowiące Raport z wyceny akcji

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 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	Wartość przyszła podmiotu wyceny określona na koniec projekcji przepływów pieniężnych
EBT	Zysk przedsiębiorstwa przed opodatkowaniem (ang. Earnings Before Taxes)
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)
NOPAT	Zysk operacyjny po opodatkowaniu (ang. Net Operating Profit After Tax)
GUS	Główny Urząd Statystyczny
NBP	Narodowy Bank Polski
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. 2024 poz. 18)

4. Podsumowanie zarządcze

Do oszacowania wartości godziwej akcji Spółki wykorzystano podejście dochodowe, metodę zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) według metodologii szacowania wolnych przepływów pieniężnych dla właścicieli kapitału własnego i wierzycieli (FCFF).

Uznano, że metoda DCF oparta na szacowaniu wolnych przepływów według FCFF pozwoli uchwycić pełen potencjał operacyjny przedsiębiorstwa niezależnie od jego struktury finansowania, w tym jej fundamentalną zdolność do generowania wartości dla akcjonariuszy.

Wartość godziwa Przedmiotu wyceny oszacowana została metodą dochodową zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) na dzień wyceny mieści się w przedziale od 74 426,0 tys. zł do 84 845,7 tys. zł.

Wartość godziwa Przedmiotu wyceny mieści się w przedziale od 74 426,0 tys. zł do 84 845,7 tys. zł.

Rekomendowana wartość godziwa 100,00% akcji Gremi Media S.A. na dzień wyceny wynosi:

79 635 843,65 zł

słownie: siedemdziesiąt dziewięć milionów sześćset trzydzieści pięć tysięcy osiemset czterdzieści trzy złote i 65/100

Rekomendowana wartość godziwa 1 akcji Gremi Media S.A. na dzień wyceny wynosi:

44,49 zł

słownie: czterdzieści cztery złote i 49/100

5. Informacje o spółce

5.1. Dane rejestrowe spółki

Nazwa:	Gremi Media Spółka Akcyjna
Adres siedziby:	ul. Prosta 51, 00-838 Warszawa
Forma prawna:	spółka akcyjna
Sąd rejestrowy:	Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie Wydział XIII Gospodarczy - Krajowy Rejestr Sądowy
KRS:	660475
REGON:	002050380
NIP:	5220103673
Data rejestracji w KRS:	25.01.2017
Kapitał zakładowy:	7 160 368,00 zł
Główny kod PKD:	58.13.Z wydawanie gazet

Źródło: Opracowanie własne na podstawie KRS (www.ekrs.ms.gov.pl) z dnia 14.11.2025 roku

Spółkę reprezentuje Zarząd, w którego skład wchodzi: Maciej Andrzej Maciejowski (Prezes Zarządu) i Radosław Jan Kucko (Członek Zarządu). W Spółce funkcjonuje 9-os. rada nadzorcza.

Akcje Spółki notowane są w ramach alternatywnego systemu obrotu NewConnect organizowanego przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.

5.2. Charakterystyka spółki

Przedmiot działalności spółki

Gremi Media S.A. to wydawca zapewniający czytelnikom specjalistyczne treści biznesowe i prawne. Spółka tworzy wielokanałową platformę skupiającą się na przekazywaniu treści na wysokim poziomie w mediach onlinowych i offlinowych.

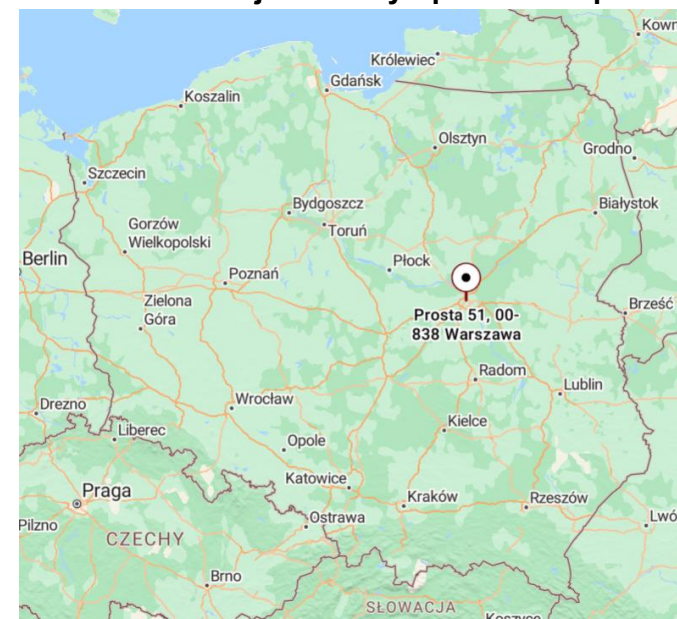
Spółka w swojej ofercie posiada media: Rzeczpospolita (ogólnopolski dziennik ekonomiczno-prawny), Gazeta Giełdy i Inwestorów „Parkiet” (ogólnopolski dziennik specjalistyczny o giełdzie i rynku kapitałowym) oraz Uważam Rze Historia (miesięcznik historyczny). Spółka jest również obecna na rynku digital z serwisami: RP.pl, PRO.RP.PL, Parkiet.com, Historia.uwazamrze.pl, a także usługą eKiosk – innowacyjnym kioskiem internetowym z prasą cyfrową oraz obszernym portfolio e-booków.

Tabela 1. Struktura akcjonariatu

Akcjonariusz	Liczba akcji	Liczba głosów	%posiadanego kapitału	%posiadanych praw głosów
Pluralis B.V.	776 699 akcji w tym 172 838 akcji imiennych serii A	949 537	43,39%	40,24%
KCI S.A.	517 615 akcji w tym 156 246 akcji imiennych serii A	673 861	28,92%	28,56%
Central International Kft	240 416 akcji imiennych serii A	480 832	13,43%	20,38%
Pozostali	255 362 akcji	255 362	14,26%	10,82%
Razem	1 790 092	2 359 592	100,00%	100,00%

Źródło: Raport Grupy Kapitałowej Gremi Media za III kwartał 2025 r.

Rysunek 1. Lokalizacja siedziby Spółki na mapie Polski



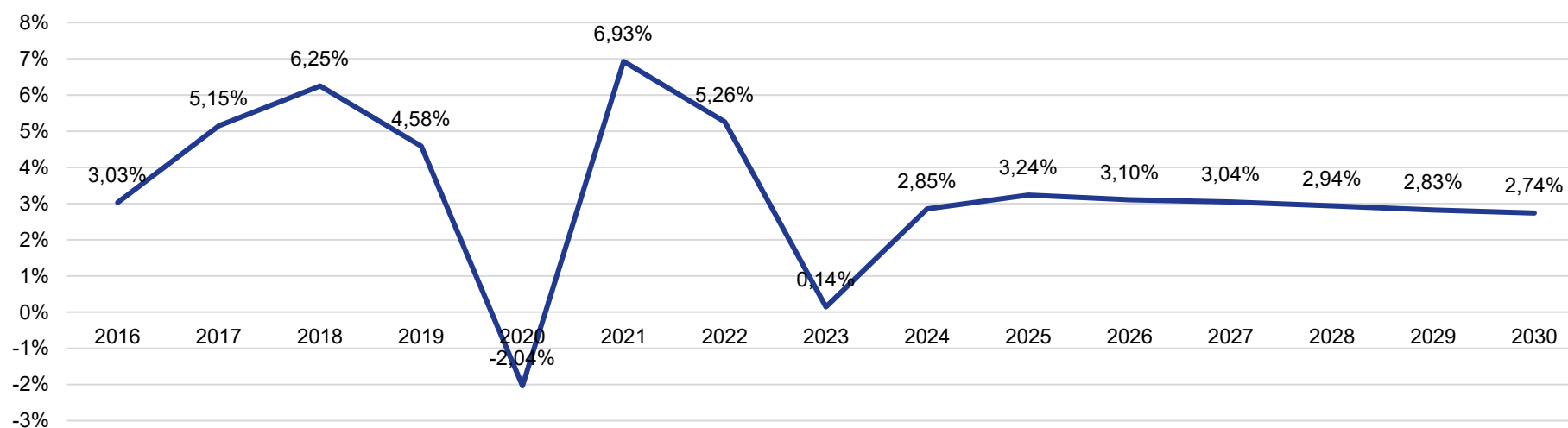
Źródło: TomTom

6. Analiza czynników wewnętrznych i otoczenia

6.1. Sytuacja makroekonomiczna

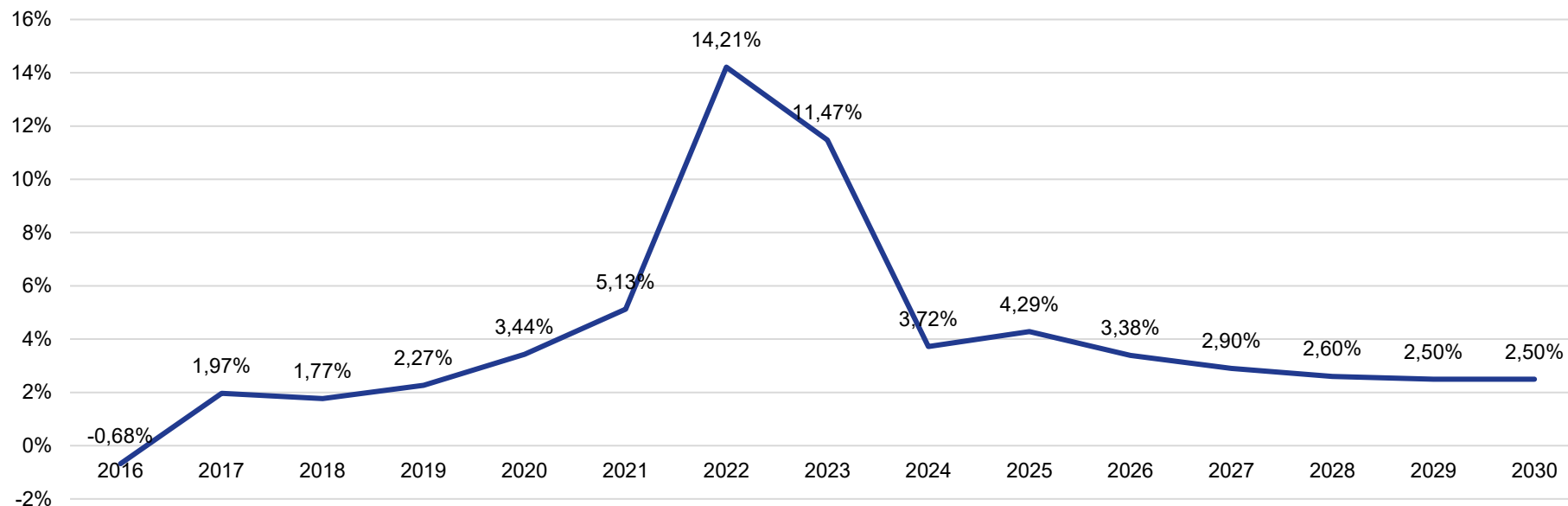
Obecna sytuacja gospodarcza stwarza wyzwania w zakresie prognozowania wskaźników ekonomicznych. Istotnym szokiem gospodarczym był wybuch wojny w Ukrainie oraz dalsze jej następstwa. Wpływ niekorzystnych czynników znajduje odzwierciedlenie również w polskiej gospodarce. Wzrost kosztów energii, presja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

Wykres 1. Historyczna i prognozowana dynamika PKB Polski wg IMF [w %]



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych IMF

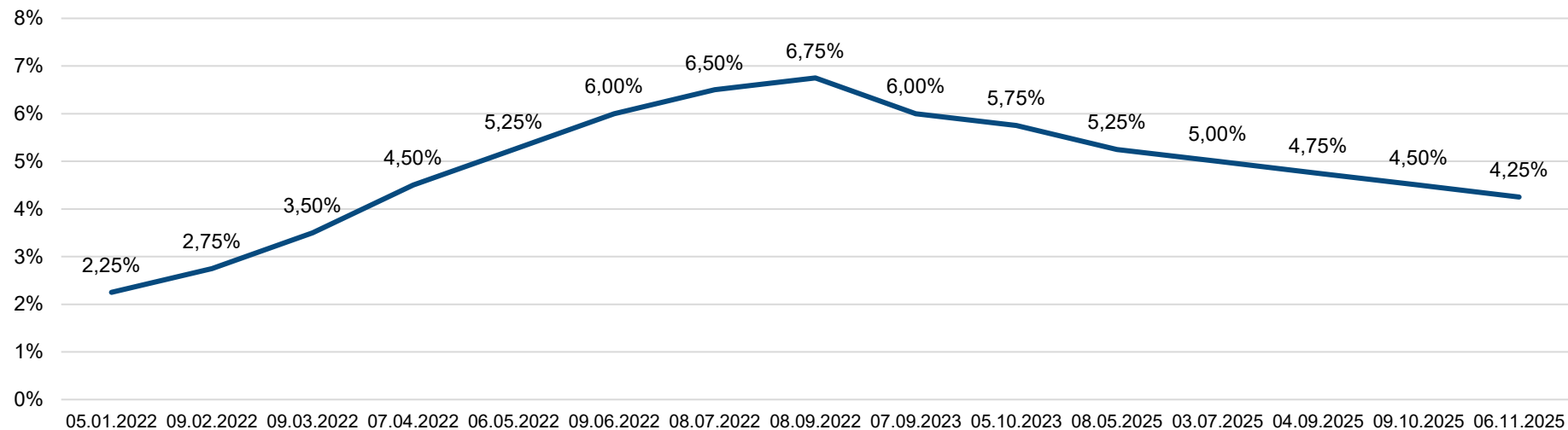
Zgodnie z danymi Międzynarodowego Funduszu Walutowego dynamika produktu krajowego brutto (PKB) w Polsce w 2024 roku wynosiła 2,85%, natomiast w roku 2025 prognozuje się jej dalszy wzrost do poziomu 3,24%. W kolejnych latach prognozuje się stabilizację wahań dynamiki polskiego PKB oraz jej stopniowe zmniejszanie od poziomu 3,10% do 2,74%.

Wykres 2. 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%, a następnie w 2024 rok do poziomu 3,72%. Dalsza prognoza zakłada wzrost dynamiki inflacji do poziomu 4,29% w 2025 roku. W latach 2026-2029 stopa inflacji ma rokrocznie ulegać zmniejszeniu. 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%.

Wykres 3. Stopa referencyjna w Polsce [w %]



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP

W dniu 08.09.2022 roku Rada Polityki Pieniężnej podniosła stopę referencyjną Narodowego Banku Polskiego do poziomu 6,75%. Był to najwyższy poziom od ponad dwóch dekad i stanowił kulminację cyklu podwyżek mających na celu ograniczenie presji inflacyjnej. Po około roku zapoczątkowano cykl stopniowych obniżek stóp procentowych, wynikających z poprawy perspektyw inflacyjnych. Od dnia 06.11.2025 roku obowiązująca stopa referencyjna NBP wynosi 4,25%.

6.2. Analiza branży

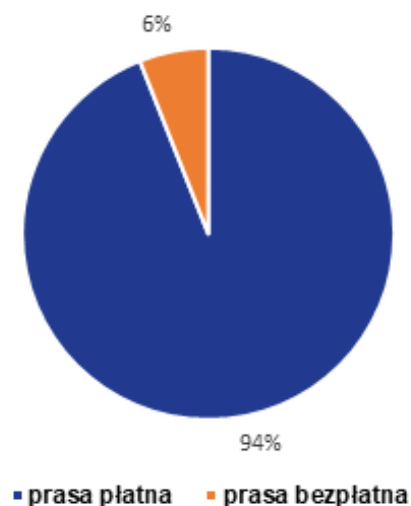
Spółka działa głównie w branży prasy drukowanej i cyfrowej. Do prasy papierowej należą m.in.: dzienniki, tygodniki, gazety lokalne i biuletyny. Za prasę cyfrową można uznać np. magazyny online, portale informacyjne czy też e-wydania gazet.

Branża prasy dynamicznie się zmienia. Globalne trendy i prognozy wskazują na rozwój branży przy średniorocznej stopie wzrostu (CAGR) na poziomie 4,2%. W związku z transformacją cyfrową, konsumenci coraz częściej sięgają po media cyfrowe, rezygnując z tradycyjnych form. W związku z tym w 2024 roku w Polsce wydano o 23% mniej tytułów prasowych niż rok wcześniej.

Prasę czyta 82% Polaków, z czego 44% wybiera publikacje drukowane. Dostęp do publikacji, zarówno papierowych i cyfrowych w 96% przypadków jest płatny, a polscy konsumenci na ich zakup w 2024 roku wydali 1,1 mld zł.

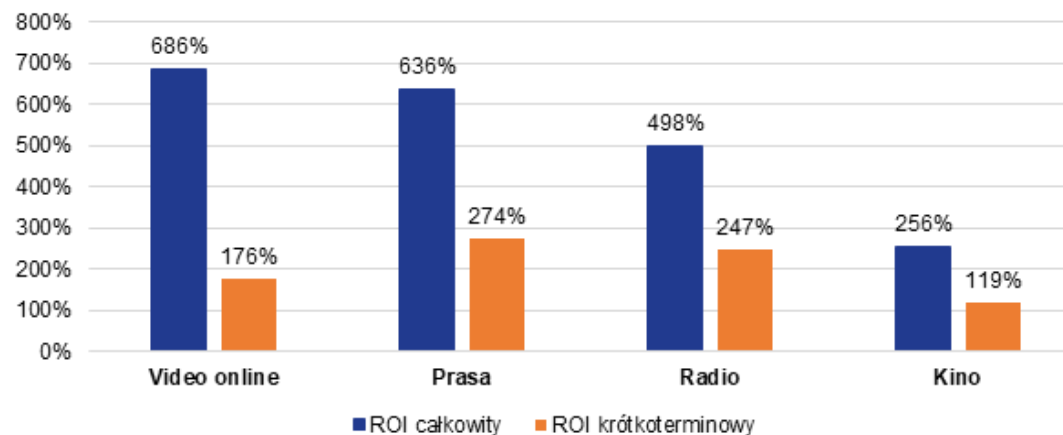
Z prasą, zarówno cyfrową oraz drukowaną, ściśle związane są reklamy. Prasa należy do jednego z najbardziej efektywnych miejsc do wykonywania kampanii reklamowych.

Wykres 4. Struktura prasy pod względem płatności



Źródło: Raport AUDYT PBC Rozpowszechnianie Tytułów prasowych w 2024 r., PBC Polskie Badania Czytelnictwa

Wykres 5. Efektywność kampanii reklamowych dla wybranych kanałów



Źródło: Opracowanie własne na podstawie Prasa się liczy. Trendy 2024/2025, PBC Polskie Badania Czytelnictwa

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 Gremi Media S.A. sporządza sprawozdanie finansowe w oparciu o Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej oraz związanych z nimi interpretacjami ogłoszonymi w formie rozporządzeń Komisji Europejskiej.

Celem analizy danych 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 założenia finansowe stanowiące jej podstawę sporządzane są przy uwzględnieniu trendów historycznych.

Wykorzystano dane finansowe pochodzące z Kwartalnego skróconego skonsolidowanego sprawozdania finansowego za II kwartał 2025 roku Grupy Kapitałowej Gremi Media oraz Skonsolidowanego sprawozdania finansowego Grupy Kapitałowej Gremi Media za rok zakończony 31 grudnia 2024 roku.

7.1. Struktura sprawozdania z zysków i strat i innych całkowitych dochodów

Rachunek wyników przedstawia wielkości strumieniowe, czyli osiągnięte przychody i zyski oraz poniesione koszty i straty w okresie sprawozdawczym.

Tabela 2. Dane ze sprawozdania z zysków i strat i innych całkowitych dochodów [tys. zł]

Wyszczególnienie	30.06.2025	Struktura 06.2025	31.12.2024	Struktura 12.2024
Przychody netto ze sprzedaży i zrównane z nimi	49 769	100,00%	99 862	100,00%
Koszt własny sprzedaży	26 259	52,76%	52 050	52,12%
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	23 510	47,24%	47 812	47,88%
Koszty sprzedaży	16 344	32,84%	30 844	30,89%
Koszty ogólnego zarządu	6 731	13,52%	13 926	13,95%
Zysk (strata) ze sprzedaży	435	0,87%	3 042	3,05%
Pozostałe przychody operacyjne	10	0,02%	336	0,34%
Pozostałe koszty operacyjne	258	0,52%	1 087	1,09%
Zysk/(Strata) z działalności operacyjnej	187	0,38%	2 291	2,29%
Przychody finansowe	84	0,17%	76	0,08%
Koszty finansowe	441	0,89%	947	0,95%
Zysk/(Strata) brutto	-170	-0,34%	1 420	1,42%
Podatek dochodowy	130	0,26%	1 038	1,04%
Zysk/(Strata) netto	-300	-0,60%	382	0,38%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych finansowych Spółki

7.2. Struktura sprawozdania z sytuacji finansowej

Aktywa wyrażane wartościowo to zasoby majątkowe, jakimi dysponuje jednostka gospodarcza prowadząca działalność. Przez aktywa należy rozumieć zasoby kontrolowane przez jednostkę powstałe w wyniku zdarzeń z przeszłości, z których według przewidywań, jednostka osiągnie w przyszłości korzyści ekonomiczne. Pasywa są to źródła finansowania majątku jednostki gospodarczej. Pasywa dzieli się na kapitał własny (kapitał przekazany jednostce przez właścicieli oraz wypracowany w trakcie działalności) oraz kapitał obcy (zobowiązania oraz rezerwy na zobowiązania).

Tabela 3. Aktywa i pasywa Spółki [tys. zł]

Wyszczególnienie	30.06.2025	Struktura 2025	31.12.2024	Struktura 2024
Aktywa trwałe	109 078	78,23%	109 379	78,00%
Wartości niematerialne i prawne	72 693	52,14%	71 891	51,27%
Rzeczowe aktywa trwałe	12 948	9,29%	14 051	10,02%
Wartość firmy	23 437	16,81%	23 437	16,71%
Aktywa obrotowe	30 347	21,77%	30 844	22,00%
Zapasy	138	0,10%	285	0,20%
Należności z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe należności	22 274	15,98%	19 613	13,99%
Należności z tytułu podatku dochodowego	0	0,00%	194	0,14%
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	7 935	5,69%	10 752	7,67%
Aktywa razem	139 425	100,00%	140 223	100,00%
Kapitał własny	87 233	62,57%	87 533	62,42%
Kapitał zakładowy	7 160	5,14%	7 160	5,11%
Kapitał zapasowy	70 510	50,57%	69 450	49,53%
Kapitały rezerwowe	5 714	4,10%	5 714	4,07%
Zyski zatrzymane	4 270	3,06%	5 599	3,99%
Kapitały przypadające akcjonariuszom niekontrolującym	-421	-0,30%	-390	-0,28%
Zobowiązania długoterminowe	17 473	12,53%	18 255	13,02%
Rezerwa na podatek odroczony	9 270	6,65%	9 357	6,67%
Pozostałe zobowiązania finansowe	8 203	5,88%	8 898	6,35%
Zobowiązania krótkoterminowe	34 719	24,90%	34 435	24,56%
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe zobowiązania	17 362	12,45%	20 068	14,31%
Pozostałe zobowiązania finansowe	1 421	1,02%	1 362	0,97%
Bieżące zobowiązania podatkowe	13	0,01%	3	0,00%
Rezerwy krótkoterminowe	1 103	0,79%	1 103	0,79%
Przychody przyszłych okresów	14 820	10,63%	11 899	8,49%
Pasywa razem	139 425	100,00%	140 223	100,00%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych finansowych Spółki

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 prognozowanych 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 perspektywy jej rozwoju,
- └ stan majątkowo-finansowy i zdolność do generowania dochodów,
- └ stopień realności założeń finansowych,
- └ jakość danych sprawozdawczych przedmiotu wyceny oraz zakres pozostałych danych wejściowych,
- └ przyjęte założenia i ograniczenia.

Na wybór metody wyceny wartości Spółki Gremi Media S.A., w tym określenie rekomendowanego wyniku wyceny, bezpośredni wpływ miały przede wszystkim uwarunkowania związane z funkcjonowaniem Spółki, w szczególności jej sytuacja majątkowo-finansowa, zdolność do kontynuacji działalności w przyszłości, a także uwarunkowania makroekonomiczne i branżowe.

8.3. Podsumowanie wyboru metod wyceny

Konsekwencją powyższych założeń jest zastosowanie do wyceny przedsiębiorstwa podejścia dochodowego – metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) według metodologii szacowania wolnych przepływów pieniężnych dla właścicieli kapitału własnego i wierzycieli (FCFF). Pełne założenia metodologiczne metody wyceny, wraz ze wskazaniem procedur kalkulacji wartości, stanowią załącznik do niniejszego Raportu.

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:

- └ prognozy dotyczą 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 założenia oraz dane finansowe udostępnione przez Zamawiającego, jak również opublikowane sprawozdania finansowe.

Przyjęta metodologia kalkulacji wartości rynkowej Spółki metodą DCF obejmuje podlegające dyskontowaniu oszacowane przyszłe przepływy pieniężne dla najbliższych 7 okresów prognozy (okresu 01.07-31.12.2025 roku oraz okresów rocznych 2026-2031). W naszej ocenie przyjęty okres prognozy szczegółowej jest wystarczający do uwzględnienia charakterystyki działalności Spółki oraz normalizacji przepływów pieniężnych.

9.2. Założenia do określenia stopy dyskontowej i wyznaczenia średniego ważonego kosztu kapitału

Procedura wyceny za pomocą DCF zakłada określanie średniego kosztu kapitału. Dla metodologii FCFF szacowaniu podlega koszt kapitału w formule WACC. Strukturę źródeł finansowania dla wyznaczenia WACC obliczano na podstawie danych finansowych na dzień 30.06.2025 roku. 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.

Tabela 4. Kalkulacja kosztu kapitału Spółki

Wyszczególnienie	Wartość
Udział kapitału własnego	90,06%
Udział kapitału obcego	9,94%
Stopa wolna od ryzyka	5,36%
Premia rynkowa za ryzyko	5,46%
Premia za ryzyko specyficzne	1,50%
Beta lewarowana dla Spółki	0,70
Beta dla branży	0,64
Koszt kapitału własnego	9,18%
Nominalny koszt kapitału obcego	6,62%
Efektywny koszt kapitału obcego	5,36%
WACC	8,80%

Źródło: Opracowanie własne

Stopa wolna od ryzyka ustalona została jako rentowność 10-letnich obligacji skarbowych o stałym oprocentowaniu (aukcja sprzedaży ostatnia do dnia sporządzenia niniejszego Raportu). Przyjęte podejście zapewnia uwzględnienie aktualnej tendencji rynkowej oraz odzwierciedla poziom oprocentowania aktualny na moment podejmowania decyzji inwestycyjnej przez właścicieli kapitału własnego.

Premia za ryzyko rynkowe określona została jako suma ryzyka inwestycyjnego na rynku amerykańskim oraz dodatkowego ryzyka związanego z inwestycją w Polsce. Dla określenia obydwu rodzajów ryzyka inwestycyjnego posłużono się badaniami przeprowadzonymi przez prof. A. Damodarana.

Przyjęto premię z tytułu ryzyka specyficznego w wartości 1,50% z tytułu niepewności realizacji założeń finansowych, w tym zakładanych efektów wystąpienia synergii.

Przyjęto dla Spółki betę nielewarowaną na poziomie 0,64. Beta została przyjęta na podstawie badań prof. A. Damodarana dla branży *Publishing & Newspapers*, do której przyporządkowano Jednostkę.

9.3. Nominalny koszt kapitału obcego przyjęto jako średnie oprocentowanie kredytów i innych należności w PLN dla przedsiębiorstw niefinansowych ogółem w ostatnim dostępnym okresie według NBP. założenia do określenia wartości rezydualnej dla wyceny metodą dochodową

Znormalizowany wolny przepływ gotówkowy stanowiący podstawę określenia wartości rezydualnej przyjęto na poziomie przepływu z ostatniego okresu prognozy szczegółowej, tj. 2031 roku, przy założeniu równości między wartością amortyzacji oraz nakładów inwestycyjnych.

Z uwagi na zachowanie zasady ostrożności wyceny, współczynnik g (CAGR) przyjęto w wysokości 1,50%, co odpowiada dolnemu odchyleniu wartości celu inflacyjnego wyznaczonego przez Radę Polityki Pieniężnej.

Współczynnik dyskontowy do wartości rezydualnej przyjęto jako współczynnik z ostatniego okresu prognozy szczegółowej. W określeniu wartości uwzględniono wartość rezydualną zanualizowaną, tj. zdyskontowaną o współczynnik wyznaczony w wyżej określony sposób.

9.4. Oszacowanie wartości godziwej

Tabela 5. Wynik wyceny metodą FCFF [tys. zł]

FCFF	II połowa 2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	Przepływ do wart. rezyd.
EBIT	545,9	2 732,9	6 474,5	6 839,5	7 213,7	7 597,2	7 990,2	7 990,2
Stopa podatku dochodowego	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek dochodowy	103,7	519,2	1 230,2	1 299,5	1 370,6	1 443,5	1 518,1	1 518,1
NOPAT	442,2	2 213,6	5 244,4	5 540,0	5 843,1	6 153,7	6 472,1	6 472,1
Amortyzacja	4 063,0	8 126,0	8 126,0	8 126,0	8 126,0	8 126,0	8 126,0	8 126,0
Zmiana KON	-303,8	-202,5	-639,7	-154,1	-157,9	-161,9	-165,9	-165,9
Zmiana stanu rozliczeń międzyokresowych i rezerw	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inwestycje	4 063,0	4 063,0	4 063,0	4 063,0	4 063,0	4 063,0	4 063,0	8 126,0
Wolne przepływy gotówkowe FCF	138,3	6 074,2	8 667,7	9 449,0	9 748,2	10 054,8	10 369,2	6 306,2
WACC	10,15%	10,15%	10,15%	10,15%	10,15%	10,15%	10,15%	
Współczynnik dyskonta	0,9528	0,9078	0,9078	0,9078	0,9078	0,9078	0,9078	
Skumulowany współczynnik dyskonta	0,9528	0,8650	0,7852	0,7128	0,6471	0,5875	0,5333	
Zdyskontowane przepływy gotówkowe	131,8	5 253,9	6 806,1	6 735,6	6 308,3	5 906,9	5 530,0	
Suma zdyskontowanych przepływów gotówkowych	36 672,5							
Wartość przepływu do wartości rezydualnej	6 306,2							
Stopa wzrostu FCF po okresie prognozy (g)	1,50%							
Koszt kapitału dla wartości rezydualnej	10,15%							
Wsp. dyskontowy wartości rezydualnej	0,5333							
Wartość końcowa (rezydualna)	73 957,6							
Zaktualizowana wartość końcowa (rezydualna)	39 442,5							
Wartość działalności operacyjnej przedsiębiorstwa	76 115,0							
- dług netto	1 689,0							
Zdyskontowana wartość kapitału własnego	74 426,0							

Źródło: Opracowanie własne

Mając na uwadze cel wyceny, należy uznać za zasadne przyjęcie dodatkowej premii z tytułu kontroli. Daje ona odzwierciedlenie dodatkowych korzyści ekonomicznych oraz decyzyjnych, jakie wiążą się z możliwością kształtowania kierunków rozwoju podmiotu, polityki dywidendowej oraz kluczowych decyzji operacyjnych i strategicznych. Wartość maksymalną premii przyjęto na podstawie badań dr. B. Prusaka.

Tabela 6. Wartość godziwa z uwzględnieniem premii [tys. zł]

Wyszczególnienie	Wariant min	Wariant śr	Wariant maks
Zdyskontowana wartość kapitału własnego	74 426,0		
Premia za kontrolę [%]	0%	7%	14%
Wartość premii za kontrolę	0,0	5 209,8	10 419,6
Wartość godziwa 100% akcji	74 426,0	79 635,8	84 845,7

Źródło: Opracowanie własne

Na podstawie wyceny metodą DCF ustalono, że wartość godziwa 100,0% akcji Spółki Gremi Media S.A. mieści się w przedziale od 74 426 022,10 zł do 84 845 665,19 zł. Wartość rekomendowana, tj. środkowa, wynosi 79 635 843,65 zł.

10. Podsumowanie wyników wyceny

Wycena została przeprowadzona w oparciu o założenia oraz dane finansowe, jak również o aktualne informacje rynkowe i makroekonomiczne. Celem analizy było określenie wartości rynkowej akcji Spółki z uwzględnieniem zdolności przedsiębiorstwa do generowania przepływów pieniężnych w przyszłych okresach, efektywności operacyjnej oraz potencjału wzrostu. Uzyskana wartość odzwierciedla ekonomiczną wartość Spółki dla inwestora, przy założeniu kontynuacji działalności oraz stabilnych warunków otoczenia rynkowego.

Wyceny przedsiębiorstwa dokonano przy zastosowaniu metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF). Wycena dochodowa została przeprowadzona według danych finansowych na dzień 30.06.2025 roku.

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 prognozowanych 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 prognozy oraz wartości rezydualnej obejmującej przepływy po okresie prognozy. 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 prognozy szczegółowej przepływów gotówkowych,
 r – stopa dyskontowa,
 RVFC_n – wartość rezydualna odzwierciedlająca wartość firmy po ostatnim roku prognozy szczegółowej.
5. Sporządzenie metody dochodowej składa się z następujących etapów:
 - └ analiza wyników historycznych przedsiębiorstwa,
 - └ sporządzenie prognozy finansowej,

- └ wybór metody wyceny,
 - └ kalkulacja stopy dyskonta zgodnie z metodą wyceny,
 - └ ustalenie metody wyznaczenia wartości rezydualnej,
 - └ obliczenia i weryfikacja wyników wyceny,
 - └ prezentacja założeń oraz wyników wyceny.
6. Metoda DCF stosowana jest w oparciu o trzy podstawowe metody:
- └ Metoda przepływów pieniężnych dla wszystkich stron finansujących (FCFF – Free Cash Flow to Firm):
 - przepływy pieniężne przynależne wszystkim stronom finansującym: właścicielom / akcjonariuszom oraz wierzycielom / kredytodawcom,
 - stopa dyskontowa oparta na średnim ważonym koszcie kapitału (WACC),
 - └ Metoda przepływów pieniężnych dla akcjonariuszy / właścicieli (FCFE – Free Cash Flow to Equity):
 - przepływy pieniężne tylko dla właścicieli, wpływy od oraz wypływy dla wierzycieli są już uwzględnione w przepływach,
 - stopa dyskontowa oparta na koszcie kapitału własnego, tzw. “nielewarowanego” zależnego od struktury kapitału,
 - └ Metoda skorygowanej wartości bieżącej (APV – Adjusted Present Value):
 - osobna kalkulacja wartości działalności operacyjnej bez uwzględnienia struktury kapitału oraz wartości tarczy podatkowej, która wynika ze struktury kapitału,
 - stopa dyskontowa oparta na koszcie kapitału własnego tzw. “nielewarowanego” niezależnego od struktury kapitału.

Wycena metodą FCFF

$$E = EV - D$$

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

E – wartość kapitałów własnych (wartość dla właścicieli) – Equity Value,

EV – wartość firmy (wartość dla wszystkich stron finansujących) – Enterprise Value,

D – wartość rynkowa kapitałów obcych oprocentowanych (wartość dla wierzycieli),

NOA – aktywa nieoperacyjne – nie związane z działalnością firmy, np. majątek finansowy,

FCF_t – przepływ gotówki z działalności operacyjnej generowany przez firmę w okresie t,

WACC – średni ważony koszt kapitału,

RVF_n – wartość rezydualna oparta na przepływie gotówki z działalności operacyjnej.

1. W metodzie FCFF przepływ gotówkowy dyskontowany jest średnim ważonym kosztem kapitału:

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

WACC – średni ważony koszt kapitału,

K_e – koszt kapitału własnego,

K_d – koszt kapitału obcego,

E – wartość kapitałów własnych,

D – wartość kapitałów obcych,

T – stawka podatku dochodowego.

Załącznik 2. Spisy tabel, rysunków i wykresów

Spis tabel

Tabela 1. Struktura akcjonariatu	9
Tabela 2. Dane ze sprawozdania z zysków i strat i innych całkowitych dochodów [tys. zł]	15
Tabela 3. Aktywa i pasywa Spółki [tys. zł]	16
Tabela 4. Kalkulacja kosztu kapitału Spółki.....	21
Tabela 5. Wynik wyceny metodą FCFF [tys. zł].....	23
Tabela 6. Wartość godziwa z uwzględnieniem premii [tys. zł]	24

Spis rysunków

Rysunek 1. Lokalizacja siedziby Spółki na mapie Polski.....	9
---	---

Spis Wykresów

Wykres 1. Historyczna i prognozowana dynamika PKB Polski wg IMF [w %]	10
Wykres 2. Historyczna i prognozowana inflacja w Polsce wg IMF [w %].....	11
Wykres 3. Stopa referencyjna w Polsce [w %]	12
Wykres 4. Struktura prasy pod względem płatności.....	13
Wykres 5. Efektywność kampanii reklamowych dla wybranych kanałów	13

Załącznik 3. 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 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. Wybickiego 6
61-529 Poznań



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



e-mail: biuro@swgk.pl