

**Raport z pełnej wyceny wartości zorganizowanej części przedsiębiorstwa należącego do Canna Hemp Lab Sp. z o.o. z siedzibą w Radomiu (KRS 0000800439) na potrzeby transakcyjne**

**WYNIK OSZACOWANIA:**

Rekomendowana wartość zorganizowanej części przedsiębiorstwa należącej do Canna Hemp Lab Sp. z o.o. z siedzibą w Radomiu na dzień 1 grudnia 2023 r., do celów ustalenia wartości na potrzeby transakcyjne wynosi:

-oszacowana w podejściu dochodowym, metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF), model FCFE przy użyciu metody symulacji Monte Carlo wynosi **7 247 658,56 zł** (słownie: *siedem milionów dwieście czterdzieści siedem tysięcy sześćset pięćdziesiąt osiem 56/100 złotych*).

-oszacowana w podejściu porównawczym mnożnikowym wynosi **5 987 525,74 zł**. (słownie: *pięć milionów dziewięćset osiemdziesiąt siedem tysięcy pięćset dwadzieścia pięć 74/100 złotych*).

ROZDZIAŁ 1. ZLECENIE WYCENY, WYKONAWCA WYCENY .....	3
ROZDZIAŁ 2. PODSTAWA SPORZĄDZENIA WYCENY .....	4
ROZDZIAŁ 3. CEL OSZACOWANIA .....	6
ROZDZIAŁ 4. ZASTRZEŻENIA .....	6
ROZDZIAŁ 5. OPIS SZACOWANEGO AKTYWA. PODSTAWOWE INFORMACJE O ZORGANIZOWANEJ CZĘŚCI PRZEDSIĘBIORSTWA CANNA HEMP LAB SP. Z O.O. Z SIEDZIBĄ W RADOMIU – OZNACZENIE PRZEDSIĘBIORSTWA, PRZEDMIOT DZIAŁALNOŚCI .....	6
5.1 CHARAKTERYSTYKA .....	6
5.3 OBECNA DZIAŁALNOŚĆ SPÓŁKI I CHARAKTER PROWADZONEGO PRZEDSIĘBIORSTWA .....	7
5.5 RYNEK WŁAŚCIWY NA KTÓRYM DZIAŁA SPÓŁKA .....	11
5.5.1 Charakterystyka rynku kannabidiolu .....	11
5.5.2 Charakterystyka rynku suplementów diety .....	16
ROZDZIAŁ 6. PRZEDMIOT WYCENY .....	19
6.1. OKREŚLENIE PRZEDMIOTU WYCENY .....	19
6.2. PODSTAWOWE ZAŁOŻENIA WYCENY .....	19
ROZDZIAŁ 7. WPROWADZENIE DO WYCENY SPÓŁKI KAPITAŁOWEJ. OMÓWIENIE ZASTOSOWANEJ METODOLOGII .....	21
ROZDZIAŁ 8. WYCENA PRZEDSIĘBIORSTWA METODĄ ZDYSKONTOWANYCH PRZYSZLYCH STRUMIENI PIENIĘŻNYCH. ....	22
8.1 PREZENTACJA METODOLOGII DOCHODOWEGO PODEJŚCIA DO WYCENY SPÓŁEK KAPITAŁOWYCH .....	22
8.2 WYCENA WARTOŚCI ZORGANIZOWANEJ CZĘŚCI PRZEDSIĘBIORSTWA NALEŻĄCEJ DO CANNA HEMP LAB SP. Z O.O. Z SIEDZIBĄ W RADOMIU .....	25
8.2.1 Analiza historyczna i strategiczna wycenianej Spółki .....	25
8.2.2 Analiza głównych składników majątkowych stanowiących aktywa rzeczowe .....	27
8.2.3 Rentowność .....	27
8.2.4 Płynność .....	28
8.2.5 Sprawność działania .....	29
8.3 PRZYGOTOWANIE PROGNOZ FINANSOWYCH W POSZCZEGÓLNYCH LATACH PROGNOZY .....	30
8.4. OBLICZENIE FCFE NA DATĘ WYCENY .....	32
8.5 KALKULACJA KOSZTU KAPITAŁU WŁASNEGO .....	34
8.5.1 Stopa wolna od ryzyka .....	34
8.5.2 Współczynnik $\beta$ .....	35
8.5.3 Premia za ryzyko rynkowe .....	37
8.5.4 Kalkulacja wartości kosztu kapitału własnego wg. modelu CAPM dla Cann Hemp Lab Sp. z o.o. ....	37
8.6 OBLICZENIE ZDYSKONTOWANYCH FCFE (ZDYSKONTOWANIE OSIĄGNIĘTYCH WYNIKÓW) - DFCFE NA DATĘ WYCENY .....	37
8.7 ZSUMOWANIE ZDYSKONTOWANYCH PRZEPŁYWÓW PIENIĘŻNYCH (DFCFE) .....	38
8.9 DYSKONTOWANIE WARTOŚCI REZYDUALNEJ ReV .....	39
8.10 KALKULACJA WARTOŚCI KAPITAŁÓW WŁASNYCH (EQUITY VALUE – EqV) NA DATĘ WYCENY .....	40
ROZDZIAŁ 9. ZASTOSOWANIE SYMULACJI MONTE CARLO DO WYCENY KAPITAŁÓW WŁASNYCH SPÓŁKI METODĄ ZDYSKONTOWANYCH PRZYSZLYCH STRUMIENI PIENIĘŻNYCH .....	41
9.1 METODA MONTE CARLO .....	41
9.2 ZAŁOŻENIA DO ZMIENNYCH OPISUJĄCYCH PRZYSZŁĄ WIELKOŚĆ RYNKU .....	42
ROZDZIAŁ 10. WYCENA KAPITAŁÓW WŁASNYCH SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ MNOŻNIKOWĄ .....	45
10.1 PREZENTACJA METODOLOGII PORÓWNAWCZEJ-MNOŻNIKOWEJ .....	45
10.2 WSKAŹNIKI PRZYJĘTE DO WYKONANIA WYCENY .....	46
10.3 SPÓŁKI PRZYJĘTE DO PORÓWNIANIA .....	46
10.4 OBLICZENIE WARTOŚCI MNOŻNIKÓW .....	48
10.5 OBLICZENIE WARTOŚCI ZORGANIZOWANEJ CZĘŚCI PRZEDSIĘBIORSTWA SPÓŁKI NA PODSTAWIE OTRZYMANÝCH MNOŻNIKÓW .....	49
10.5.1 Wartość kapitałów własnych na podstawie mnożnika Cena / Przychód ze sprzedaży .....	49
10.5.2 Wartość kapitałów własnych na podstawie mnożnika Cena / Wartość księgowa .....	49
10.5.4 Podsumowanie obliczeń wartości kapitałów własnych na podstawie mnożników .....	49
10.5.5 Obliczenie ostatecznej wartości wycenianej zorganizowanej części przedsiębiorstwa w metodzie porównawczej mnożnikowej .....	50
ROZDZIAŁ 11. KOŃCOWA REKOMENDACJA WARTOŚCI ZORGANIZOWANEJ CZĘŚCI PRZEDSIĘBIORSTWA NALEŻĄCEGO DO CANNA HEMP LAB SP. Z O.O. Z SIEDZIBĄ W RADOMIU .....	51
ROZDZIAŁ 12. OŚWIADCZENIA, KLAUZULE .....	52

Warszawa, dnia 28 lutego 2024 r.

## **WYCENA ZORGANIZOWANEJ CZĘŚCI PRZEDSIĘBIORSTWA NALEŻĄCEJ DO CANNA HEMP LAB SP. Z O.O.**

### **ROZDZIAŁ 1. ZLECENIE WYCENY, WYKONAWCA WYCENY**

Opinia została sporządzona przez Kamila Mieszkowskiego oraz Maksymiliana Krajewskiego („Wyceniający”, „Zespół Wyceniający”, „Wykonawca”) na zlecenie Zarządu Spółki Cann Hemp Lab Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością („Zlecający”).

Kamil Mieszkowski — ekspert z wieloletnią praktyką w zakresie zarządzania, rachunkowości i analizy i wyceny przedsiębiorstw, posiadający następujące kwalifikacje i doświadczenie zawodowe w zakresie wycen spółek kapitałowych:

- wykładowca i ćwiczeniowiec Uniwersytetu Warszawskiego, Wydział Zarządzania, Zakład cywilnoprawnych problemów zarządzania – specjalizujący się w zakresie prawnych aspektów prowadzenia działalności gospodarczej, doktorant
- biegły sądowy Sądu Okręgowego w Gdańsku z zakresu z zakresu wyceny przedsiębiorstw, wyceny wartości akcji i udziałów w podmiotach gospodarczych oraz szacowania praw majątkowych biegły sądowy
- Sądu Okręgowego w Koszalinie z zakresu z zakresu wyceny przedsiębiorstw, wyceny wartości akcji i udziałów w podmiotach gospodarczych oraz szacowania praw majątkowych
- biegły sądowy Sądu Okręgowego w Słupsku z zakresu z zakresu wyceny przedsiębiorstw, wyceny wartości akcji i udziałów w podmiotach gospodarczych oraz szacowania praw majątkowych
- prezes zarządu Instytutu Analiz Gospodarczych w okresie III.2016-I.2021
- biegły skarbowy Izby Skarbowej w Gdańsku z zakresy wyceny przedsiębiorstw, wyceny wartości akcji i udziałów w podmiotach gospodarczych oraz szacowania praw majątkowych
- biegły skarbowy Izby Skarbowej w Białymstoku z zakresy wyceny przedsiębiorstw, wyceny wartości akcji i udziałów w podmiotach gospodarczych oraz szacowania praw majątkowych
- biegły skarbowy Izby Skarbowej w Poznaniu z zakresy wyceny przedsiębiorstw, wyceny wartości akcji i udziałów w podmiotach gospodarczych oraz szacowania praw majątkowych

Maksymilian Krajewski – ekspert z dziedziny analizy danych, z wieloletnim doświadczeniem w zakresie analizy finansowej oraz analizy ekonomicznej. Absolwent Wydziału Ekonomii Uniwersytetu Warszawskiego, analityk biznesowy, certyfikowany analityk SAS. Współzałożyciel oraz Prezes zarządu Value Solutions Sp. z o.o.,

## ROZDZIAŁ 2. PODSTAWA SPORZĄDZENIA WYCENY

Niniejszą wycenę opracowano na podstawie:

- 1) Informacji odpowiadającej aktualnemu odpisowi z Rejestru Przedsiębiorców KRS nr 0000800439 Canna Hemp Lab Sp. z o.o. pobraną ze strony internetowej Ministerstwa Sprawiedliwości – w dniu 28 lutego 2024, 12:39
- 2) Umowa dzierżawy przedsiębiorstwa z Cosma Cannabis Sp. z o. o. z dnia 30.09.2022 r.
- 3) Umowa wsparcia z dnia 30.08.2022 r.
- 4) Umowa inwestycyjna z dnia 8.04.2021 r.
- 5) Porozumienie do Umowy dzierżawy przedsiębiorstwa z Cosma Cannabis z dnia 30.09.2022 r. z dnia 23.06.2023 r.
- 6) Zgłoszenie EUIPO znaku towarowego „Green Paw” z dnia 09.08.2023 r.
- 7) Zgłoszenie EUIPO znaku towarowego „Full Spectrum” z dnia 09.08.2023 r.
- 8) Księga znaku dla brand „Full Spectrum” z października 2020 r.
- 9) Prezentacja marki „Sesso” – plan rozwojowy
- 10) Prezentacja marki „Green Paw” – plan rozwoju
- 11) Umowa dostawy pomiędzy Canna Hemp Lab Sp. z o. o. z Samo Zdrowie Anna Waśkiewicz z dnia 10.05.2022 r.
- 12) Lista kontrahentów Spółki za lata 2021, 2022, 2023
- 13) Lista sprzedanych produktów za lata 2021, 2022, 2023
- 14) Lista wpływów za lata 2021, 2022, 2023
- 15) Tabele marżowości produktów
- 16) Tabele środków trwałych za lata 2020-2023
- 17) Sprawozdania finansowe za 2020, 2021, 2022
- 18) Informacja dotycząca Technicznego Kosztu Wytworzenia dla wybranych produktów z oferty Cosma S.A.
- 19) Raport: wartość i wolumen sprzedaży w Cosma S.A. za okres II - IV kwartał 2023
- 20) Informacja zarządu spółki z 2 lutego 2024 r.
- 21) Informacji o sprzedaży w podziale na kategorie asortymentowe

- 22) Powszechnych Krajowych Zasad Wyceny (PKZW) – Krajowy Standard Wyceny Specjalistyczny – Ogólne Zasady Wycen Przedsiębiorstw (KSWS)
- 23) Prognozy PwC długoterminowego wzrostu gospodarki Polski
- 24) <https://www.investing.com/rates-bonds/poland-10-year-bond-yield-historical-data>
- 25) Literatury na temat wycen przedsiębiorstw:
- a) Damodaran S. Finanse korporacyjne. Teoria i praktyka, wyd. 2
  - b) Szczepankowski R. Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa, Wydawnictwa Naukowe PWN, Warszawa 2007
  - c) Value based management. Koncepcja, narzędzia, przykłady – praca zbiorowa pod red. A. Szablewskiego, K. Pniewskiego. B. Bartoszewicza. Wydawnictwo Deloitte, Poltext, Warszawa 2008
  - d) Metody wyceny spółki. Perspektywa klienta i inwestora – praca zbiorowa pod red. M. Panfila i A. Szablewskiego, wyd. Poltext, Warszawa 2009
  - e) Wycena i zarządzanie wartością firmy – praca zbiorowa pod red. A. Szablewskiego i R. Tuzimka, wyd. Poltext, Warszawa 2006
  - f) Wycena biznesu w praktyce pod red. Marka Panfila, Poltext, Warszawa 2009
  - g) Damodaran on Valuation - 2nd Edition, Wiley, 2006
  - h) The Dark Side of Valuation: Valuing Young, Distressed, and Complex Businesses, FT Press, 2006
  - i) Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset, 3rd Edition, Wiley 2012
- 26) Wiedzy i doświadczenia Wyceniającego
- 27) Wykorzystano informacje ze źródeł internetowych:
- a) [http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/;](http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/)
  - b) <https://www.investing.com/>
  - c) <https://www.biznesradar.pl/>
  - d) <https://newfrontierdata.com/cannabis-insights/europes-cbd-market/>
  - e) <https://www.researchandmarkets.com/reports/5633536/global-cannabidiol-cbd-market-analysis-by>
  - f) <https://www.grandviewresearch.com/industry-analysis/cannabidiol-cbd-market>
  - g) <https://www.euromonitor.com/article/cannabis-in-poland-big-opportunities-come-with-risks>
  - h) <https://www.grandviewresearch.com/industry-analysis/dietary-supplements-market>
  - i) <http://cannahemlab.pl/>
  - j) <https://greenpaw.pl/>
  - k) <https://fullspectrum.pl/>
  - l) <https://www.forbes.com/advisor/investing/best-cannabis-stocks/>
  - m) <https://finance.yahoo.com/>
  - n) <https://ycharts.com/>

### ROZDZIAŁ 3. CEL OSZACOWANIA

Celem niniejszego opracowania jest określenie wartości zorganizowanej części przedsiębiorstwa należącego do Canna Hemp Lab Sp. z o.o. z siedzibą w Radomiu na datę 1 grudnia 2023 roku - na potrzeby transakcji związanych ze zbyciem zorganizowanej części przedsiębiorstwa.

### ROZDZIAŁ 4. ZASTRZEŻENIA

1. Niniejsza wycena służy wyłącznie celowi określoneemu w rozdziale III. Wycena nie może być wykorzystywana w żadnym innym celu ani kopiowana bez wiedzy Wyceniającego.
2. Przygotowując wycenę oparto się o udostępniony Wyceniającemu mu materiał źródłowy, szczegółowo wskazany w rozdziale II opinii.
3. Wyceniający założył, że posiadane przez niego informacje o szacowanym przedsiębiorstwie są rzetelne i prawidłowe.

### ROZDZIAŁ 5. OPIS SZACOWANEGO AKTYWA. PODSTAWOWE INFORMACJE O ZORGANIZOWANEJ CZĘŚCI PRZEDSIĘBIORSTWA CANNA HEMP LAB SP. Z O.O. Z SIEDZIBĄ W RADOMIU – OZNACZENIE PRZEDSIĘBIORSTWA, PRZEDMIOT DZIAŁALNOŚCI

#### 5.1 Charakterystyka

Wyceniana zorganizowana część przedsiębiorstwa należy do spółki Canna Hemp Lab Sp. z o.o. z siedzibą w Radomiu. Spółka wpisana jest do Rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem 0000800439 w Sądzie Rejonowym dla Lublin Wschód w Lublinie z siedzibą w Świdniku, VI Wydział Gospodarczym Krajowego Rejestru Sądowego, Numer Identyfikacji Podatkowej Spółki o 7010941914, numer REGON: 384183477. Siedziba Spółki mieści się w Radomiu na ul. Marsz. Ferdynanda Focha 14 lok. 8, w województwie Mazowieckim. Spółka nie posiada oddziałów. Według danych ujawnionych w Krajowym Rejestrze Sądowym kapitał Spółki wynosi 19 250,00 zł (słownie: dziewiętnaście tysięcy dwieście pięćdziesiąt złotych) i dzieli się na równe udziały o wartości 50 (słownie: pięćdziesiąt 00/100 złotych) każdy.

Wg Informacji z Rejestru przedsiębiorców aktualnie współnikami Spółki są:

- E-MB Sp. z o. o. – 100 udziałów o łącznej wartości 5 000,00 zł
- Kręski Łukasz – 100 udziałów o łącznej wartości 5 000,00 zł
- Lahuta Przemysław - 100 udziałów o łącznej wartości 5 000,00 zł

- Daftcode Ventures Sp. z o. o. - 77 udziałów o łącznej wartości 3 850,00 zł.

Aktualnie do składania oświadczeń woli w imieniu Spółki uprawnieni są w przypadku zarządu jednoosobowego Członek Zarządu, w przypadku zarządu składającego się z dwóch lub większej liczby osób wymagane jest współdziałanie dwóch członków zarządu albo jednego członka zarządu łącznie z prokurentem. Na dzień sporządzania wyceny w skład zarządu wchodził:

- Molik Piotr – Prezes Zarządu

Spółka nie posiada prokurenta. W Spółce nie istnieje i nigdy nie istniał organ nadzoru.

Według wpisu do Krajowego Rejestru Sądowego – Rejestru przedsiębiorców przeważającym przedmiotem działalności jednostki jest:

- 10, 89, Z, produkcja pozostałych artykułów spożywczych, gdzie indziej niesklasyfikowana

Przedmiotem pozostałej działalności jednostki jest:

- 01, 16, Z uprawa roślin włóknistych
- 01, 30, Z, rozmnażanie roślin
- 01, 63, Z, działalność usługowa następująca po zbiorach
- 10, 41, Z, produkcja olejów i pozostałych tłuszczów płynnych
- 20, 42, Z, produkcja wyrobów kosmetycznych i toaletowych
- 21, 20, Z, produkcja leków i pozostałych wyrobów farmaceutycznych
- 46, 22, Z, sprzedaż hurtowa kwiatów i roślin
- 10, 92, Z, produkcja gotowej karmy dla zwierząt domowych
- 21, 10, Z, produkcja podstawowych substancji farmaceutycznych

Spółka Canna Hemp Lab Sp. z o.o. powstała 23 sierpnia 2019 roku.

Od początku swojej działalności spółka rozwijała przedsiębiorstwo, które stanowi przedmiot niniejszej wyceny. Spółka nie prowadzi innej działalności w istotnym wymiarze niż ta którą realizowana jest przy pomocy wycenianego przedsiębiorstwa.

### 5.3 Obecna działalność spółki i charakter prowadzonego przedsiębiorstwa

Canna Hemp Lab Sp. z o.o. to firma, która prowadzi działalność w zakresie przetwórstwa i dystrybucji hurtowej produktów z konopi włóknistych. Specjalizuje się w tworzeniu różnorodnych suplementów diety, zdrowej żywności i pasz dla zwierząt z wykorzystaniem produktów konopnych. Główna działalność spółki skoncentrowana jest się na produkcji surowców i gotowych wyrobów z obszaru zdrowego stylu życia, wykorzystując do tego aktywne składniki, naturalne ekstrakty roślinne oraz inne legalnie zatwierdzone substancje, które można stosować w suplementacji. Dodatkowo, firma realizuje zamówienia private label dla partnerów z branży zdrowotnej. Posiadając niezbędne zezwolenia, spółka wytwarza suplementy diety, pasze 7

dla zwierząt oraz dystrybuje produkty ekologiczne, potwierdzając swoje wysokie standardy jakości i zgodność ze standardami i normami obowiązującymi w sektorze.

W 2023 r. doszło do faktycznego przeniesienia całokształtu działalności i wykorzystania jej potencjału w Cosma S.A..

W dalszej części raportu ważnym aspektem związanym z analizą efektywności wycenianego przedsiębiorstwa będą jego zdolności produkcyjne. Dotychczasowa działalność oparta była o znaczne nakłady na prace badawcze i rozwojowe. Ten aspekt rozwoju opartego o innowacje i tworzenie nowych produktów czy nawet całych linii produktowych pozwolił wygenerować znaczną wartość dla wycenianego podmiotu. Dzięki znacznym nakładom i ciągłemu rozwojowi aktywów w postaci wartości niematerialnych i prawnych przedsiębiorstwo mogło osiągnąć bardzo wysoką marżowość produkcji. Należy podkreślić, iż podmiot wykorzystuje do prowadzenia produkcji stosunkowo niewielki park maszynowy o niewielkim poziomie skomplikowania produkcji. Park maszynowy wchodzący w skład przedsiębiorstwa nie obejmuje drogich ani trudnych w utrzymaniu maszyn co pozwala zachować niskie koszty bieżącego utrzymania, minimalizować czas przestoju, ale co znacznie ważniejsze pozwala na daleko posuniętą minimalizację nakładów na aktywa trwałe. W związku z optymalizacją procesu produkcji możliwe jest osiągnięcie marży przekraczającej nawet 90% w ramach niektórych kategorii produktowych. Jest to możliwe w dużej mierze ze względu na oparcie przewagi konkurencyjnej na korzyściach płynących z wykorzystania wcześniej wypracowanych efektów prac B+R oraz przeprowadzenia procesów prawno-organizacyjnych związanych z dopuszczeniem produktów do sprzedaży. To właśnie aspekt związany z dopuszczeniem do sprzedaży kolejnych linii produktowych wypracowanych w wyniku prac B+R pozwala zachować istotną przewagę konkurencyjną i zachować wysokie ceny przy minimalizacji kosztów produkcji. Jest to szczególnie ważne w sytuacji, w której same składniki potrzebne do produkcji stanowią niewielką część końcowej ceny. Można więc stwierdzić, iż przedsiębiorstwo uzyskuje wyraźną premię w związku ze swoją innowacyjnością a nie trudnością samej produkcji. Wysoka marża nie tylko zabezpiecza przedsiębiorstwo przed potencjalnymi fluktuacjami cen surowców czy wzrostem kosztów produkcji, ale również zapewnia zdolność do dalszych inwestycji w innowacje, rozwój produktów oraz zwiększenie efektywności operacyjnej, co z kolei przyczynia się do trwałego wzrostu i długoterminowej stabilności firmy.

Ważnym elementem działalności spółki jest szereg pozwoleń koniecznych do realizowania działalności. Należą do nich przede wszystkim pozwolenia w zakresie: prowadzenia sprzedaży produktów spożywczych, w tym suplementów diety, przez Internet czy prowadzenia działalności w zakresie konfekcjonowania suplementów diety.

Podczas produkcji spółka wytwarza produkty zgodnie z GHP/GMP na zasadach systemu HACCP (ISO 22000). Celem podmiotu jest zapewnić najwyższą jakość produktów oraz ich zgodność z aktualnymi trendami rynkowymi. Spółka współpracuje z zespołami badawczymi z wiodących uczelni rolniczych z całej Polski, by



rozwijać technologie w obszarze hodowli i obróbki konopi. Podmiot posiada liczne uprawy zlokalizowane na terenie Polski. Charakterystyką i przewagą rynkową podmiotu jest wysoka zawartość CBD oraz innych korzystnych dla zdrowia kannabinoidów, terpenów i flawonoidów. Podmiot dba również o odpowiednie poziomy kannabinoidów poprzez częste badania laboratoryjne. Zapewnia to spełnienie normy wymagane zgodnie z prawem polskim i europejskim jak i standaryzacje produktów.

Przedsiębiorstwo obejmuje dwa główne brandy, które w 2022 stanowiły ponad 80% generowanego przychodu ze sprzedaży:

- Full Spectrum
- Green Paw

### 5.3.1 Full spectrum

Jest to marka suplementów diety i produktów konopnych kierowanych do ludzi. Brand promuje zdrowy tryb życia, konieczność dbania o zdrowie, bezpieczeństwo swoich produktów poprzez dbanie o jakość i pochodzenie swoich produktów.

Komunikacja marketingowa odnośnie do efektów stosowania produktów obejmuje między innymi: redukcje stresu, regeneracje organizmu, działanie przeciwzapalne, wsparcie układu odpornościowego, korzystny wpływ na mięśnie i stawy czy efekty związane z polepszeniem jakości snu.

Do produktów oferowanych w ramach tego brand'u zaliczaj się:

- Olejek konopny Full Spectrum CBD+CBDA 6%
- Olejek konopny Full Spectrum CBD+CBDA 12%
- Olejek konopny Full Spectrum CBD+CBDA 18%
- Olejek konopny Full Spectrum CBD+CBDA 24%
- Olejek konopny Full Spectrum CBD+CBDA 30%
- Olejek konopny Full Spectrum CBG 9%
- Olejek konopny Full Spectrum CBG 15%
- Full Spectrum witamina D3 Family
- Full Spectrum witamina D3 Forte
- Full Spectrum olej konopny A+E - 30 ml
- FULL SPECTRUM Herbatka konopna BIO
- FULL SPECTRUM Herbatka konopna z miętą BIO

- FULL SPECTRUM Herbatka konopna z melisą BIO
- FULL SPECTRUM Herbatka konopna z echinaceą BIO

Sprzedaż produktów odbywa się poprzez sklepy branżowe, sklepy specjalistyczne, sklepy wielobranżowe oraz sieci apteczne. Produkty dostępne są również poprzez sklep internetowy dostępny pod adresem: [fullspectrum.pl](https://fullspectrum.pl). Marka Full Spectrum ma opinie „doskonałą” na platformie Trustpilot z 105 recenzjami na poziomie 4,7/5 punktów.

W ramach tej linii produktowej wykorzystywany jest znak towarowy wobec którego spółka wystąpiła o ochronę jako istotnej dla swojej działalności wartości niematerialnej i prawnej. Podmiot zgłosił znak towarowy typu „znak graficzny z elementami słownymi” w klasach: 5, 30, 35, 44 do Urzędu Unii Europejskiej ds. Własności Intelektualnej, numer zgłoszenia nr 018912300 dnia 09.08.2023 roku. Zgłoszony znak graficzny poniżej:

**FULL SPECTRUM**

### 5.3.2 Green Paw

Green Paw to marka produktów skierowanych do posiadaczy zwierząt domowych, oparta tylko o naturalne składniki. Posiadają w swojej ofercie produkty podzielone na kategorie: chill, beauty, health. Produkty kierowane są do zwierząt domowych takich jak pies, kot czy królik. W szczególności do zwierząt z fobiami, starszych zwierząt, zwierząt z nadpobudliwością, zwierząt z zaburzeniami snu. Produkty są reklamowane między innymi jako skutecznie niwelujące emocje i stres zwierząt, poprawiające samopoczucie, uspokojenie energicznych zwierząt, ułatwiające zaśnięcie, wpływające pozytywnie na zdrowie, a również jako dodatek do karmy i nagród podczas treningów.

Do produktów brandu zaliczają się:

- GREEN PAW Can't Touch This
- GREEN PAW Couch Potato 60 ml
- GREEN PAW Couch Potato 120 ml
- GREEN PAW Deep Snooze
- GREEN PAW Dont go Nuts

- GREEN PAW Into The Sun
- GREEN PAW Pain Killer
- GREEN PAW Pet Care 6%
- GREEN PAW Pet Care 9%
- GREEN PAW Vitamin Sea

Sprzedaż produktów odbywa się poprzez sklepy branżowe, sklepy specjalistyczne, sklepy zoologiczne. Produkty dostępne są również poprzez sklep internetowy dostępny pod adresem: [greenpaw.pl](http://greenpaw.pl).

W ramach tej linii produktowej wykorzystywany jest znak towarowy wobec którego spółka wystąpiła o ochronę jako istotnej dla swojej działalności wartości niematerialnej i prawnej.

Podmiot zgłosił znak towarowy typu „znak graficzny z elementami słownymi” w klasach: 5, 29, 35, 44 do Urzędu Unii Europejskiej ds. Własności Intelektualnej, numer zgłoszenia nr 018912273 dnia 09.08.2023 roku. Zgłoszony znak graficzny poniżej:



---

## 5.5 Rynek właściwy na którym działa Spółka

### 5.5.1 Charakterystyka rynku kannabidiolu

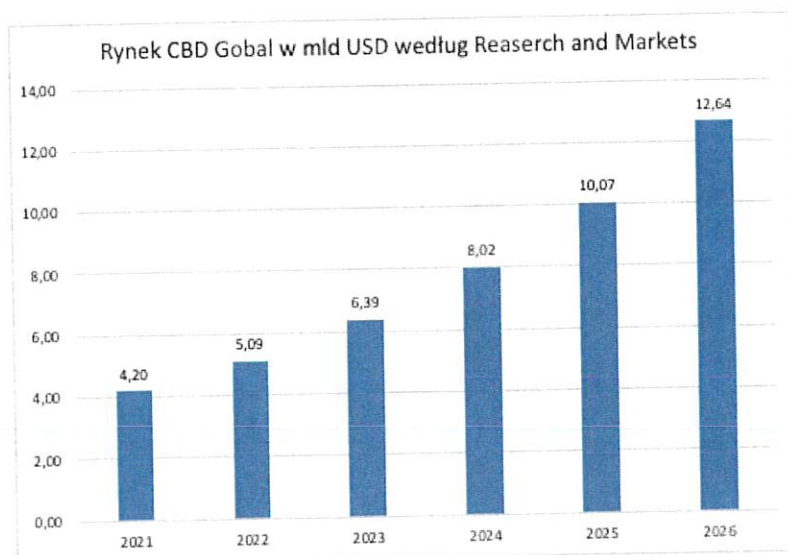
Globalny rynek kannabidiolu (CBD) przeszedł znaczący wzrost w ciągu ostatnich lat, stając się jednym z najbardziej dynamicznych segmentów branży konsumenckiej oraz farmaceutycznej. CBD, związek występujący naturalnie w konopiach, zyskał popularność ze względu na swoje potencjalne właściwości terapeutyczne i zdrowotne, wykazując korzystne działanie na zdrowie psychiczne i fizyczne. CBD to niepsychoaktywny związek występujący w konopiach i stosowany w różnych postaciach, takich jak kremy, produkty spożywcze, oleje i nalewki. Jest sprzedawany ze względu na potencjalne korzyści zdrowotne, takie jak zmniejszenie lęku i bólu.

Nawet pomimo pewnych niepewności regulacyjnych w niektórych regionach, rynek CBD nadal rośnie, głównie dzięki zwiększonemu zainteresowaniu konsumentów suplementami diety i produktami naturalnymi. Szacuje się, że wartość rynku CBD w skali globalnej wynosi kilka miliardów dolarów i prognozy wskazują na dalszy dynamiczny wzrost w najbliższych latach.

Obecnie rynek staje się coraz bardziej konkurencyjny, pojawia się coraz więcej nowych firm oferujących podobne produkty. Rosnące uznanie korzyści terapeutycznych kannabidiolu skłania coraz więcej konsumentów do zakupu tych produktów, nawet jeśli są one droższe niż produkty konkurencyjne. W rezultacie sprzedawcy detaliczni koncentrują się obecnie na sprzedaży produktów na bazie konopi indyjskich, które mogą charakteryzować się potencjalnie większą marżą. Wiele sklepów ze zdrową żywnością i wellness, takich jak Walgreens Boots Alliance, CVS Health i Rite Aid, oferuje coraz więcej produktów na bazie CBD.

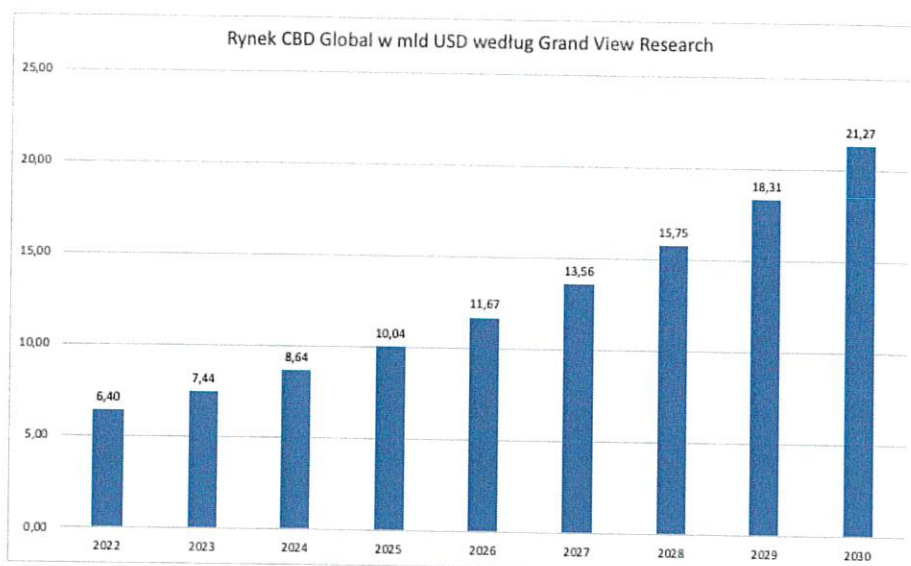
Wielkości rynku oraz prognozy jego rozwoju znacząco różnią się w zależności od ośrodka raportującego. Dostępne raporty informują:

- Raport z 2022 firmy Reserch and Markets “Global Cannabidiol (CBD) Market” wskazuje wielkość światowego rynku CBD na 4,2 mld \$ w 2021 oraz szacuje wielkość rynku na 12,64 mld \$ w 2026.



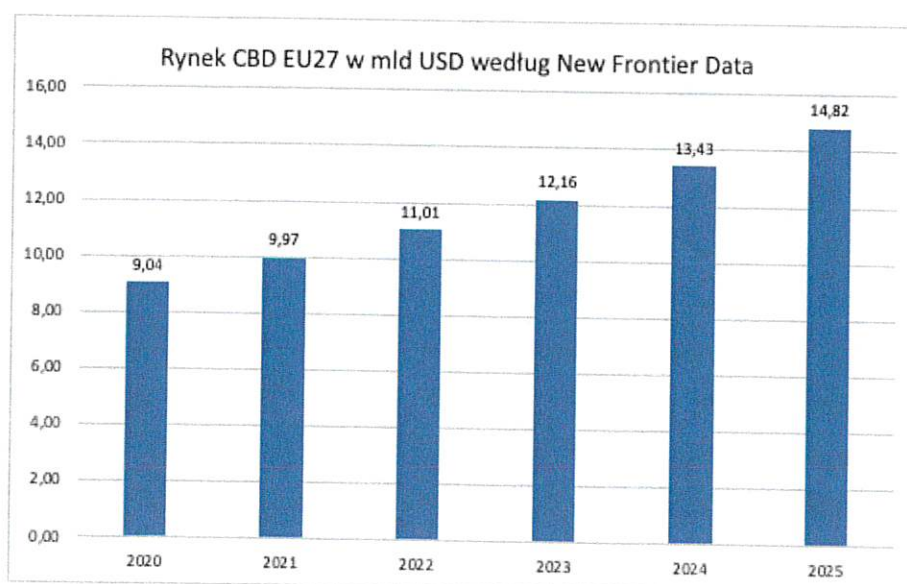
Źródło: opracowanie własne na podstawie <https://www.researchandmarkets.com/reports/5633536/global-cannabidiol-cbd-market-analysis-by>

- Firma Grand View Research raportowała w 2023, że globalny rynek CBD w 2022 wyniósł 6,4 mld \$ i przewiduje jego dalszy wzrost na poziomie 16,2% CAGR do roku 2030. Oznacza to przewidywaną wielkość rynku na poziomie 10 mld \$ w 2025 oraz ponad 21 mld \$ w 2030.



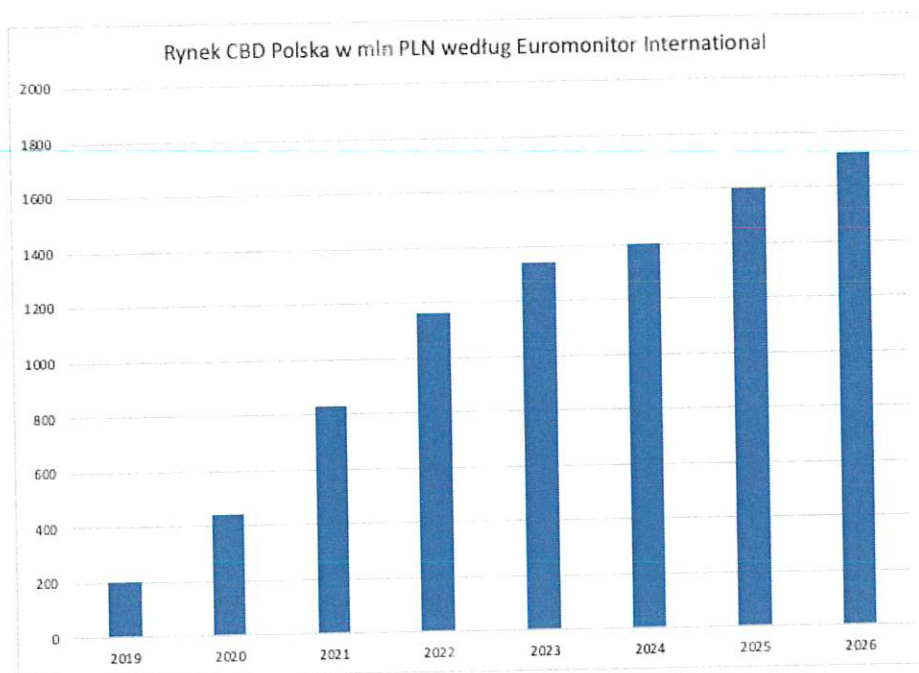
Źródło: opracowanie własne na podstawie <https://www.grandviewresearch.com/industry-analysis/cannabidiol-cbd-market>

- Dane New Frontier Data z końca 2020 roku wskazują na wielkość rynku CBD w EU27 na 8,29 mld euro w 2020. Autorzy raportu prognozują wielkość rynku na 12,32 mld Euro w 2024 i 13,60mld euro w 2025.



Źródło: opracowanie własne na podstawie <https://newfrontierdata.com/cannabis-insights/europes-cbd-market/>

- Euromonitor International w 2022 zaprezentował opracowanie danych wskazujące na wielkość globalnego rynku cannabis (zarówno CBD jak i medyczne konopie) na 38 mld \$ w 2021. Ich predykcja na 2026 wyniosła 90 mld \$. Odnieśli się także bezpośrednio do danych dla Europy i Polski.



Źródło: opracowanie własne na podstawie <https://www.euromonitor.com/article/cannabis-in-poland-big-opportunities-come-with-risks>

Polski rynek konopi znajduje się w początkowej fazie i oferuje duże możliwości wzrostu w oparciu o obecną niską bazę. Zdaniem Euromonitor International w 2021 EU27 odpowiadała za 8% globalnego rynku, a sama Polska odpowiadała za 0,64% rynku globalnego. Udział CBD w rynku produktów kannabis wyniósł w 2021 96%, co ma się mocno zmieniać w kolejnych latach ze względu na zmianę prawa w Polsce. Prognozy wskazują, iż wartość ta w 2026 roku wyniesie 78%.

Dane branżowe wyraźnie wskazują ogromny potencjał stojący przed rynkiem CBD w Polsce. Do głównych czynników pozytywnie wpływających na ten rynek zaliczyć należy przede wszystkim pozytywne zmiany w regulacjach krajowych, dynamicznie zmieniające się podejście do konopi w Polsce a także zwiększające się zainteresowanie produktami naturalnymi na rynku krajowym. Nie bez znaczenia pozostaje również, zwiększenie dostępności produktów konopnych w ostatnich latach a tym samym rosnące zaufanie konsumentów które może wzrastać szybciej nawet o 50% od średniej światowej.

Główne czynniki napędzające ten rozwój to:

- Zwiększone zainteresowanie zdrowym stylem życia - Konsumenci coraz bardziej dbają o swoje zdrowie i poszukują naturalnych, alternatywnych środków wspomagających zdrowie fizyczne i psychiczne.
- Rozwój badań nad właściwościami CBD - Wzrost zrozumienia i badań nad potencjalnymi korzyściami zdrowotnymi CBD wspiera rozwój produktów i zwiększa zaufanie konsumentów.

- Eksploracja różnorodnych sektorów przemysłu - CBD znajduje zastosowanie nie tylko w sektorze farmaceutycznym, ale również w kosmetyce, branży wellness, produktach spożywczych oraz napojach funkcjonalnych, co dodatkowo zwiększa jego powszechność.
- Zmiany w regulacjach - Stopniowe liberalizowanie przepisów w niektórych krajach, umożliwiające legalną sprzedaż produktów zawierających CBD, przyczynia się do wzrostu zainteresowania tym związkiem.
- Zmiana demograficzna na rynku – W ciągu ostatnich lat rynek wzrastał również ze względu na rosnący udział młodszych pokoleń. Stosunek młodszych osób wobec konopi indyjskich oraz produktów konopnych charakteryzuje się wyraźniejszą przychylnością w stosunku do poprzednich pokoleń na rynku konsumenckim. Millenialsi około dwa razy częściej niż poprzednie pokolenia próbują żywności i napojów zawierających zarówno CBD, jak i THC. Również świadomość zalet CBD takich jak łagodzenie objawów depresji, obniżenie lęku i poprawę snu jest wyższa wśród młodszych pokoleń konsumentów.

Badanie konsumenckie przeprowadzone przez New Frontier Data ujawniło istotne różnice między świadomością CBD w Europie i Stanach Zjednoczonych. Wynika z niego, że 56% respondentów z Europy słyszało o CBD, podczas gdy odsetek ten wyniósł aż 86% wśród respondentów z USA. Co interesujące, tylko 16% Europejczyków zadeklarowało korzystanie z CBD. Główne motywacje do stosowania CBD obejmują zarówno zarządzanie bólem (40%), relaksację (34%), redukcję stresu (31%), jak i zmniejszenie objawów lęku (26%). Co więcej, wydatki na CBD w UE szacowane na rok 2020 wynosiły 8,3 miliarda euro (ok. 9,75 miliarda dolarów), prognozując wzrost do 13,6 miliarda euro (ok. 15,98 miliarda dolarów) do 2025 roku, co przekłada się na roczny wzrost na poziomie 10,4% (CAGR). Te dane sugerują, że mimo różnic w świadomości i stosowaniu CBD, rynek ten rozwija się dynamicznie w Europie, co stanowi obiecującą perspektywę dla jego przyszłego wzrostu.

#### Wyzwania rynku:

Warto zaznaczyć, że mimo tego dynamicznego wzrostu, rynek CBD nadal stoi przed wyzwaniami, takimi jak zmienność przepisów i regulacji jurysdykcjach krajowych czy konieczność zachowania wysokich standardów jakościowych, aby zyskać zaufanie konsumentów. Jednakże perspektywy rozwoju pozostają obiecujące, a rosnące zastosowanie CBD w różnych dziedzinach wskazuje na potencjalne utrwalenie obecności tego związku na światowym rynku.

Dodatkowym wyzwaniem staje się dostępność podróbek i produktów syntetycznych. Ze względu na brak wiedzy na temat CBD konsumenci nie są w stanie odróżnić oryginalnego CBD od syntetycznego produktu

CBD. Te nielegalne syntetyczne produkty CBD są rzekomo tańsze niż oryginały i zawierają wyższe stężenia CBD. Czynniki te utrudniają działalność autoryzowanych sprzedawców detalicznych.

### 5.5.2 Charakterystyka rynku suplementów diety

Wartość globalnego rynku suplementów diety w roku 2022 szacowana jest na 164,0 miliardów dolarów. Przewiduje się, że w okresie od 2023 do 2030 roku będzie on rosł z roczną średnią stopą wzrostu (CAGR) wynoszącą 9,0%. Przyszły rozwój tego rynku ma być rezultatem korzystnej koniunktury w sektorze, szczególnie w kontekście wykorzystania suplementów w leczeniu schorzeń związanych z niedożywieniem i chorobami układu krążenia. Dodatkowo, wzrost sprzedaży produktów przeznaczonych dla sportowców na kluczowych rynkach, takich jak Stany Zjednoczone i Chiny, oraz wprowadzenie nowych produktów na rynek, prawdopodobnie będą miały istotny wpływ na branżę w nadchodzących latach. Różnorodne kampanie informacyjne prowadzone przez agencje rządowe, organizacje pozarządowe oraz firmy znacząco zwiększyły zrozumienie konsumentów dotyczące korzyści zdrowotnych suplementów diety, co z kolei prognozuje wzrost rynku. Należy również wskazać, iż oferta produktowa wielu firm zajmujących się produkcją suplementów diety obejmuje produkty organiczne i naturalne, co dodatkowo napędza wzrost rynku korzystając z wzmocnionym zainteresowaniem konsumentów produktami bio.

Wzrost tego rynku jest napędzany przez kilka kluczowych czynników:

- Wzrost świadomości konsumenta dotyczący zdrowia i dbałości o dietę
- Wzrost popularności aktywnego stylu życia, ćwiczeń fizycznych, diety wegańskiej czy bezglutenowej przyczynia się do większego zapotrzebowania na suplementy diety wspierające te style życia.
- Postępujące starzenie się społeczeństwa, które pociąga za sobą wzrost zapotrzebowania na suplementy wspierające jakość życia i zdrowie osób starszych.
- Rosnąca popularność platform sprzedażowych online starcząca szerokie możliwości dystrybucji suplementów diety redukująca ograniczenia geograficzne wynikające z problemów logistycznych

Jednakże, rynek suplementów diety nie jest pozbawiony wyzwań. Istnieją kwestie związane z regulacjami, jakością produktów, edukacją konsumentów oraz potrzebą przejrzystości w reklamach i oznakowaniach produktów.

Różnorodność kategorii produktów oraz rosnące zainteresowanie zdrowym stylem życia przyczyniają się do trwałego wzrostu tego rynku na całym świecie. Zrozumienie tych trendów jest kluczowe dla firm działających w branży suplementów diety, aby dostosować swoje strategie marketingowe, inwestycje w badania i rozwój produktów oraz dostosować się do zmieniających się oczekiwań konsumentów.



Rosnące zapotrzebowanie na suplementy diety dla sportowców również napędza wzrost rynku. Suplementacja w sporcie obejmuje spożywanie składników odżywczych, takich jak witaminy, produkty białkowe czy minerały. Odżywki i produkty spożywcze dla sportowców obejmują napoje, suplementy czy gotowe posiłki, które są ukierunkowane na zwiększenie siły i wytrzymałości sportowców oraz kulturystów, poprawę ogólnej wydolności organizmu, promowanie wzrostu mięśni oraz poprawę zdrowia.

Segment witamin odpowiadał za znaczący udział w rynku wynoszący 30,2% w 2022 roku. Suplementy te są dostępne w różnych formach, takich jak witamina A (karotenoidy i retinole), witamina B (kwas foliowy), witamina C (kwas askorbinowy) oraz witamina D (cholekalcyferol).

W ramach grupy odbiorców dominował sektor osób dorosłych pod względem przychodów - stanowił 46,01% udziału w światowym rynku suplementów diety w 2022 roku. Przewiduje się, że rosnące wykorzystanie suplementów diety przez pracujących będzie istotnym czynnikiem sprzyjającym rozwojowi rynku. Dodatkowo, wzrost świadomości na temat zdrowego odżywiania wśród osób pracujących oraz sportowców dążących do utrzymania równowagi żywieniowej będzie promować zastosowanie suplementów diety w prognozowanym okresie.

Region Azji i Pacyfiku stanowił dominującą siłę na rynku, posiadając udział w przychodach na poziomie 34,9% w 2022 roku. Przewiduje się, że rynek w tym obszarze będzie świadkiem wzrostu popytu na suplementy diety, ponieważ główne marki będą wprowadzać swoje produkty na jeszcze niezagospodarowane rynki Azji Południowo-Wschodniej. Chiny, Japonia i Indie należą do największych rynków suplementów diety w regionie Azji i Pacyfiku, ze względu na dużą liczbę konsumentów w tych krajach.

Jednakże przewiduje się, że Bliski Wschód i Afryka będą doświadczały znaczącego wzrostu z roczną średnią stopą wzrostu (CAGR) wynoszącą 10,1% w latach 2023–2030. Spodziewa się, że na tych obszarach wzrośnie zapotrzebowanie na suplementy diety, co wynika z rozwoju sektora zdrowotnego w tym regionie. Wzrost tego rynku głównie wynika z rosnących dochodów oraz zwiększonej świadomości konsumentów na temat korzyści zdrowotnych suplementów diety. Zmiany demograficzne w regionie, takie jak wzrost liczby młodych ludzi oraz pracującej populacji, przyczyniły się do zwiększenia wydatków na produkty związane ze zdrowiem i ogólnym samopoczuciem.

Stany Zjednoczone miały największy udział w rynku w Ameryce Północnej, odpowiadając za ponad 91,54% udziału w przychodach w 2022 roku. Czynniki, które pobudzają zainteresowanie suplementami diety w USA, obejmują rosnące koszty opieki zdrowotnej, zmiany w prawach żywnościowych dotyczących etykiet i deklaracji produktów, szybki rozwój nauki i technologii, starzejące się społeczeństwo oraz rosnące zainteresowanie osiągnięciem zdrowia poprzez dietę.

Według raportu PMR z 2022 r., rynek suplementów diety w Polsce osiągnął wartość 7,7 mld PLN, z rocznym wzrostem na poziomie około 14%. Badania wskazują, że głównym czynnikiem zwiększonego zainteresowania suplementacją przez polskich konsumentów jest poprawa ich sytuacji finansowej. Dodatkowo, szeroką

dostępność suplementów, dostępnych nie tylko w aptekach, ale także w sklepach, na stacjach benzynowych i innych punktach detalicznej sprzedaży, włącznie z obiektami sportowymi, takimi jak siłownie, odgrywa istotną rolę jako czynnik wzrostu rynku.

Istotnym czynnikiem mającym potencjał znaczącego wpływu na dalszy rozwój rynku suplementów diety jest stopień świadomości konsumentów odnośnie do dostępnych produktów. Odpowiednia informacja i zrozumienie ze strony klientów dotyczące właściwości, składu oraz możliwych korzyści płynących z suplementacji stanowią klucz do dalszego wzrostu tego sektora.

W ostatnich latach obecna jest wyraźną tendencję wśród polskich przedsiębiorstw związanych z branżą suplementów diety, które intensyfikują swoje działania marketingowe. Wykorzystują one różnorodne strategie, od skupienia się na edukacji klientów po bardziej agresywne kampanie reklamowe, mające na celu zwiększenie świadomości i zainteresowania konsumentów. Dodatkowo, istotnym elementem rozwoju tego sektora jest zauważalny wzrost firm, które decydują się na pozyskanie zewnętrznego wsparcia finansowego, oferowanego m.in. przez fundusze Unii Europejskiej. Ta dodatkowa inwestycja pozwala firmom na rozwój, innowacje oraz bardziej skuteczną penetrację rynku, co może dalszy wzrost popularności i dostępności suplementów diety w Polsce.

Produkty bezpieczne i wysokiej jakości stanowią kluczowy wybór dla konsumentów, dlatego branża wprowadza nowe standardy i regulacje samoograniczeń. Przykładem może być Przewodnika Jakości EHPM, obejmujące wszystkie etapy produkcji i dystrybucji suplementów diety w UE.

Rynek suplementów diety jest wielokrotnie większy i bardziej zróżnicowany niż opisany już rynek kannabidiolu. Dodatkowo wyróżnikiem dla produktów dostarczanych przez Canna Hemp Lab Sp. z o. o. jest zawartość CBD w ich produktach. Opiera się na tym ich komunikacja marketingowa oraz dodatek tego składnika w suplementach stanowi dodatkowy wyróżnik zwiększający atrakcyjność produktów. Dlatego w dalszej analizie jako rynek właściwy Wyceniający uznają rynek kannabidiolu, którego przyjęcie wydaje się bardziej odpowiednie i bezpieczniejsze dla wyniku analizy.

## ROZDZIAŁ 6. PRZEDMIOT WYCENY

### 6.1. Określenie przedmiotu wyceny

Przedmiotem niniejszej wyceny jest zorganizowana część przedsiębiorstwa należąca do Canna Hemp Lab Sp. z o.o. wg. stanu na dzień 1 grudnia 2023 r. W celu dokonania wyceny konieczna jest uprzednia wycena przedsiębiorstwa jako całości co przy założeniu, że jest to główna i jedyna działalność spółki odpowiada 100% wartości udziałów w kapitale własnym spółki.

Zgodnie z punktem 5.2 Powszechnych Krajowych Zasad Wyceny – Krajowy Standard Wyceny Specjalistyczny – Ogólne Zasady Wycen Przedsiębiorstw (dalej „**KSWS**”) - przedsiębiorstwo jest to zorganizowany zespół składników niematerialnych i materialnych, przeznaczonym do prowadzenia działalności gospodarczej.

Analogicznie art. 55<sup>1</sup> Kodeksu Cywilnego<sup>1</sup> stanowi, że „*przedsiębiorstwo jest zorganizowanym zespołem składników niematerialnych i materialnych przeznaczonym do prowadzenia działalności gospodarczej.*

*Obejmuje ono w szczególności:*

- 1) *oznaczenie indywidualizujące przedsiębiorstwo lub jego wyodrębnione części (nazwa przedsiębiorstwa);*
- 2) *własność nieruchomości lub ruchomości, w tym urządzeń, materiałów, towarów i wyrobów, oraz inne prawa rzeczowe do nieruchomości lub ruchomości;*
- 3) *prawa wynikające z umów najmu i dzierżawy nieruchomości lub ruchomości oraz prawa do korzystania z nieruchomości lub ruchomości wynikające z innych stosunków prawnych;*
- 4) *wierzytelności, prawa z papierów wartościowych i środki pieniężne;*
- 5) *koncesje, licencje i zezwolenia;*
- 6) *patenty i inne prawa własności przemysłowej;*
- 7) *majątkowe prawa autorskie i majątkowe prawa pokrewne;*
- 8) *tajemnice przedsiębiorstwa;*
- 9) *księgi i dokumenty związane z prowadzeniem działalności gospodarczej.”*

### 6.2. Podstawowe założenia wyceny

Wyceniający przyjął założenia podstawowe, które stanowią punkt wyjścia do dalszego tworzenia wyceny. Przyjęte założenia mają bezpośredni wpływ na wybór właściwej metody wyceny. Pierwszym założeniem, przyjętym do wyceny, jest założenie kontynuacji działalności prowadzonej z wykorzystaniem wycenianego przedsiębiorstwa. Przyjmuje się, że wyceniane przedsiębiorstwo dysponuje zorganizowanym, zdolnym do generowania dochodu zespołem aktywów, zasobów ludzkich oraz nie występuje bezpośrednie zagrożenie zaprzestania działalności. Wycena przygotowywana jest na potrzeby rozliczeń przy transakcjach właścicielskich w związku z przejęciem zorganizowanej części przedsiębiorstwa przez oznaczonego nabywcę.

<sup>1</sup> Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 - Kodeks Cywilny (tekst jednolity: Dz. U. z 2014 r. poz. 121)

Niemniej przyjęcie kontynuacji działalności jest konieczne dla właściwego oddania potencjału dochodowego wycenianego zespołu składników. Należy również podkreślić, iż wycena została przygotowana w założeniu braku intensywnych prac rozwojowych prowadzonych po dniu wyceny, co oznacza nie tylko brak znaczących inwestycji, ale również brak znaczącego wzrostu produktywności czy tworzenia nowych linii produktowych, ale również brak poszerzenia działalności w ramach nowych segmentów czy obszarów geograficznych na których działa podmiot. W planach przedsiębiorstwa nie są obecne założenia rozwojowe o istotnej szansie niepowodzenia a zakładany rozwój sprzedaży jest zachowawczy i odzwierciedla duży potencjał rynkowy związany z branżą w jakiej przedsiębiorstwo działa.

Zgodnie z punktem 7.1 KSWS niezbędne jest określenie i zdefiniowanie standardu wartości mającego zastosowanie w danej wycenie. Standard wartości określa strony rzeczywistej lub hipotetycznej transakcji oraz warunki jej zawierania. Standard wartości definiuje poszukiwaną w procesie wyceny kategorię wartości.

Wyceniający w niniejszej wycenie określił, jako standard wartości w rozumieniu wartości wycen przedsiębiorstw określony w punkcie 7.3.2 KSWS jako *Godziwa wartość rynkowa (ang. Fair Market Value)* - to wyrażona w pieniądzu lub odpowiednim ekwiwalencie wartość przedmiotu wyceny, przy szacowaniu której zakłada się, że w transakcji biorą udział typowy hipotetyczny kupujący i typowy hipotetyczny sprzedający, zainteresowani przeprowadzeniem transakcji i niedziałający pod przymusem (nakazem). Przyjmuje się, że wyceniający ma odpowiedni zasób informacji nt. stron transakcji oraz kupujący i sprzedający posiadają odpowiedni zasób wiedzy nt. przedmiotu wyceny. Wartość wyznaczona w oparciu o kategorię godziwej wartości rynkowej jest akceptowana przez kupującego i sprzedającego. Opisane warunki transakcji są bardzo zbliżone do wymogów definicyjnych Wartości Rynkowej stosowanej w Międzynarodowych Standardach Wyceny. Wybór wartości Godziwej Rynkowej gwarantuje prawidłowe ustalenie wartości udziałów w sytuacji określenia wartości zabezpieczenia albo innych transakcji w których brak jest aspektu przymusowego działania.

Dostępne dane umożliwiające wyceniającemu dokonanie pełnej wyceny przedsiębiorstwa dla jego właścicieli, której celem jest wydanie opinii na temat wartości majątku przedsiębiorstwa jako całości przy zastosowaniu metod i procedur właściwych do obiektywnego, bezstronnego i rzetelnego określenia wartości wg. wskazanego powyżej standardu wartości.

## ROZDZIAŁ 7. WPROWADZENIE DO WYCENY SPÓŁKI KAPITAŁOWEJ. OMÓWIENIE ZASTOSOWANEJ METODOLOGII

W literaturze przedmiotu można spotkać wiele pojęć wartości w odniesieniu do wyceny przedsiębiorstwa. Jednak wartość przedsiębiorstwa będzie zależna od osoby, z punktu widzenia, której tą wartość określamy. Inna będzie wartość podatkowa, inna bilansowa, a inna wartość dla właściciela<sup>2</sup>. Tym samym różnić się będą metody wyceny spółki.

Wartość przedsiębiorstwa/udziałów kapitałowych winna być określana wg trzech podstawowych podejść, tzn.:

- podejścia majątkowego (księgowego),
- podejścia dochodowego,
- podejścia porównawczego.<sup>3</sup>

Każde z tych podejść wiąże się z charakterystycznymi dla siebie metodami wyceny. Połączenie tych podejść doprowadziło z czasem do powstania metod mieszanych. W ostatnich latach wykształciły się także metody niekonwencjonalne. Każda z powyższych metod pozwala na przedstawienie przedsiębiorstwa z innej perspektywy, umożliwia wskazanie różnych czynników kreujących i niszczących jej wartość.

W niniejszej sprawie Wyceniający dokonana wyceny stosując podejście dochodowe oraz porównawcze, wybierając metody najbardziej właściwe lub możliwe do zastosowania z uwagi na dostęp do materiału źródłowego oraz specyfikę szacowanego podmiotu. Dokonując wyceny Wyceniający szczegółowo omówi zastosowaną metodę i uzasadni jej wybór oraz wskaże jej wady i zalety.

Wyceniający do przygotowania wyceny nie wybrał żadnej z metod majątkowych. Mając na uwadze opisany wcześniej stan faktyczny przedsiębiorstwa, przede wszystkim fakt, iż wartość wynika w znacznej części z dużego potencjału dochodowego a nie wartości zbywczej majątku, określono, iż metody majątkowe byłyby nieobiektywne i dałyby fałszywy obraz wartości przedsiębiorstwa. Ze względu na wysoką efektywność działania przedsiębiorstwa oraz istnienie znacznej grupy aktywów pozabilansowych w tym niematerialnych i prawnych takich jak patenty, sieć sprzedaży, renoma, referencje, know-how itd. wartość majątkowa dawałaby zaniżone wartości nie oddające realnej wartości wycenianego aktywa. W konsekwencji wycena majątkowa może dać znacznie zaniżoną wartość.

Podejście porównawcze wymaga znalezienia spółek pozostających w obrocie publicznym, które ze względu na swoją charakterystykę gospodarczą i finansową są w znacznym stopniu podobne do szacowanego przedsiębiorstwa. Brak porównywalności może wynikać zarówno z przedmiotu działalności, jak i rozmiaru kapitałowego. W wypadku wycenianego przedsiębiorstwa dostępne były dane przedsiębiorstw działających na

<sup>2</sup> M. Panfil, *Wprowadzenie do wyceny spółek* [w:] *Metody wyceny spółki, perspektywa klienta i inwestora*, red Marek Panfil, Andrzej Szablewski, Poltext, Warszawa 2009, s 29

<sup>3</sup> Op.cit., s 37

rynku produktów konopnych a wykorzystanie danych ich dotyczących oddaje dobrze potencjał przedsiębiorstwa funkcjonującego na tak dynamicznie rozwijającym się rynku.

Określenie wartości części zorganizowanej przedsiębiorstwa Canna Hemp Lab Sp. z o.o. z siedzibą w Radomiu nastąpi w podejściu dochodowym do wyceny, metodą zdyskontowanych przyszłych strumieni pieniężnych – DCF, przy zastosowaniu modelu FCFE oraz metodą porównawczą – mnożnikową.

Zasadnicza wycena poprzedzona będzie prezentacją stanu finansowego i osiąganych wyników przez szacowaną Spółkę oraz perspektywy jej dalszego działania na rynku. Na tej podstawie zostaną przyjęte założenia, co do możliwości generowania zysku Spółki w okresie prognozy. Prognozy zostaną oparte o dostępne dane finansowe, raporty i dane odnośnie do sektora kanabidioli szczegółowo wymienionych w rozdziale II Wyceny. Prognoza będzie obejmowała okres 5 lat i 30 dni to jest: od 1 grudnia 2023 r. do 31 grudnia 2028 r. Okres prognozy przyjęty przez Wyceniającego jest typowy z punktu widzenia metodologii wycen przedsiębiorstw.

## ROZDZIAŁ 8. WYCENA PRZEDSIĘBIORSTWA METODĄ ZDISKONTOWANYCH PRZYSZŁYCH STRUMIENI PIENIĘŻNYCH.

### 8.1 Prezentacja metodologii dochodowego podejścia do wyceny spółek kapitałowych

**Podejście dochodowe** oparte jest na prognozie uzyskania dochodu przez wyceniany podmiot - poprzez dyskontowanie stopą oczekiwanego zwrotu zaangażowanego kapitału prognozowanych przepływów pieniężnych możliwych do osiągnięcia w kolejnych okresach eksploatacji zaangażowanych aktywów.

Wycena jest, zatem oparta na prognozach, a nie rzeczywiście osiągniętych wynikach i ma wskazywać nie wartość historyczną przedsiębiorstwa, ale jego wartość w przyszłości. Wynik wyceny jest zależny od przyjętych przez wyceniającego założeń. Istotą tego podejścia jest uzyskanie odpowiedzi na pytanie, ile są warte obecnie korzyści, jakie właściciele przedsiębiorstwa mogą uzyskiwać w przyszłości z tytułu dysponowania majątkiem i umiejętnym jego wykorzystywaniem przez zarząd. Wartość jest tym samym uzależniona wyłącznie od przepływów gotówki w ustalonej przyszłości. Podejście dochodowe jest przydatne do wyceny tych podmiotów, których aktualna wartość osiąganych przepływów pieniężnych jest dodatnia, co umożliwia bardziej precyzyjne i bardziej realistyczne prognozowanie przyszłych wartości.

Stosowanie tego podejścia jest odpowiednie dla przedsiębiorstw, dla których możliwe jest ustalenie stopy ryzyka inwestycyjnego, poprawnego określenia stopy dyskontowej – oczekiwanej stopy zwrotu, stopy kosztu kapitału. Powszechnie uważa się, że wartość dochodowa jest względnie uniwersalna i może być stosowana do wyceny dowolnej firmy, czy też poszczególnych jej aktywów, zwłaszcza tych, które mają zdolność generowania dochodu np. nieruchomości użytkowe.

W podejściu dochodowym wartość przedsiębiorstwa określa się na podstawie zdolności posiadanych aktywów do generowania korzyści ekonomicznych mierzonych przepływami pieniężnymi. Jeżeli wyceniany

podmiot posiada dużą ilość aktywów nieproduktywnych, niegenerujących dodatnich przepływów pieniężnych, to ich wartość nie wpływa na dochodową wartość przedsiębiorstwa. Należy, zatem wyodrębnić takie aktywa i odrębnie je wycenić stosując np. bieżące ceny rynkowe. Uzyskane wyniki z odrębnej wyceny należałoby zsumować z wartością dochodową całego przedsiębiorstwa obliczonej na podstawie zdolności do generowania dodatnich przepływów pieniężnych. Dopiero wówczas uzyskana zostałaby wartość całego przedsiębiorstwa.

Do metod dochodowych zalicza się:

- metoda zdyskontowanych zysków polegająca na kalkulacji prognoz wartości zysków netto przedsiębiorstwa w poszczególnych okresach
- metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) rozróżniającą dwa rodzaje przepływów pieniężnych: (i) dla przedsiębiorstwa i (ii) dla właścicieli
- metoda zdyskontowanych dywidend pozwalającą na szacowaniu kapitału własnego przedsiębiorstwa na podstawie zdyskontowanych dywidend.
- metoda skorygowanej wartości bieżącej (APV) polegającą na skorygowaniu wartości przedsiębiorstwa w taki sposób, aby było ono finansowane wyłącznie kapitałami własnymi i w taki sposób, aby uwzględnić efekt faktycznego finansowania.

Metoda dochodowa DCF – zdyskontowanych przepływów pieniężnych – opiera się na prognozie zdolności Spółki do generowania nadwyżki finansowej w ciągu najbliższego okresu objętego prognozą (w tym wypadku do 31 grudnia 2028 roku). Silną stroną metody dochodowej jest bazowanie w wycenie na przyszłych przepływach pieniężnych, które stanowią rzeczywistą wartość dla właścicieli. Wadą tej metody jest natomiast opieranie się na szacunkach w zakresie kształtowania się nadwyżki finansowej, a także przyjmowanie innych założeń, które mogą okazać się nietrafione.

Metoda DCF jest uważana za jedną z najlepszych (*obok metody porównawczej mnożnikowej*) z podstaw szacowania przedsiębiorstw, rozumianej, jako cena, za jaką inwestor gotów jest nabyć jej udziały (akcje). Jest to najczęściej stosowana metoda dla przedsiębiorstw o ustalonej pozycji rynkowej i dobrym stanie ekonomicznym. Ma ona oparcie na przekonaniu, że wartość firmy wynika z rynku, na jakim funkcjonuje i ze zdolności do generowania przez nią dochodu.

Całkowita wartość firmy określona metodą DCF równa jest bieżącym wartością generowanych przez nią przyszłych przepływów pieniężnych (*discounted cash flow – DCF*). Wartość ta jest następnie dzielona pomiędzy podmioty, które dostarczają kapitału na finansowanie firmy, czyli:

- Akcjonariuszy/udziałowców – dostawców kapitałów własnych,
- Kredytodawców, będących dawcami oprocentowanych kapitałów obcych.

Kupujący akcje/udziały Spółki nabywa, zatem tylko wartość odpowiadającą części lub całości kapitałów własnych firmy.

Wartość dochodowa kapitałów własnych przedsiębiorstwa to bieżąca (zdyskontowana) wartość wszystkich przepływów pieniężnych dla właścicieli lub całkowita wartość firmy pomniejszona o kapitały obce odsetkowe i powiększona o środki pieniężne. Wartość kapitału własnego spółki (EV - equity value) obliczamy według wzoru przedstawionego na kolejnej stronie.

$$EV = \sum_{i=1}^n \frac{FCFE_i}{(1+r)^i} + \frac{ReV}{(1+r)^n}$$

gdzie:

*EV* - wartość kapitału własnego,

*FCFE* - wolne przepływy pieniężne do kapitału własnego

*r* - stopa dyskontowa,

*i* - dany rok,

*n* - liczba lat,

*ReV* - wartość rezydualna, odpowiadająca wartości przedsiębiorstwa po okresie prognozy.

Do celów wyceny metodą DCF rozróżniane są dwa podstawowe typy przepływów pieniężnych:

- **FCFE** (*Free Cash Flows to Equity*) – generowane przez spółkę i pochodzące z działalności operacyjnej dochody (FCFE), które są własnością właścicieli spółki. Przepływy FCFE są dyskontowane kosztem kapitałów własnych.
- **FCFF** (*Free Cash Flows to the Firm*) – generowane przez spółkę i pochodzące z działalności operacyjnej dochody (przepływy FCFF), które są własnością zarówno właścicieli spółki, jak i właścicieli kapitału pożyczkowego (kredytodawców i pożyczkobiorców). W tym wariantcie wyceny przepływy FCFF są dyskontowane średnioważonym kosztem kapitału własnego oraz długu oprocentowanego.

W niniejsze sprawie właściwa będzie metoda DCF w wariantcie FCFE. Według zlecenia będącego podstawą wydania niniejszej Opinii chodzi, bowiem o ustalenie wartości przedsiębiorstwa i jego wartości dla udziałowców bądź nabywców.

W ostatnim kroku przeprowadzona zostanie symulacja Monte Carlo dla ustalenia ostatecznej wartości wycenianego przedsiębiorstwa.



8.2 Wycena wartości zorganizowanej części przedsiębiorstwa należącej do Canna Hemp Lab Sp. z o.o. z siedzibą w Radomiu

8.2.1 Analiza historyczna i strategiczna wycenianej Spółki

Pierwszym etapem wyceny jest analiza historyczna i strategiczna szacowanego podmiotu. Wyceniający zapoznał się z dostępnymi dokumentami finansowymi i organizacyjnymi wycenianego podmiotu, jak również z rynkami, na których funkcjonuje przedsiębiorstwo.

Wyceniający ustalił, iż dla wyceny właściwe są dane makroekonomiczne dotyczące sektora produktów zawierających kannabidiol (CBD).

Celem niniejszej wyceny jest określenia wartości zorganizowanej części przedsiębiorstwa należącego do Spółki według stanu na dzień 1 grudnia 2023 roku. Dostępne dla Wyceniającego były materiały historyczne za lata 2020 – 2022 obejmujące Rachunki Zysków i Strat oraz Bilanse jak również informacje sprzedażowe za pierwsze 9 miesięcy roku 2023.

Dostępne były również materiały źródłowe związane z projektami B+R, patentami czy ochroną znaków towarowych.

Na potrzeby przygotowywanej wyceny przeanalizowano dane historyczne począwszy od 2020 roku. Tak przeprowadzone badanie pozwoliło zapoznać się z sytuacją przedsiębiorstwa i dokonać prognozy jego dalszego działania na rynku. Przedmiotem niniejszej wyceny jest część zorganizowana przedsiębiorstwa należącego do Canna Hemp Lab Sp. z o.o. z siedzibą w Radomiu. Z tego względu Wyceniający przedstawi dane historyczne dotyczące całej Spółki. Następnie przedstawione zostaną parametry analityczne dotyczące działalności spółki takie jak wskaźniki rentowności, płynności oraz omówiona zostanie sprawność działania podmiotu.

Spółka prowadziła działalność w następującym rozmiarze:

Rachunek zysków i strat

ROK	2020	2021	2022
<b>A Przychody netto ze sprzedaży i zrównane z nimi</b>	-	<b>2 558 011,33 zł</b>	<b>2 953 981,46 zł</b>
I. Przychody netto ze sprzedaży	-	2 205 405,31 zł	3 215 469,15 zł
II. Zmiana stanu produktów (zwiększenie – wartość dodatnia, zmniejszenie – wartość ujemna)	-	352 606,02 zł	- 261 487,69 zł
<b>B Koszty działalności operacyjnej</b>	-	<b>2 579 855,17 zł</b>	<b>2 453 199,60 zł</b>
I. Amortyzacja	-	27 413,82 zł	79 089,43 zł
II. Zużycie materiałów i energii	-	710 311,89 zł	852 812,93 zł
III. Usługi obce	-	1 010 998,90 zł	985 212,60 zł
IV. Wynagrodzenia	-	328 504,72 zł	346 697,39 zł
V. Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia, w tym:	-	26 536,12 zł	45 959,06 zł
VI. Pozostałe koszty, w tym:	-	476 089,72 zł	143 428,19 zł

VI.1	- wartość sprzedanych towarów i materiałów	-	650,39 zł	652,19 zł
<b>C</b>	<b>Zysk (strata) ze sprzedaży (A - B)</b>	-	<b>21 843,84 zł</b>	<b>500 781,86 zł</b>
<b>D</b>	<b>Pozostałe przychody operacyjne, w tym:</b>	-	<b>42 290,62 zł</b>	<b>122 156,28 zł</b>
<b>E</b>	<b>Pozostałe koszty operacyjne, w tym:</b>	-	<b>73,66 zł</b>	<b>11 367,92 zł</b>
<b>F</b>	<b>Przychody finansowe, w tym:</b>	-	<b>2 419,69 zł</b>	<b>895,40 zł</b>
<b>G</b>	<b>Koszty finansowe, w tym:</b>	-	<b>6 470,91 zł</b>	<b>6 062,35 zł</b>
<b>I.</b>	<b>Odsetki, w tym:</b>	-	<b>542,60 zł</b>	<b>840,68 zł</b>
<b>H</b>	<b>Zysk (strata) brutto (C + D - E + F - G)</b>	<b>- 39 963,37 zł</b>	<b>16 321,90 zł</b>	<b>606 403,27 zł</b>
<b>I</b>	<b>Podatek dochodowy</b>	-	<b>1 643,00 zł</b>	<b>53 948,00 zł</b>
<b>J</b>	<b>Zysk (strata) netto (H - I)</b>	<b>- 39 963,27 zł</b>	<b>14 678,90 zł</b>	<b>552 455,27 zł</b>

## Aktywa

ROK	2020	2021	2022
<b>A Aktywa trwałe</b>	- zł	<b>950 400,00 zł</b>	<b>991 464,77 zł</b>
I. Wartości niematerialne i prawne	- zł	400,00 zł	400,00 zł
II. Inwestycje długoterminowe, w tym:	- zł	950 000,00 zł	991 064,77 zł
- długoterminowe aktywa finansowe	- zł	950 000,00 zł	991 064,77 zł
<b>B Aktywa obrotowe</b>	<b>241 153,90 zł</b>	<b>1 521 058,87 zł</b>	<b>2 129 687,07 zł</b>
I. Zapasy	74 303,83 zł	896 640,72 zł	222 234,83 zł
II. Należności krótkoterminowe, w tym:	121 428,23 zł	574 186,43 zł	1 587 061,38 zł
a) z tytułu dostaw i usług, w tym:		505 683,68 zł	1 554 154,34 zł
- do 12 miesięcy		505 683,68 zł	1 554 154,34 zł
III. Inwestycje krótkoterminowe, w tym:	45 421,84 zł	50 231,72 zł	310 256,69 zł
a) krótkoterminowe aktywa finansowe, w tym:		50 231,72 zł	310 256,69 zł
- środki pieniężne w kasie i na rachunkach		50 231,72 zł	9 107,38 zł
<b>IV Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe</b>		- zł	<b>10 134,17 zł</b>
<b>Aktywa razem</b>	<b>241 153,90 zł</b>	<b>2 471 458,87 zł</b>	<b>3 121 151,84 zł</b>

## Pasywa

ROK	2020	2021	2022
<b>A Kapitał (fundusz) własny</b>	<b>- 4 962,27 zł</b>	<b>1 510 116,63 zł</b>	<b>2 062 571,90 zł</b>
I. Kapitał (fundusz) podstawowy	15 000,00 zł	19 250,00 zł	19 250,00 zł
II. Kapitał (fundusz) zapasowy, w tym:	20 000,00 zł	1 516 150,00 zł	1 516 150,00 zł
<b>III. Zysk (strata) z lat ubiegłych</b>	<b>- zł</b>	<b>- 39 962,27 zł</b>	<b>- 25 283,37 zł</b>
IV. Zysk (strata) netto	- 39 962,27 zł	14 678,90 zł	552 455,27 zł
<b>B Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania</b>	<b>246 116,17 zł</b>	<b>961 342,24 zł</b>	<b>1 058 579,94 zł</b>
I. Zobowiązania długoterminowe, w tym:	- zł	825 000,00 zł	668 250,00 zł
II. Zobowiązania krótkoterminowe, w tym:	246 116,17 zł	136 342,24 zł	390 329,94 zł
a) z tytułu kredytów i pożyczek	- zł	11 677,39 zł	5 875,76 zł

b) z tytułu dostaw i usług, w tym:	130 695,88 zł	102 054,78 zł	314 087,60 zł
– Do 12 miesięcy	130 695,88 zł	102 054,78 zł	314 087,60 zł
<b>Pasywa razem</b>	<b>241 153,90 zł</b>	<b>2 471 458,87 zł</b>	<b>3 121 151,84 zł</b>

### 8.2.2 Analiza głównych składników majątkowych stanowiących aktywa rzeczowe

Spółka dysponuje szeregiem urządzeń technicznych i maszyn do prowadzenia działalności produkcyjnej, takimi jak:

- Etykieciarka
- Nalewak
- Reaktor szklany
- Sterylizator
- Stół odbiorczy C-1000
- Stół podający F-1000
- Zakręcarka do butelek XGZ-1
- Podajnik nakrętek do zakręcarki XGZ-1

Ponadto spółka dysponuje szeregiem aktywów poza bilansowych obejmujących kluczowe dla prowadzonej działalności aktywa niematerialne i prawne m.in.: takie jak: patenty, efekty prac badawczych i rozwojowych które mogą podlegać ochronie, lista klientów, referencje, certyfikaty, know – how czy znaki towarowe. Wartości te choć nie zostały ujęte w wartościach bilansowych stanowią one znaczną wartość dla Spółki i mogą przejawiać znaczną wartość zbywcą. Szczególnie istotna wartość prezentują zarejestrowane bądź dopuszczone do obrotu produkty oraz marki którymi posługuje się przedsiębiorstwo. Nie zostały przeprowadzone odrębne operaty szacunkowe dla ww. wartości niematerialnych i prawnych.

### 8.2.3 Rentowność

Rentowność jest wskaźnikiem krytycznym w ocenie wydajności przedsiębiorstwa, odnoszącym się do zdolności firmy do generowania zysku w stosunku do różnych wskaźników finansowych. Wskaźniki rentowności są obliczane poprzez porównanie zysku do wielkości sprzedaży, wartości aktywów lub kapitału własnego, co daje obraz, jak efektywnie przedsiębiorstwo wykorzystuje swoje zasoby do tworzenia wartości.

Wskaźnik marży brutto pokazuje, ile procent przychodów ze sprzedaży netto pozostaje po odliczeniu kosztów bezpośrednich związanych z produkcją towarów czy usług (koszty zmienne). Jest to ważne, ponieważ wyższa marża może oznaczać większą przestrzeń na pokrycie pozostałych kosztów i osiągnięcie zysku.

Wskaźnik rentowności operacyjnej (Operating Margin Ratio) dostarcza informacji o tym, ile procent przychodów operacyjnych przekształca się w zysk operacyjny, uwzględniając zarówno koszty zmienne, jak i

stałe. Jest to miernik efektywności zarządzania operacyjnego i umiejętności kontrolowania kosztów operacyjnych.

Wskaźnik rentowności sprzedaży netto (Net Profit Margin) jest rozszerzeniem analizy marży brutto, obejmującym wszystkie koszty działalności, łącznie z kosztami finansowymi, podatkami i wyjątkowymi zdarzeniami, które wpływają na końcowy zysk netto firmy.

Wskaźnik rentowności aktywów ogółem (Return on Assets, ROA) to miernik, który określa, jak efektywnie przedsiębiorstwo zarabia zysk netto z całkowitej wartości swoich aktywów. Wartość ROA jest wskaźnikiem efektywności zarządzania zasobami firmy i jej zdolności do przekształcania inwestycji w zysk.

Wskaźnik rentowności kapitałów własnych (Return on Equity, ROE) odnosi się do umiejętności przedsiębiorstwa generowania zysku netto z kapitału własnego, który został zainwestowany przez akcjonariuszy. ROE jest szczególnie istotny dla inwestorów, ponieważ wskazuje na potencjalny zwrot z inwestycji w porównaniu do innych możliwości, takich jak obligacje czy inne papiery wartościowe, dając wyobrażenie o rentowności przedsiębiorstwa w stosunku do ryzyka. Do kalkulacji wskaźników przyjęto wartość przychodów netto ze sprzedaży.

Warto też zwrócić uwagę, że te wskaźniki mogą być różnie interpretowane w zależności od sektora, w jakim działa firma, oraz powinny być analizowane w kontekście trendów branżowych, historycznych wyników firmy oraz prognozowanych wyników w przyszłości. Ponadto, analizując te wskaźniki, należy uwzględnić strukturę kapitału firmy, ponieważ może to wpłynąć na koszty finansowe i tym samym na rentowność.

	2020	2021	2022
<b>Wskaźniki rentowności sprzedaży</b>			
Wskaźnik stopy marży brutto	-	-0,99%	15,57%
Wskaźnik rentowności działalności operacyjnej	-	1,88%	3,32%
Wskaźnik rentowności sprzedaży netto (ROS)	-	0,67%	17,18%
<b>Wskaźniki rentowności aktywów i kapitałów</b>			
Wskaźnik rentowności aktywów ogółem (ROA)	-	0,59%	17,70%
Wskaźnik rentowności kapitałów własnych (ROE)	-	0,97%	26,78%

#### 8.2.4 Płynność

Płynność finansowa jest kluczowym wskaźnikiem oceny zdolności firmy do regulowania zobowiązań krótkoterminowych w terminie. Jest ona określana przez stopień, w jakim przedsiębiorstwo posiada aktywa łatwo przekształcalne w gotówkę, czyli aktywa płynne, które można szybko i efektywnie zamienić na środki pieniężne, minimalizując przy tym koszty związane z ich sprzedażą. Analiza płynności finansowej bazuje na ocenie wskaźników płynności, które mierzą zdolność przedsiębiorstwa do pokrycia swoich zobowiązań

bieżących przy użyciu dostępnych aktywów płynnych. Te wskaźniki płynności oceniają, jak skutecznie aktywa obrotowe mogą być monetyzowane w celu uregulowania bieżących pasywów.

Wskaźnik płynności bieżącej (*current ratio*), wyliczany jako stosunek aktywów obrotowych do zobowiązań bieżących, służy jako miernik zdolności firmy do spłaty krótkoterminowych zobowiązań. Idealna wartość tego wskaźnika mieści się między 1.5 a 2.0, zapewniając, że firma ma wystarczające zasoby, by sprostać bieżącym zobowiązaniom. Wartość poniżej 1.0 może wskazywać na potencjalne problemy z płynnością finansową.

Wskaźnik płynności szybkiej (*quick ratio*), obliczany jako stosunek szybko zbywalnych aktywów obrotowych (z pominięciem zapasów) do zobowiązań bieżących, jest bardziej konserwatywnym miernikiem, ponieważ eliminuje zapasy, które mogą być mniej płynne. Jego wartość powinna przekraczać 1.0, aby wskazywać na dobre zdrowie finansowe firmy.

Wskaźnik płynności natychmiastowej jest wyrażony jako stosunek dostępnych środków pieniężnych do zobowiązań bieżących i pokazuje zdolność firmy do natychmiastowego uregulowania zobowiązań krótkoterminowych. Optymalny poziom dla tego wskaźnika to 0.1–0.2, sugerujący, że firma ma dostateczny bufor finansowy do pokrycia niespodziewanych wydatków czy chwilowych braków w przepływach pieniężnych.

	2020	2021	2022
Wskaźnik płynności bieżącej ( <i>current ratio</i> )	0,98	11,16	5,46
Wskaźnik płynności szybkiej	-	4,58	4,86
Wskaźnik płynności natychmiastowej	-	0,37	0,02

Dla przedsiębiorstwa w branży produkcji i handlu, które utrzymują duże zapasy najważniejszy jest wskaźnik płynności bieżącej. Zarządzanie płynnością finansową spółki obejmuje utrzymanie odpowiedniego stosunku między aktywami obrotowymi a zobowiązaniami krótkoterminowymi. Kiedy aktywa obrotowe przewyższają dwa razy wartość zobowiązań krótkoterminowych, uważa się to za sygnał stabilności finansowej przedsiębiorstwa, co oznacza, że ma ono zdolność do bezproblemowego uregulowania bieżących pasywów (wskaźnik w okolicach 2). Odwrotnie, kiedy zobowiązania krótkoterminowe przewyższają aktywa obrotowe (wskaźnik poniżej 1), pojawia się sygnał ostrzegawczy wskazujący na potencjalne trudności w wywiązaniu się z krótkoterminowych zobowiązań, co w skrajnych przypadkach może prowadzić do niewypłacalności.

#### 8.2.5 Sprawność działania

Analiza efektywności działania przedsiębiorstwa, inaczej określana jako analiza sprawności zarządzania lub analiza aktywności gospodarczej, służy do oceny, jak produktywnie wykorzystywane są zasoby majątku i kapitału firmy. Opiera się ona na wskaźnikach, które porównują wyniki ze sprzedaży (lub koszty ich uzyskania) z

do wartości wykorzystywanych aktywów i kapitału. Te wskaźniki dostarczają danych o tym, jak efektywnie zarządzane są aktywa firmy, co ma wpływ zarówno na jej płynność finansową, jak i długoterminową rentowność.

Wskaźnik rotacji zapasów w dniach pokazuje, przez jaki okres kapitał jest zainwestowany w zapasach. Jest to miara tego, jak szybko firma obraca zapasy w gotówkę.

Wskaźnik rotacji należności w dniach określa, przez ile dni kapitał firmy jest związany w formie należności, czyli nieściągniętych jeszcze płatności od klientów.

Wskaźnik rotacji zobowiązań krótkoterminowych mierzy, ile dni mija od momentu powstania zobowiązań do ich spłaty, co pokazuje szybkość regulowania przez firmę swoich długów.

Cykl operacyjny w dniach to okres od zakupu zapasów do momentu uzyskania przychodu ze sprzedaży. Wskaźnik ten wskazuje na efektywność zarządzania procesem produkcyjnym i handlowym.

Wskaźnik cyklu konwersji gotówki mierzy czas od wydatkowania środków na zobowiązania do momentu otrzymania płatności z należności. Daje to obraz, jak długo firma musi finansować swoją działalność z zewnętrznych źródeł kapitału.

Wskaźnik rotacji aktywów ogółem wskazuje, jak efektywnie majątek firmy generuje przychody ze sprzedaży. Jest to wskaźnik sprawności, jaką przedsiębiorstwo przekształca swoje aktywa w dochód.

Wskaźniki dla okresów historycznych zostały przedstawione w tabeli.

	2020	2021	2022
Wskaźnik rotacji zapasów w dniach	-	146	25
Wskaźnik rotacji należności w dniach	-	94	178
Wskaźnik rotacji zobowiązań w dniach	-	22	44
Cykl operacyjny w dniach	-	240	203
Cykl konwersji gotówki w dniach	-	218	159
Wskaźnik rotacji aktywów ogółem	-	0,892	1,03

### 8.3 Przygotowanie prognoz finansowych w poszczególnych latach prognozy

Mając na uwadze, iż wycena jest sporządzana na datę 1 grudnia 2023 r., Wyceniający przyjął okres prognozy od 1 grudnia 2023 r. do 31 grudnia 2028 roku. Oznacza to prognozę na 1 miesiąc bieżącego okresu oraz pięć pełnych lat. Prognozą w rozumieniu metodologii wycen jest zaplanowanie możliwych do uzyskania przez szacowany podmiot wyników finansowych w okresie następującym bezpośrednio po dacie, na jaką sporządzana jest wycena.

Prognoza została przygotowana oparciu o potencjał szacowanego podmiotu, tendencje rynkowe, specyfikę branży i szacowanego przedsiębiorstwa. Jak zostało to opisane we wcześniejszej części opinii, Wyceniający wykorzystał dane opracowane przez spółkę obejmujące źródła przychodów w ramach

różnych typów działalności oraz uwzględniając realizację zakładanych procesów inwestycyjnych i rozwojowych.

Przyjęto poniższe założenia do prognozy:

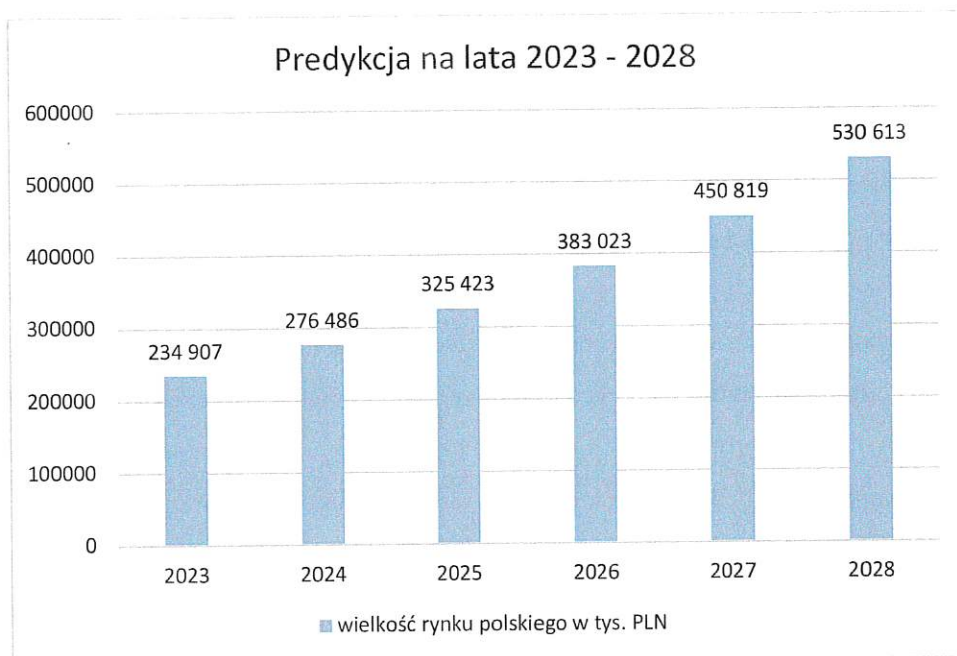
1. Prognoza została przygotowana w oparciu o analizę danych historycznych oraz o analizę rynku, na jakim działa szacowana Spółka.
2. Prognozy przygotowano dla okresu 30 dni oraz pięciu pełnych okresów rocznych począwszy od 1 grudnia 2023 r.
3. Poziom pozostałych przychodów operacyjnych został przyjęty na poziomie analogicznym do wartości dotychczasowych.
4. Na potrzeby prognozy przyjęto stabilny poziom kosztów odpowiadający kosztom z ostatniego pełnego roku obrotowego przed dniem wyceny.
5. Nie stwierdzono występowania aktywów nieoperacyjnych o istotnej wartości zbywczej
6. Przyjęto równoważenie się poziom nakładów na aktywa trwałe odpowiadające amortyzacji tak żeby oddać nakłady konieczne na prace naprawcze i działania zmierzające do utrzymania parku maszynowego i mocy produkcyjnych.
7. W prognozie nie uwzględniono planów rozwoju oraz dużych nakładów inwestycyjnych na rozwój przedsiębiorstwa.
8. Do przygotowania wyceny przyjęto równe miesiące (rok wynoszący 360 dni)
9. Analizowane wyniki podmiotu oraz podmiotu nabywającego wskazują na możliwość odliczenia generowanej straty w okresie prognozy co pozwala nie pomniejszać wyniku o podatek od osób prawnych.

Wyceniający dysponowali materiałami źródłowymi za dziewięć miesięcy 2023 r. co po właściwym przekształceniu pozwoliło na walidację prognoz i zakładanych wyników. Ze względu na połączenie wycenianego przedsiębiorstwa z Cosma SA analizę oparto nie tylko na danych historycznych, ale również na danych wyodrębnionych z ksiąg rachunkowych Cosma, które zostały właściwie przekształconych i doprowadzone do porównywalności.

Na podstawie raportów i danych opisanych w Rozdziale 5. Wyceniający przyjmuje do predykcji, że w roku 2022 światowy rynek CBD wyniósł 7,935 mld USD. W tym czasie rynek polski był odpowiedzialny za 0,64% całego rynku światowego. Przy przyjętej cenie USD/PLN z dnia 28 listopada 2023 na poziomie 3,93 oznacza to, że rynek polski CBD wyniósł 199 581 120 PLN. Z danych finansowych dostarczonych przez Zarząd Spółki wynika, że Canna Hemp Lab posiadał 1,333% rynku polskiego.

Na podstawie wyżej wspomnianych raportów i danych Wyceniający przyjął, że rynek światowy będzie wzrastał 17,7% rocznie co przy założeniu stałego udziału rynku polskiego w rynku światowym oznacza, że będzie to także prędkość rozwoju rynku polskiego CBD.

Przyjęte wielkości rynku polskiego oraz procentowego udziału wycenianego podmiotu przedstawia wykres poniżej.



Na tej podstawie zostały zaprognozowane dane finansowe dla spółki. Prognozowane dane przedstawione zostały w poniższej tabeli:

ROK	M12 2023	2024	2025	2026	2027	2028
<b>Przychód</b>	260 942,50 zł	3 685 551,89 zł	4 337 894,58 zł	5 105 701,92 zł	6 009 411,16 zł	7 073 076,93 zł
<b>Zysk netto</b>	27 242,40 zł	384 771,62 zł	452 876,19 zł	533 035,28 zł	627 382,52 zł	738 429,23 zł

#### 8.4. Obliczenie FCFE na datę wyceny

Kolejnym krokiem przy wycenie spółki jest obliczenie wartości FCFE (*Free Cash Flows to Equity*).

Wolne przepływy pieniężne dla właścicieli (FCFE) liczy się według następującej formuły:



Zysk netto  
 (+) amortyzacja  
 (-) nakłady amortyzacyjne  
 (-) zmiana kapitału obrotowego netto  
 (+) wpływy z zaciągniętych pożyczek, kredytów etc.  
 (-) wydatki z tytułu spłaty rat od zaciągniętych pożyczek, kredytów etc.  
 = **wartość FCFE w okresie prognozy**

Zgodnie z informacjami uzyskanymi od Zarządu spółki w kalkulacji przyjęto równoważenie się wpływów z zaciągniętych pożyczek, kredytów etc. z wydatkami z tytułu spłat rat od zaciągniętych pożyczek, kredytów. Założenie to oznacza, że obecny współczynnik zadłużenia jest rozumiany jako optymalny i będzie on utrzymywany – wraz ze ewentualną spłatą starych zobowiązań zostaną zaciągnięte nowe tak by utrzymać obecny poziom zadłużenia. Kolejnym założeniem jest równoważenie się amortyzacji z nakładami inwestycyjnymi w aktywa trwałe. Obecnie z dokumentów przedstawionych przez zarząd nie ma amortyzowanych aktywów. Niemniej przyjęto, iż przedsiębiorstwo musi czynić nakłady w stopniu minimalnym który odpowiadać będzie bieżącemu zużyciu co równoważyć będzie poziom amortyzacji składników. Wskazać należy, iż przedsiębiorstwo nie ma planów gwałtownej ekspansji ani znacznych inwestycji w najbliższych latach. Dlatego według wyceniających koniecznym jest założenie, że inwestycja w utrzymanie obecne aktywa trwałe była równa lub zbliżona do amortyzacji w perspektywie dokonywanej prognozy.

Dodatkowo biorąc pod uwagę wycenę na 2023 roku Wyceniający dla roku 2023 do wyliczenia FCFE przyjęte zostały wartości dla okresu od daty wyceny do końca roku. Wartości te zostały przygotowane w oparciu o prognozę dla całego roku, ale uwzględniają dynamikę z realnie osiągniętych wyników w pierwszych miesiącach roku oraz przewidywaną dynamikę sprzedaży po dacie wyceny zgodnie z przyjętymi założeniami dochodowości i kosztowności dla przedsiębiorstwa.

FCFE dla Spółki zostało zaprezentowane w tabeli na kolejnej stronie:

Rok w zł	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Free Cash Flow to Equity (FCFE)	27 242,40 zł	384 771,62 zł	452 876,19 zł	533 035,28 zł	627 382,52 zł	738 429,23 zł

W dalszej części przeprowadzona zostanie kalkulacja wartości kosztu kapitału własnego.

## 8.5 Kalkulacja kosztu kapitału własnego

Do przeprowadzenia wyceny wartości przedsiębiorstwa spółki Canna Hemp Lab Sp. z o.o. koniecznym jest określenie kosztu kapitału własnego który jak wskazano we wcześniejszej części opinii stanowi właściwą dla modelu FCFE podstawę obliczenia współczynnika dyskontowego.

Koszt kapitału własnego został obliczony według modelu CAPM (Capital Asset Pricing Model):

$$K_{kw} = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

gdzie:

$K_{kw}$  – koszt kapitału własnego; wymagana przez wspólników stopa zwrotu

$R_f$  – stopa zwrotu wolna od ryzyka

$\beta$  – współczynnik beta kapitału własnego spółki

$R_m$  – oczekiwana stopa zwrotu z portfela rynkowego

$(R_m - R_f)$  – premia za ryzyko rynkowe

### 8.5.1 Stopa wolna od ryzyka

Stopa zwrotu wolna od ryzyka reprezentuje zysk, jakiego inwestorzy mogą oczekiwać od inwestycji, które są uważane za całkowicie bezpieczne. W teorii, jest to stopa zwrotu z aktywów finansowych, które są postrzegane jako wolne od ryzyka niewykonania zobowiązań. Chociaż w praktyce nie istnieją inwestycje całkowicie wolne od ryzyka, najbliższe tej kategorii są długoterminowe papiery wartościowe wydawane przez stabilne rządy, takie jak obligacje rządowe czy bony skarbowe. Przyjmuje się, że rząd państwa jest emitentem z najniższym ryzykiem niewypłacalności.

W procesie wyceny, standardem jest wykorzystanie dziesięcioletnich obligacji skarbowych emitowanych przez rząd kraju, w którym przedsiębiorstwo prowadzi działalność, jako miernik stopy wolnej od ryzyka.

Wartość na grudzień 2023 wskazuje na wartość stopy wolnej od ryzyka na poziomie 5,52%. Jest to wartość bazowa, którą przyjmą Wyceniający na pierwszy okres predykcji (rok 2023). Jednocześnie przyjęto, iż w długiej perspektywie czasowej na jaką są tworzone predykcje stopa wolna od ryzyka nie będzie stała. Przyjęto, iż będzie stopniowo wracała do wartości średniej z ostatnich 5 lat wynoszącej 3,33%. Jest to podyktowane polityką rządu i rady polityki pieniężnej, która będzie dążyć do powrotu do celu inflacyjnego w najbliższych latach. Z tego względu do kalkulacji w kolejnych latach prognozy przyjęto liniową zmianę stopy wolnej od ryzyka tak by w 2028 roku wynosiła ona tyle co przyjęta wartość docelowa.

### 8.5.2 Współczynnik $\beta$

Współczynnik  $\beta$  jest miarą systematycznego ryzyka, wyraża stopień korelacji pomiędzy stopami zwrotu z inwestycji w dane aktywo (akcje) a stopami zwrotu z indeksu rynku. Określa on, jak zmieni się stopa zwrotu z analizowanych akcji w stosunku do tego, jak będzie się zmieniała stopa zwrotu z portfela rynkowego.

- $\beta > 1$  akcje są pozytywnie skorelowane ze stopą zwrotu rynku, jej reakcje na zmiany rynku są duże. Przy zmianach stopy zwrotu rynku odpowiednio stopa zwrotu akcji spada o większą ilość lub rośnie o większą ilość niż rynek, dlatego nazywane są akcjami agresywnymi, które mają ryzyko większe od rynkowego.
- $\beta = 1$  Akcje są silnie skorelowane z rynkiem, a co za tym idzie, gdy stopy zwrotu rynku wzrastają, to tak samo wzrastają stopy zwrotu z tej akcji, natomiast gdy stopa zwrotu rynku spada, identycznie spada również stopa zwrotu z tej akcji. Współczynnik beta równy 1 ma na przykład portfel rynkowy.
- $0 < \beta < 1$  stopa zwrotu jest pozytywnie skorelowana ze stopą zwrotu rynku, jednak jej reakcję na zmiany stopy zwrotu rynku są niewielkie. Nawet przy dużych spadkach stopy zwrotu rynku, stopa zwrotu akcji zmniejsza się jedynie nieznacznie. Akcje o takim wskaźniku beta cechuje ryzyko niższe od rynkowego. Są to akcje defensywne.
- $\beta = 0$  stopa zwrotu nie jest skorelowana ze stopą zwrotu rynku. Akcje o takim wskaźniku nie reagują na zmiany rynku, są one wolne od ryzyka. Taką wartość współczynnika beta przyjmują na przykład obligacje i bony skarbowe.
- Im niższy współczynnik beta, tym niższy poziom ryzyka, który jednocześnie wiąże się z mniejszym potencjałem dużych zwrotów.
- $\beta < 0$  W bardzo rzadkich sytuacjach zdarza się, że współczynnik przyjmuje wartości poniżej 0 oznacza to, że stopy zwrotu akcji mają tendencje odwrotne do zmian indeksu giełdowego.

Współczynnik  $\beta$  został oszacowany na podstawie średniego ważonego kapitałem współczynnika  $\beta$  funkcjonujących, notowanych oraz podobnych spółek. Do wyznaczenia współczynnika  $\beta$  zostały wybrane spółki notowane na polskiej giełdzie NewConnect, które profilem odpowiadają wycenianemu podmiotowi. Zidentyfikowane zostały trzy spółki:

Labocanna S.A. (LCN) działająca w branży konopnej, której działalność jest skupiona jest na trzech głównych obszarach: dystrybucja spożywczych oraz medycznych konopno-pochodnych produktów, prace badawczo-rozwojowe nt. zastosowania konopi w kosmetykach, tworzywach oraz włókiennictwie a także uprawa oraz produkcja konopi.

Hemp & Health S.A. (HEMP) działająca w obszarze wykorzystania konopi przemysłowych i medycznych oraz oferująca produkty, usługi oraz technologie medyczne. Zajmuje się dystrybucją kwiatów konopi, izolatów oraz destylatów zawierających wysokoprocenowe stężenie CBD, THC oraz innych kanabinoidów.

Cannabis S.A. (CBD) zajmuje się produkcją i dystrybucją urządzeń oraz olejków do waporyzacji (inhalacji) kannabinoidów, a także prowadząca prace badawcze nad nowymi produktami spełniającymi wymagania prawne.

Dla każdej spółki został pobrany jej współczynnik  $\beta$  oraz dane finansowe. Współczynniki dla każdej spółki zostały odlewarowane ze względu na ich wartość długu do kapitału własnego. Następnie została obliczona średnia ważona kapitałem spółki.

Spółka	współczynnik $\beta$	Kapitalizacja [tys. PLN]	D/E	Odlewarowany współczynnik $\beta$
LCN	1,5	8 458	0,04	1,45
HEMP	1,06	26 683	0,035	1,07
CBD	0,6	11 843	0,62	0,42
<b>ŚREDNIA WAŻONA</b>				<b>0,975</b>

Co do zasady współczynnik  $\beta$  jest to parametr, w którym uwzględnia się ryzyko związane z zaciąganiem zobowiązań finansowych przez spółki działające na danym rynku. Podmiot musi się wtedy liczyć z efektem dźwigni finansowej, który zwiększa ryzyko finansowe. Na potrzeby kalkulacji zastosowano współczynnik odlewarowany, który następnie został zmieniony tak by uwzględnić charakterystykę wycenianego przedsiębiorstwa.

By uzyskać współczynnik  $\beta$  dla wycenianej Spółki należy przeliczyć go lewarując z wykorzystaniem stosunku długu do kapitału własnego przedsiębiorstwa według wzoru:

$$\beta_{\text{prywatna}} = \beta_{\text{odlewarowana}} * (1 + (1 - t) * D/E)$$

gdzie:

$\beta_{\text{prywatna}}$  – beta dla prywatnego przedsiębiorstwa

$\beta_{\text{odlewarowana}}$  – beta odlewarowana dla branży

$t$  – podatek dochodowy prywatnego przedsiębiorstwa

$D/E$  – stosunek długu do kapitału własnego przedsiębiorstwa prywatnego

Stosunek długu do kapitału własnego dla roku 2023 został przyjęty według danych wynikających z danych za rok 2022 równy 0.51 i dla następnych latach: 0.4 w 2024, 0.3 w 2025 oraz 0.2 dla lat 2026 – 2028. Zbieganie stosunku  $D/E$  na poziomie 0.2 wynika z przyjętej polityki przedstawionej przez Zarząd.

Z wykorzystaniem powyższego wzoru zostały ustalone współczynniki  $\beta$  dla spółki w latach 2023 – 2028 przedstawiony w dalszej analizie.

### 8.5.3 Premia za ryzyko rynkowe

Ostatnim elementem kalkulacji kosztu kapitału własnego jest określenie premii za ryzyko rynkowe (Equity Risk Premium - ERP). Jest ona oparta na danych historycznych i wskazuje jak wysokich stóp zwrotu oczekują uczestnicy rynku przy założeniu, że ryzyko wykorzystania kapitału własnego jest wyższe od wykorzystania kapitału obcego. Jest to rodzaj nagrody za ryzyko ponoszone przez inwestora, którego inwestycje są bardziej podatne na wyższą zmienność cen aktywów lub na możliwość utraty wartości w porównaniu z inwestycjami o niższym ryzyku. Może to być dodatkowy zysk, którego inwestorzy oczekują od inwestycji bardziej ryzykownych, takich jak akcje w porównaniu z bezpieczniejszymi obligacjami. Ta premia stanowi rekompensatę za niepewność i potencjalne straty, które mogą wystąpić w wyniku inwestycji w bardziej ryzykowne aktywa.

Na potrzeby niniejszej wyceny wyznaczono premie za ryzyko rynkowe na podstawie publikacji A. Damodarana z wykorzystaniem „country risk premium” obliczonego na podstawie właściwego dla Polski współczynnika kalkulowanego na podstawie otrzymanej kategorii w ratingu Moody’s (A2) który wynosi 6,28%. Na tej podstawie wyceniający wyznaczają premię za ryzyko rynkowe na poziomie 6.28%.

### 8.5.4 Kalkulacja wartości kosztu kapitału własnego wg. modelu CAPM dla Canna Hemp Lab Sp. z o.o.

Zgodnie z tym wzorem dla każdego roku predykcji zostanie wyznaczony koszt kapitału własnego w zależności od zmiany współczynnika beta przedsiębiorstwa.

Kalkulacja kosztu kapitału własnego	2023	2024	2025	2026	2027	2028
$\beta$	1,368	1,290	1,211	1,132	1,132	1,132
<b>Premia za ryzyko</b>	6,28%	6,28%	6,28%	6,28%	6,28%	6,28%
<b>Stopa wolna od ryzyka</b>	5,52%	5,08%	4,64%	4,21%	3,77%	3,33%
<b>Koszt kapitału własnego</b>	<b>14,11%</b>	<b>12,93%</b>	<b>11,75%</b>	<b>11,31%</b>	<b>10,88%</b>	<b>10,44%</b>

### 8.6 Obliczenie zdyskontowanych FCFE (zdyskontowanie osiągniętych wyników) - DFCFE na datę wyceny.

Na tym etapie wyceny należy dokonać dyskonta się przepływów pieniężnych FCFE przyjętym współczynnikiem dyskontowym. Pozwala to uzyskać obecną wartość przyszłych przepływów pieniężnych Spółki. W poniższej tabeli Wyceniający przedstawił wartość uzyskanych wartości, wyliczonych jako iloczyn FCFE i współczynników dyskontowych.

Rok	2023	2024	2025	2026	2027	2028
<b>Free Cash Flow to Equity (FCFE)</b>	27 242,40 zł	384 771,62 zł	452 876,19 zł	533 035,28 zł	627 382,52 zł	738 429,23 zł
<b>Koszt kapitału własnego</b>	14,11%	12,93%	11,75%	11,31%	10,88%	10,44%
<b>Współczynnik dyskontowy</b>	0,989	0,877	0,793	0,719	0,656	0,604
<b>Zdyskontowane wolne przepływy pieniężne</b>	26 944,31 zł	337 272,72 zł	359 294,54 zł	383 029,22 zł	411 577,57 zł	445 790,11 zł

### 8.7 Zsumowanie Zdyskontowanych Przepływów Pieniężnych (DFCFE)

Kolejno, należy zsumować zdyskontowane planowane przepływy pieniężne. Jest to jedna z dwóch składowych potrzebnych do wyliczenia wartości zorganizowanej części przedsiębiorstwa EqV (*Equity Value*) – która w następnych krokach będzie składnikiem do obliczenia wartości kapitału dla wspólników.

Rok	2023	2024	2025	2026	2027	2028
<b>Zdyskontowane wolne przepływy pieniężne</b>	26 944,31 zł	337 272,72 zł	359 294,54 zł	383 029,22 zł	411 577,57 zł	445 790,11 zł
<b>Suma zdyskontowanych przepływów pieniężnych</b>				<b>1 963 908,46 zł</b>		

**WNIOSEK:** Zdyskontowane przepływy pieniężne wynoszą 1 963 908,46 zł (słownie: *jeden milion dziewięćset sześćdziesiąt trzy tysiące dziewięćset osiem 46/100 zł*).

### 8.8 Kalkulacja wartości rezydualnej – ReV

Kolejnym krokiem koniecznym do obliczenia wartości przedsiębiorstwa jest obliczenie jego wartości rezydualnej (ReV). W wycenie spółki metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych, wartość rezydualna określa sumę prognozowanych do nieskończoności wpływów finansowych netto generowanych po okresie szczegółowej prognozy. Dlatego wartość rezydualna zwana jest też często wartością pozostałą lub wartością końcową. Wartość rezydualna wyliczana jest według poniższej formuły:

$$ReV = \frac{FCFE_{ost}(1 - g)}{K_{kw} - g}$$

gdzie:

$FCFE_{ost}$  - wolne przepływy pieniężne w ostatnim roku prognozy

$K_{kw}$  - koszt kapitału własnego; wymagana przez wspólników stopa zwrotu

$g$  - stopa wzrostu po okresie prognozy

Stopa wzrostu po okresie prognozy ma kapitalne znaczenie dla wartości spółki. Wyceniający przyjął tę stopę na poziomie 1,2% tj. na poziomie niższym niż prognozowany wzrost dla Polskiej gospodarki do 2050 wg raportu PwC<sup>4</sup>.

Wartość rezydualna została wyliczona w poniżej tabeli:

Wyszczególnienie	Wartość
FCFE w ostatnim roku prognozy	738 429,23 zł
CE w ostatnim roku prognozy	10,44%
Stopa wzrostu po okresie prognozy	1,2%
<b>Wartość rezydualna w zł</b>	<b>8 089 634,38 zł</b>

**WNIOSEK:** Wartość rezydualna wynosi 8 089 634,38 zł (*słownie: osiem milionów osiemdziesiąt dziewięć tysięcy sześćset trzydzieści cztery 38/100 zł*).

#### 8.9 Dyskontowanie wartości rezydualnej ReV

Drugą składową wartości przedsiębiorstwa (*Equity Value*) jest wartość bieżąca ReV (wartości rezydualnej). Oblicza się ją dyskontując wartość rezydualna współczynnikiem dyskontującym z ostatniego roku prognozy.

Wyszczególnienie	Wartość
Wartość rezydualna	8 089 634,38 zł
Współczynnik dyskontujący w ostatnim roku prognozy	0,604
<b>Zdyskontowana wartość rezydualna w zł</b>	<b>4 883 716,45 zł</b>

**WNIOSEK:** Zdyskontowana wartość rezydualna wynosi 4 883 716,45 zł (*słownie: cztery miliony osiemset osiemdziesiąt trzy tysiące siedemset sześćnaście 45/100 zł*).

<sup>4</sup> Raport PwC : „Świat w 2050 roku: Czy przesunięcie w układzie sił światowych gospodarek będzie się utrzymywało?”

### 8.10 Kalkulacja wartości kapitałów własnych (Equity Value – EqV) na datę wyceny

Wyliczenie wartości kapitałów własnych następuje według poniższego wzoru:

Suma zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DFCFE) z okresu prognozy
(+) Zdyskontowana wartość rezydualna (ReV)
= <b>Wartość kapitałów własnych (EqV)</b>
(+) Wartość aktywów nieoperacyjnych
= <b>Wartość kapitałów własnych po korekcie</b>
(-/+ premia/dyskonto za kontrolę
(-/+ premia/dyskonto za brak płynności
= <b>Wartość przedsiębiorstwa bez premii za kontrolę</b>

Aktywa nieoperacyjne to składniki przedsiębiorstwa, które nie generują przepływów pieniężnych. Na podstawie dostępnej Wyceniającemu można było stwierdzić brak występowania aktywów nieoperacyjnych o istotnym znaczeniu majątkowym.

Wyceniający znalazł podstawy do zastosowania dyskonta z tytułu braku płynności z uwagi na niepubliczny charakter szacowanego podmiotu. Wyliczenie wartości kapitałów własnych metodą DCF ilustruje poniższa tabela:

Wyszczególnienie	Wartość
<b>Suma zdyskontowanych przepływów pieniężnych</b>	1 963 908,46 zł
<b>Zdyskontowana wartość rezydualna</b>	4 883 716,45 zł
<b>Wartość kapitałów własnych (EqV – equity value)</b>	6 847 624,92 zł
<b>Dyskonto za brak płynności</b>	1 369 524,98 zł
<b>Wartość kapitałów własnych EqV po premiach i dyskontach</b>	5 478 099,93 zł

WNIOSEK: Wartość kapitałów własnych Spółki obliczona w podejściu dochodowym metodą DCF wynosi **5 478 099,93 zł** (słownie: *pięć milionów czterysta siedemdziesiąt osiem tysięcy dziewięćdziesiąt dziewięć 93/100 złotych*)



## ROZDZIAŁ 9. ZASTOSOWANIE SYMULACJI MONTE CARLO DO WYCENY KAPITAŁÓW WŁASNYCH SPÓŁKI METODĄ ZDISKONTOWANYCH PRZYSZŁYCH STRUMIENI PIENIĘŻNYCH.

### 9.1 Metoda Monte Carlo

Ostatnim elementem koniecznym do obliczenia wartości wycenianego zorganizowanej części przedsiębiorstwa jest zastosowanie symulacji Monte Carlo. Jej zastosowanie pozwoli uzyskać ostateczną wartość wycenianego aktywa.

Warto zauważyć, że w analizie rynku w Rozdziale 8 zostały uwzględnione konkretnie oszacowane liczby, oparte na rzetelnej literaturze, których osiągnięcie jest wysoce prawdopodobne. Z uwagi na brak pewności co do przyszłych warunków, te wartości zostały ustalone na podstawie rozkładu prawdopodobieństwa. Aby dokładniej określić wartość zorganizowanej części przedsiębiorstwa, te prawdopodobieństwa muszą być odpowiednio odzwierciedlone w przeprowadzonych obliczeniach. Dlatego w przedmiotowej wycenie wykorzystane zostaną dodatkowe metody uwzględniające te aspekty probabilistyczne.

By uwzględnić wspomnianą niepewność w ramach wyceny przeprowadzone zostaną obliczenia wartości kapitałów własnych metodą DCF, stosując metodę symulacji Monte Carlo. Ta technika analityczna pozwala na uwzględnienie różnorodnych scenariuszy przyszłych wyników finansowych oraz zmienności zmiennych kluczowych dla wyceny. Metoda Monte Carlo daje możliwość analizy szerokiego spektrum możliwych wyników, co pozwala lepiej zrozumieć i uwzględnić ryzyko oraz niepewność związane z prognozami przyszłych przepływów pieniężnych, co z kolei wpływa na wiarygodność i trafność dokonywanej wyceny.

Metoda Monte Carlo to technika numeryczna wykorzystywana do symulowania wyników w procesach losowych poprzez generowanie dużych ilości losowych próbek. Metoda ta jest używana w różnych dziedzinach, takich jak fizyka, ekonomia czy informatyka, umożliwiając modelowanie i analizę zjawisk, których deterministyczne rozwiązanie byłoby trudne lub niemożliwe do osiągnięcia. Poprzez wielokrotne powtarzanie eksperymentów na losowych danych, metoda Monte Carlo pozwala przybliżyć się do szacowania wartości oczekiwanych, prawdopodobieństw oraz rozkładów różnych zmiennych losowych. Metoda Monte Carlo znajduje zastosowanie w różnych obszarach, zwłaszcza tam, gdzie istnieje potrzeba modelowania zjawisk losowych lub trudnych do opisanego za pomocą tradycyjnych metod analitycznych. Metoda szeroko używana jest w finansach przykładowo do wyceny instrumentów finansowych, prognozowania rynków, symulowania portfeli inwestycyjnych oraz oceny ryzyka finansowego.

W niniejszej wycenie wcześniej przygotowany model DCF stanowi scenariusz wyjściowy pokazujący modelową strukturę rentowności oraz inne parametry finansowe wycenianej zorganizowanej części

przedsiębiorstwa. W celu obliczenia wartości przyjęte zostaną zmienne związane z wielkością rynku i dynamiką jego rozwoju tak aby w wycenie uwzględnić zmienność tych parametrów przy stabilnej strukturze kosztów i rentowności.

Kalkulacja metodą Monte Carlo wykonana zostanie kilku krokach:

1. Określenie problemu - Najpierw wskazane zostanie jakie wartości stanowiąc będą zmienne przyjęte do kalkulacji.
2. Losowanie próbek – wygenerowana zostanie znaczna liczba próbek, zgodnych z założonymi rozkładami, które odzwierciedlają badane zjawisko.
3. Na podstawie zebranych próbek obliczone zostaną odpowiednie wartości oraz wskazane zostanie końcowa wartość wyceny.
4. Na podstawie obliczeń zostanie określony rozkład wyników, który interpretowany będzie jako rozkład prawdopodobieństwa wartości wyceny.

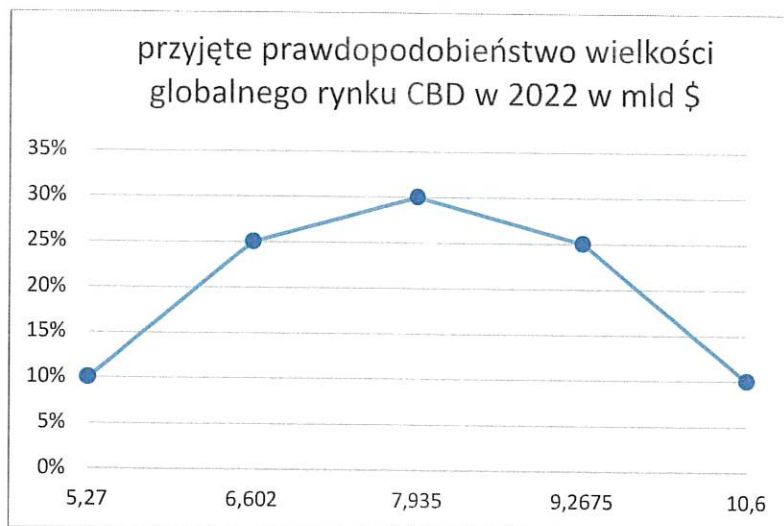
#### 9.2 Założenia do zmiennych opisujących przyszłą wielkość rynku

W przypadku niniejszej wyceny zmiennymi, które będą losowane do próbki będą:

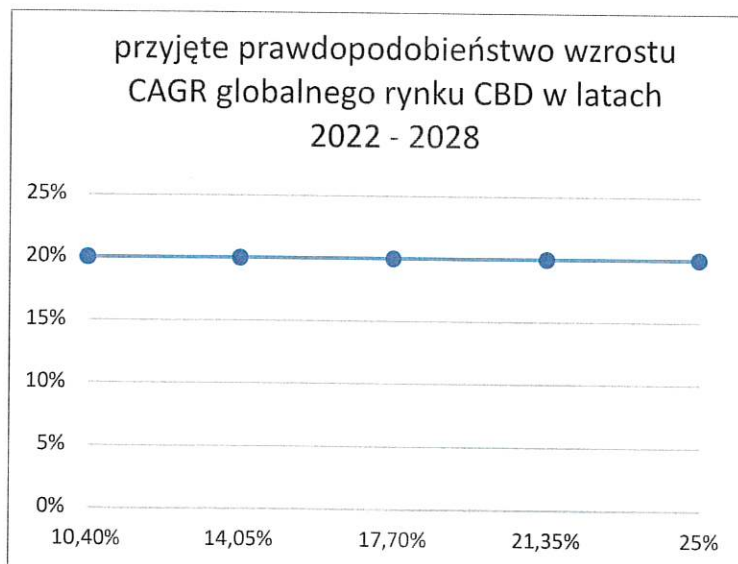
- wielkość rynku w roku 2022 na podstawie zebranej literatury – jako rok poprzedzający wycenę i wpływający na potencjalny rozwój rynku w latach obejmujących prognozę;
- wzrost rynku rok do roku w latach 2022- 2028 r.;
- udział rynku polskiego na rynku światowym.

Są to zmienne, które przy przyjętych założeniach, bezpośrednio wpływają na szacowanie wolnych przepływów pieniężnych wycenianego podmiotu. Na podstawie danych z 2022 r. zostały kalkulowane wartości dla lat prognozy 2023-2028 r.

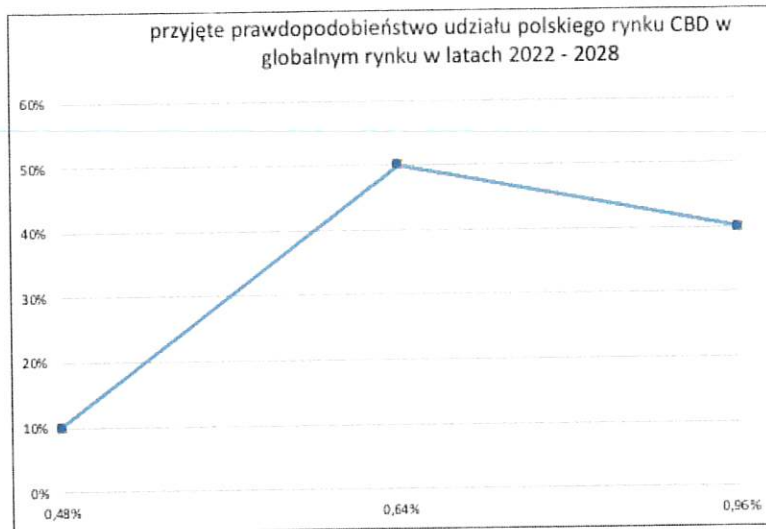
Dla wielkości rynku światowego CBD w roku 2022 zostaną przyjęte prawdopodobieństwa wynikające z rozkładu prognoz raportów rynkowych tj.: wartość minimalna rynku szacowana na 5,27 mld USD z prawdopodobieństwem 10%, wielkość 6,6 mld USD z prawdopodobieństwem 25%, wielkość 7,935 mld USD z prawdopodobieństwem 30%, wielkość 9,27 mld USD z prawdopodobieństwem 25%, wielkość maksymalna na poziomie 10,6 mld USD z prawdopodobieństwem 10%.



Dla prawdopodobieństwa wzrostu rok do roku rynku globalnego CBD w latach 2022-2028 został przyjęty rozkład jednostajny między wartościami 10,4%, a 25,0%, które to wartości są podawane w raportach dotyczących rynku.



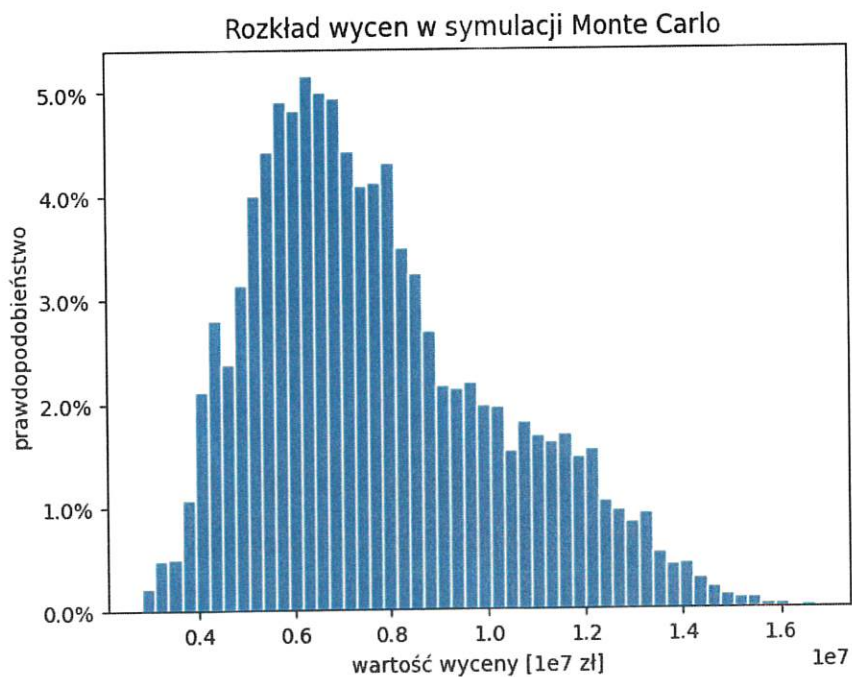
Dla prawdopodobieństwa udziału rynku polskiego w rynku globalnym CBD zostało przyjęte prawdopodobieństwo na poziomie 50% dla raportowanego obecnie poziomu 0,64%, prawdopodobieństwo 40% dla wzrostu tej wartości o 50% (zgodnie z raportami branżowymi) do poziomu 0,96% oraz prawdopodobieństwo 10% dla spadku o 25% do wartości 0,48%.



Pozostałe wartości przyjęte do wyliczenia kapitałów własnych metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych pozostają takie jak w Rozdziale 8.

### 9.3 Przeprowadzenie obliczeń

Ze względu na małą liczbę zmiennych losowanych wyceniający przyjęli liczbę losowań na poziomie  $n=10000$ . Wyniki opisanych działań zostały zobrazowane na wykresie poniżej.



Podstawowe statystyki otrzymanych wyników wskazują na:

- Minimalna wartość wyceny wynosi: 2 818 436,58 zł
- Maksymalna wartość wyceny wynosi: 16 722 075,56 zł
- Średnia wartość wyceny wynosi: 7 723 567,35 zł
- Mediana wartości wynosi: 7 247 658,56 zł

Ze względu na potrzebę określenia jednej wartości wyceny Wyceniający przyjmuje wartość, która jest medianą otrzymanych wyników. Oznacza to, że obliczona w ten sposób wartość wynosi 7 247 658,56 zł.

Jednak na podstawie rozkładu otrzymanych wartości najodpowiedniejsze wydaje się przyjęcie, że przy wymienionych założeniach z około 68% prawdopodobieństwem wartość powinna wynieść między 5 000 000 zł a 10 000 000 zł w zależności od spełniającego się w przyszłości scenariusza.

WNIOSEK: Wartość kapitałów własnych Spółki obliczona w podejściu dochodowym metodą DCF na podstawie symulacji Monte Carlo wynosi **7 247 658,56 zł** (słownie: *siedem milionów dwieście czterdzieści siedem tysięcy sześćset pięćdziesiąt osiem 56/100 złotych*).

## ROZDZIAŁ 10. WYCENA KAPITAŁÓW WŁASNYCH SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ MNOŻNIKOWĄ.

### 10.1 Prezentacja metodologii porównawczej mnożnikowej

Metoda porównawcza mnożnikowa to popularna metoda wyceny przedsiębiorstw, wykorzystywana do określenia ich wartości poprzez porównanie z podobnymi firmami na rynku. Jest to podejście relatywne, oparte na stosowaniu różnych wskaźników lub mnożników, które odzwierciedlają wartość przedsiębiorstwa w stosunku do określonych parametrów finansowych lub operacyjnych. Zazwyczaj, w metodzie porównawczej mnożnikowej używa się takich wskaźników jak:

Mnożniki Equity Value (kapitałów własnych) - służą do ustalenia wartości rynkowej kapitału własnego przedsiębiorstwa. Jest to wartość przedsiębiorstwa, która należy do właścicieli rozumianych jako udziałowców lub akcjonariuszy. Przykładowymi mnożnikami Equity Value (wartość kapitałów własnych) są Cena / Zysk, Cena / Wartość księgową, Cena / Przychód

Mnożniki Enterprise Value (wartość przedsiębiorstwa) - służą do ustalenia wartości rynkowej całego przedsiębiorstwa. W wyniku ich zastosowania otrzymamy wartość rynkową kapitałów własnych wraz z

wartością długu. Żeby uzyskać wartość kapitałów własnych, która jest celem niniejszej opinii należy od EV odjąć wartość zobowiązań przedsiębiorstwa. Przykładowymi mnożnikami z tej kategorii są: EV / Sprzedaż, EV / Przychód, EV / EBITDA

Kalkulacja mnożników polega na porównaniu do określonych baz wyceny – Equity Value i Enterprise Value obliczonych dla spółek wybranych do porównania. Dla wybranych spółek obliczane są parametry takie jak Cena / Zysk czy EV / Sprzedaż. Następnie na ich podstawie obliczana zostanie jedna wartość Mnożnika Rynkowego (Mnożnik), która posłuży do kalkulacji wartości. W niniejszej opinii wartość ta obliczana jest jako średnia ważona kapitalizacją wybranych spółek porównywanych. Kolejnym krokiem jest przemnożenie odpowiedniej do mnożnika Bazy Wyceny (BW) pochodzącej z historycznych danych wycenianej spółki wycenianej. W ten sposób szacowana jest wartość wyceny dla każdego wybranego mnożnika, by uzyskać ostateczną wartość wyceny otrzymane wartości zostaną uśrednione co jest rozumiane jako złożenie wybranych parametrów na wartość spółki.

#### 10.2 Wskaźniki przyjęte do wykonania wyceny

Do wyceny metodą porównawczą mnożnikową zostały wybrane 3 mnożniki:

- Cena / Przychód ze sprzedaży (ang. Price to sales) - iloraz rynkowej ceny akcji i wartości sprzedaży spółki przypadającej na jedną akcję. Wskaźnik ten informuje inwestorów, ile trzeba zapłacić za jedną złotówkę wartości sprzedaży realizowanej przez firmę.
- Cena / Wartość księgową (ang. Price to book value) – iloraz rynkowej ceny akcji i wartość księgową rozumiana jako kapitał własny. Mnożnik ten pokazuje efektywność wykorzystania aktywów, nie uwzględniając źródła pochodzenia kapitału.
- Wartość przedsiębiorstwa / Przychód ogółem - iloraz rynkowej wartości przedsiębiorstwa i wartości sprzedaży spółki ogółem. Wskaźnik ten może informować o efektywności przemiany wpływających pieniędzy na wartość przedsiębiorstwa. By określić wartość kapitałów własnych po obliczeniu wartości z tego mnożnika zostaną od niego odjęte zobowiązania spółki oraz dodane środki pieniężne.

#### 10.3 Spółki przyjęte do porównania

By wybrać spółki do porównania Wyceniający przyjrzeni się rynkowi Stanów Zjednoczonych. Obecnie rynek CBD w Stanach Zjednoczonych osiągnął stadium dojrzałości, gdzie firmy branżowe osiągnęły stabilną pozycję. Analiza tego rynku może stanowić punkt odniesienia dla przyszłego kształtu firm działających na polskim rynku za kilka lat. Taka ocena pozwoli nam lepiej zrozumieć najlepsze praktyki operacyjne dla przedsiębiorstw z sektora konopi oraz wyznaczyć adekwatną wycenę dla takich firm. Należy zwrócić uwagę, iż dokonany dobór przedsiębiorstw do porównania jest silnie zachowawczy. Był on podyktowany m.in.46

koniecznością pominięcia przedsiębiorstw wykazujących ujemne wartości na rachunku zysków i strat a prezentujące mimo to korzystne wartości cen akcji. Wybór ten choć pozwolił na uzyskanie odpowiednich wartości nie oddaje pełnego potencjału dochodowego wycenianego przedsiębiorstwa. Jako wyznacznik zostało wybrane 6 firm działające na terenie Stanów Zjednoczonych:

- Curaleaf Holdings (CURLF)
- Green Thumb Industries (GTBIF)
- Trulieve Cannabis (TCNNF)
- Cresco Labs (CRLBF)
- Glass House Brands (GLASF)
- The Cannabist Company Holdings (CBSTF)

Curaleaf Holdings to jedna z wiodących firm w branży konopi i produktów związanych z konopiami w Stanach Zjednoczonych. Specjalizuje się w uprawie, produkcji i dystrybucji szerokiej gamy produktów z konopi, w tym olejków CBD, kwiatów konopi, przetworzonych produktów konopnych oraz produktów medycznych i rekreacyjnych. Firma posiada liczne zakłady produkcyjne i sprzedażowe w różnych stanach USA. Curaleaf jest zaangażowana w rozwój nowatorskich produktów, badania i edukację dotyczącą zastosowań medycznych konopi oraz w budowanie świadomości na temat potencjalnych korzyści zdrowotnych wynikających z produktów konopnych. Jest także jednym z liderów w kwestii tworzenia standardów dotyczących jakości i regulacji w branży konopi.

Green Thumb Industries (GTI) to firma z branży konopi w Stanach Zjednoczonych, skupiająca się na produkcji, dystrybucji i sprzedaży szerokiej gamy produktów konopnych. Specjalizuje się w uprawie, przetwarzaniu i sprzedaży produktów medycznych oraz rekreacyjnych związanych z konopiami. GTI posiada zakłady produkcyjne i sklepy detaliczne w wielu stanach USA. Firma koncentruje się na rozwijaniu innowacyjnych produktów, badaniach naukowych dotyczących potencjalnych korzyści zdrowotnych konopi oraz na edukacji społecznej na temat wykorzystania konopi w medycynie i w codziennym życiu.

Trulieve Cannabis to wiodąca firma z branży konopi w Stanach Zjednoczonych, skupiająca się głównie na produkcji, dystrybucji i sprzedaży produktów medycznych związanych z konopiami. Firma specjalizuje się w oferowaniu różnorodnych produktów konopnych, w tym kwiatów, olejków, produktów konsumenckich oraz akcesoriów związanych z konopiami. Jako jeden z liderów w sektorze medycznej marihuany w USA, Trulieve Cannabis odgrywa istotną rolę w rozwoju przemysłu konopnego oraz w tworzeniu standardów jakości i bezpieczeństwa w tej branży.

Cresco Labs to firma z sektora konopnego w Stanach Zjednoczonych, skupiająca się na produkcji, przetwarzaniu i dystrybucji różnorodnych produktów związanych z konopiami. Specjalizuje się w tworzeniu innowacyjnych rozwiązań konopnych, w tym kwiatów konopi, olejków, produktów konsumenckich oraz medycznych. Posiadając zakłady produkcyjne i sprzedażowe w różnych stanach USA, Cresco Labs stawia na wysoką jakość i różnorodność swoich produktów. Firma aktywnie uczestniczy w badaniach dotyczących potencjalnych zastosowań medycznych konopi oraz wspiera edukację na temat korzyści zdrowotnych produktów konopnych.

Glass House Brands to firma znana głównie ze swoich produktów związanych z konopiami i produktów konopnych. Glass House Brands wyróżnia się jako firma konopna poprzez swoje podejście do produkcji wysokiej jakości produktów konopnych. Specjalizują się w ekologicznych metodach uprawy, oferując różnorodne produkty konopne, takie jak kwiaty, ekstrakty, skupiając się zarówno na rynku rekreacyjnym, jak i medycznym. Firma kładzie nacisk na innowacje, jakość i zrównoważony rozwój w branży konopi, starając się być liderem pod względem produktów i metod produkcji.

The Cannabist Company Holdings Inc., wcześniej znana jako Columbia Care Inc., jest hodowcą, producentem oraz dostawcą produktów konopnych i usług z nimi związanych, posiadając licencje w 16 jurysdykcjach Stanów Zjednoczonych. Firma prowadzi około 125 obiektów, w tym 94 punkty sprzedaży detalicznej oraz 31 obiektów do uprawy i produkcji, w tym te w fazie rozwoju. Jest wielostanowym dostawcą konopi w Stanach Zjednoczonych, dostarczając produkty i usługi zarówno na rynek medyczny, jak i rekreacyjny. Wprowadziła na rynek swoją markę detaliczną Cannabist, tworząc krajową sieć punktów sprzedaży detalicznej wykorzystującą platformy technologiczne własnego projektu. Firma oferuje produkty obejmujące kwiaty, oleje i tabletki, a także produkuje różne marki, w tym Seed & Strain, Triple Seven, Hedy, gLeaf, Classix, Press oraz Amber.

#### 10.4 Obliczenie wartości mnożników

Dla wskazanych przedsiębiorstw zostały pobrane dane, na ostatni dzień Q3 2023, odnośnie interesujących mnożników i wyliczona dla nich średnia ważona kapitałem tych przedsiębiorstw, jak w tabeli poniżej.

Firma (ticker)	Kapitalizacja [w mln dolarów]	Cena / Przychód ze sprzedaży	Cena / Wartość księgowa	Wartość przedsiębiorstwa / Przychody ogółem
<b>Curaleaf Holdings (CURLF)</b>	3278	2,40	2,78	2,91
<b>Green Thumb Industries (GTBIF)</b>	2655	2,56	1,56	2,57
<b>Trulieve Cannabis (TCNNF)</b>	1133	1,01	0,77	1,48
<b>Cresco Labs (CRLBF)</b>	693	0,82	1,11	1,33
<b>Glass House Brands (GLASF)</b>	322	2,20	2,94	2,12
<b>The Cannabist Company Holdings (CBSTF)</b>	386	0,72	2,47	1,27
<b>Średnia ważona kapitalizacją</b>		2,23	2,16	2,59



10.5 Obliczenie wartości zorganizowanej części przedsiębiorstwa Spółki na podstawie otrzymanych mnożników.

Na podstawie tak wyznaczonych mnożników zostały obliczone potencjalne wartości dla Canna Hemp Lab biorąc do obliczeń wartości z ostatniego pełnego roku, czyli roku 2022. W obliczeniach będą zastosowane oznaczenia:

WKW<sub>i</sub> – wartość kapitałów własnych według mnożnika i

WB<sub>i</sub> – wartość bazowa dla spółki Canna Hemp Lab z roku 2022

EV – wartość przedsiębiorstwa (Enterprise Value)

10.5.1 Wartość kapitałów własnych na podstawie mnożnika Cena / Przychód ze sprzedaży.

Przyjmując obliczony mnożnik na poziomie 2,23 oraz wartość Przychodu ze sprzedaży dla Canna Hemp Lab z roku 2022 na poziomie 2 953 981,46zł otrzymujemy:

$$WKW_1 = \text{Mnożnik}_{C/PZS} * WB_{PZS} = 2,23 * 2\,953\,981,46 \text{ zł} = 6\,587\,378,66 \text{ zł}$$

10.5.2 Wartość kapitałów własnych na podstawie mnożnika Cena / Wartość księgowa

Przyjmując obliczony mnożnik na poziomie 2,16 oraz Wartość księgową dla Canna Hemp Lab z roku 2022 na poziomie 2 062 571,90 zł otrzymujemy:

$$WKW_2 = \text{Mnożnik}_{C/WK} * WB_{WK} = 2,16 * 2\,062\,571,90 \text{ zł} = 4\,455\,155,30 \text{ zł}$$

10.5.3 Wartość kapitałów własnych na podstawie mnożnika Wartość przedsiębiorstwa / Przychody ogółem

Przyjmując obliczony mnożnik Wartość przedsiębiorstwa / Przychody ogółem na poziomie 2,59 oraz Przychody ogółem dla Canna Hemp Lab z roku 2022 na poziomie 3 077 033,14zł otrzymujemy:

$$EV = \text{Mnożnik}_{C/EVR} * WB_{EVR} = 2,59 * 3\,077\,033,14 \text{ zł} = 7\,969\,515,83 \text{ zł}$$

Następnie od otrzymanej wartości odejmujemy wartość Zobowiązań, które wyniosły 1 058 579,94zł oraz dodajemy środki pieniężne w kasie i na rachunkach równe 9 107,38zł:

$$WKW_3 = EV - \text{Zobowiązania} = 7\,969\,515,83 \text{ zł} - 1\,058\,579,94 \text{ zł} + 9\,107,38 = 6\,920\,043,27 \text{ zł}$$

10.5.4 Podsumowanie obliczeń wartości kapitałów własnych na podstawie mnożników

Wyniki działań przedstawione zostały również w tabeli poniżej.

nazwa mnożnika	Mnożnik	Wartość bazowa	Wartość kapitałów własnych
Cena / Przychód ze sprzedaży	2,23	2 953 981,46 zł	6 587 378,66 zł
Cena / Wartość księgową	2,16	2 062 571,90 zł	4 455 155,30 zł
Wartość przedsiębiorstwa / Przychody ogółem	2,59	3 077 033,14 zł	6 920 043,27 zł

#### 10.5.5 Obliczenie ostatecznej wartości wycenianej zorganizowanej części przedsiębiorstwa w metodzie porównawczej mnożnikowej

Na tej podstawie, by obliczyć wartość na podstawie wyliczonych wartości obliczona została średnia wartość z  $WKW_1$ ,  $WKW_2$ ,  $WKW_3$ .

$$WKW = (WKW_1 + WKW_2 + WKW_3) / 3$$

Przeprowadzając powyższe działanie otrzymujemy  $WKW$ , rozumiane jako wartość wskaźnikowa, jest równe 5 987 525,74 zł.

**WNIOSEK:** Wartość zorganizowanej części przedsiębiorstwa obliczona w podejściu porównawczym z metodą mnożnikową wnosi **5 987 525,74 zł.** (słownie: pięć milionów dziewięćset osiemdziesiąt siedem tysięcy pięćset dwadzieścia pięć 74/100 złotych)

ROZDZIAŁ 11. KOŃCOWA REKOMENDACJA WARTOŚCI ZORGANIZOWANEJ CZĘŚCI  
PRZEDSIĘBIORSTWA NALEŻĄCEGO DO CANNA HEMP LAB SP. Z O.O. Z SIEDZIBĄ W RADOMIU

Wycena została przeprowadzona według zasad metodologicznych określonych w Powszechnych Krajowych Zasadach Wyceny (PKZW) – Krajowe Zasady Wycen Specjalistycznych - Ogólne zasady wyceny przedsiębiorstw (KSWS) przy założeniu kontynuacji działalności gospodarczej.

Celem wyceny było określenie wartości zorganizowanej części przedsiębiorstwa na cele transakcyjne na dzień 1 grudnia 2023 r. Jako standard wartości w rozumieniu wartości wycen przedsiębiorstw przyjęto określoną jako Godziwa wartość rynkowa (ang. Fair Market Value).

Wycena została dokonana w podejściu dochodowym, metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) w wariantcie FCFE przy wykorzystaniu metody symulacji Monte Carlo oraz z wykorzystaniem metody mnożnikowej. Wartość mnożnikowa ze względu na jej charakter i zachowawcze założenia nie oddaje pełnego potencjału dochodowego wycenianego aktywa o dużym potencjale wzrostowym. Wartość uzyskana z wykorzystaniem metody dochodowej choć wciąż oparta o bardzo zachowawcze założenia oddaje w większym stopniu wartość właściwą dla zorganizowanej części przedsiębiorstwa funkcjonującej na młodym dynamicznie rozwijającym się rynku.

Efektom przeprowadzonej wyceny jest rekomendacja wartości zorganizowanej części przedsiębiorstwa wg przedstawionych powyżej założeń, w szczególności wg zasady kontynuacji działalności gospodarczej i wg przyjętego standardu określenia wartości sprawiedliwej.

Rekomendowana wartość wartości zorganizowanej części przedsiębiorstwa należącej do Canna Hemp Lab Sp. z o.o. z siedzibą w Radomiu, do celów ustalenia wartości na potrzeby transakcyjne wynosi:

-oszacowana w podejściu dochodowym, metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF), model FCFE przy użyciu metody symulacji Monte Carlo wynosi **7 247 658,56 zł** (słownie: *siedem milionów dwieście czterdzieści siedem tysięcy sześćset pięćdziesiąt osiem 56/100 złotych*).

-oszacowana w podejściu porównawczym mnożnikowym wynosi **5 987 525,74 zł**. (słownie: *pięć milionów dziewięćset osiemdziesiąt siedem tysięcy pięćset dwadzieścia pięć 74/100 złotych*).

ROZDZIAŁ 12. OŚWIADCZENIA, KLAUZULE

Wyceniający oświadcza, co następuje:

- 1) Wycena została sporządzona zgodnie z jego najlepszą wiedzą i przekonaniem.
- 2) Analizy, opinie i konkluzje zawarte w raporcie są profesjonalnymi, bezstronnymi i obiektywnymi analizami, opiniami i konkluzjami osoby wykonującej wycenę; analizy, opinie i konkluzje zawarte w raporcie są ograniczone jedynie przez przyjęte założenia oraz warunki ograniczające.
- 3) Zlecenie wyceny nie było uzależnione od przygotowania lub przedstawienia w raporcie przez Wyceniającego wniosków oraz konkluzji z góry zakładanymi rezultatami.
- 4) Wynagrodzenie Wyceniającego nie jest uzależnione od:
  - a. przygotowania lub przedstawienia w raporcie wniosków lub konkluzji z góry tendencyjnie zakładanymi wartościami,
  - b. wartości przedmiotu wyceny przedstawionego w raporcie,
  - c. uzyskania z góry założonego rezultatu,
  - d. przyszłych wydarzeń bezpośrednio związanych z celem wyceny,
  - e. konkluzji raportu korzystnej dla klienta.
- 5) Raport z wyceny może być przedstawiony jedynie Zamawiającemu i podmiotom przez niego wskazanym. Wyjątkiem od tej reguły jest nakaz sądu lub innego właściwego organu (policja, prokuratura itp.) na udostępnienie raportu z wyceny.

Opinię sporządzono w czterech jednobrzmiących egzemplarzach, trzy dla Zlecającego, jeden dla Wyceniającego.



Kamil A. Mieszkowski



Maksymilian Krajewski