

RAPORT Z WYCENY

SPÓŁKI COSMA CANNABIS Sp. z o.o.



26-600 Radom, ul. Marsz. Ferdynanda Focha, nr 14, lok. 8

Autor opracowania:


Wyceny dokonała Kancelaria Biegłego Rewidenta Anna Kuza i Wspólnicy Spółka komandytowa z siedzibą w Krakowie przy ul. Batorego 4/6 wpisaną na listę podmiotów uprawnionych do badania pod nr 3804, a w jego imieniu wycenę sporządziła

mgr Anna Kuza

Biegły rewident

Nr 10473

Kancelaria Biegłego Rewidenta
Anna Kuza i Wspólnicy sp.k.
ul. Batorego 4/6, 31-135 Kraków
NIP 6762457379, REGON 122618599
KRS 0000427758

BIEGŁY REWIDENT
nr 10473

mgr Anna Kuza

KANCELARIA BIEGŁEGO REWIDENTA – ANNA KUZA I WSPÓLNICY SP.K.

ul. Batorego 4/6, 31-135 Kraków, tel. +48 630 98 98, fax + 48 630 98 99,
Sąd Rejonowy dla Krakowa-Śródmieścia w Krakowie Wydział XI Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego,
KRS 0000427758, NIP 6762457379, REGON 122618599,
info@kancelaria-kbr.pl, www.kancelaria-kbr.pl



PRZEDMIOT WYCENY	Spółka Cosma Cannabis Sp. z o.o
STAN PRAWNY	Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością
CEL WYCENY	Określenie wartości spółki Cosma Cannabis Sp. z o.o. w celu podjęcia strategicznych decyzji w związku z planowanym połączeniem z inną spółką.
WARTOŚĆ PRZEDSIĘBIORSTWA	64 496 746,00 zł (słownie: <i>sześćdziesiąt cztery miliony czterysta dziewięćdziesiąt sześć tysięcy siedemset czterdzieści sześć złotych 00/100</i>)
DATA SPORZĄDZENIA OPERATU SZACUNKOWEGO	31 lipca 2022 roku
DATA, NA KTÓRĄ SPORZĄDZONO WYCENĘ	1 lipca 2022 roku
AUTOR OPRACOWANIA	Wyceny dokonała Kancelaria Biegłego Rewidenta Anna Kuza i Wspólnicy Spółka komandytowa z siedzibą w Krakowie przy ul. Batorego 4/6, a w jego imieniu wycenę sporządziła mgr Anna Kuza Biegły rewident nr 10473

Kancelaria Biegłego Rewidenta
Anna Kuza i Wspólnicy sp.k.
ul. Batorego 4/6, 31-135 Kraków
NIP 6762457379, REGON 122618599
KRS 0000427758

BIEGŁY REWIDENT
nr 10473

mgr Anna Kuza



SPIS TREŚCI

1.	CZĘŚĆ OGÓLNA.....	4
1.1.	Przedmiot wyceny.....	4
1.2.	Zakres wyceny.....	4
1.3.	Cel wyceny.....	4
1.4.	Podstawa wyceny.....	4
1.4.1	Podstawa formalna.....	4
1.4.2.	Podstawy materialno-prawne.....	4
1.4.3.	Źródła danych merytorycznych.....	4
1.5.	Data sporządzenia wyceny.....	5
1.5.1.	Data, na którą określono wartość przedmiotu wyceny.....	5
2.	CZĘŚĆ SZCZEGÓŁOWA.....	5
2.1.	Opis i określenie stanu prawnego przedmiotu wyceny.....	5
2.1.1.	Stan prawny.....	5
2.1.2.	Opis przedmiotu wyceny.....	5
2.2.	Sposób wyceny.....	10
2.2.1.	Ogólna klasyfikacja metod wyceny przedsiębiorstw z opisem zastosowanych metod.....	11
2.2.2.	Uzasadnienie dla wybranych metod wyceny.....	17
2.3.	Określenie wartości przedmiotu wyceny.....	18
3.	KLAUZULE I ZASTRZEŻENIA.....	31



1. CZĘŚĆ OGÓLNA

1.1. Przedmiot wyceny

Przedmiotem niniejszej wyceny jest spółka Cosma Cannabis Sp. z o.o. z siedzibą w Radomiu (26-600), ul. Marsz. Ferdynanda Focha, nr 14, lok. 8.

1.2. Zakres wyceny

W związku z celem wyceny zakresem szacowania objęto spółkę Cosma Cannabis Sp. z o.o. .

1.3. Cel wyceny

Określenie wartości spółki Cosma Cannabis Sp. z o.o. w celu podjęcia strategicznych decyzji w związku z planowanym połączeniem z inną spółką.

1.4. Podstawy wyceny

1.4.1. Podstawa formalna

Zleceniodawca: Cosma Cannabis Sp. z o.o.

Siedziba Zleceniodawcy: Radom (26-600), ul. Marsz. Ferdynanda Focha, nr 14, lok. 8.

Zgodnie z Umową nr 2/W/2022 z dnia 15.07.2022 roku wycenę sporządzono w okresie od 15.07.2022 r. do 31.07.2022 r.

1.4.2. Podstawy materialno- prawne

- Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości (tekst jednolity: Dz.U. z 2021 r. poz. 217);
- Ustawa z dnia 23.04.1964 r.- Kodeks Cywilny (tekst jednolity: Dz.U. z 2022 r. poz. 1360);
- Ustawa z dnia 15.09.2000 r. – Kodeks Spółek Handlowych (tekst jednolity: Dz.U. z 2022 r. poz. 1467);

1.4.3. Źródła danych merytorycznych

- dane pochodzące z przedsiębiorstwa,
- literatura fachowa dotycząca wyceny wartości przedsiębiorstw,
- Baker-Tilly-TPA-Index_II-kw-2022_Wydanie-8_07_2022-1,
- <https://www.richter.ca/our-insights/cannabis-industry-2020-year-in-review/>.



1.5 Data sporządzenia wyceny

Data sporządzenia wyceny 31 lipca 2022 roku.

1.5.1. Data, na którą określono wartość przedmiotu wyceny

Wartość przedsiębiorstwa określono na dzień 1 lipca 2022 roku.

2. CZĘŚĆ SZCZEGÓŁOWA

2.1. Opis i określenie stanu prawnego przedmiotu wyceny

2.1.1. Stan prawny

Spółka Cosma Cannabis Sp. z o.o. wpisana jest do Krajowego Rejestru Sądowego pod nr 0000872366.

Posiada:

- numer identyfikacji podatkowej NIP 7962999996,
- numer REGON 387667922.

2.1.2. Opis przedmiotu wyceny

Spółka Cosma Cannabis Sp. z o.o. prowadzi działalność handlową w zakresie dystrybucji produktów z kategorii: suplementy diety, żywność, pasze dla zwierząt oraz kosmetyki. Spółka jest wyłącznym dystrybutorem produktów marek Cosma Cannabis, Full Spectrum, Green Paw oraz Sesso na terenie Polski i Unii Europejskiej. Produkty oferowane przez spółkę dystrybuowane są w kanale tradycyjnym poprzez sklepy indywidualne, sieci oraz hurtownie, a także w kanale internetowym poprzez stronę internetową. Kluczowe kanały, w których sprzedawane są produkty to:

- kanał apteczny,
- sklepy zielarskie,
- sklepy wielobranżowe,
- sklepy specjalistyczne,
- sklepy zoologiczne.

Spółka Cosma Cannabis Sp. z o.o. prowadzi prace związane z rejestracją surowca farmaceutycznego w postaci suszonego ziele konopi innych niż włókniste oraz ekstraktów z ziele konopi innych niż włókniste. Spółka prowadzi aktywną sprzedaż na terenie Polski poprzez posiadanie działu handlowego, a także na terenie pozostałych państw członkowskich UE przez wyspecjalizowany dział eksportu.



Spółka posiada własny dział marketingu oraz zespół grafików, dzięki czemu opracowuje nowe produkty w każdym kwartale. Aktualna sieć dystrybucji obejmuje około 1.000 punktów sprzedaży, w tym sprzedaż przez takie sieci, jak m. in. Carrefour, Dr Max, czy Superpharm.

Spółka to pierwsza firma działająca w branży suplementów diety na terenie Polski, która posiada zintegrowany łańcuch produkcji i dostaw produktów zawierających konopie włókniste. Spółka zajmuje się też produkcją surowców kosmetycznych oraz spożywczych w postaci ekstraktów gęstych. W 2021 roku spółka pozyskała finansowanie od inwestorów prywatnych, które umożliwiło zbudowanie szerokiej dystrybucji. Produktów spółki w kanale aptecznym oraz kanale FMCG. Spółka aktywnie poszukuje podmiotów na rynku krajowym, które mogą stać się przedmiotem M&A. Wśród takich podmiotów należy wymienić 2 spółki, z którymi prowadzone są zaawansowane rozmowy w zakresie nabycia 100% udziałów: Canna Hemp Lab sp. z o.o. oraz Goldgreen sp. z o.o..

Canna Hemp Lab sp. z o.o. jest producentem suplementów diety żywności, w tym żywności ekologicznej, a także pasz dla zwierząt. Głównym obszarem działalności jest produkcja półproduktów oraz produktów z szerokiej grupy produktów consumer health wytworzonych na bazie aktywnych substancji, jak również wyciągów roślinnych i innych substancji dopuszczonych do produkcji suplementów diety. Dodatkowo Spółka z powodzeniem realizuje współpracę private label z klientami z branży Health. Canna Hemp Lab sp. z o.o. posiada następujące zezwolenia:

- Produkcja suplementów diety
- Produkcja pasz zwierzęcych
- Dystrybucja produktów ekologicznych

Goldgreen sp. z o.o. jest producentem ekstraktów, destylatów i izolatów roślinnych. Spółka posiada jeden z największych parków maszynowych na terenie Polski (w zakresie ekstrakcji CO₂). Spółka posiada własne laboratorium wyposażone w nowoczesne technologie destylacji i izolacji, w tym chromatografy typu FLASH. Spółka prowadzi prace związane z produkcją nowych ekstraktów roślinnych, a także optymalizacją procesów przygotowania surowca roślinnego.

METODOLOGIA

Aktualnie spółka prowadzi działalność w zakresie produktów z kategorii consumer health. Docelowo spółka będzie oferować produkty również w kategorii leków na receptę / surowców farmaceutycznych na receptę (tak zwana kategoria Rx). Spółka oferuje produkty w kilku kanałach oraz w kilku branżach. Branże, które obejmuje działalność spółki to consumer health, kosmetyki, produkty dla zwierząt, surowce oraz medyczna marihuana. Consumer health to gałąź branży medycznej, która zajmuje się produktami wellness, odżywianiem i pielęgnacją skóry. Te konsumenckie produkty zdrowotne obejmują również leki „bez recepty” (OTC) dostępne bez recepty



od licencjonowanego lekarza. Konsumenckie produkty zdrowotne można łatwo znaleźć w domach towarowych, niezależnych sklepach detalicznych, aptekach lub drogeriach, sklepach specjalistycznych, supermarketach lub hipermarketach. Leki te są stosowane w leczeniu chorób, w tym bólu, kaszlu, swędzenia i przeziębienia, problemów ze snem, problemów żołądkowo-jelitowych, rzucenia palenia, trudności z wagą i próchnicy zębów, z których wszystkie nie zawsze wymagają lekarza. Produkty z kategorii zdrowie zwierząt obejmują wszystkie produkty i usługi, inne niż pasza dla zwierząt gospodarskich i karma dla zwierząt domowych, które promują produktywność zwierząt gospodarskich i zdrowie zwierząt. Te produkty i usługi obejmują leki i szczepionki, artykuły dla zwierząt, suplementy diety, wyroby medyczne i inne powiązane usługi. Kosmetyki to grupa produktów służących do pielęgnacji, oczyszczania, ochrony i upiększania ciała. Surowce które powstają w wyniku procesu przetwarzania przy użyciu ekstrakcji dwutlenkiem węgla, a następnie przetwarzania uzyskanego półproduktu do pożądanej postaci. Powstałe półprodukty mogą być stosowane do produkcji kosmetyków, dodawane do żywności, jak również mogą stanowić składniki suplementów diety. W tabeli poniżej przedstawiono klasyfikację kategorii i grup produktowych

Consumer health	<ul style="list-style-type: none">• Żywność konopna• Suplementy diety z kannabinoidami• Suplementy diety ze składnikami roślinnymi• Kosmetyki z kannabinoidami• Surowce (półprodukty) roślinne – do produkcji kosmetyków lub suplementów diety lub żywności
Animal Health	<ul style="list-style-type: none">• Suplementy diety z kannabinoidami• Surowce do produkcji pasz
Medicinal products	<ul style="list-style-type: none">• Wyroby medyczne zawierające kannabinoidy• Leki OTC na bazie kannabinoidów*• Urządzenia z klasyfikacją wyrobów medycznych• Surowce farmaceutyczne, w szczególności „medyczna marihuana”

Spółka prowadzi obecnie sprzedaż przede wszystkim produktów consumer health i animal health. Do końca roku spółka rozpocznie sprzedaż kosmetyków, chociaż należy nadmienić, że prace nad produktami kosmetycznymi są już realizowane dla klientów private label. Od 2021 roku zespół prowadzi poszukiwania dostawców medycznej marihuany, którzy spełniają wszystkie normy wskazywane przez Urząd Rejestracji Produktów Leczniczych, Wyrobów Medycznych i Preparatów Biobójczych w zakresie rejestracji surowców farmaceutycznych. Obecnie spółka kończy negocjacje z 3 podmiotami, które mogą dostarczać gotowe do sprzedaży w aptekach produkty zawierające THC. Równolegle spółka prowadzi prace związane z uzyskaniem wyższej wydajności produkcji w obu zakładach, które mają być przedmiotem nabycia.

Dzięki przyjętej strategii optymalizacji pierwszej marży poprzez optymalizację kosztów produkcji, spółka będzie mogła oferować produkty w cenach gwarantujących

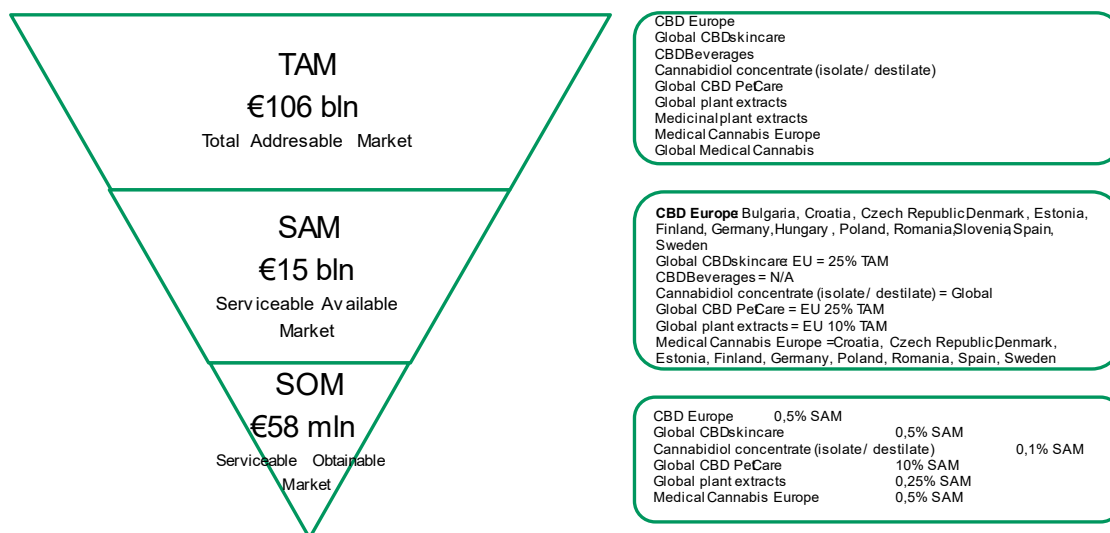


wysoką marżę partnerom handlowym. W 2023 roku rozpocznie się sprzedaż surowców i nastąpi wzrost sprzedaży produktów z linii: kosmetyki oraz zdrowie zwierząt. Jednocześnie przewidujemy podwojenie przychodu z linii produktów suplementy diety, ponieważ spółka wprowadza dwie nowe marki oraz kilkanaście nowych produktów w perspektywie najbliższych 6 miesięcy.

Dynamiczne wzrosty sprzedaży wynikają z następujących czynników:

- Sprzedaż produktów w sieciach farmaceutycznych.
- Sprzedaż produktów w sieciach ze zdrową żywnością.
- Sprzedaż produktów w drogeriach sieciowych
- Sprzedaż produktów w sieciach sklepów zoologicznych.
- Sprzedaż produktów w punktach weterynaryjnych.
- Eksport produktów na teren krajów Unii Europejskiej

Szacowana wielkość rynku (minimalna na 2025)



Spółka prowadzi obecnie sprzedaż do sieci aptecznych o łącznej liczbie aptek 2.600 z obecnością produktów w blisko 500 punktach. W sieciach FMCG Cosma dystrybuuje produkty do 300 punktów, a produkty dla zwierząt do 100 punktów. Unikalna liczba NIP to ponad 650 podmiotów, które posiadają 1 lub więcej punktów sprzedaży (oddziałów). W procesie skalowania spółka planuje osiągnąć pułap 3.000 punktów aptecznych, 4.000 drogerii, 5.000 punktów FMCG i zoologicznych. Posiadanie tak dużej sieci dystrybucji pozwala osiągnąć wysokie obroty i skalować rozwój organizacji.



Ryzyka

Ryzyko pogorszenia się lub utraty płynności finansowej

Działalność spółki związana jest z produkcją oraz dystrybucją produktów. Głównymi kosztami jakie ponosi lub będzie ponosić spółka są przede wszystkim koszty surowców i wyposażenia, koszty pracownicze, koszty związane z rozbudową powierzchni produkcyjnych i magazynowych, a także ciągła rozbudowa i utrzymanie parku maszynowego. Istotnym ryzykiem, które może mieć istotny wpływ na płynność finansową spółki jest utrata znaczących odbiorców produktów spółki lub ogólny spadek zainteresowania na oferowane produkty, w tym w szczególności na skutek wdrożenia niepoprawnie opracowanej strategii marketingowej. Nagły oraz znaczny spadek przychodów spółki, przy jednoczesnej konieczności dalszego ponoszenia kosztów spółki oraz przy braku zapewnienia innego źródła ich finansowania, może doprowadzić do braku możliwości terminowego regulowania wcześniej powstałych oraz bieżących zobowiązań.

Okolicznością, która również może doprowadzić do braku możliwości terminowego regulowania zobowiązań spółki jest istotny wzrost kosztów jego działalności nieznajdujący pokrycia w dodatkowych przychodach spółki. Do czynników mogących mieć wpływ na wzrost kosztów działalności spółki zalicza się w szczególności rosnącą inflację, wzrost opłat fiskalnych lub innego rodzaju obciążeń publicznoprawnych, zmiany stóp procentowych, zmiany w przepisach prawa, w tym w szczególności nowe wymagania lub restrykcje dotyczące prowadzenia działalności gospodarczej. Istnieje w szczególności ryzyko wzrostu kosztów związanych z cenami energii.

Spółka podejmuje w trybie ciągłym czynności mające na celu minimalizację wskazanego ryzyka poprzez szczegółową aktualizację analizy finansowej oraz kosztowej zakładanych działań oraz możliwie szybkie reagowania na jej zmiany.

Ryzyko ogłoszenia upadłości przez spółkę

Spółka może stać się niewypłacalna, jeżeli utraci zdolność do wykonywania swoich wymagalnych zobowiązań pieniężnych albo gdy jego zobowiązania pieniężne będą przekraczać wartość jego majątku. Taka sytuacja może nastąpić w przypadku, gdy pomimo poniesienia istotnych kosztów, spółka nie będzie generować zakładanych przychodów. W takich przypadkach może zostać ogłoszona upadłość spółki. W przypadku ogłoszenia upadłości spółki, jego wierzyciele będą zaspokajani w kolejności wskazanej w przepisach prawa upadłościowego. Pomimo niewypłacalności spółki, wniosek o ogłoszenie upadłości może zostać oddalony lub postępowanie upadłościowe może zostać umorzone z braku majątku spółki na zaspokojenie kosztów postępowania. W przypadku upadłości, restrukturyzacji lub niewypłacalności spółki udziałowcy mogą nie odzyskać istotnej części zainwestowanych środków lub nie odzyskać ich wcale, a zbycie udziałów może być utrudnione albo niemożliwe. Na



dzień sporządzenia wyceny nie ma podstaw do ziszczenia się tego ryzyka w odniesieniu do spółki.

Ryzyko związane z sytuacją makroekonomiczną

Działalność spółki, w tym w szczególności osiągnięte przez nią wyniki finansowe są uzależnione od globalnej koniunktury i sytuacji makroekonomicznej na rynkach, na których oferowane są produkty spółki, a w szczególności od: stopy wzrostu PKB, poziomu inwestycji, stopy inflacji, stopy bezrobocia i wysokości deficytu budżetowego. Obecnie szczególnie istotna dla spółki jest sytuacja makroekonomiczna Polski. Natomiast w przypadku podjęcia decyzji o ekspansji działalności spółki na rynki zagraniczne ryzyko to będzie można odnieść analogicznie do sytuacji makroekonomicznych innych krajów. Negatywne zmiany w sytuacji makroekonomicznej na poszczególnych rynkach mogą generować ryzyko dla prowadzonej przez spółkę działalności gospodarczej oraz mieć negatywny wpływ na wyniki finansowe osiągnięte przez spółkę. Ponadto, niekorzystna sytuacja makroekonomiczna, w tym w szczególności rosnąca inflacja, może również wpłynąć na zmniejszone zainteresowanie produktami spółki. Negatywne zmiany w sytuacji makroekonomicznej mogą odbić się na prognozowanych przychodach Spółki lub na prognozowanych danych sprzedażowych spółki.

Celem ograniczenia tego ryzyka Zarząd spółki na bieżąco monitoruje sytuację gospodarczą w Polsce z odpowiednim wyprzedzeniem dostosowując strategię oraz plan działalności spółki.

2.2. Sposób wyceny

Do wyceny przedsiębiorstwa zastosowano metodę dochodową DCF oraz metodę Venture Capital (skrót: metoda VC) z uwzględnieniem mnożników porównywalnych spółek.

W opracowaniu zaprezentowano prognozy na lata 2022-2025 bazujące na prognozach rozwoju sytuacji rynkowej oraz sytuacji makroekonomicznej, ze szczególnym uwzględnieniem sektora, w którym działa spółka. Zasadniczą część opracowania stanowi omówienie zastosowanych metod wyceny umożliwiających oszacowanie wartości spółki w oparciu o przyjęte kryteria. W trakcie prac nad oszacowaniem wartości spółki wykorzystano dostępne dane makroekonomiczne oraz informacje uzyskane od Zarządu Cosma Cannabis Sp. z o.o. Założono, że wszystkie te informacje są prawdziwe i rzetelne oraz odzwierciedlają stan faktyczny oraz najlepszą wiedzę Zarządu co do kształtowania się przyszłych relacji ekonomiczno-finansowych spółki.

Wycenę sporządzono z należytą rzetelnością, jednak należy zwrócić uwagę na fakt, że wszelkie opracowania dotyczące wyceny podmiotów gospodarczych niosą za sobą



ryzyko popełnienia błędu wynikającego z subiektywizmu ocen wyprowadzonych przez Wyceniającego bądź też ocen zawartych w cytowanych materiałach źródłowych, czy też braku wiedzy o zjawiskach i zdarzeniach dotyczących wycenianego podmiotu, a nie przekazanych Wyceniającemu w trakcie zbierania materiałów informacyjnych.

Przedmiotową wycenę Wykonawca sporządził z należytą starannością. Jednakże Wykonawca, ani żaden z członków zespołu dokonującego wyceny nie ponosi odpowiedzialności za jakiegokolwiek błędy i pominięcia w związku z realizacją przedmiotowej wyceny (wyłączając odpowiedzialność za szkodę wyrządzoną umyślnie, jak również na wskutek rażącego niedbalstwa).

Wyliczenia przeprowadzono z pełną dokładnością arkusza kalkulacyjnego, dlatego mogą wystąpić pewne rozbieżności w tabelach prezentujących rezultaty kalkulacji wynikające z zaokrągleń, które nie mają wpływu na poprawność oszacowanej wartości przedsiębiorstwa.

Wycenę sporządzono w złotych (PLN) chyba, że inaczej zaznaczono w treści opracowania.

2.2.1 Ogólna klasyfikacja metod wyceny przedsiębiorstw z opisem zastosowanych metod.

Klasyfikacja metod wyceny spółki, sporządzona została w związku z koniecznością zgrupowania istniejących podejść charakteryzujących się różnymi cechami, a także kwestię samej wartości przedsiębiorstwa. Z uwagi na dyskusyjny i niejednoznaczny charakter samej kategorii wartości i różne rozumienie procesu wyceny spotykane w teorii klasyfikacje różnią się zarówno pod względem znaczenia używanych terminów, jak i liczby wyszczególnianych metod oraz „ostrością” klasyfikacji.

Wszystkie znane metody można podzielić na metody majątkowe i dochodowe, reprezentujące odmienne filozofie, które mimo, iż korzystają z różnych danych (historycznych i prognostycznych), powinny w końcowym efekcie przy zachowaniu należytej staranności w przeprowadzaniu całego procesu oraz obiektywizmu założeń w modelu przychodowym dać podobne wyniki. Zgodnie z podejściem majątkowym, wartość przedsiębiorstwa jest równa posiadanemu przez nie majątkowi. Istotą z kolei metod dochodowych jest z kolei określenie wartości przedsiębiorstwa na podstawie przyszłych niepewnych dochodów, które przedsiębiorstwo będzie przynosić w założonym okresie czasu.

Powszechnie znanym podziałem jest odpowiadający przypisaniu poszczególnych metod do grup w zależności od przedmiotu wyceny, w którym oprócz powszechnie uznawanych grup metod majątkowych i dochodowych



wyróżnia również grupę metod mieszanych, porównawczych oraz niekonwencjonalnych. Wyróżnia się następujące metody:

- metody majątkowe,
- metody dochodowe,
- metody mieszane,
- porównawcze,
- niekonwencjonalne.

METODA MAJĄTKOWA – metoda skorygowanych aktywów netto

Metoda ta zakłada, że wycena po koszcie historycznym oraz zapisy księgowe wycenianego przedsiębiorstwa nie zawsze odzwierciedlają we właściwy sposób wartość kapitałów własnych.

Skorygowane aktywa netto to wartość wszystkich aktywów netto po przecenie, aktualizacji tych pozycji bilansu, które zostały uznane za nieadekwatne do aktualnej sytuacji rynkowej. Aktualizacja najczęściej dotyczy: wartości niematerialnych i prawnych, wartości nieruchomości i prawa wieczystego użytkowania gruntów, nominalnej wartości udziałów w innych spółkach, wartości zapasów, należności (pod kątem ich windykacji), zobowiązań (pod kątem konieczności kalkulacji karnych odsetek). Wycena majątku według metody skorygowanych aktywów netto zorientowana jest na prezentację wartości substancji majątkowej, a nie na uzyskiwanie z niej korzyści. Podstawową zaletą tej metody jest realność wyników i możliwości ich pełnego udokumentowania.

METODA DOCHODOWA – zdyskontowanych przepływów pieniężnych DCF

Zgodnie z metodologią zdyskontowanych przepływów pieniężnych - DCF (discounted cash flow), będącą najczęściej wykorzystywaną metodą wyceny przedsiębiorstwa, wartość biznesu wyznaczona jest przez sumę generowanych przyszłych wolnych przepływów gotówkowych – FCF. Przepływy te jednak dotyczą różnych momentów na osi czasu, nie można ich więc zsumować bez uprzedniego sprowadzenia do jednego punktu na owej osi, najlepiej dotyczącego chwili obecnej. Wartość przedsiębiorstwa – V (value) to suma wszystkich przyszłych przepływów pieniężnych (FCF) od okresu 1 do okresu n, zdyskontowanych stopą procentową (zwaną stopą dyskonta), którą jest średni ważony koszt kapitału.



Metoda ta należy do tzw. **metod dochodowych**, czyli szacujących wartość na podstawie dochodów przez nią wygenerowanych w stosunku do dochodów, jakie można osiągnąć, oferując podobny produkt, ale nie oznaczony marką. Efekty finansowe związane z posiadaniem wartości niematerialnych i prawnych są określone za pomocą przyszłych przepływów gotówkowych. Ryzyko uznania tych efektów jest uwzględnione przez dostosowanie do niego kosztu kapitału (współczynnik dyskontowy) lub określenie przepływów gotówkowych dla różnych scenariuszy. Wartość jest w tym ujęciu równa wartości bieżącej (PV) zdyskontowanych przyszłych przepływów gotówkowych. Ogólny wzór przedstawia się następująco:

$$PV = -E + \frac{c_1}{(1+k)} + \frac{c_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{c_n}{(1+k)^n}$$

gdzie: PV – obecna wartość marki;

E - spodziewane wydatki związane z marką (jeżeli nie są uwzględnione w przepływach;

c - dodatkowe przepływy gotówkowe związane z marką;

k - koszt kapitału.

METODA VENTURE CAPITAL (metoda VC) z uwzględnieniem mnożników porównywalnych spółek

Metoda Venture Capital (skrót: **metoda VC**) jest najprostszą, ale popularną metodą wyceny, inwestycji na rynku inwestycji Venture Capital. Jest ona prostą kalkulacją NPV, która koncentruje się na interesach inwestora, a nie spółki; opiera się na projekcjach finansowych i dyskoncie. Znajduje swoje zastosowanie we wczesnych etapach rozwoju spółki.

Fazy rozwoju spółki z zasileniem kapitału wysokiego ryzyka

Finansowanie zasiewu

Na tym etapie spółka potrzebuje środków finansowych na wynagrodzenia dla założycieli i dla kadry menadżerskiej, badania i rozwój, testowanie produktów przed wprowadzeniem ich na rynek itd. Firma nie ma w tej fazie zdolności kredytowej, generuje zwykle ujemne przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej, np. zakup środków trwałych, zakup licencji, patentów) i ujemne przepływy z działalności operacyjnej. Przychody ze sprzedaży są na niskim poziomie, a wynik finansowy zamyka się ujemnymi wartościami. To wszystko sprawia, że ryzyko inwestycji jest nadzwyczaj wysokie. Źródłami kapitału w tej fazie mogą być osobiste środki finansowe właścicieli, pieniądze od przyjaciół, rodziny i tzw. aniołów biznesu (indywidualni



inwestorzy). Celem tego etapu jest zgromadzenie utalentowanego zespołu ludzi, osiągnięcie kluczowych czynników rozwoju firmy i weryfikacja pomysłów biznesowych. Przetrwanie przez spółkę wczesnego etapu i posiadanie potencjału wzrostu wartości mogą przyciągnąć inwestorów kapitałowych w następnej fazie finansowania.

Finansowanie rundy 1

Często w rundzie 1 pojawia się pierwsze finansowanie instytucjonalne z udziałem jednego lub kilku inwestorów kapitałowych. Wycena wartości spółki na tym etapie jest wyższa niż na etapie zasiewu, wyższa jest także jakość kadry zarządzającej. Zwykle w tej fazie inwestor dokonuje 40-50% udziału w kapitale zakładowym spółki. Typowe cele finansowania rundy 1 to: dalszy rozwój, pozyskanie kluczowych menadżerów, osiągnięcie istotnych generatorów wartości, dojrzewanie produktu, przyciągnięcie inwestorów do finansowania następnej fazy rozwoju. W zamian za gotowość wzięcia na siebie bardzo wysokiego ryzyka inwestor oczekuje wysokiej ponadprzeciętnej średniorocznej stopy zwrotu z inwestycji.

Finansowanie rundy 2

Etap ten dotyczy finansowania inwestycji o wyższych wartościach niż runda 1. Można założyć, że rozwój spółki jest zakończony, a ryzyko technologiczne zostało istotnie zmniejszone. Pojawiają się solidne strumienie przychodowe. Wycena spółki jest oparta głównie na niematerialnych czynnikach wartości, tj. kapitale ludzkim i aktywach technologicznych (np. patenty, licencje, know-how). Bierze się pod uwagę rozwój działalności operacyjnej, poszerzenie skali aktywności spółki, dalszy rozwój produktu, kreowanie wartości pod kątem następnej rundy finansowania.

Finansowanie rundy 3 i późniejsze etapy

Kapitał pozyskiwany na tym etapie może być wykorzystany na wzmocnienie kondycji finansowej spółki, na osiągnięcie rentowności operacyjnej, na rozwój dalszych produktów, także na przygotowanie spółki do wprowadzenia jej akcji do publicznego obrotu lub sprzedaży innemu inwestorowi. Spółka odznacza się w tej fazie przewidywalnymi przychodami, dodatnią EBITDA, co umożliwia wycenę jej wartości metodą porównawczą i metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych.

Późna faza

W tym etapie występują firmy, które osiągnęły stabilny poziom wzrostu. Większość spółek w tej fazie jest już zyskownych. Firmy mają dodatnie przepływy gotówkowe. Inwestor venture capital może planować wyjście z inwestycji poprzez wprowadzenie akcji spółki porfelowej do publicznego obrotu. W celu przygotowania spółki do dobrego „debiutu giełdowego” inwestor może zaoferować finansowanie pomostowe, które jest spłacane z przychodów osiągniętych z pierwszej oferty publicznej.



WARTOŚĆ KOŃCOWA (moment wyjścia) – metoda DCF

Do celów zaprognozowania wartości końcowej inwestycji na moment wyjścia kapitałowego, inwestorzy wysokiego ryzyka korzystają dodatkowo z metody mnożnikowej (mnożniki zysków).

Etapy wyceny:

Krok 1: wybór ostatniego dnia wyceny i oszacowanie wartości przychodów netto, zysku EBITDA, zysku netto na podstawie umiarkowanego scenariusza przedsięwzięcia, którego głównym celem jest osiągnięcie zamierzonych celów strategicznych z maksymalnym zyskiem. Według tego scenariusza będą spełnione oczekiwania inwestora.

Krok 2: policzenie wartości spółki portfelowej (*Enterprise Value*) na dzień wyceny za pomocą mnożników rynkowych dla porównywalnych spółek, np. EV/S, EV/EBITDA, C/Z oraz w ostatnim roku prognozy (roku wyjścia z inwestycji).

Krok 3: Kalkulacja PV oczekiwanej wartości w momencie wyjścia 40% stopą dyskontową.

METODA PORÓWNAWCZA (metoda mnożnikowa)

Metody porównawcze (metody mnożnikowe)

Poza metodą DCF, do wyceny firmy stosuje się również metody porównawcze. Wyróżnia się 2 rodzaje mnożników: kapitałów własnych (np. P/E, P/BV) oraz wartości całej firmy (np. EV/Sprzedaż, EV/EBIT).

Metody mnożnikowe używa się zarówno dla spółek z rynku publicznego jak i prywatnego. Kolejną metodą wyceny akcji to metoda mnożnikowa nazywana też metodą porównawczą. **Rozróżnia się dwa rodzaje mnożników:**

Mnożniki Equity Value (kapitałów własnych)

Służą one do ustalenia wartości rynkowej kapitału własnego przedsiębiorstwa. Jest to wartość firmy, która należy do właścicieli firmy (udziałowców, akcjonariuszy). Jest to rynkowa wartość kapitałów własnych czy też aktywów netto. Różni się od wartości księgowej, bilansowej kapitałów własnych.

Dwa podstawowe mnożniki Equity Value to:

- 1) P/E – cena/zysk (Price/Earnings Ratio)
- 2) P/BV- cena/wartość księgowa (Price/Book Value)



Mnożniki Enterprise Value (wartość całej firmy)

Służą one do ustalenia wartości rynkowej całego przedsiębiorstwa, łącznie z zadłużeniem. Wartość rynkowa całego przedsiębiorstwa to **suma wartości rynkowej kapitału własnego (equity value) oraz wartości rynkowej zadłużenia netto**:

Enterprise Value=EV=rynkowa wartość kapitału własnego+rynkowa wartość długu netto, czyli inaczej: **Enterprise Value=EV=Equity Value+DN**

Zadłużenie netto to suma wszystkich zobowiązań oprocentowanych pomniejszone o środki pieniężne i pozostałe ekwiwalenty gotówki, czyli:

$$\text{Zadłużenie netto} = \text{Net Debt} = \text{Zobowiązania oprocentowane} - \text{środki pieniężne}$$

Podstawowe mnożniki Enterprise Value to:

$$\frac{EV}{Sales} = \frac{Enterprise\ Value}{Sales}$$
$$\frac{EV}{EBIT} = \frac{Enterprise\ Value}{EBIT}$$
$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{Enterprise\ Value}{EBITDA}$$

gdzie:

EBIT = Earnings Before Interest and Taxes

EBITDA = Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization

EV/Sales- mnożnik wyznaczony przez iloraz bieżącej wartości EV spółki i wartości sprzedaży. Wykorzystanie kategorii przychodów ze sprzedaży pozwala na pominięcie różnic wynikających z odmiennych zasad księgowania podobnych operacji, operacji w rachunku zysków i strat oraz wyrażenie wartości udziału rynkowego spółki.

EV/EBIT - mnożnik wyznaczony przez iloraz bieżącej wartości EV spółki i wartość zysku operacyjnego. Wskaźnik umożliwia ocenę spółki z punktu widzenia efektywności spółki w obszarze operacyjnym, nie uwzględnia natomiast w pełni zdolności spółki do generowania przepływów pieniężnych. Wyższe poziomy wskaźników uzasadnione są dla spółek wzrostowych.



EV/EBITDA – mnożnik wyznaczony przez iloraz bieżącej wartości EV spółki i wartość zysku operacyjnego, powiększonego o wartość bieżącej amortyzacji, Wskaźnik umożliwia ocenę spółek posiadających znaczący majątek trwały, którego efektem jest wysoki poziom amortyzacji, jak również porównanie spółek o różnym poziomie zadłużeni. Wysoki poziom wskaźników jest uzasadniony dla spółek z perspektywą wzrostu zysku (EBITDA) w przyszłości.

Kalkulacja mnożników polega na porównaniu do określonych baz wyceny - Equity Value i Enterprise Value spółek porównywalnych (czyli dających się porównać).

W ramach wyceny porównawczej wyróżniamy dwie podstawowe metody:

- Metodę bazującą na mnożnikach skalkulowanych dla podmiotów notowanych na rynku publicznym.
- Metodę bazującą na mnożnikach skalkulowanych dla podmiotów będących przedmiotem transakcji kapitałowych na rynku prywatnym.

$$W_p = M_r \cdot B_w \quad \text{oraz} \quad W_p = M_r (P) \cdot B_w (P)$$

gdzie:

W_p - wartość przedsiębiorstwa;

B_w - baza wyceny pochodząca z danych historycznych spółki wycenianej (odpowiadająca co do rodzaju mianownikowi mnożnika użytego do kalkulacji wartości);

$B_w (P)$ - baza wyceny oszacowana na podstawie danych pochodzących z prognozy spółki wycenianej (odpowiadająca co do rodzaju mianownikowi mnożnika użytego do kalkulacji wartości);

M_r – mnożnik rynkowy oszacowany na podstawie danych historycznych;

$M_r(P)$ – mnożnik rynkowy oszacowany na podstawie danych pochodzących z prognozy.

2.2.2. Uzasadnienie dla wybranych metod wyceny

Do wyceny przedsiębiorstwa zastosowano metodę dochodową DCF oraz metodę Venture Capital (skrót: metoda VC) z uwzględnieniem mnożników porównywalnych spółek.



Wybór ten został podyktowany faktem, iż zastosowanie wskazanych metod jest najbardziej adekwatne do charakteru działalności wycenianego podmiotu, jak i dostępnością materiałów bazowych do przeprowadzenia niezbędnych wyliczeń.

Dobór metody wyceny uzależniony jest od kilku zmiennych. Należą do nich cel wyceny, jej przedmiot oraz kontekst gospodarczy. Zachowanie minimum poprawności metodologicznej w szacowaniu wartości przedsiębiorstwa wymaga uwzględnienia wszystkich powyższych czynników wraz z ich oceną i korektą w postaci ryzyka związanego z wystąpieniem odchylenia od założeń wyjściowych. Zastosowanie metody wyceny powinny mieć ponadto źródło w różnych modelach wyceny, tak aby uniknąć pozornej zbieżności otrzymanych wyników, będącej rezultatem przyjęcia jednego schematu myślowego i doboru jednorodnych wskaźników.

Jednocześnie na etapie analizy doboru optymalnych metod wyceny Wykonawca przeanalizował zasadność zastosowania innych metod wycen. Z uwagi na fakt, że podstawą rozwoju spółki jest wiedza będąca źródłem jej przewagi konkurencyjnej przyniesie spółce w trakcie jej działalności ekonomiczne korzyści.

W obecnych warunkach rozwoju przedsiębiorstw czynniki niematerialne odgrywają decydującą rolę w procesie tworzeniu wartości. W rezultacie kapitał intelektualny stanowi coraz większą część wartości rynkowej przedsiębiorstwa. Fakt ten nie znajduje jednak odzwierciedlenia w sprawozdaniach finansowych, których użyteczność jako źródło informacji o rzeczywistej wartości firm systematycznie spada. W konsekwencji na przestrzeni ostatnich kilkunastu lat można zaobserwować ciągle powiększenie różnicy pomiędzy wartościami rynkową a księgową. Kapitał intelektualny określa całkowity zasób czynników, stanowiących niematerialne źródła wartości w przedsiębiorstwie takie jak: marka, know-how, relacje itp.

2.3. Określenie wartości przedmiotu wyceny

Prognoza wyników na lata 2022-2025



lata	2022	2023	2024	2025
Przychód	6 412 500 zł	17 912 250 zł	66 700 545 zł	121 880 822 zł
consumer health	5 225 000 zł	11 024 750 zł	20 065 045 zł	36 518 382 zł
kosmetyki	237 500 zł	1 187 500 zł	3 562 500 zł	10 687 500 zł
zdrowie zwierząt	950 000 zł	2 850 000 zł	5 073 000 zł	9 029 940 zł
surowce	- zł	2 850 000 zł	7 125 000 zł	10 687 500 zł
medyczna marihuana	- zł	- zł	30 875 000 zł	54 957 500 zł
Koszt Własny Sprzedaży	1 781 250 zł	6 323 818 zł	27 824 885 zł	47 588 457 zł
consumer health	1 306 250 zł	2 535 693 zł	4 614 960 zł	8 399 228 zł
kosmetyki	95 000 zł	415 625 zł	1 246 875 zł	3 740 625 zł
zdrowie zwierząt	380 000 zł	997 500 zł	1 775 550 zł	3 160 479 zł
surowce	- zł	2 375 000 zł	3 206 250 zł	4 809 375 zł
medyczna marihuana	- zł	- zł	16 981 250 zł	27 478 750 zł
I marża	4 631 250 zł	11 588 433 zł	38 875 660 zł	74 292 365 zł
	72%	65%	58%	61%
marketing handlowy	1 603 125 zł	3 582 450 zł	13 340 109 zł	21 938 548 zł
II marża	3 028 125 zł	8 005 983 zł	25 535 551 zł	52 353 817 zł
%	47%	45%	38%	43%
Sprzedaż i marketing	3 835 228 zł	6 518 636 zł	12 297 043 zł	17 501 601 zł
Sprzedaż - dział	1 736 917 zł	2 562 245 zł	4 959 212 zł	7 373 818 zł
pracownicy	950 000 zł	1 254 000 zł	2 257 201 zł	3 385 801 zł
narzędzia	152 000 zł	304 000 zł	456 000 zł	547 200 zł
podróże	506 667 zł	608 000 zł	912 000 zł	1 003 200 zł
usługi	128 250 zł	396 245 zł	1 334 011 zł	2 437 616 zł
Marketing handlowy - dział	1 182 776 zł	2 627 319 zł	4 967 686 zł	6 657 505 zł
pracownicy	221 667 zł	308 750 zł	403 750 zł	484 500 zł
narzędzia	633 333 zł	1 266 667 zł	1 773 333 zł	2 394 000 zł
podróże	320 625 zł	990 613 zł	2 668 022 zł	3 656 425 zł
usługi	7 151 zł	61 290 zł	122 581 zł	122 581 zł
Marketing cyfrowy - dział	500 584 zł	872 624 zł	1 868 053 zł	2 917 977 zł
pracownicy	253 333 zł	380 000 zł	570 000 zł	684 000 zł
narzędzia	96 188 zł	297 184 zł	1 000 508 zł	1 828 212 zł
podróże	105 556 zł	116 111 zł	127 722 zł	140 494 zł
usługi	45 508 zł	79 329 zł	169 823 zł	265 271 zł
Kreacja - dział	414 952 zł	456 447 zł	502 092 zł	552 301 zł
pracownicy	310 333 zł	341 367 zł	375 503 zł	413 054 zł
narzędzia	71 250 zł	78 375 zł	86 213 zł	94 834 zł
inne koszty	33 368 zł	36 705 zł	40 376 zł	44 413 zł
Marża po Sprzedaży i mar-	807 103 zł	1 487 347 zł	13 238 508 zł	34 852 216 zł
%	-13%	8%	20%	29%
Produkcja i logistyka	857 111 zł	931 000 zł	1 396 500 zł	2 094 750 zł
produkcja: Radom	646 000 zł	- zł	- zł	- zł
produkcja: Magnuszew	211 111 zł	931 000 zł	1 396 500 zł	2 094 750 zł
Marża po Produkcji	- 1 664 215 zł	556 347 zł	11 842 008 zł	32 757 466 zł
%	-26%	3%	18%	27%
Dział Badawczo-Rozwojow	815 825 zł	1 435 407 zł	1 616 133 zł	1 842 042 zł
consumer health	267 022 zł	333 777 zł	417 221 zł	521 526 zł
cosmetics	240 054 zł	300 067 zł	375 084 zł	468 855 zł
animale care	71 250 zł	89 063 zł	111 328 zł	139 160 zł
medical cannabis	237 500 zł	712 500 zł	712 500 zł	712 500 zł
Marża po B+R	- 2 480 040 zł	- 879 060 zł	10 225 875 zł	30 915 424 zł
%	-39%	-5%	15%	25%
Koszty Ogólne i Administ	1 241 861 zł	1 719 104 zł	2 063 380 zł	2 485 175 zł
Administration	667 111 zł	1 000 667 zł	1 250 833 zł	1 563 542 zł
General	118 750 zł	148 438 zł	185 547 zł	231 934 zł
Board	456 000 zł	570 000 zł	627 000 zł	689 700 zł
EBITDA	- 3 721 901 zł	- 2 598 164 zł	8 162 495 zł	28 430 249 zł
EBITDA %	-58%	-15%	12%	23%



Kierunkowo nie wnosimy zastrzeżeń do przedstawionego materiału i uznajemy, że oszacowania Zarządu są wiarygodnym estymatem przyszłych wyników Spółki, dlatego przyjmujemy je jako podstawę w dalszym procesie wyceny. Nasze przewidywania muszą zakładać oczekiwane, przybliżone zmiany podstawowych wielkości z rachunku wyników przychodów ze sprzedaży oraz kosztów (dla przejrzystości nie dokonujemy tutaj szczegółowego podziału kosztów, różnica pomiędzy sprzedażą, a sumą kosztów traktowana jest jako wynik na działalności operacyjnej; wyjątkiem jest koszt amortyzacji, który zostanie wyselekcjonowany z sumy łącznych kosztów ze względu na jego znaczenie w dalszych analizach wynikające z niegotówkowego charakteru tego kosztu). Po roku 2025 zakładamy kontynuację działalności, przy czym przyjmujemy konserwatywne założenie, zgodnie z którym wyniki rozważanego podmiotu w odległej przyszłości zostają zachowane na poziomie rezultatów ostatniego z lat okresu szczegółowej prognozy (rok 2025).

2.3.1. Wycena wartości przedsiębiorstwa metodą DCF

Prognoza wyników Cosma Cannabis Sp. z o.o. oraz jego wycena metodą DCF



Tabela nr 2

Wyszczególnienie	Prognoza				
	2022	2023	2024	2025	kontynuacja
Sprzedaż zł	6 412 500	17 912 250	66 700 545	121 880 822	121 880 822
zmiana sprzedaży %	0%	179,33%	272,4%	82,7%	-
zmiana sprzedaży zł	0	11 499 750	48 788 295	55 180 277	0
koszty tys. zł	10 134 401	20 510 414	58 538 050	93 450 573	93 450 573
zmiana kosztów %	0%	15,0%	5,0%	5,0%	-
amortyzacja zł	0	0	0	0	0
EBIT	-3 721 901	-2 598 164	8 162 495	28 430 249	28 430 249
EBITDA*	-3 721 901	-2 598 164	8 162 495	28 430 249	28 430 249
TR %	19	19	19	19	19
EBIDAAT**	-3 721 901	-2 598 164	6 611 621	23 028 502	23 028 502
NOPAT***	-3 721 901	-2 598 164	6 611 621	23 028 502	23 028 502
zmiana NWC**** zł	0	1 149 975	4 878 830	5 518 028	0
IFCI***** zł	0	0	0	0	0
RFCI***** zł	0	0	0	0	0
FCF***** zł	-3 721 901	-3 748 139	1 732 791	17 510 474	23 028 502
WACC***** %	19,45%	19,45%	19,45%	19,45%	19,45%
DF*****	0,837170	0,700854	0,586734	0,491197	2,525
DCF***** zł	-3 115 865	-2 626 899	1 016 688	8 601 086	58 146 967
CDCF	-3 115 865	-5 742 764	-4 726 076	3 875 010	62 021 977
VALUE*****					62 021 977
wartość długu oprocentowanego					0
dyskonto IPO					20,0%
wartość firmy metodą dochodową					49 617 582
wartość					49 617 582

Krok 1 - przedsiębiorstwo sporządziło szczegółową prognozę przyszłych wyników za okres 4-letni: 2022-2025. Kierunkowo nie wnosimy zastrzeżeń do przedstawionego materiału i uznajemy, że oszacowania Zarządu są wiarygodnym estymatem przyszłych wyników Spółki, dlatego przyjmujemy je jako podstawę w dalszym procesie wyceny. Nasze przewidywania muszą zakładać oczekiwane, przybliżone zmiany podstawowych wielkości z rachunku wyników przychodów ze sprzedaży oraz kosztów (dla przejrzystości nie dokonujemy tutaj szczegółowego podziału kosztów, różnica pomiędzy sprzedażą, a sumą kosztów traktowana jest jako wynik na działalności operacyjnej; wyjątkiem jest koszt amortyzacji, który zostanie wyselekcjonowany z sumy łącznych kosztów ze względu na jego znaczenie w dalszych analizach wynikające z niegotówkowego charakteru tego kosztu). Po roku 2025 zakładamy kontynuację działalności, przy czym przyjmujemy konserwatywne założenie, zgodnie z którym wyniki rozważanego podmiotu w odległej przyszłości zostają zachowane na poziomie rezultatów ostatniego z lat okresu szczegółowej prognozy (rok 2025). Przychody kolejnych lat po 2025 szacujemy na poziomie



121 880 822,00 zł. Tak jak w wypadku sprzedaży, łączne koszty w okresie kontynuacji wyznaczone są przez ich wielkość z ostatniego roku okresu szczegółowej prognozy (93 450 573,00 zł), co skutkuje określeniem niezdyktowanej wartości wolnych przepływów pieniężnych na poziomie 23 028 502,00 zł

Stopa dyskonta dla przedsięwzięcia powinna być skorygowana tak, aby ewentualne zwiększone jego ryzyko znalazło odbicie w zwiększonej stopie dyskonta. Stopa podatku dochodowego została przyjęta na stałym poziomie 19% dla całego okresu prognozy. Przyjęto też upraszczające założenie co do stałości stopy WACC w całym okresie prognozy na poziomie 19,45%. Z uwagi na praktycznie nieistotną wartość zadłużenia, podstawowym elementem WACC jest koszt kapitału własnego. Zgodnie z teorią zmiennej wartości pieniądza w czasie, przyszłe wolne przepływy są sprowadzone do wartości dzisiejszej za pomocą stopy odzwierciedlającej średni ważony koszt kapitału, gdzie koszt kapitału własnego jest określony jako minimalny wymagany zwrot inwestora, który mógłby on zrealizować na alternatywnej inwestycji w danej klasie ryzyka. W kalkulacji WACC największym problemem następcza szacunek wymaganej przez udziałowców (akcjonariuszy) stopy zwrotu (koszt kapitału własnego). Najczęściej wykorzystywaną metodą jest model wyceny aktywów kapitałowych – CAPM (*capital assets pricing model*). Zgodnie z założeniami tego modelu wymagana przez udziałowców (akcjonariuszy) stopę zwrotu ustalona została następująco:

$$K_E = R_{RF} + \beta \times MRP$$

Gdzie: K_E – wymagana stopa zwrotu

R_{RF} – stopa zwrotna wolna od ryzyka (*risk-free rate*)

β – współczynnik beta – rozstęp indeksu ryzyka

MRP – rynkowa premia za ryzyko (*market risk premium*)

W przypadku tego równania, kluczowym elementem jest określenie wskaźnika β , który jest specyficzny dla poszczególnych podmiotów i jego określenie dla pomiotów nienotowanych skażone jest wysokim subiektywizmem.

Krok 2- Wynik na działalności operacyjnej, EBIT w danym roku, to różnica pomiędzy przychodami ze sprzedaży a sumą kosztów:

$$EBIT = \text{sprzedaż} - \text{koszty}$$

Przykładowo w 2022 r. EBIT wyniesie -3 721 901,00 zł

$$EBIT_{2022} = 6\,412\,500,00 - 10\,134\,401,00 = -3\,721\,901,00 \text{ zł}$$



Krok 3- EBITDA to wynik na działalności operacyjnej, powiększony o koszt amortyzacji:

$$\text{EBITDA} = \text{EBIT} + A$$

W 2022 r. EBITDA wyniesie więc -3 721 901,00 zł

$$\text{EBITDA}_{2022} = -3\,721\,901,00 + 0,00 = -3\,721\,901,00 \text{ zł}$$

Krok 4 - EBIDAAT, od której naliczamy (w pewnym sensie gotówkowym) podatek dochodowy:

$$\text{EBIDAAT} = \text{EBITDA} \times (1-T)$$

W 2022 r. wielkość EBIDAAT poddanej opodatkowaniu wyniesie -3 721 901,00 zł (ponieważ wystąpiła strata nie występuje podatek dochodowy).

$$T=19\% \times 0,01=0,19$$

$$\text{EBIDAAT} = -3\,721\,901,00 \times (1-T) = -3\,721\,901,00 \text{ zł}$$

Krok 5 – NOPAT to z kolei EBITDA poddana opodatkowaniu, od której ponownie odejmujemy amortyzację (NOPAT to wynik opodatkowany- after taxes- oraz netto – net, w sensie: pomniejszony o amortyzację):

$$\text{NOPAT} = \text{EBIDAAT} - A$$

W 2022 r. wielkość NOPAT wyniesie więc -3 721 901,00 zł

$$\text{NOPAT}_{2022} = -3\,721\,901,00 - 0,00 = -3\,721\,901,00 \text{ zł}$$

W celu prognozowania przyszłych wolnych przepływów gotówkowych (FCF), oprócz zdefiniowanych już wielkości z rachunku wyników oraz poniekąd sztucznych nie księgowych kategorii, będących ich pochodnymi, dokonano założeń dotyczących przyszłych inwestycji w kapitał obrotowy netto oraz majątek przedsiębiorstwa. Ekspansja przedsiębiorstwa dokonująca się wraz ze wzrostem przychodów ze sprzedaży wymaga od niego rozwoju, za którym muszą iść odpowiednie inwestycje, zarówno w majątek krótkoterminowy, jak i te w majątek trwały. Gdy rośnie sprzedaż, następuje równoczesny wzrost poziomu zapasów, należności oraz zobowiązań bieżących. Zwiększa się więc wielkość kapitału obrotowego netto (NWC). Zmiany kapitału obrotowego netto będą stanowić określony procent rocznych zmian przychodów ze sprzedaży tj. 10% okresowej zmiany sprzedaży.



$$\text{Zmiana NWC} = 10 \% \times \text{zmiana sprzedaży}$$

Zatem w roku 2022 wzrost wartości kapitału obrotowego netto wyniesie 0,00 zł

$$\text{zmiana NWC}_{2021} = 10 \% \times 0 = 0,00 \text{ zł}$$

Zgodnie z założeniami inwestycje w majątek trwały mają dwojaki charakter: są to inwestycje odtworzeniowe (RFCI) oraz nowe inwestycje zwiększające posiadane środki trwałe ponad wymóg odtworzeniowy (IFCI). Założono, że roczne inwestycje odtworzeniowe zgodnie z ich charakterem, pokrywać się będą z wielkością rocznej amortyzacji:

$$\text{RFCI} = A$$

W odniesieniu zaś do inwestycji ponad wymóg odtworzeniowy przyjęto na poziomie 0,00 zł

$$\text{IFCI}_{2022} = 0,00 \text{ zł}$$

Krok 6 – Prognoza wolnych przepływów gotówkowych COSMA CANNABIS Sp. z o.o.

FCF to EBITDA poddana opodatkowaniu i skorygowana o zmiany kapitału pracującego i inwestycje w majątek trwały:

$$\text{FCF} = \text{EBIDAAT} -/+ \text{zmiana NWC} - \text{RFCI} - \text{IFCI}$$

W 2022 r. wielkość wolnego przepływu pieniężnego wyniesie więc -3 721 901,00 zł

$$\text{FCF} = -3\,721\,901,00 - 0 - 0 - 0 = -3\,721\,901,00 \text{ zł}$$

Wolne przepływy pieniężne, które ustalono dla wszystkich okresów prognozy, muszą zostać zdyskontowane stopą odzwierciedlającą ryzyko wszystkich inwestorów (WACC). W tym celu konstruujemy współczynnik dyskonta DF, dostosowane do odpowiednich okresów dyskonta:

$$\text{DF}_{2022} = \frac{1}{(1 + \text{WACC})} = 0,837170$$



Znając odpowiednie współczynniki dyskonta, sprowadzono przyszłe wartości FCF do ich wartości dzisiejszej, mnożąc (zgodnie z procedurą dyskontowania) wartość przyszłą (FCF) przez odpowiednią wartość współczynnika dyskonta (DF):

$$DCF = FCF \times DF$$

gdzie: DCF- zdyskontowany przepływ pieniężny (discounted cash flow).

Zatem na podstawie powyższych ustaleń zdyskontowany wolny przepływ gotówkowy z roku 2022 wyniesie -3 115 865,00 zł

$$DCF = -3\,721\,901,00 \times 0,837170 = -3\,115\,865,00 \text{ zł}$$

Konieczne jest tu przybliżenie konstrukcji współczynnika dyskonta dla tzw. okresu kontynuacji. Wszystkie wielkości z tego okresu, zgodnie z założeniami, są stałe i wyznaczone przez wartości z ostatniego okresu szczegółowej prognozy. Traktujemy je więc na zasadzie renty wieczystej. Wartość dzisiejszej renty wieczystej ustala się, dzieląc jej wielkość przez stopę dyskonta

$$PVP = \frac{P}{WACC}$$

gdzie: PVP - wartość dzisiejsza renty wieczystej (present value of perpetuity);

P - renta wieczysta (perpetuity).

Z ustaleń wynika, że współczynnik dyskonta dla renty wieczystej ma postać:

$$DF = \frac{1}{WACC}$$

Kalkulacja wymaganej stopy WACC:

- wartość stopy wolnej od ryzyka na poziomie 6,50% (rentowności obligacji 4-letnich),



- koszt kapitału własnego w sektorze „technologie dla ochrony zdrowia” na poziomie 12,20% Obecna wartość kosztu kapitału własnego w Polsce szacowana jest w całej gospodarce 12,95%. Do wyceny przyjęto wyższy wskaźnik (na podstawie publikacji: Baker-Tilly-TPA-Index_II-kw-2022_Wydanie-8_07_2022-1).
- wartości współczynnika beta na poziomie 1,0 (dane dla branży „Produkty zdrowotne”; Baker-Tilly-TPA-Index_II-kw-2022_Wydanie-8_07_2022-1,

Tabela nr 1

WACC	
stopa wolna od ryzyka	6,50%
Premia za ryzyko	12,95%
Beta	1,00
koszt kapitału	19,45%

$$K_E = R_{RF} + \beta \times MRP = 6,50 + 1,00 \times 12,95\% = 19,45 \%$$

Gdzie: K_E – wymagana stopa zwrotu

R_{RF} - stopa zwrotna wolna od ryzyka (*risk-free rate*) = 6,50% poziom rentowności długoterminowych obligacji Skarbu Państwa

β - współczynnik beta – rozstęp indeksu ryzyka (1,8- 0,5)

MRP- rynkowa premia za ryzyko (*market risk Premium* = 12,95%

Z uwagi na marginalną wartość zadłużenia przy pozytywnych wynikach finansowych w horyzoncie prognozy uznajemy, że Spółka finansowana będzie jedynie w oparciu o kapitał własny. Przy takim założeniu odstępujemy od uwzględnienia w WACC kosztu finansowania dłużnego.

$$DF = \frac{1}{0,1945} = 5,141388175$$

Po zdyskontowaniu renty wieczystej (na koniec roku piątego) dodatkowo uzyskaną wielkość zdyskontujemy w okresie 4 lat, aby wyrazić jej wartość, tak jak wszystkich pozostałych Cash floks, na dzień dzisiejszy (dzień wyceny). Dlatego też dodatkowo przemnażamy ją, tak jak czyniliśmy powyżej, przez współczynnik dyskonta ustalony dla 4 lat.



$$DF_{2022} = \frac{1}{(1 + 0,1945)^4} = 0,491196635$$

Ostatecznie sprowadzenie przyszłej wartości FCF z okresu kontynuacji do jej wartości dzisiejszej wymaga przemnożenia jej przez dwa współczynniki dyskonta: DF dla renty wieczystej (DF_{rw}) i DF dla okresu czteroletniego (DF_{2025}):

$$DF_{rw} \times DF_{2025} = 5,141388175 \times 0,491196635 = 2,525$$

Zatem wartość dzisiejsza wolnych przepływów pieniężnych z okresu kontynuacji wyniesie ostatecznie 58 146 967,00 zł.

$$DCF = 23\,028\,502,00 \times 2,525 = 58\,146\,967,00 \text{ zł}$$

Analogicznie postępujemy w przypadku przepływów gotówkowych z pozostałych lat okresu czteroletniego i okresu wartości rezydualnej. Znając zdyskontowane wartości wszystkich przyszłych cash flows (zarówno tych z okresu wyraźnej prognozy, jak i z okresu kontynuacji), możemy je zsumować – pozycja DCF w tabeli nr 2. Zgodnie z metodologią wyceny DCF i naszych analiz wskazują więc, że wartość COSMA CANNABIS Sp. z o.o. wynosi 49 617 582,00 zł.

Wartość Spółki metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych DCF
wynosi: **49 617 582,00 zł**

*słownie: czterdzieści dziewięć milionów sześćset siedemnaście tysięcy pięćset osiemdziesiąt
dwa złote 00/100*

2.3.1.2 Metoda Venture Capital (skrót: metoda VC) z wykorzystaniem mnożników rynkowych porównywalnych spółek

Przyjęcie mnożników rynkowych dla porównywalnych spółek



INFORMACJE DO WYCENY

Wyceny krajowe

Wycena CanPoland – oferta publiczna, poza giełdowa

<https://crowdnews.pl/wiadomosci/canpoland-jutro-poczatek-oferty/>

Wycena Kombinat Konopny – oferta prywatna

<https://strefainwestorow.pl/wiadomosci/20210514/kombinat-konopny-pozyskal-prawie-5-mln-zl-w-nowej-ofercie-akcji>

Wyceny zagraniczne

<https://finerva.com/report/cannabis-cbd-2022-valuation-multiples/>

Cannabis companies boomed during the pandemic, with EV/Revenue multiples climbing from 5.2x in Q1 2020 to 13.2x in Q1 2021. However, earning reports for some of the industry leaders such as Aurora Cannabis raised questions about the long-term performance of the sector in terms of profitability, Yahoo Finance reports. As a result, **the median EV/Revenue multiple for public Cannabis companies in Q4 2021 was 5.7x**, much closer to the early-2020 levels than to the Q1 2021 peak.

<https://www.forbes.com/sites/lcarrel/2021/12/31/firm-cannabis-stocks-may-get-cheaper-in-2022-but-rise-in-23-24/?sh=2f1e1e443f3a>

an average enterprise value to sales multiple of 2.3 for 2022 and an enterprise value (EV) to EBITDA (earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization) multiple of 8.0. This is a significant drop compared to the forward-looking multiples a year ago of 4.1x and 16.4x, respectively, said Viridian.

Public Cannabis Company Multiples at December 31, 2020



Company Name	Market Cap	Debt	Cash	Revenue				EBITDA				EV / Revenue			
				LTM	FY2020	FY2021	FY2022	LTM	FY2020	FY2021	FY2022	LTM	2020	2021	2022
Canadian LPs															
Canopy Growth	11,705	676	673	477	421	561	796	(666)	(431)	(308)	(140)	22.8x	25.8x	19.4x	13.7x
Cronos	3,145	13	1,463	49	54	118	211	(236)	(157)	(105)	(58)	28.9x	26.2x	12.0x	6.7x
Aphria	2,787	548	188	602	542	680	906	64	17	71	156	4.7x	5.3x	4.2x	3.2x
Aurora	1,947	507	134	273	281	305	424	(354)	(198)	(32)	42	8.4x	8.2x	7.5x	5.4x
Tilray	1,405	691	207	244	266	373	503	(287)	(42)	17	51	7.6x	6.9x	5.0x	3.7x
HEXO	570	87	150	96	80	136	168	(102)	(40)	4	14	5.3x	6.4x	3.8x	3.0x
Organigram	392	120	104	81	87	109	145	(109)	(18)	6	22	5.4x	5.0x	4.0x	3.0x
Auxly	176	115	14	35	44	85	137	(46)	(31)	(6)	15	7.8x	6.1x	3.2x	2.0x
TGOD	114	47	4	15	21	63	95	(42)	(30)	1	6	10.1x	7.4x	2.5x	1.6x
Flower	94	64	3	6	9	48	103	(50)	(17)	(0)	14	30.9x	19.5x	3.9x	1.8x
Supreme	78	81	20	40	41	57	78	(61)	(29)	4	10	3.4x	3.4x	2.4x	1.8x
High				602	542	680	906	64	17	71	156	28.9x	26.2x	19.4x	13.7x
Low				6	9	48	78	(666)	(431)	(308)	(140)	3.4x	5.0x	2.5x	1.6x
Median				81	80	118	168	(102)	(31)	6	22	7.8x	6.9x	4.0x	3.0x
Mean (excl. low & high)				174	168	230	324	(183)	(91)	(50)	48	12.3x	10.9x	6.2x	4.2x

Źródło: <https://www.richter.ca/our-insights/cannabis-industry-2020-year-in-review/>

Jako mnożnik wartości przyjęto medianę, jako najbardziej wiarygodny miernik oceny wartości spółki wobec porównywalnych spółek z branży, ze względu na znaczne skrajności wartości mnożników.

Do celów zaprognozowania wartości końcowej inwestycji na moment wyjścia kapitałowego, inwestorzy wysokiego ryzyka korzystają dodatkowo z metody mnożnikowej. Poniżej zaprezentujemy etapy tej wyceny.

Krok 1: wybieramy ostatni rok wyceny i oszacowujemy wartość przychodów netto, zysku EBITDA, zysku netto na podstawie optymistycznego scenariusza przedsięwzięcia. Zakładamy, że według tego scenariusza są spełnione oczekiwania inwestora.

Krok 2: liczymy wartość spółki portfelowej (Enterprise Value) na dzień wyceny za pomocą mnożników rynkowych dla porównywalnych spółek, np. EV/S, EV/EBITDA, C/Z oraz w ostatnim roku prognozy (roku wyjścia z inwestycji) – oczekiwaną wartość w momencie wyjścia (po uwzględnieniu dyskonta IPO w wysokości 20%).

Mnożniki osiągnięty w 2022 roku następujące wartości:

$$EV/S = 3$$

$$EV/EBITDA = 22$$

Wartość spółki w momencie wyjścia w 2025 roku

$$121\,880\,822,00 \text{ zł} \cdot 3 = 365\,642\,466,00 \text{ zł}$$

$$28\,430\,249,00 \text{ zł} \cdot 22 = 625\,465\,478,00 \text{ zł}$$

Oczekiwana wycena wartości spółki po uwzględnieniu dyskonta 20% kształtuje się w przedziale od 292 513 973,00 zł do 500 372 382,00 zł



Krok 3: Kalkulacja PV oczekiwanej wartości w momencie wyjścia stopą dyskontową 40%.

Przed uwzględnieniem kwoty inwestycji w jej kapitał własny określa się jako **wycena „pre-money”** (tu: **wycena „przed inwestycją”** lub **wycena „przed”**).

Do celów kalkulacji przyjęto następujące zmienne:

- V = wartość końcowa (w momencie dezinwestycji) od 292 513 973,00 zł do 500 372 382,00 zł
- t = liczba lat do (wyjścia kapitałowego z inwestycji, dezinwestycji) 4 lat
- r = stopa dyskontowa, oczekiwana roczna stopa zwrotu przez inwestora $r = IRR = 40,0\%$
- I = wartość inwestycji = 5,0 mln EURO $\times 4,7643 = 23\,821\,500,00$ zł

Krok 1: Określenie wyceny „po”

W tym modelu dopiero w roku dezinwestycji pojawiają się dodatnie przepływy pieniężne dla inwestora (typowe dla IPO lub przejęć), gdzie została ustalona oczekiwana wartość końcowa. To oznacza, że po pozyskaniu przez spółkę 5,0 mln EURO wstępną jej ceną jest zdyskontowana wartość końcowa w okresie 4 lat.

Przyjęta stopa dyskonta na poziomie $IRR = 40\%$, stad NPV wartości końcowej w okresie 4 lat wynosi:

$$PO = \frac{V}{(1+r)^t}$$

$$NPV = \frac{V}{(1+r)^t} = \frac{292\,513\,973,00}{(1,4)^4} = 76\,143\,787,00 \text{ zł} = \text{wycenia PO(skrót "PO")}$$

$$NPV = \frac{V}{(1+r)^t} = \frac{500\,372\,382,00}{(1,4)^4} = 130\,251\,036,00 \text{ zł} = \text{wycenia PO(skrót "PO")}$$

$$NPV = \frac{76\,143\,787 + 130\,251\,036}{2} = 103\,197\,411,00 \text{ zł} = \text{wycenia PO(skrót "PO")}$$

Wartość bieżąca, $PV = 103\,197\,411,00$ zł

gdzie:

V - wartość końcowa; r – stopa dyskonta; t - liczba lat do wyjścia kapitałowego z inwestycji



Krok 2: Określenie wyceny „przed”

PRZED = PO – I

$$103\,197\,411,00 \text{ zł} - 23\,821\,500,00 \text{ zł} = \underline{79\,375\,911,00 \text{ zł}}$$

Wartość Spółki metodą venture capital z uwzględnieniem mnożników porównywalnych spółek wynosi: **79 375 911,00 zł**

słownie: siedemdziesiąt dziewięć milionów trzysta siedemdziesiąt pięć tysięcy dziewięćset jedenastie złotych 00/100

Wycena metodą dochodową DCF - 49 617 582,00 zł

Wycena metodą venture capital - 79 375 911,00 zł

$$W = \frac{49\,617\,582,00 + 79\,375\,911,00}{2} = \underline{64\,496\,746,00 \text{ zł}}$$

Wartość Spółki

wynosi: **64 496 746,00 zł**

słownie: sześćdziesiąt cztery miliony czterysta dziewięćdziesiąt sześć tysięcy siedemset czterdzieści sześć złotych 00/100

3. KLAUZULE I ZASTRZEŻENIA

1. Niniejsza wycena sporządzona została zgodnie z przepisami prawa.
2. Niniejsza wycena nie może być użyta do innych celów niż określony w pkt I 1.
3. Niniejszy operat nie może być opublikowany w całości lub w części w jakimkolwiek dokumencie bez zgody autora operatu i bez uzgodnienia z nim takiej formy lub treści.
4. Wykonane dzieło stanowi autorskie opracowanie wykonawcy.
5. Wycenę opracowano w oparciu o informacje uzyskane i dostarczone dokumenty. Zakłada się, że nie ukryto żadnych faktów, które mogłyby mieć wpływ na wartość Spółki i jej udziałów.
6. Zarząd Spółki odpowiada za założenia przyjęte do sporządzenia prognoz finansowych stanowiący istotny element wyceny.



7. Przedstawiona wycena uwzględnia stan faktyczny i prawny na dzień jej sporządzenia.
8. Niniejszy operat może być wykorzystany tylko do celu, który został określony w punkcie 1.3. CEL WYCENY.
9. Autor opracowania nie ponosi odpowiedzialności za ewentualne ukryte wady wycenianego przedsiębiorstwa, których autor nie mógł stwierdzić na podstawie posiadanych materiałów dokumentacji.
10. Wyklucza się odpowiedzialność autora wobec osób trzecich, w szczególności z tytułu wykorzystania operatu w innym celu aniżeli został on sporządzony.
11. Kwota 64 496 746,00 zł przedstawiona w pkt. 2.3.2. niniejszego operatu stanowi wartość rynkową przedmiotu wyceny na dzień 1 lipiec 2022 roku.
12. Operat szacunkowy sporządzono w czterech jednobrzmiących egzemplarzach, z których trzy otrzymuje zleceniodawca, a jeden stanowi egzemplarz archiwalny.