



GROUND FROST

Wycena spółki Luna Corporate Sp. z o.o. na dzień 31 lipca 2025 roku

Raport opracowany dla Less S.A.

Warszawa, 29 października 2025 roku.

Szanowni Państwo,

Niniejszym przedstawiamy raport (dalej „Raport”) z wyceny wartości 100% kapitału własnego spółki Luna Corporate Sp. z o.o. (dalej „Spółka”). Wycena sporządzona została metodą dochodową - zdyskontowanych przepływów pieniężnych. Wycena przygotowana została w oparciu o dane finansowe uzyskane od Spółki, w szczególności dane historyczne, sporządzony przez Spółkę budżet, a także szereg założeń, które opisane są w dalszej części dokumentu.

Wycena sporządzona została przez Ground Frost Sp. z o.o. z siedzibą przy alei Komisji Edukacji Narodowej 95 w Warszawie na zlecenie Spółki Luna Corporate Sp. z o.o. w celu określenie wartości godziwej 100% udziałów Luna Corporate Sp. z o.o. na potrzeby planowanego wniesienia ich w formie wkładu niepieniężnego do spółki akcyjnej.

Przy przeprowadzaniu niniejszej wyceny założono kontynuację działalności. Jako standard wartości przyjęta jest godziwa wartość rynkowa (ang. Fair Market Value). Wycena została przygotowana na dzień 31 lipca 2025 roku.

Analizy, opinie i konkluzje zawarte w Raporcie są profesjonalnymi, bezstronnymi i obiektywnymi analizami, opiniami i konkluzjami osoby wykonującej analizę. Analizy, opinie i konkluzje zawarte w Raporcie są ograniczone jedynie przez przyjęte założenia oraz warunki ograniczające (opisane szczegółowo w rozdziale „Ograniczenia wyceny” niniejszego Raportu).

Wynagrodzenie wyceniającego nie jest uzależnione od przygotowania lub przedstawienia w Raporcie wniosków zgodnych ze z góry zakładanymi wartościami, wartości przedmiotu wyceny przedstawionego w Raporcie, uzyskania z góry założonego rezultatu, przyszłych wydarzeń bezpośrednio związanych z celem wyceny lub konkluzji Raportu korzystnej dla klienta.

Raport z wyceny może być przedstawiony jedynie zamawiającemu, chyba że wyrazi on zgodę na przedstawienie Raportu stronie trzeciej. Wyjątkiem od tej reguły jest nakaz sądu lub innego właściwego organu na udostępnienie Raportu z wyceny.

Niniejszy Raport został przygotowany zgodnie z Powszechnymi Krajowymi Zasadami Wyceny (PKZW) - Krajowym Standardem Wyceny Specjalistycznej (KSWS). Wszystkie dane przedstawione są w PLN, chyba że zaznaczono inaczej. Wycena została sporządzona z najlepszą wiedzą i przekonaniem, jakie posiadaliśmy.

Z poważaniem,

Michał Pik

Wojciech Kryński

Mateusz Kawka

Prezes Zarządu,
Ground Frost Sp. z o.o.

Członek Zarządu,
Ground Frost Sp. z o.o.

Kierownik Projektu,
Ground Frost Sp. z o.o.



SPIS TREŚCI

Część 1	<i>Streszczenie dla kierownictwa</i>
Część 2	<i>Kwestie teoretyczne w wycenie podmiotów gospodarczych</i>
Część 3	<i>Opis przedmiotu wyceny</i>
Część 4	<i>Wycena metodą dochodową</i>
Część 5	<i>Wyniki wyceny</i>
Część 6	<i>Ograniczenia wyceny</i>
Część 7	<i>Załączniki</i>

A long, illuminated bridge at night over a river. The bridge features a series of arches and is lit with warm lights that reflect on the water. The sky is dark, and the foreground shows some debris on the riverbank.

Część 1

Streszczenie dla kierownictwa

Streszczenie dla kierownictwa

Dokonałiśmy wyceny spółki Luna Corporate Sp. z o.o., wykorzystując do tego celu metodę zdyskontowanych przepływów pieniężnych, które to zostały zdyskontowane stopą odzwierciedlającą średni ważony koszt kapitału. Następnie otrzymaną wartość skorygowano o dyskonto z tytułu niskiej płynności. Wartość Spółki na dzień 31 lipca 2025 roku wynosi **50 383 952,60 PLN**.

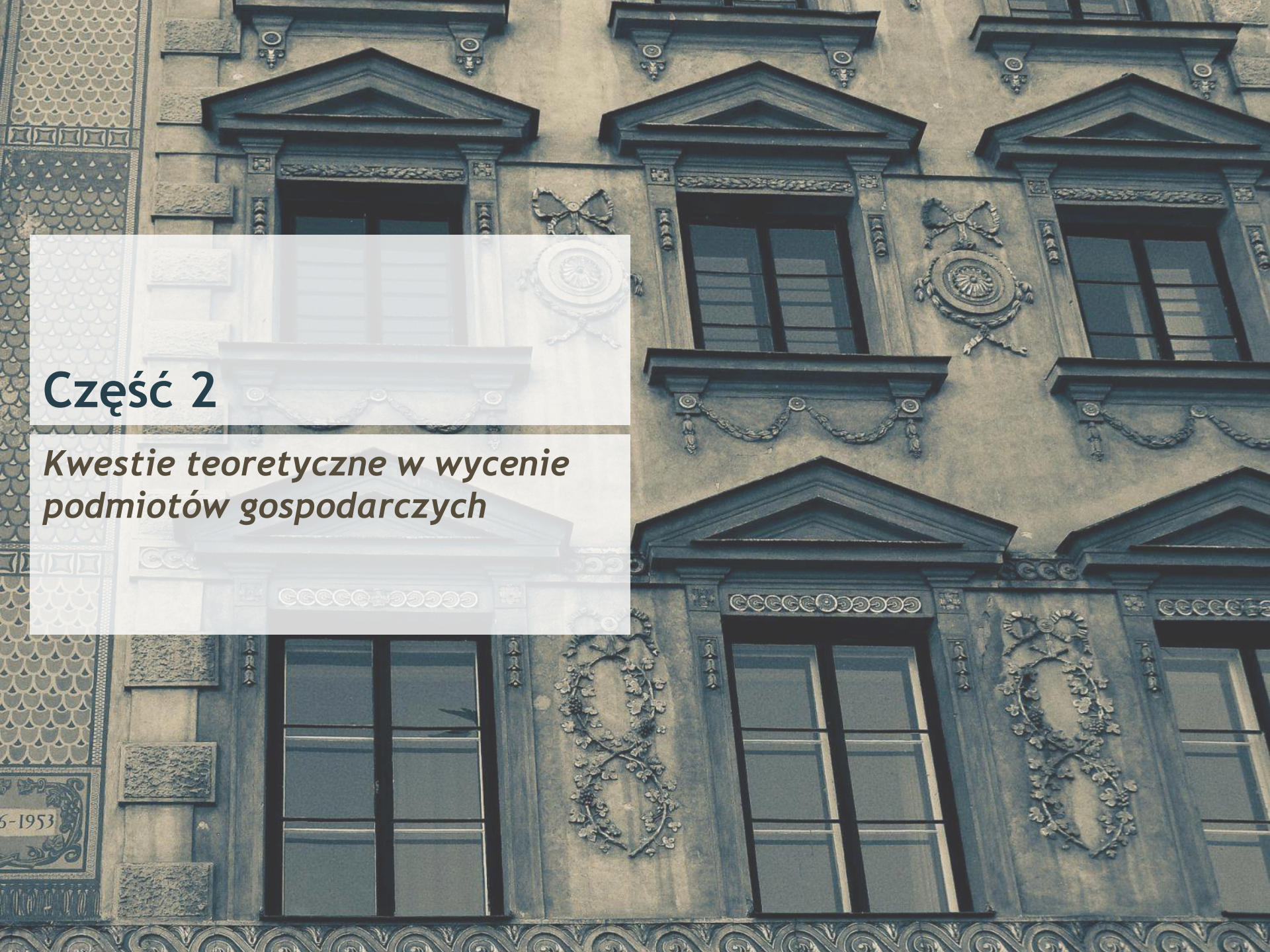
	[PLN]
Metoda DCF	58 493 510,14
Średnia	58 493 510,14
Dyskonto za niską płynność	13,86%
Wartość po dyskoncie	50 383 952,60

Z uwagi na obecne zmiany w Spółce, tj. przeniesienie całości produkcji do zakładu w Suchym Lesie (optymalizacja produkcji, kosztów produkcji), zamknięciu kanału sprzedaży e-commerce (regulacje ustawowe), dokonałiśmy kalkulacji wartości Spółki wyłącznie metodą zdyskontowanych przepływów, gdyż w naszej ocenie na rynku giełdowym nie znajdziemy obecnie Spółek na podobnym etapie rozwoju, stąd też bazowanie na mnożniku spółek o ugruntowanej pozycji na rynku w naszej ocenie byłoby nieprawidłowe. Dodatkowo, z uwagi na brak osiągniętych zysków EBITDA w Spółce, jedynym do zastosowania mnożnikiem byłby EV/S.

Szczegóły przyjętych założeń i dokonanych wyliczeń przedstawione są w dalszej części Raportu. Przygotowana wycena zakłada funkcjonowanie Spółki w dalszym okresie w sposób podobny do funkcjonowania w okresach poprzednich. Implikuje to również założenie, iż dotychczasowe podejście podatkowe Spółki będzie do utrzymania w kolejnych okresach, a aktywa z tytułu podatku odroczonego odnoszą się do rzeczywistych różnic przejściowych z poprzednich okresów i mogą zostać odzyskane w przyszłości w postaci zmniejszenia obciążeń podatkowych.

Wartości współczynników beta dla celów wyliczenia średniego ważonego kosztu kapitału oszacowano na bazie przygotowanej grupy porównawczej złożonej ze spółek o podobnym profilu działalności do wycenianej Spółki.

Informacje dotyczące wykonalności planu oraz wszelkich poczynionych założeń, przyjęto na bazie wiadomości przekazywanych przez Spółkę oraz jej Przedstawicieli w okresie od września 2025 roku. Otrzymane dane finansowe, a także inne informacje źródłowe przekazane przez Spółkę nie pochodzą z zatwierdzonego i zbadanego sprawozdania finansowego.

The background image shows a detailed facade of a classical building. It features several windows with dark frames and pediments. Between the windows are decorative elements, including circular medallions and floral carvings. The facade is made of light-colored stone or plaster. On the far left, there is a small plaque with the text '6-1953'.

Część 2

*Kwestie teoretyczne w wycenie
podmiotów gospodarczych*

Sposoby wyceny podmiotów gospodarczych ogólnie można podzielić na 3 główne grupy:

- wyceny metodami kosztowymi;
- wyceny metodami rynkowymi;
- wyceny metodami dochodowymi.

Wyceny metodami kosztowymi bazują na założeniu, że wartością przedmiotu wyceny jest odpowiednio zdefiniowany koszt odtworzenia, czyli kwota, za którą dałoby się stworzyć lub zbudować dany przedmiot wyceny na dzień wyceny w warunkach, które istnieją obecnie.

Metoda ta jest odpowiednia w niektórych przypadkach, w szczególności, gdy nie ma możliwości zastosowania innych metod (np. z powodu braku odpowiednich danych) lub gdy przedmiot wyceny nie jest w żaden sposób obecny na rynku, a dana wycena dochodowa obejmowałaby przepływy finansowe niezwiązane wyłącznie z przedmiotem wyceny.

Metody tej nie stosuje się zasadniczo do wyceny przedsiębiorstw. Jest ona stosowana głównie do wyceny aktywów, w szczególności unikalnych (jak wartości niematerialne), dla których uzyskanie danych porównawczych jest niemożliwe.

Wycena metodami rynkowymi polega albo na bezpośrednim odniesieniu do cen rynkowych danego przedmiotu wyceny (np. do cen rynkowych akcji przy wycenie spółki) albo na odniesieniu pośrednim - np. przez wykorzystanie wskaźników cena/zysk dla podobnych notowanych jednostek i przeniesienie ich na jednostkę będącą przedmiotem wyceny.

Metodami rynkowymi są również metody polegające na wycenie przedmiotu wyceny przez odniesienie do wartości przeszłych (niedawnych) transakcji podobnymi aktywami lub spółkami.

Zaletą tych metod jest bazowanie na rzeczywistych danych rynkowych, wynikach transakcji zawartych w przeszłości, co powoduje, że wyniki obliczeń mają szansę odzwierciedlać rzeczywiste kwoty w potencjalnej transakcji przedmiotem wyceny.

W przypadku tego typu wycen słabą stroną jest zawsze porównywalność notowanych na rynku składników aktywów do aktywów podlegających wycenie oraz przeszłych transakcji do przedmiotu obecnej wyceny. Aby zwiększyć porównywalność, dokonuje się szczegółowej analizy i wyboru odpowiednich aktywów lub transakcji, które najbliższej odpowiadają cechom przedmiotu wyceny, a czasami również stosuje się korekty z tytułu różnic (np. wyceny przez odniesienie do wskaźnika cena/zysk spółek notowanych na aktywnym rynku zwykle koryguje się w dół o ok. 20% z tytułu braku płynności udziałów w spółkach, które nie są notowane na aktywnym rynku).

W wycenie podmiotów gospodarczych tego typu porównanie dokonywane jest albo bezpośrednio, jeżeli akcje danej jednostki są notowane na giełdzie, albo pośrednio. W przypadku porównania pośredniego wyceniający przyjmuje wskaźnik, który jest obserwowalny dla podobnych jednostek notowanych na giełdach i wylicza mnożnik ceny rynkowej jednostek porównywalnych do obserwowanego wskaźnika.

Następnie ten sam rodzaj wskaźnika dla spółki wycenianej traktowany jest tym samym mnożnikiem, dzięki czemu wyliczona zostaje teoretyczna wartość wycenianego podmiotu.

Wyceny dochodowe opierają się na założeniu, że wartość danej jednostki równa się kwocie zdyskontowanych przepływów pieniężnych z realizowanych przez tą jednostkę projektów przy założeniu, że przepływy te dostępne są dla właścicieli tej jednostki. W metodzie tej planowane przepływy dyskontowane są stopą procentową odzwierciedlającą zwykle średni ważony koszt kapitału jednostki. Wycenie podlega wartość kapitału jednostki, więc od wartości zdyskontowanych przepływów odejmowany jest dług jednostki na dzień wyceny.

Najlepszym odzwierciedleniem wartości jednostki jest cena z aktywnego rynku. W przypadku braku takiej ceny niezbędne jest zastosowanie metod wyceny. Wartość metody wyceny jest tym wyższa, im bardziej opiera się ona o wartości pochodzące z rynku.



Część 3

Opis przedmiotu wyceny

Dane spółki



Nazwa spółki: Luna Corporate

Forma prawna: Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością

KRS: 0000873454
NIP: 6751740806
REGON: 387707640

Adres: Obornicka 174,
62-002 Suchy Las

**Wysokość kapitału
zakładowego:** 11 950 zł

Reprezentacja:
 Michał Kozłowski - Prezes Zarządu
 Maciej Kotowski - Członek Zarządu

Wspólnicy:
 Dawid Urban
 Sebastian Ludwik Jabłoński
 Pozostali udziałowcy

Przedmiot działalności według PKD:

- Produkcja pozostałych artykułów spożywczych, gdzie indziej niesklasyfikowana;
- Sprzedaż detaliczna wyrobów tytoniowych prowadzona w wyspecjalizowanych sklepach;
- Produkcja wyrobów tytoniowych;
- Pozostała działalność usługowa, gdzie indziej niesklasyfikowana;
- Pozostała sprzedaż detaliczna prowadzona poza siecią sklepową, straganami i targowiskami;
- Sprzedaż detaliczna prowadzona przez domy sprzedaży wysyłkowej lub Internet;
- Sprzedaż detaliczna żywności, napojów i wyrobów tytoniowych prowadzona na straganach i targowiskach;
- Sprzedaż hurtowa wyrobów tytoniowych;
- Działalność agentów zajmujących się sprzedażą żywności, napojów i wyrobów tytoniowych;
- Sprzedaż hurtowa pozostałych maszyn i urządzeń.

Wspólnik	Liczba udziałów	Wartość udziałów [PLN]	Udział w kapitale zakładowym
Dawid Urban	120	6 000	50,21%
Sebastian Ludwik Jabłoński	70	3 500	29,29%
Pozostali udziałowcy	49	2 450	20,50%
SUMA	239	11 950	100,0%

A wide-angle photograph of a cobblestone street in a European city, likely Warsaw, showing historic buildings on both sides and a few people walking in the distance. The sky is overcast.

Część 4

Wycena metodą dochodową

Dokonałiśmy oszacowania wartości 100% kapitału własnego Spółki, wykorzystując do tego celu metodę zdyskontowanych przepływów pieniężnych. Prognoza danych finansowych została przygotowana w oparciu o posiadane przez Spółkę moce produkcyjne pod względem możliwości kształtowania się przychodów w przyszłości oraz z uwzględnieniem bazy kosztowej, którą to bazę z uwagi na reorganizację wykorzystano głównie w oparciu o ostatnie 7 miesięcy 2025 roku.

		Za 7M	5M 2025	2026	2027	2028	2029	2030
Przychody ze sprzedaży	[PLN]	22 966 333	10 547 135	52 733 761	83 159 032	99 628 841	108 360 202	115 139 806
Planowana produkcja w okresie	[szt]		1 687 500	8 100 000	12 474 000	14 580 000	15 471 000	16 038 000
Zdolność produkcyjna docelowa	[szt]	9 450 000	6 750 000	16 200 000	16 200 000	16 200 000	16 200 000	16 200 000
Wykorzystanie mocy produkcyjnych	[%]	37,72%	25,00%	50,00%	77,00%	90,00%	95,50%	99,00%
Planowany wzrost wykorzystania mocy	[%]			25,00%	27,00%	13,00%	5,50%	3,50%
Cena sprzedaży jednostkowa	[PLN]	6,44	6,44	6,64	6,80	6,97	7,15	7,33
Inflacja cen	[%]			3,10%	2,40%	2,50%	2,50%	2,50%
Liczba miesięcy			5	12	12	12	12	12
Zdolność produkcyjna docelowa	[szt w M]		1 350 000	1 350 000	1 350 000	1 350 000	1 350 000	1 350 000

W okresie od stycznia do lipca 2025 roku Spółka wytwarzała około 500 000 sztuk produktów miesięcznie. W oparciu o wygenerowane przychody za 7 miesięcy oraz wyprodukowaną ilość produktów skalkulowano średnią cenę sprzedaży na poziomie około 6,44 PLN za sztukę. Od roku 2026 powyższa cena wzrasta w prognozie o czynnik inflacyjny. Zgodnie z informacjami uzyskanymi od Spółki zdolność zakładu to produkcja od 1 200 000 do 1 500 000 sztuk miesięcznie. W modelu założono średnią z tych wartości, tj. 1 350 000 szt. jako produkcję optymalną w miesiącu (16 200 000 szt. rocznie). W modelu, założono stopniowe dochodzenie do wartości optymalnej, zwiększając moce produkcyjne z wykorzystywanych obecnie, czyli około 37,7%.

Na następnym slajdzie zaprezentowano prognozowany rachunek zysków i strat od 1 sierpnia 2025 roku do 31 grudnia 2030 roku.



Metodyka wyceny

[2/2]

Dane w PLN	01.01.2025 31.12.2025	01.08.2025 31.12.2025	01.01.2026 31.12.2026	01.01.2027 31.12.2027	01.01.2028 31.12.2028	01.01.2029 31.12.2029	01.01.2030 31.12.2030
Inflacja CPI		3,9%	3,1%	2,4%	2,5%	2,5%	2,5%
Inflacja cen energii		4,3%	1,9%	1,8%	3,5%	3,5%	3,5%
Inflacja wynagrodzeń		8,9%	6,3%	5,2%	4,5%	4,5%	4,5%
A Przychody netto ze sprzedaży i zrównane z nimi	40 190 208	17 223 875	60 226 261	83 159 032	99 628 841	108 360 202	115 139 806
Koszty sprzedanych produktów, towarów i usług	25 025 200	11 054 553	32 997 352	41 707 993	49 968 343	54 347 513	57 747 789
Koszt wytworzenia sprzedanych produktów	15 743 155	5 820 862	26 448 352	41 707 993	49 968 343	54 347 513	57 747 789
Wartość sprzedanych towarów	9 282 045	5 233 691	6 549 000	0	0	0	0
Zysk (strata) brutto	15 165 008	6 169 322	27 228 909	41 451 039	49 660 498	54 012 689	57 392 017
Koszty sprzedaży	10 226 812	4 686 077	14 770 047	19 345 253	23 109 703	23 823 534	24 820 798
Amortyzacja	61 101	24 894	52 890	52 875	52 859	52 843	52 827
Zużycie materiałów i energii	226 714	78 837	394 172	621 594	744 702	809 966	860 642
Usługi obce	6 141 663	2 632 065	9 203 471	12 707 940	15 224 772	16 559 055	17 595 079
Wynagrodzenia	2 305 510	960 629,03	2 450 756,78	2 812 577,60	2 939 143,59	3 327 355,47	3 477 086,47
Zatrudnienie	22	22	22	24	24	26	26
Średnie wynagrodzenie	104 795,89	43 665	111 398	117 191	122 464	127 975	133 734
Świadczenia i Narzuty na wynagrodzenia	328 991	137 079,7	349 717,8	401 348,8	419 409,5	474 806,5	496 172,8
Podatki i opłaty	42 857	17 857	44 186	45 246	46 377	47 537	48 725
Koszty marketingowe - utrzymanie/rozwój		368 059	1 120 159	1 521 264	2 470 471	1 309 704	1 016 941
Pozostałe	1 119 976	466 657	1 154 695	1 182 408	1 211 968	1 242 267	1 273 324
Koszty sprzedaży / Przychody	25,45%	27,21%	24,52%	23,26%	23,20%	21,99%	21,56%
Koszty ogólnego zarządu	10 537 875	4 684 148	11 356 985	12 167 695	12 455 206	13 566 528	14 012 401
Amortyzacja	74 427	30 323	64 426	64 407	64 388	64 368	64 349
Zużycie materiałów i energii	656 579	273 574	676 932	693 179	710 508	728 271	746 478
Usługi obce	4 112 079	2 042 214	4 239 553	4 341 303	4 449 835	4 561 081	4 675 108
Odprawy	90 813						
Wynagrodzenia	3 483 685	1 451 535	4 232 179	5 008 784	5 234 179	6 077 464	6 350 950
Zatrudnienie		7	8	9	9	10	10
Średnie wynagrodzenie		207 362	529 022	556 532	581 575	607 746	635 095
Świadczenia i Narzuty na wynagrodzenia	724 396	301 832	880 037	1 041 524	1 088 393	1 263 745	1 320 614
Podatki i opłaty	148 291	62 813	152 888	156 558	160 472	164 483	168 595
Pozostałe	593 983	219 619	612 396	627 094	642 771	658 840	675 311
Rozliczenie produkcji	653 623	302 238	498 572	234 847	104 660	48 275	10 996
Zysk (strata) ze sprzedaży	-5 599 678	-3 200 904	1 101 877	9 938 091	14 095 589	16 622 627	18 558 818
D Pozostałe przychody operacyjne		0	0	0	0	0	0
E Pozostałe koszty operacyjne		0	0	0	0	0	0
F Zysk (strata) z działalności operacyjnej (C+D-E)	-5 599 678	-3 200 904	1 101 877	9 938 091	14 095 589	16 622 627	18 558 818
Przychody finansowe	132 456	25 064	25 064	21 931	15 665	9 399	3 133
Koszty finansowe	1 583 891	1 490 000	1 840 000	1 723 333	1 490 000	1 006 667	320 000
Zysk (strata) z działalności gospodarczej (F+G-H)	-7 518 713	-4 665 839	-713 059	8 236 689	12 621 254	15 625 360	18 241 951
Zysk (strata) brutto (I+/-J)	-7 518 713	-4 665 839	-713 059	8 236 689	12 621 254	15 625 360	18 241 951
Podatek dochodowy	0	0	0	1 564 971	2 398 038	2 968 818	3 465 971
Zysk (strata) netto (K- L- M)	-7 518 713	-4 665 839	-713 059	6 671 718	10 223 216	12 656 541	14 775 980
Podatek		19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Marża EBIT	-13,9%	-18,6%	1,8%	12,0%	14,1%	15,3%	16,1%
Marża EBITDA	-13,6%	-18,3%	2,0%	12,1%	14,3%	15,4%	16,2%

Założenia dotyczące amortyzacji i CAPEX

Kolejnym elementem wyceny była kalkulacja nakładów inwestycyjnych CAPEX oraz prognoza amortyzacji. W tym celu posłużono się otrzymanymi od Spółki historycznymi danymi o amortyzacji i środkach trwałych. Na ich podstawie zaprognozowano przyszłe nakłady kapitałowe i amortyzację.

	2022	2023	2024	lip.25	2025	2026	2027	2028	2029	2030
BO ST		687 654	1 826 896	5 279 315	7 267 023	7 472 229	7 469 996	7 467 764	7 465 532	7 463 301
CAPEX		1 257 791	3 709 117	2 270 579	399 686	410 973	410 850	410 727	410 604	410 482
Dynamika wzrostu nakładów inwestycyjnych		182,91%	203,03%	43,01%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Amortyzacja	72 183	118 549	256 699	282 871	194 480	413 206	413 082	412 959	412 835	412 712
Dynamika wzrostu amortyzacji		6,09%	4,64%	3,75%	2,68%	5,53%	5,53%	5,53%	5,53%	5,53%
BZ ST	687 654	1 826 896	5 279 315	7 267 023	7 472 229	7 469 996	7 467 764	7 465 532	7 463 301	7 461 070

Spółka w ostatnim okresie ponosiła znaczące nakłady w związku z modernizacją zakładu, a także przenoszeniem całej produkcji do fabryki w Suchym Lesie w bieżącym roku. W związku z brakiem konieczności ponoszenia znaczących nakładów, w okresie prognozy założono wymagane nakłady odtworzeniowe. Część powyższej amortyzacji wykazana została w kosztach sprzedaży oraz ogólnego zarządu, pozostała jej część stanowi KWS.

Kalkulacja kapitału obrotowego

Na podstawie danych historycznych w zakresie długości okresu obrotowości zapasów, należności i zobowiązań jako prognozę rotacji poszczególnych pozycji w latach 2025 - 2030 przyjęto poniższe założenia:

Dane w PLN	31.12.2024	31.07.2025		31.12.2025	31.12.2026	31.12.2027	31.12.2028	31.12.2029	31.12.2030	TV
Kapitał pracujący	Wykonanie	Wykonanie		Prognoza	Prognoza	Prognoza	Prognoza	Prognoza	Prognoza	
Zapasy	7 331 210	8 123 166	9 101 617	9 101 617	7 432 360	9 390 082	11 735 535	14 286 540	16 997 151	17 422 080
Materiały	2 584 558	3 819 591		3 499 208	4 200 899	5 307 437	6 633 128	8 075 001	9 607 085	
Produkty gotowe	1 894 817	2 528 094		2 691 698	3 231 461	4 082 644	5 102 406	6 211 539	7 390 066	
Towary	2 784 865	364 770		1 500 000						
Zaliczki na dostawy i usługi	66 970	1 410 710		1 410 710						
Należności razem	2 582 749	2 478 276	1 931 981	1 931 981	2 889 521	5 695 824	6 805 249	8 906 318	9 463 546	9 700 134
Należności handlowe	620 393	161 081								
Należności podatkowe	1 477 209	1 450 569								
Należności inne	408 703	790 622								
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	76 444	76 004								
Należności od jednostek powiązanych	21 517	3 865 003	3 865 003	3 865 003	4 242 926	3 956 302	4 018 689	5 023 361	5 525 698	5 663 840
Zobowiązania i rezerwy razem	7 372 572	3 526 315	2 167 559	2 167 559	2 712 111	3 428 054	4 095 766	4 466 919	4 746 394	4 865 053
Zobowiązania handlowe	6 276 478	2 063 988								
Zobowiązanie do Żabka		-2 404 030								
Zobowiązanie do Dino		-602 358								
Zobowiązania handlowe razem	6 276 478	5 070 376								
Zobowiązania podatkowe	620 994	647 230								
Zobowiązania z tytułu wynagrodzeń i inne	442 311	452 761								
inne	0	0								
Rozliczenia międzyokresowe	32 789	362 336								
Zobowiązania do Żabki i Dino		3 006 388	0	0						
Razem	2 541 388	13 946 518	12 731 041	12 731 041	11 852 695	15 614 154	18 463 707	23 749 301	27 240 000	27 921 000
zmiana stanu kapitału pracującego	9 018 085	-11 405 130	-10 189 654	1 215 477	878 346	-3 761 459	-2 849 553	-5 285 594	-3 490 700	-681 000
Check			0							
Przychody ze sprzedaży	21 129 120	22 966 333	40 190 208	17 223 875	52 733 761	83 159 032	99 628 841	108 360 202	115 139 806	
Kompensata przychodów z zobowiązaniami Dino i Żabka			0	-2 444 218						
Przychody ze sprzedaży po kompensacie	45 073 502	22 966 333	40 190 208	14 779 657	52 733 761	83 159 032	99 628 841	108 360 202	115 139 806	
Koszty (bez amortyzacji, wynag, ubez, wartości stim)	33 394 827	13 970 646	25 025 200	11 054 553	32 997 352	41 707 993	49 968 343	54 347 513	57 747 789	
Koszty sprzedanych produktów, towarów i usług	33 394 827	13 970 646	25 025 200	11 054 553	32 997 352	41 707 993	49 968 343	54 347 513	57 747 789	
Koszt wytworzenia sprzedanych produktów	9 356 390	9 922 292	15 743 155	5 820 862	26 448 352	41 707 993	49 968 343	54 347 513	57 747 789	
Wartość sprzedanych towarów	24 038 437	4 048 354	9 282 045	5 233 691	6 549 000	0	0	0	0	
Cykl obrotu (w dniach)										
Zapasy										
Materiały	101,10	81,61	0,00	91,98	57,97	46,45	48,59	54,23	60,72	
Produkty gotowe	74,12	54,02	0,00	70,75	44,60	35,73	37,37	41,72	46,71	
Towary	42,40	19,10	0,0	19,1	19,1	19,1	19,1	19,1	19,1	
Zaliczki na dostawy i usługi	0,73	21,41	0,0	21,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Należności	21,0	22,9	17,5	20,0	20,0	25,0	25,0	30,0	30,0	
Zobowiązania	80,8	53,5	31,6	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0	
Liczba dni w danym okresie	31.12.2024	31.07.2025		31.12.2025	31.12.2026	31.12.2027	31.12.2028	31.12.2029	31.12.2030	
	366	212	365	153	365	365	366	365	365	

Cash flow

W celu weryfikacji przyjętych założeń oraz oceny spójności prognozowanych wyników finansowych sporządziliśmy uproszczony model cash flow, zaprezentowany poniżej.

CASH FLOW	31.12.2025	31.12.2026	31.12.2027	31.12.2028	31.12.2029	31.12.2030
Przepływy z działalności operacyjnej	-7 803 722	2 393 429	5 024 744	9 260 957	8 781 050	12 014 860
Zysk netto	-4 665 839	-713 059	6 671 718	10 223 216	12 656 541	14 775 980
Amortyzacja	194 480	413 206	413 082	412 959	412 835	412 712
Zmiana zapasów	-978 450	1 669 257	-1 957 722	-2 345 453	-2 551 006	-2 710 611
Zmiana należności	0	-377 923	286 623	-62 387	-1 004 672	-502 336
Zmiana należności	546 295	-957 540	-2 806 303	-1 109 425	-2 101 069	-557 228
Zmiana zobowiązań	-4 365 143	544 552	715 943	667 712	371 153	279 475
Odsetki koszty	1 490 000	1 840 000	1 723 333	1 490 000	1 006 667	320 000
Odsetki przychody	-25 064	-25 064	-21 931	-15 665	-9 399	-3 133
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-399 686	-410 973	-410 850	-410 727	-410 604	-410 482
CAPEX	-399 686	-410 973	-410 850	-410 727	-410 604	-410 482
Przepływy z działalności finansowej	5 535 064	-1 814 936	-3 895 488	-3 668 421	-8 191 354	-6 577 620
Koszty odsetkowe	-1 490 000	-1 840 000	-1 723 333	-1 490 000	-1 006 667	-320 000
Przychody odsetkowe	25 064	25 064	21 931	15 665	9 399	3 133
Pożyczka (udzielenie)	7 000 000	0	0	0	0	0
Pożyczka (spłata)	0	0	-2 333 333	-2 333 333	-7 333 333	-6 400 000
Pożyczka (spłata Szwecja)	0	0	139 247	139 247	139 247	139 247
Wyплаты do właścicieli						
BO	2 905 198	236 854	404 375	1 122 780	6 304 589	6 483 680
Przepływy netto	-2 668 344	167 521	718 405	5 181 809	179 092	5 026 758
BZ	236 854	404 375	1 122 780	6 304 589	6 483 680	11 510 438

Dodatkowo, sporządziliśmy również uproszczony bilans, którego aktywa zaprezentowano na bieżącym slajdzie, a pasywa na kolejnym.

Dane w PLN	31.07.2025	31.12.2025	31.12.2026	31.12.2027	31.12.2028	31.12.2029	31.12.2030
Aktywa trwałe	7 824 010	8 029 216	8 026 983	7 885 504	7 744 026	7 602 548	7 461 070
Wartości niematerialne i prawne	0						
Rzeczowe aktywa trwałe	7 267 023	7 472 229	7 469 996	7 467 764	7 465 532	7 463 301	7 461 070
Środki trwałe	6 828 722						
bud., lok., prawa do lok. i ob. inż. ląd. i wodn.	1 204 920						
urządzenia techniczne i maszyny	4 748 120						
środki transportu	353 424						
inne środki trwałe	522 258						
Środki trwałe w budowie	438 301						
Inwestycje długoterminowe	556 987	556 987	556 987	417 741	278 494	139 247	0
Długoterminowe aktywa finansowe	556 987						
Udziały i akcje w jednostkach zależnych	0						
Udzielone pożyczki - jednostki powiązane	556 987						
Aktywa obrotowe	17 371 643	15 135 455	14 969 181	20 164 988	28 864 061	34 699 900	43 496 832
Zapasy	8 123 166	9 101 617	7 432 360	9 390 082	11 735 535	14 286 540	16 997 151
Materiały	3 819 591	3 499 208	4 200 899	5 307 437	6 633 128	8 075 001	9 607 085
Produkty gotowe	2 528 094	2 691 698	3 231 461	4 082 644	5 102 406	6 211 539	7 390 066
Towary	364 770	1 500 000	0	0	0	0	0
Zaliczki na dostawy i usługi	1 410 710	1 410 710	0	0	0	0	0
Należności krótkoterminowe	6 267 275	5 796 984	7 132 447	9 652 127	10 823 938	13 929 679	14 989 243
Należności od jednostek powiązanych	3 865 003	3 865 003	4 242 926	3 956 302	4 018 689	5 023 361	5 525 698
z tytułu dostaw i usług, o okresie spłaty:	3 865 003						
do 12 miesięcy	3 865 003						
Należności od pozostałych jednostek	2 402 272	1 931 981	2 889 521	5 695 824	6 805 249	8 906 318	9 463 546
z tytułu dostaw i usług, o okresie spłaty:	161 081						
do 12 miesięcy	161 081						
z tytułu podatków, dotacji, cel, etc.	1 450 569						
inne	790 622						
Inwestycje krótkoterminowe	2 905 198	236 854	404 375	1 122 780	6 304 589	6 483 680	11 510 438
Krótkoterminowe aktywa finansowe	2 905 198						
środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	2 905 198						
środki pieniężne w kasie i na rachunkach	2 905 198						
pożyczki udzielone	0						
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	76 004						
Należne wpłaty na kapitał (fundusz) podstawowy	0						
Udziały (akcje) własne	0						
Aktywa razem	25 195 654	23 164 671	22 996 164	28 050 492	36 608 087	42 302 448	50 957 903

Poniżej przedstawiono pasywa uproszczonego bilansu.

Dane w PLN	31.07.2025	31.12.2025	31.12.2026	31.12.2027	31.12.2028	31.12.2029	31.12.2030
Kapitał (fundusz) własny	7 262 951	2 597 112	1 884 053	8 555 771	18 778 987	31 435 529	46 211 509
Kapitał (fundusz) podstawowy	11 950	11 950	11 950	11 950	11 950	11 950	11 950
Kapitał (fundusz) zapasowy	26 114 619	26 114 619	26 114 619	26 114 619	26 114 619	26 114 619	26 114 619
Zysk (strata) z lat ubiegłych	-16 010 744	-18 863 618	-23 529 458	-24 242 516	-17 570 798	-7 347 582	5 308 960
Zysk (strata) netto	-2 852 874	-4 665 839	-713 059	6 671 718	10 223 216	12 656 541	14 775 980
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	17 932 702	20 567 559	21 112 111	19 494 721	17 829 099	10 866 919	4 746 394
Zobowiązania długoterminowe	10 400 000	18 400 000	18 400 000	16 066 667	13 733 333	6 400 000	0
z tytułu kredytów i pożyczek	10 400 000	18 400 000	18 400 000	16 066 667	13 733 333	6 400 000	0
inne	0						
Zobowiązania krótkoterminowe	7 170 367	2 167 559	2 712 111	3 428 054	4 095 766	4 466 919	4 746 394
wobec jednostek powiązanych	1 000 000						
otrzymane pożyczki od jednostek powiązanych	1 000 000						
wobec pozostałych jednostek	6 170 367						
z tytułu kredyty i pożyczki	0						
z tytułu dostaw i usług, o okresie wymagalności:	5 070 376						
do 12 miesięcy	5 070 376						
z tytułu podatków, dotacji, ceł etc.	647 230						
z tytułu wynagrodzeń	452 761						
inne	0						
Rozliczenia międzyokresowe	362 336						
Pasywa razem	25 195 654	23 164 671	22 996 164	28 050 492	36 608 087	42 302 448	50 957 903

Stopa dyskontowa

[1/3]

Średni ważony koszt kapitału został wyliczony za pomocą modelu wyceny aktywów kapitałowych (CAPM), na podstawie danych rynkowych spółek z grupy porównawczej. Zgromadziliśmy grupę przedsiębiorstw o podobnym profilu działalności celem określenia stopy dyskontowej WACC. Część spółek z uwagi na odchylające się wartości w grupie, zdjęcie spółki z giełdy lub znaczące wahania wyników finansowych w ciągu roku została pominięta przy kalkulacji średniej wartości danych rynkowych wykorzystanych na potrzeby niniejszej wyceny. Wykluczone podmioty znajdują się w tabeli poniżej. Zaznaczono je na czerwono.

Company	Beta (Daily 365 days)	Market cap (native)	Total Debt (Last Filing)	Tax rate	Beta odciążona	D/Mcap	Mcap udział	D (MC+D*(1- Pd))/MC	OPM	OPM	OPM	
Niccoccino Holding AB (publ)	-0,41	55 523 102	1 408 000	0,21	-0,40	0,03	0,98	0,02	1,02	-10 237,50	-4 800,00	-4 466,26
Philip Morris International Inc	0,15	255 358 480 735	45 695 000 000	0,21	0,13	0,18	0,85	0,15	1,14	42,00	40,14	36,42
Scandinavian Tobacco Group A/S	0,09	6 856 000 000	5 369 100 000	0,22	0,06	0,78	0,56	0,44	1,63	22,70	21,89	19,82
Japan Tobacco Inc	0,80	8 636 000 000 000	1 726 788 000 000	0,31	0,70	0,20	0,83	0,17	1,16	23,58	25,32	23,46
Philip Morris CR as	0,38	33 189 071 970	674 000 000	0,21	0,37	0,02	0,98	0,02	1,02	22,97	20,66	18,96
Imperial Brands PLC	0,45	23 940 468 407	9 083 000 000	0,25	0,35	0,38	0,72	0,28	1,31	19,81	19,05	19,25
British American Tobacco plc	0,48	88 587 251 298	36 385 000 000	0,25	0,36	0,41	0,71	0,29	1,33	42,81	42,06	46,07
Chill Brands Group PLC	0,00	10 885 279	1 740 515	0,25	0,00	0,16	0,86	0,14	1,13	-786,60	-4 517,04	-4 517,04
Haypp Group AB (publ)	0,24	4 685 357 097	204 266 000	0,21	0,23	0,04	0,96	0,04	1,04	0,56	0,97	1,29
Karelia Tobacco Company Inc	0,17	871 314 585	1 284 000	0,22	0,17	0,00	1,00	0,00	1,00	8,40	8,07	7,34
Altria Group Inc	0,00	104 052 445 629	24 926 000 000	0,21	0,00	0,24	0,81	0,19	1,19	55,90	57,98	58,29
Dupnitsa Tabac AD	0,00			0,10						-100,00	-83,65	-580,00
Gotse Delchev Tabac AD	0,00		0	0,10						1,43	1,55	18,36
Bulgartabac Holding AD	0,26	24 291 982	178 263 000	0,10	0,03	7,34	0,12	0,88	6,94	37,58	75,26	75,26
Slantse Stara Zagora Tabak AD	-0,03	53 402 895		0,10						-16,21	-6,04	8,05
Tutunski Kombinat AD Prilep	-0,07	783 298 700	688 476 000	0,10	-0,04	0,88	0,53	0,47	1,71	-0,70	-7,25	-13,37
Philip Morris Operations ad Nis		58 533 402 518	245 822 000			0,00	1,00	0,00	1,00	24,78	25,10	22,69
Shumen Tabac AD	0,00		0	0,10						-379,81	-327,18	-327,18
Oxygen SA	0,00		790 453	0,19						-233,45	-365,71	-677,49
Charlie's Holdings Inc	0,31	25 994 690	2 158 000	0,21	0,29	0,08	0,92	0,08	1,07	2,63	-6,83	-13,55
22nd Century Group Inc	1,14	1 265 874	6 919 000	0,21	0,21	5,47	0,15	0,85	5,43	-136,14	-118,05	-194,00
TAAT Global Alternatives Inc	1,28	5 958 930	8 639 043	0,27	0,62	1,45	0,41	0,59	2,17	-1 283,02	-57,30	-9,87
West Indian Tobacco Company Ltd		1 187 784 000	5 993 000	0,30		0,01	0,99	0,01	1,00	63,06	52,20	50,71
Fyolo Technology Corp	0,00	200		0,21						-931 406,67	-931 406,67	-931 406,67
Turning Point Brands Inc	0,62	1 494 973 677	251 863 000	0,21	0,55	0,17	0,86	0,14	1,14	22,76	29,97	30,02
Hempacco Co Inc	-4,21	5 330	7 235 600	0,21	0,00	1 357,46	0,00	1,00	1 100,54	-139,76	-135,17	-206,82
Ispire Technology Inc	1,22	156 578 547		0,21						5,75	-3,87	-9,15
Średnia	0,45				0,35		0,80	0,20	1,27	-97,71	13,09	16,29

Dodatkowym elementem, który należy uwzględnić w szacunku stopy dyskontowej jest narzut na koszt kapitału własnego, który w procesie wyceny ma za zadanie uwzględnić dodatkowe ryzyko związane ze specyfiką wycenianego aktywa.

Kalkulacja ryzyka specyficznego opiera się na koncepcji prof. A. Damodarana dotyczącej wskaźnika Total Beta tj. skorygowanego współczynnika Beta wyliczonego dla spółki niepublicznej (współczynnik Beta zakłada pełną dywersyfikację inwestora). Wyliczenie końcowej wartości narzutu na ryzyko specyficzne opiera się na poniższej formule:

$$\text{Ryzyko specyficzne} = (\text{Total Beta} - \text{Beta odciążona}) \times \text{Equity Risk Premium}$$

Na podstawie danych rynkowych dla grupy porównawczej oszacowaliśmy wartość ryzyka specyficznego na poziomie całej Spółki w wysokości 10 p.p.

ERP	5,46%
-----	-------

Company	Beta (Daily 365 days)	Market cap (native)	Total Debt (Last Filing)	Tax rate	Beta odciążona	Współczynnik korelacji*	Total Beta**	Ryzyko specyficzne
Philip Morris International Inc	0,15	255 358 480 735	45 695 000 000	21,84%	0,13	0,11	1,16	6%
Scandinavian Tobacco Group A/S	0,09	6 856 000 000	5 369 100 000	21,37%	0,06	0,11	0,52	2%
Japan Tobacco Inc	0,80	8 636 000 000 000	1 726 788 000 000	25,15%	0,70	0,75	0,93	1%
Philip Morris CR as	0,38	33 189 071 970	674 000 000	20,89%	0,37	0,43	0,87	3%
Imperial Brands PLC	0,45	23 940 468 407	9 083 000 000	22,01%	0,35	0,30	1,17	5%
British American Tobacco plc	0,48	88 587 251 298	36 385 000 000	25,73%	0,37	0,28	1,30	5%
Haypp Group AB (publ)	0,24	4 685 357 097	204 266 000	22,66%	0,23	0,07	3,09	16%
Karelia Tobacco Company Inc	0,17	871 314 585	1 284 000	23,22%	0,17	0,19	0,91	4%
Charlie's Holdings Inc	0,31	25 994 690	2 158 000	21,72%	0,29	0,05	6,17	32%
TAAT Global Alternatives Inc	1,28	5 958 930	8 639 043	24,62%	0,61	0,11	5,53	27%
Turning Point Brands Inc	0,62	1 494 973 677	251 863 000	26,00%	0,55	0,30	1,84	7%
Średnia					0,35			10,0%

* współczynnik korelacji całkowitej stopy zwrotu z akcji spółki ze stopą zwrotu jej benchmarku

** Total Beta = $\frac{\text{Beta odciążona}}{\text{Współczynnik korelacji}}$

Pozyskane dane umożliwiły wyliczenie kosztu kapitału własnego oraz średniego ważonego kosztu kapitału, który oszacowano na poziomie 15,97%. Przy obliczeniu zastosowano rynkową strukturę kapitału do długu obliczoną na podstawie grupy porównawczej (kapitał 0,80; dług 0,20).

Dociążenie	Beta odciążona	Beta dociążona
Spółka	0,35	0,44
Beta	0,44	
Premia za ryzyko rynkowe	5,46%	
Stopa wolna od ryzyka	5,50%	
Narzut	10,00%	
Koszt kapitału własnego	17,93%	
Marża długu w grupie porównawczej (oczyszczona)	2,52%	
Stopa wolna od ryzyka	5,50%	
Dodatkowa premia za wielkość Spółki	2,00%	
Koszt długu	10,02%	
Udział kapitału własnego	80,00%	
Udział długu	20,00%	
Stopa podatku	19,00%	
Średni ważony koszt kapitału	15,97%	

Rozliczenie straty podatkowej

Dodatkowo z uwagi na prognozowaną stratę podatkową dokonano jej odliczenia z przyszłych wyników operacyjnych, zgodnie z obowiązującym w Polsce prawem. Schemat rozliczenia straty w kolejnych latach zaprezentowano poniżej.

Rozliczenie straty podatkowej						
Dane w tys. PLN	2025	2026	2027	2028	2029	2030 ^{Wartość rezydualna}
Odległość przepływu - Rozliczenie straty	1	2	3	4	5	6
EBIT (Podstawa opodatkowania)	-3 200 904	1 101 877	9 938 091	14 095 589	16 622 627	18 558 818
Rozliczenie straty						
1	0	0	0	0	0	0
2	0	1 101 877	1 600 452	498 575	0	0
3	0	0	0	0	0	0
4	0	0	0	0	0	0
5	0	0	0	0	0	0
6	0	0	0	0	0	0
Rozliczenie straty razem	0	1 101 877	1 600 452	498 575	0	0
EBIT (skorygowany o straty z lat ubiegłych)	-3 200 904	0	8 337 639	13 597 014	16 622 627	18 558 818
Podatek	0	0	-1 584 151	-2 583 433	-3 158 299	-3 526 175
NOPAT	-3 200 904	1 101 877	8 353 940	11 512 156	13 464 328	15 032 643

Wartość kapitału własnego

Na podstawie przyjętych założeń wyliczono wartość kapitału własnego przy wykorzystaniu metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych, do której następnie dodano saldo gotówki oraz odjęto salda długu długoterminowego i krótkoterminowego. Do wartości kapitału własnego doliczono również, pożyczkę udzieloną spółce Swedish LC AB, która zgodnie z uzyskanymi informacjami zostanie spłacona w kolejnych latach.

Zgodnie z przeprowadzoną kalkulacją wartość 100% kapitału własnego spółki Luna Corporate Sp. z o.o. na dzień 31 lipca 2025 roku wynosi **58 493 510,14 PLN**.

	2025	2026	2027	2028	2029	2030	Przepływ rezydualny	Wartość rezydualna
Odległość przepływu	0,42	1,42	2,42	3,42	4,42	5,42		
Przepływy pieniężne								
EBIT	-3 200 904	1 101 877	9 938 091	14 095 589	16 622 627	18 558 818	19 022 788	
Podatek	0	0	1 584 151	2 583 433	3 158 299	3 526 175	3 614 330	
NOPAT	-3 200 904	1 101 877	8 353 940	11 512 156	13 464 328	15 032 643	15 408 459	
Amortyzacja	194 480	413 206	413 082	412 959	412 835	412 712		
Zmiana kapitału obrotowego	1 215 477	878 346	-3 761 459	-2 849 553	-5 285 594	-3 490 700	-681 000	
Capex	-399 686	-410 973	-410 850	-410 727	-410 604	-410 482		
Wolne przepływy pieniężne	-2 190 633	1 982 456	4 594 713	8 664 836	8 180 965	11 544 173	14 727 459	109 359 914
Czynnik dyskontowy	15,97%	0,94	0,81	0,70	0,60	0,52	0,45	
Wzrost rezydualny	2,5%							
Zdyskontowany przepływ	-2 059 509	1 607 176	3 212 062	5 223 379	4 252 668	5 174 704		49 020 846
Suma zdyskontowanych przepływów pieniężnych PLN								66 431 325
Korekty								
+ środki pieniężne w kasie i na rachunkach				2 905 198				
- pożyczki i kredyty długoterminowe				-10 400 000				
- pożyczki krótkoterminowe				-1 000 000				
+ pożyczki długoterminowe				556 987				
Wartość kapitału własnego PLN								58 493 510

A long, illuminated bridge at night over a river. The bridge features a series of arches and is lit with warm lights that reflect on the water. The sky is dark, and the foreground shows some debris on the riverbank.

Część 5

Wyniki wyceny

Korekta z tytułu niskiej płynności

Wartość kapitału własnego musiała zostać obniżona o wskaźnik niskiej płynności.

Obniżenie wartości firmy ze względu na niską płynność została empirycznie dowiedziona poprzez przetestowanie tzw. „restricted stock” wśród firm notowanych na giełdzie.

W naszych wyliczeniach bazowaliśmy na poniższym wzorze opracowanym przez Aswatha Damodarana na podstawie empirycznego badania różnic bid-offer spread dla 2.000 spółek notowanych na rynku amerykańskim. Badanie to było przeprowadzane metodą regresji liniowej, gdzie wartość różnicy między ceną zakupu a sprzedaży (odpowiadająca ryzyku związanemu z niską płynnością) została odniesiona do zmiennych takich jak: przychody, wskaźnik gotówka/wartość firmy oraz zmienna odpowiadająca wartości 0, gdy jednostka przynosi straty i 1, gdy przynosi zyski (DERN). W wyniku przeprowadzonego badania uzyskano następujący wzór pozwalający wyprowadzić hipotetyczną wartość dyskonta z tytułu niskiej płynności danych akcji:

Wskaźnik = $0.145 - 0.0022 \ln(\text{przychody w roku}) - 0.015 (\text{DERN}) - 0.016 (\text{Gotówka/Wartość firmy})$

Wartość wyjściowa		14,50%
Annual revenues	12,55	-0,56%
DERN	0,00	0,00%
Cash/Firm value		
cash	2 905 198	
firm value	58 493 510	
	0,05	-0,08%
Dyskonto z tytułu niskiej płynności		13,86%

Podsumowanie wyceny

Za wartość odpowiadającą 100% kapitału Luna Corporate Sp. z o.o. przyjęto wartość uzyskaną metodą dochodową pomniejszoną o dyskonto z tytułu niskiej płynności na poziomie 13,86%. Uzyskana wartość Spółki po dyskoncie z tytułu płynności na dzień 31 lipca 2025 roku wynosi **50 383 952,60 PLN**.

	[PLN]
Metoda DCF	58 493 510,14
Dyskonto za niską płynność	13,86%
Wartość po dyskoncie	50 383 952,60

A long, illuminated bridge at night, likely a railway bridge, with its reflection visible in the water below. The bridge features a series of arches and is supported by stone piers. The scene is lit by streetlights, creating a warm glow against the dark sky. The water in the foreground shows some turbulence and debris.

Część 6

Ograniczenia wyceny

Niezależność

Ani Ground Frost Sp. z o.o. ani osoby pracujące nad niniejszym Raportem nie są w jakikolwiek sposób powiązane ze Spółką i w związku z tym mają pełną zdolność świadczenia niezależnych usług doradczych. Wynagrodzenie wyceniającego nie jest uzależnione od przygotowania lub przedstawienia w Raporcie wniosków lub konkluzji z tendencyjnie zakładanymi wartościami. Nie jest również uzależnione od wartości przedmiotu wyceny przedstawionego w Raporcie, uzyskania z góry założonego rezultatu, przyszłych wydarzeń bezpośrednio związanych z celem wyceny lub konkluzji Raportu korzystnej dla klienta.

Staranność

Niniejszy Raport został przygotowany przez Ground Frost Sp. z o.o. z należytą starannością. Jednakże Ground Frost Sp. z o.o. lub osoby pracujące nad niniejszym Raportem nie ponoszą odpowiedzialności za jakiegokolwiek błędy i pominięcia w związku z opracowaniem Raportu, które wynikałyby z przedstawionych nam danych.

Weryfikacja informacji

Z zastrzeżeniem zapisów umowy Ground Frost Sp. z o.o. nie ponosi żadnej odpowiedzialności za dokładność i wiarygodność informacji i założeń uzyskanych od Spółki wykorzystanych dla celu, dla którego powstał Raport lub dla jakichkolwiek innych celów. Ground Frost Sp. z o.o. nie przeprowadzał weryfikacji otrzymanych informacji i założeń, a tym samym nie wydaje opinii na temat otrzymanych od Spółki informacji wykorzystanych dla potrzeb niniejszej wyceny. W szczególności nasze prace nie obejmowały procedur, które są przewidziane przez prawo oraz normy wykonywania zawodu biegłego rewidenta podczas przeprowadzania badania sprawozdania finansowego Spółki w rozumieniu Ustawy o rachunkowości z dnia 29 września 1994 roku.

Rekomendacja inwestycyjna

Raport z wyceny i informacje w nim zawarte zostały sporządzone dla Spółki. Raport ten nie może być traktowany jako rekomendacja stanowiąca podstawę podejmowania decyzji inwestycyjnych związanych z przedmiotem analizy. Odbiorcy Raportu winni opierać się na informacjach i poradach uzyskanych we własnym zakresie przy podejmowaniu takich decyzji.

Metoda

Wycena dokonana metodą dochodową to tylko jedna z dostępnych metod. W praktyce stosuje się również inne metody i mogą one dać istotnie różne wartości.

Założenia

Oszacowana wartość przepływów pieniężnych bazuje na przyjętych założeniach. Wszystkie planowane wielkości są wielkościami założonymi, tak jak i kwoty zapłaconego podatku. Podobne założenia dotyczą nakładów inwestycyjnych. Zmiana któregośkolwiek z założeń może znacząco wpłynąć na wycenę.

Niepewność warunków rynkowych

Jednostka działa w środowisku, w którym podaż i popyt zależą od czynników rynkowych i regulacyjnych. Wahania tych czynników będą miały znaczący wpływ na wycenę jednostki.

Wykorzystanie Raportu

Raport został przygotowany przy założeniu, że będzie on wykorzystywany przez osoby kompetentne merytorycznie oraz wyłącznie dla celów w nim określonych.

Udostępnianie Raportu

Raport z wyceny może być przedstawiony jedynie zamawiającemu, chyba że wyrazi on zgodę na przedstawienie Raportu stronie trzeciej. Wyjątkiem od tej reguły jest nakaz sądu lub innego właściwego organu na udostępnienie Raportu z wyceny.



Część 7

Zatęczniki

Opisy spółek wybranych do grupy porównawczej

[1/5]

Nicoccino Holding AB (publ) to szwedzka firma zajmująca się produkcją alternatywnych produktów nikotynowych dla dorosłych konsumentów. Oferta firmy obejmuje Niccocino, produkt nikotynowy bez tytoniu, który można umieścić pod wargą lub wewnątrz policzka, aby uzyskać efekt nikotynowy. Firma oferuje paski nikotynowe, które są używane jako snus i woreczki nikotynowe. Nicoccino Holding AB (publ) koncentruje się na opracowywaniu i wprowadzaniu na rynek produktów nikotynowych pod kątem dostarczania, stabilności i bezpieczeństwa.

Philip Morris International Inc. jest międzynarodową firmą tytoniową. Portfolio produktów firmy obejmuje przede wszystkim papierosy i produkty bezdymne. Działalność firmy w zakresie produktów bezdymnych (SFB) obejmuje również produkty związane ze zdrowiem i opieką zdrowotną, a także akcesoria konsumenckie, takie jak zapalniczki i zapalki. Portfolio marek produktów bezdymnych IQOS obejmuje podgrzewane wyroby tytoniowe i wyroby zawierające nikotynę.

Scandinavian Tobacco Group A/S to firma z siedzibą w Danii, zajmująca się głównie produkcją wyrobów tytoniowych. Firma koncentruje się na produkcji cygar i tradycyjnego tytoniu fajkowego. Jej głównymi produktami są cygara ręcznie robione i zwijane maszynowo.

Japan Tobacco Inc to japońska firma zajmująca się głównie produkcją wyrobów tytoniowych, farmaceutyków i przetworzonej żywności. Segment tytoniowy zajmuje się produkcją i sprzedażą papierosów. Segment farmaceutyczny zajmuje się badaniami, rozwojem, produkcją i sprzedażą leków na receptę. Segment przetworzonej żywności zajmuje się produkcją i sprzedażą mrożonek, przetworzonej żywności o temperaturze pokojowej oraz przypraw.

Philip Morris CR jest spółką z siedzibą w Czechach, działającą w branży tytoniowej. Spółka zajmuje się produkcją, sprzedażą, dystrybucją i marketingiem wyrobów tytoniowych. Wspólnie ze swoją spółką zależną Philip Morris Slovakia sro produkuje, sprzedaje i dystrybuuje swoje produkty. Oferuje klientom kilka międzynarodowych i lokalnych marek papierosów, a także tytoń do samodzielnego skręcania papierosów.

Imperial Brands PLC jest firmą zajmującą się produkcją szybko zbywalnych towarów konsumpcyjnych. Firma oferuje szeroki asortyment papierosów, tytoniu drobno krojonego i bezdymnego, bibulek oraz cygar. Dział tytoniu i produktów NGP zajmuje się produkcją, marketingiem i sprzedażą tytoniu oraz produktów nowej generacji (NGP) i produktów związanych z tytoniem i NGP, w tym sprzedażą do (ale nie przez) dział dystrybucji. Dział Distribution zajmuje się dystrybucją wyrobów tytoniowych i produktów nowej generacji dla producentów wyrobów tytoniowych i produktów nowej generacji, a także szerokiej gamy produktów i usług niezwiązanych z tytoniem i produktami nowej generacji.

Opisy spółek wybranych do grupy porównawczej

[2/5]

British American Tobacco p.l.c. to globalna firma zajmująca się sprzedażą różnych produktów konsumenckich. Firma oferuje wyroby tytoniowe i nikotynowe. Jej kategorie produktów obejmują produkty do wapowania, produkty podgrzewające (HP), nowoczesne produkty doustne, tradycyjne produkty doustne oraz papierosy tradycyjne. Produkty Vapor to ręczne, zasilane bateryjnie urządzenia, które podgrzewają płyn w celu wytworzenia aerozolu do inhalacji, znanego jako para. Produkty HP to urządzenia, które wykorzystują ciepło do wytworzenia aerozolu zawierającego nikotynę, który użytkownik wdycha. Nowoczesne produkty doustne to bezdymne produkty nikotynowe do stosowania doustnego, zwane woreczkami nikotynowymi, przeznaczone do stosowania w jamie ustnej. Tradycyjne produkty doustne obejmują snus i tabakę.

Chill Brands Group PLC to brytyjska firma zajmująca się dystrybucją szybko zbywalnych towarów konsumpcyjnych (FMCG). Firma zajmuje się opracowywaniem, produkcją i dystrybucją produktów do wapowania bez nikotyny oraz innych towarów konsumpcyjnych. Koncentruje się również na rozwoju rynku e-commerce dla produktów wellness i rekreacyjnych wytwarzanych z naturalnych, funkcjonalnych składników, w tym produktów zawierających kanabidiol (CBD), nootropów, suplementów i innych.

Haypp Group AB (publ) to szwedzka spółka holdingowa posiadająca udziały w firmach zajmujących się sprzedażą internetową produktów nikotynowych. Grupa prowadzi działalność w zakresie sprzedaży internetowej produktów nikotynowych, głównie saszetek nikotynowych i snusu. Celem Grupy jest dostarczanie zdrowszych alternatyw dla wyrobów tytoniowych poprzez sprzedaż saszetek nikotynowych i snusu.

Karelia Tobacco Company Inc SA jest spółką z siedzibą w Grecji, specjalizującą się w produkcji i sprzedaży wyrobów tytoniowych. Głównym przedmiotem działalności Spółki i jej spółek zależnych jest sprzedaż hurtowa wyrobów tytoniowych, takich jak papierosy, cygara, papierosy do ręcznego skręcania oraz inne wyroby tytoniowe dostępne w sklepach wolnoctwowych.

Altria Group, Inc. prowadzi działalność w zakresie produktów tytoniowych dla konsumentów w wieku powyżej 21 lat w Stanach Zjednoczonych. Segmenty jej działalności obejmują produkty do palenia oraz produkty tytoniowe do stosowania doustnego. Segment produktów do palenia obejmuje papierosy tradycyjne oraz duże cygara produkowane maszynowo. Segment produktów tytoniowych do stosowania doustnego obejmuje produkty z wilgotnego tytoniu bezdymnego (MST) oraz saszetki z nikotyną do stosowania doustnego. Jej spółki zależne będące w całości jej własnością obejmują producentów zarówno wyrobów palnych, jak i bezdymnych.

Dupnitsa Tabac AD to bułgarska firma działająca głównie w branży tytoniowej. Główne obszary działalności firmy to zakup tytoniu, przetwórstwo i handel liśćmi tytoniu, a także przechowywanie tytoniu.

Gotse Delchev Tabac AD to bułgarska firma specjalizująca się w branży tytoniowej. Jej główna działalność obejmuje zakup, przetwarzanie, przechowywanie i eksport surowca tytoniowego. Asortyment produktów firmy obejmuje tytoń orientalny i wielkolistny odmian Nevrokop, Dupnitsa i Melnik.

Opisy spółek wybranych do grupy porównawczej

[3/5]

Bulgartabac Holding AD (Bulgartabak AD) to bułgarska spółka holdingowa działająca w branży tytoniowej. Specjalizuje się w zarządzaniu i finansowaniu przedsiębiorstw zajmujących się zakupem i przetwarzaniem tytoniu, handlem liśćmi tytoniu, a także produkcją, przechowywaniem i eksportem papierosów. Holding przetwarza tytoń orientalny, virginia i burley. Eksportuje tytoń orientalny na rynki. Ponadto świadczy usługi agrotechniczne dla plantatorów tytoniu i wydaje magazyn „Bułgarski tyutyun” (Bułgarski tytoń).

Slantse Stara Zagora Tabak AD jest spółką z siedzibą w Bułgarii, działającą w branży tytoniowej. Główna działalność spółki obejmuje zakup, przetwarzanie i eksport surowca tytoniowego, produkcję i handel wyrobami tytoniowymi, a także handel zagraniczny tytoniem i wyrobami tytoniowymi. Asortyment produktów spółki obejmuje takie marki papierosów jak Nevada i Vereya, a także tytoń orientalny i wielolistny z gatunków Harmanli, Virginia i Burley.

Tutunski Kombinat AD Prilep to macedońska spółka holdingowa działająca w branży tytoniowej. Jej działalność dzieli się na dwa segmenty: tytoń, obejmujący produkcję i przetwórstwo tytoniu odmian Prilep i Yaka oraz papierosy. Oferuje również kleje dla przemysłu tytoniowego, kleje do etykiet, kleje dla inżynierii lądowej oraz papieru i tektury, a także pręty filtracyjne z octanu.

Philip Morris Operations ad Nis (PMOP) to serbska firma działająca w branży tytoniowej. Firma działa w jednym segmencie, produkując i sprzedając papierosy oraz wyroby tytoniowe. Zajmuje się produkcją, rozwojem i sprzedażą własnych marek papierosów, takich jak Best, Classic i Drina, a także dystrybucją wyrobów tytoniowych innych firm.

Shumen Tabac AD to bułgarska firma specjalizująca się w branży tytoniowej. Firma zajmuje się skupem, przetwarzaniem i obróbką surowca tytoniowego, a także produkcją i sprzedażą wyrobów tytoniowych.

Oxygen SA, wcześniej znana jako Exchange Invest SA, to polska firma zajmująca się sprzedażą detaliczną wyrobów tytoniowych.

Charlie's Holdings, Inc. zajmuje się produkcją wyrobów do wapowania. Firma opracowuje, wprowadza na rynek i dystrybuje niepalne produkty związane z nikotyną oraz alternatywne produkty do wapowania zawierające alkaloidy. Jej produkty są sprzedawane na całym świecie wybranym dystrybutorom, specjalistycznym sprzedawcom detalicznym i zewnętrznym sprzedawcom internetowym za pośrednictwem spółki zależnej Charlie's Chalk Dust, LLC, która opracowała portfolio stylów marek, profili smakowych i ulepszonych formatów produktów. Jej alternatywne produkty alkaloidowe obejmują Metatine, który jest analogiem soli nikotyny (związkiem niezawierającym nikotyny). Urządzenia do wapowania zawierające Metatine zapewniają dorosłym użytkownikom poczucie satysfakcji i przyjemności.

Opisy spółek wybranych do grupy porównawczej

[4/5]

22nd Century Group, Inc. to firma zajmująca się produkcją wyrobów tytoniowych, która umożliwia palaczom papierosów kontrolowanie spożycia nikotyny, uzależniającej substancji zawartej w papierosach. Firma produkuje i dystrybuje wyroby tytoniowe przeznaczone do palenia, zawierające minimalne lub nieuzależniające poziomy nikotyny. Ponadto firma świadczy usługi produkcji papierosów i cygar z filtrem na zlecenie innych uznanych marek tytoniowych. Produkt firmy, papierosy VLN, zawierają o 95% mniej nikotyny niż tradycyjne papierosy. Zajmuje się produkcją kontraktową (CMO) na zlecenie klientów, która obejmuje zobowiązania do produkcji cygar z filtrem i papierosów pod markami klientów. Zajmuje się również sprzedażą własnych papierosów o niskiej zawartości nikotyny oraz papierosów badawczych.

TAAT Global Alternatives Inc. jest firmą zajmującą się produktami konsumenckimi. Specjalizuje się w alternatywach dla tradycyjnych kategorii towarów konsumpcyjnych (CPG). Firma opracowuje, produkuje i dystrybuje alternatywne kategorie produktów, takie jak tytoń i produkty o zmniejszonym ryzyku, konopie, kratom i inne segmenty CPG. Zajmuje się opracowywaniem beznikotynowych i beztyniowych alternatyw dla tradycyjnych papierosów. W swojej ofercie posiada również Delta-9, który składa się z czekoladek, żelków i jednorazowych urządzeń do wapowania.

West Indian Tobacco Company Limited zajmuje się produkcją i sprzedażą papierosów. Głównym przedmiotem działalności Spółki jest produkcja i sprzedaż wyrobów nikotynowych.

Fyolo Technology Corp, dawniej American Heritage International Inc., zajmuje się produkcją elektronicznych papierosów. Marka American Heritage należąca do spółki obejmuje około sześciu rodzajów jednorazowych elektronicznych papierosów premium. Marka Vape World Emporium to kanadyjski dostawca produktów do wapowania. Oprócz zaopatrywania konsumentów produktami do wapowania, marka G&G Smith jest również wyłącznym dostawcą płynów E-Liquid zawartych w linii produktów American Heritage obejmującej jednorazowe elektroniczne papierosy.

Turning Point Brands, Inc. jest producentem, sprzedawcą i dystrybutorem markowych produktów konsumenckich. Produkt Zig-Zag zajmuje się głównie sprzedażą i dystrybucją bibulek, tubek i produktów pokrewnych, gotowych cygar i owijek do samodzielnego zwijania cygar oraz innych akcesoriów. Firma wprowadziła na rynek owijki Zig-Zag „Rillo”, które są podobnej wielkości do cygaretek, czyli cygar produkowanych maszynowo. Stoker’s zajmuje się produkcją i sprzedażą wilgotnego tytoniu do zażywania (MST) oraz kontraktowaniem i sprzedażą FRE, swojego nowoczesnego produktu do stosowania doustnego, a także kontraktowaniem i sprzedażą produktów z luźnego tytoniu do żucia.

Opisy spółek wybranych do grupy porównawczej

[5/5]

Hempacco Co., Inc. koncentruje się na rewolucjonizowaniu rynku wyrobów tytoniowych poprzez produkcję i sprzedaż beznikotynowych i beztytoniowych alternatyw dla tradycyjnych papierosów. Wykorzystuje opatentowaną technologię natryskiwania do infuzji terpenów oraz zgłoszoną do opatentowania technologię infuzji filtrów smakowych do produkcji alternatywnych wyrobów do palenia na bazie konopi i ziół. Segmenty działalności firmy obejmują produkcję wyrobów do palenia, bibulek konopnych i pałeczek kannabinoidowych, rozwój technologii wyrobów do palenia, markę funkcjonalnych wyrobów do palenia i bibulek, papierosy konopne oraz wyroby do palenia, a także joint venture produktów pochodnych konopi. Firma oferuje usługi w zakresie produkcji suplementów diety i produktów kosmetycznych. Prowadzi badania i rozwój w dziedzinie produktów do palenia oraz zajmuje się produkcją i sprzedażą produktów do palenia na bazie konopi i ziół.

Ispire Technology Inc. zajmuje się badaniami i rozwojem, projektowaniem, komercjalizacją, sprzedażą, marketingiem i dystrybucją markowych i niemarkowych e-papierosów oraz sprzętu do wapowania, zarówno w segmencie nikotynowym, jak i konopnym. Produkty nikotynowe firmy są sprzedawane pod marką Aspire, głównie poprzez globalną sieć dystrybucji. Produkty z konopi indyjskich są sprzedawane pod marką Ispire, głównie na zasadzie ODM (original design manufacturer) innym firmom zajmującym się wapowaniem konopi indyjskich, w tym operatorom działającym w wielu stanach i w jednym stanie, właścicielom marek i współpakowaczom. Portfolio produktów obejmuje produkty do e-papierosów i produkty z konopi indyjskich.



GROUND FROST

Siedziba Główna
Al. Komisji Edukacji Narodowej 95
02-777 Warszawa

GROUND FROST Sp. z o.o.
KRS 0000426173
NIP 5242752249

Biuro Łódź
Ul. Wólczańska 128/134
90-527 Łódź

