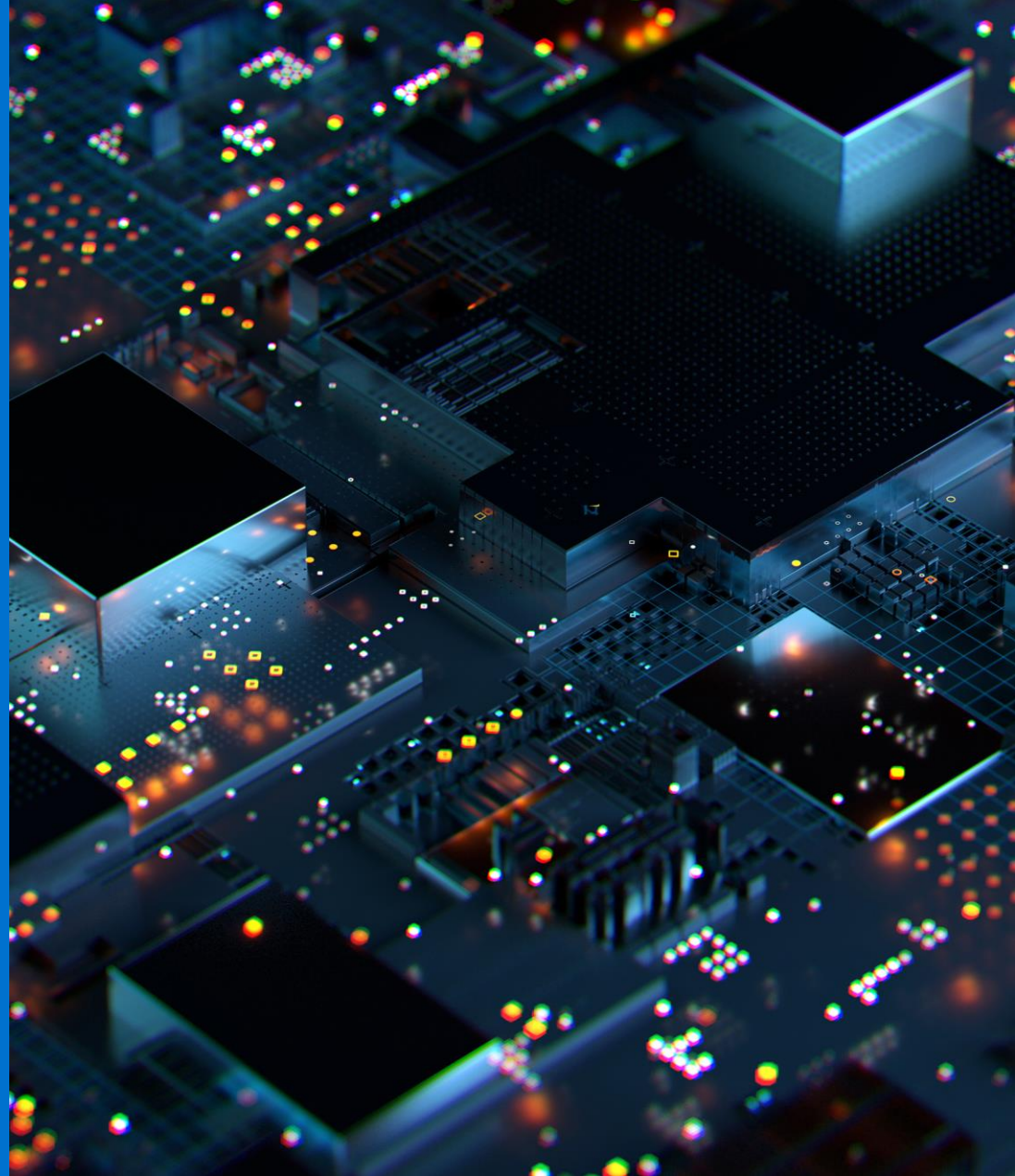


Raport z wyceny wartości
godziwej akcji spółki
Ovostar Union Public Company
Limited

Warszawa, 18 kwietnia 2024 r.

Poufne



Skróty i definicje

Skróty w raporcie	Definicja
b.d.	Brak danych
CAGR	Średnia stopa wzrostu (<i>ang. Compound Average Growth Rate</i>)
CAPEX	Nakłady kapitałowe (<i>ang. Capital Expenditures</i>)
CAPM	Model obrazujący zależność między ponoszonym ryzykiem rynkowym a oczekiwaną stopą zwrotu (<i>ang. Capital Asset Pricing Model</i>)
Data Wyceny	30 września 2023 r., z uwzględnieniem istotnych danych rynkowych zaistniałych do daty niniejszego Raportu
Data Raportu	Data sporządzenia niniejszego Raportu
DCF	Zdyskontowane przepływy pieniężne (<i>ang. Discounted Cash Flow</i>)
EBIT	Zysk operacyjny (<i>ang. Earnings Before Interest and Tax</i>)
EBITDA	Wynik operacyjny bez amortyzacji (<i>ang. Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortisation</i>)
EV	Wartość przedsiębiorstwa (<i>ang. Enterprise Value</i>)
FCFF	Wolne przepływy pieniężne dla firmy, tj. na pokrycie kosztów obsługi zadłużenia i dywidend dla udziałowców (<i>ang. Free Cash Flow to Firm</i>)
GPW	Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.
Klient	Prime One Capital Limited oraz Hamblin Watsa Investment Counsel (spółka z grupy Fairfax Financial Holdings), kontrolujący łącznie 95.45% akcji Spółki.
LTM	Ostatnie dwanaście miesięcy (<i>ang. Last Twelve Months</i>)
Mazars	Mazars Audyt Sp. z o.o. oraz Mazars Polska Sp. z o.o.
NPV	Wartość bieżąca netto (<i>ang. Net Present Value</i>)
Ovostar Union, Spółka	Ovostar Union Public Company Limited
Prognozy	Prognozy na lata 2024-2030 opracowane przez Mazars dla spółki Ovostar Union Public Company Limited

Skróty i definicje

Skróty w raporcie

Definicja

Raport	Niniejszy raport z wyceny wartości godziwej akcji Ovostar
Transakcja	Planowane przez Klienta zwiększenie udziału w Spółce w wyniku wezwania do zapisywania się na sprzedaż wszystkich pozostałych akcji Spółki
Transakcje Pakietowe	Transakcje dokonane w dn. 30.06.2023 po cenie 53 zł za akcję o wolumenie 426.443 akcji, dn.13.09.2023 po cenie 70 zł za akcję o wolumenie 600.946 akcji; w dn 29.09.2023 po cenie 70 zł za akcję o wolumenie 120.000 akcji oraz w dn. 08.03.2024 po cenie 70 zł za akcję o wolumenie 417.692 akcji.
Umowa	Umowa z pomiędzy Klientem a Mazars Polska Sp. z o.o. oraz Mazars Audyt Sp. z o.o.
Ustawa o Ofercie	Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz. Ustaw z 2021 roku poz. 1983 z późniejszymi zmianami)
VWAP	Średnia cena ważona wolumenem (volume-weighted average price)
WACC	Średni ważony koszt kapitału (<i>ang. Weighted Average Cost of Capital</i>)
Wartość Godziwa	Wartość godziwa zdefiniowana zgodnie z Ustawą o Rachunkowości (art. 28 ust. 6): "kwota, za jaką dany składnik aktywów mógłby zostać wymieniony, a zobowiązanie uregulowane na warunkach transakcji rynkowej, pomiędzy zainteresowanymi i dobrze poinformowanymi, niepowiązаныmi ze sobą stronami". Ta definicja jest zgodna z definicjami przedstawionymi w Międzynarodowych Standardach Sprawozdawczości Finansowej oraz International Valuation Standards
Wartość Rezydualna, TV	Wartość przedsiębiorstwa po okresie prognozy
Wycena	Określenie wartości godziwej akcji Spółki



Zastrzeżenia

Niniejszy raport, w tym wszystkie sformułowanie opinie i zaprezentowane wnioski dotyczące przedmiotu Wyceny, podlegają i są zależne od wymienionych poniżej warunków i zastrzeżeń oraz od innych zastrzeżeń i założeń, sformułowanych i przedstawionych w niniejszym Raporcie. Akceptacja / wykorzystanie tego Raportu oznacza domniemaną zgodę i akceptację korzystającego na wszelkie warunki i zastrzeżenia wymienione w tym Raporcie.

Dystrybucja Raportu

- Niniejszy Raport został przygotowany zgodnie z art. 79 ust. 3b Ustawy o Ofercie na zlecenie Klienta związane z planowaną przez niego Transakcją, w oparciu o Umowę pomiędzy Klientem a Mazars. Na podstawie art. 7 ust. 3b oraz art. 79a ust. 3 Ustawy o Ofercie Klient jest uprawniony do przekazania Raportu (w wersji ostatecznej) podmiotowi prowadzącemu działalność maklerską obsługującemu Klienta w ramach prowadzonej Transakcji – Podmiotowi Pośredniczącemu w rozumieniu Ustawy o Ofercie. Podmiot Pośredniczący, w oparciu o wymogi Ustawy o Ofercie regulującej Wezwanie będzie mógł udostępnić Raport (w wersji ostatecznej) na swojej stronie internetowej poczynawszy od dnia ogłoszenia treści Wezwania przez agencję informacyjną zgodnie z art. 77 c Ustawy o Ofercie, do dnia jego zakończenia. Ponadto, Podmiot Pośredniczący może, na polecenie Klienta, przekazać Raport (w wersji ostatecznej) Komisji Nadzoru Finansowego wraz z zawiadomieniem o zamiarze przeprowadzenia Wezwania, o którym mowa w art. 77a ust. 1 Ustawy o Ofercie. Z zastrzeżeniem powyższych uprawnień, Raport nie może być ujawniany / udostępniany / cytowany lub publikowany, w całości lub w części, bez uprzedniej zgody Mazars. Mazars nie ponosi żadnej odpowiedzialności za straty poniesione przez Klienta lub przez inne strony w wyniku rozpowszechniania, publikacji, powielenia lub wykorzystania Raportu wbrew powyższym zastrzeżeniom.

Zakres prac

- Oszacowanie wartości jakiegokolwiek instrumentu lub przedsiębiorstwa powstaje w wyniku oceny katalogu dostępnych informacji, z zastosowaniem wybranej metodologii wyceny. Niniejsza wycena została sporządzona z wykorzystaniem informacji dostępnych publicznie, pozyskanych ze źródeł uznanych za wiarygodne, które zostały przedstawione w Raporcie oraz załącznikach do niego. Przedstawione w Raporcie liczby mogły w pewnych warunkach ulegać zaokrągleniom w stosunku do danych szczegółowych. W ramach prac nad sporządzeniem niniejszego Raport Mazars nie dokonywał analiz stanu finansowego lub prawnopodatkowego Spółki (“due diligence”), ani analiz ewentualnych aspektów finansowych / księgowych / podatkowych / prawnych, mogących być związanych z realizacją Wezwania. Mazars przyjął założenie, iż nie toczą się żadne istotne postępowania dotyczące Spółki lub jej majątku, które lub których efekt nie byłby ujęty w dostępnych na Dzień Wyceny sprawozdaniach finansowych Spółki, zaś prawa Spółki do jej majątku są ważne i zbywalne, za wyjątkiem przypadku opisanego na stronie 9 Raportu. Mazars nie przeprowadził niezależnej wyceny ani oszacowania aktywów lub pasywów Spółki, nie przeprowadził również badania sprawozdań finansowych Spółki.

Natura raportu

- Niniejszy raport nie stanowi opinii na temat warunków finansowych Transakcji (“fairness opinion”), opinii o wypłacalności, rekomendacji dotyczącej inwestycji w Spółkę. Jest on wyłącznie wyceną wartości godziwej dla transakcji pomiędzy hipotetycznym kupującym a hipotetycznym sprzedającym na zakładaną Datę Wyceny, przy założeniu, że zarówno kupujący, jak i sprzedający posiadają odpowiednią wiedzę na temat przedmiotu transakcji. Niniejszy Raport jest oceną ekspercką, a nie stwierdzeniem faktów, nie stanowi porady inwestycyjnej lub rekomendacji odnośnie przeprowadzenia Wezwania, czy też odpowiedzi (lub jej braku) na Wezwanie przez akcjonariuszy Spółki.

Zastrzeżenia

Brak weryfikacji dostarczonych danych

- Mazars przyjął założenie, że wszystkie informacje dostępne publicznie, na których opierał się w sporządzeniu oszacowania Wartości Godziwej akcji Spółki są zgodne ze stanem faktycznym, a tam, gdzie opierają się na szacunkach Spółki i prognozach co do przyszłości, odpowiadają najlepszej wiedzy Spółki co do sytuacji obecnej i możliwości rozwoju Spółki na Datę Wyceny z operacyjnego i finansowego punktu widzenia. W ramach zleconych Mazars prac wykorzystano również informacje ogólnie dostępne w uznanych źródłach informacji. Żadna z tych informacji nie podlegała audytowi, weryfikacji lub potwierdzeniu przez Mazars.

Założenie o kontynuacji działalności, brak nieujawnionych zobowiązań

- Niniejsza Wycena zakłada, iż na Datę Wyceny Spółka będzie kontynuowała działalność operacyjną; jest oparta na historycznych skonsolidowanych wynikach finansowych Spółki dostępnych na Datę Wyceny oraz na stanie wiedzy na temat jej aktywów na tę datę. Niniejsza Wycena zakłada również, iż Spółka nie ma żadnych nieujawnionych aktywów lub zobowiązań, nietypowych zobowiązań innych, niż wynikające z prowadzonej działalności, istotnych zastawów lub obciążeń aktywów ograniczających ich zbywalność, jak również nie jest podmiotem prowadzonych wobec niej postępowań karnych, których wyniki miałyby istotny wpływ na wynik naszej analizy, a które nie byłyby ujęte w dostępnych na Datę Wyceny skonsolidowanych sprawozdaniach finansowych Spółki, za wyjątkiem przypadku opisanego na stronie 9 Raportu.

Odpowiedzialność Klienta i osób trzecich

- Klient oraz osoby trzecie zobowiązane są do niezależnej oraz krytycznej oceny przedstawionych przez Mazars w Raporcie wniosków i ponoszą wyłączną odpowiedzialność za podjęte na jego podstawie decyzje, w szczególności w przypadku, gdyby okoliczności lub fakty różniły się od przedstawionych w niniejszym Raporcie. Wycena bazuje na danych, które nie podlegały niezależnej weryfikacji Mazars, w związku z czym odpowiedzialność Mazars za nie jest wyłączona. Mazars, jego pracownicy i podwykonawcy nie ponoszą odpowiedzialności za jakiegokolwiek działania lub zaniechania Klienta lub osób trzecich, podjęte na podstawie informacji zawartych w niniejszym Raporcie.

Wydarzenia po Dacie Raportu

- Umowa wiążąca Mazars z Klientem nie nakłada na Mazars obowiązku aktualizacji Wyceny lub Raportu. Zwracamy uwagę, że w związku z działaniami zbrojnymi toczącymi się na terytorium Ukrainy można oczekiwać szeregu trudności dla działalności prowadzonej przez Spółkę, dotyczących między innymi łańcuchów dostaw, dostępności i rozporządzalności aktywami Spółki (w tym środkami pieniężnymi), dostępnością zasobów ludzkich, poziomu inflacji, stóp procentowych i kursów walutowych. Przełożyć się to może w trudny do zaprognozowania sposób na działalność operacyjną Spółki oraz wolne przepływy pieniężne, w tym ich dostępność do dystrybucji dla akcjonariuszy Spółki.

Zastrzeżenia

Kwestie prawne

- Mazars nie ponosi żadnej odpowiedzialności prawnej odnośnie interpretacji prawa lub umów. W ramach prac przedstawionych w Raporcie nie dokonano badania tytułów prawnych Spółki do rozporządzania majątkiem Spółki. Nie wzięto pod uwagę zastawów i obciążeń, chyba że wskazano inaczej. Założono, iż wszelkie wymagane prawem licencje, zezwolenia, itp. są w pełni ważne, nie przeprowadzono żadnych niezależnych testów co do ryzyka negatywnego oddziaływania na środowisko naturalne. Mazars nie bierze odpowiedzialności za dopuszczalność metod wyceny zastosowanych w Raporcie dla innych celów niż określone w Umowie, w szczególności jako dowodu sądowego lub dla innych potrzeb określonych przez prawo. Ocena przydatności Raportu dla celów rozważań prawnych pozostaje w gestii Klienta i jego doradców prawnych. Niniejsza Wycena zawiera pewne założenia i szacunki, które zostały przyjęte na podstawie historycznych danych Spółki, z uwzględnieniem szacunków eksperckich możliwych do dokonania na podstawie danych dostępnych Mazars. W najszerszym zakresie dozwolonym przepisami prawa Mazars nie będzie ponosić żadnej odpowiedzialności ani zobowiązań za wszelkie koszty, szkody, straty lub wydatki poniesione przez Klienta lub inne osoby, które mogłyby wynikać z wykorzystania lub polegania na niniejszym Raporcie. Niniejszy Raport nie jest skierowany do osób trzecich i nie powoduje żadnych zobowiązań Mazars wobec stron trzecich. Zgodnie z Umową, odpowiedzialność Mazars wobec Klienta jest ograniczona, a odpowiedzialności Mazars wobec osób trzecich wykluczona.

Pozostałe kwestie

- Mazars nie ponosi odpowiedzialności za zmianę kursu akcji Spółki w wyniku opublikowania niniejszego Raportu. Mazars nie wyraża opinii na temat kształtowania się kursu akcji Spółki w przyszłości w przypadku dojścia lub niedojścia Transakcji do skutku. Zgodnie z Umową, niniejszy Raport został przygotowany przy założeniu, że jego treść jest przeznaczona wyłącznie na potrzeby art. 79 ust 3b Ustawy o Ofercie. W konsekwencji, treść Raportu nie może być wykorzystywana do innych celów aniżeli wskazanych w art. 7 ust. 3b Ustawy o Ofercie.

Metodologia wyceny

- Na potrzeby sporządzenia niniejszego Raportu z wyceny Wartości Godziwej akcji Spółki Mazars zastosował podejście dochodowe, z wykorzystaniem metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych („**DCF**”) jako metodę wiodącą oraz podejście rynkowe (wskaźników spółek porównywalnych), jako metodę dodatkową / wspierającą.
- Nasze prace były realizowane od 29 marca 2024 roku do daty niniejszego Raportu (tj. 18 kwietnia 2024 roku), a niniejszy Raport z wyceny powstał w oparciu o opublikowane lub uzyskane przez Mazars do tego dnia dane i informacje.

Źródła informacji

Wycena została oparta na bazie następujących publicznie dostępnych danych i informacji:

- skonsolidowane sprawozdanie finansowe dla Ovostar Union za lata 2018, 2019, 2020, 2021 i 2022;
- skonsolidowane sprawozdanie finansowe dla Ovostar Union za okres pierwszy kwartał, pierwsze półrocze oraz trzy kwartały 2019, 2020, 2021, 2022 oraz 2023;
- sprawozdania finansowe i notowania giełdowe spółek uznanych przez Mazars za porównywalne względem Ovostar Union, a także mnożniki transakcyjne transakcji porównywalnych;
- ogólnodostępne dane makroekonomiczne oraz dane i szacunki Ukraińskiego Związku Hodowców Drobiu

W przypadkach, w których podjęto działania analityczne, ich zakres podany jest w Raporcie.

Spis treści

1	Podsumowanie Wyceny	8
2	Podstawa sporządzenia Wyceny	10
3	Zwięzły opis rynku drobiu na Ukrainie	13
4	Profil Spółki	16
5	Wycena Wartości Godziwej akcji Spółki	18
6	Analiza kursu giełdowego	30

Osoby sporządzające wycenę:

Maciej Ptak

Lider Zespołu

Doradztwa Finansowego

Radosław Szukiewicz

Dyrektor

Zespół Wycen

W imieniu spółki audytorskiej

Mazars Audyt Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością
ul. Piękna 18, 00-549 Warszawa
Nr na liście firm audytorskich: 186

Olivier Degand

Prezes Zarządu



1

Podsumowanie Wyceny



Podsumowanie Wyceny

Wartość Godziwa 1 akcji spółki Ovostar Union:

70,00 PLN

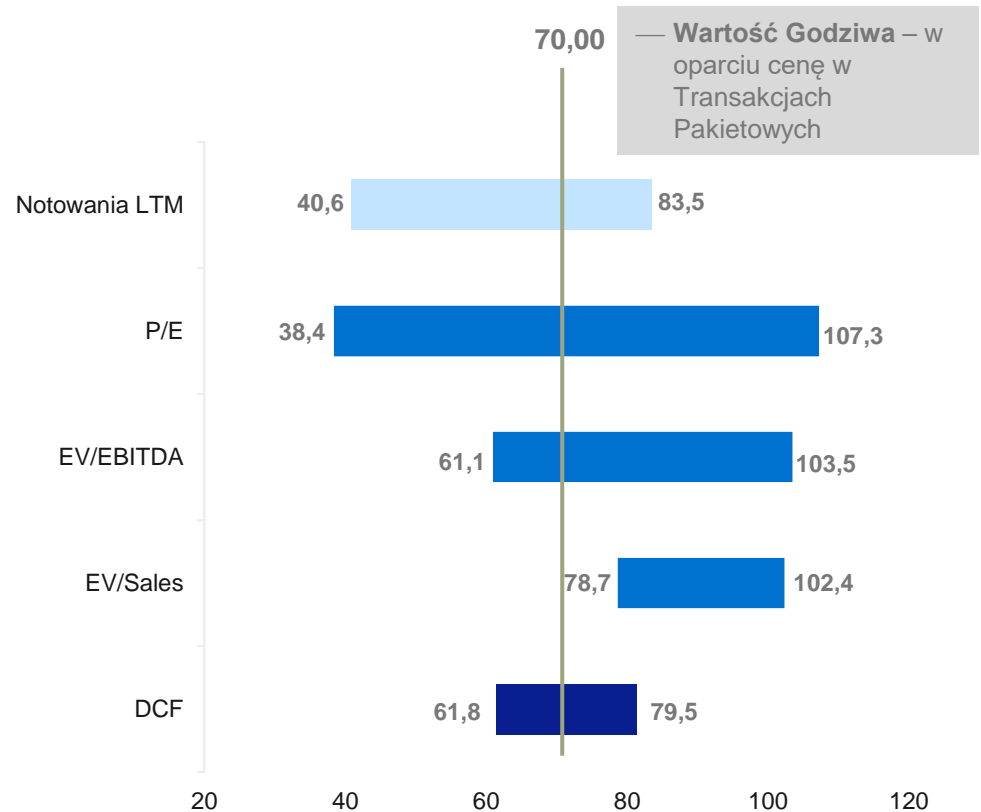
Mazars dokonał oszacowania Wartości Godziwej z wykorzystaniem metody dochodowej (metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych ("DCF") oraz metodą spółek porównywalnych (z wykorzystaniem mnożnika EV/Sales, EV/EBITDA oraz P/E).

Uzyskane wyniki zestawiono z kursem akcji Spółki w okresie ostatnich 12 miesięcy poprzedzających datę wydania raportu oraz z ceną akcji, która funkcjonującą między stronami Transakcji Pakietowych. Proszę zwrócić uwagę, iż obrót akcjami Spółki na rynku giełdowym prowadzonym przez GPW jest znikomy, w konsekwencji czego Mazars uznał, iż kurs akcji Spółki nie powinien być brany pod uwagę na potrzeby niniejszej Wyceny.

Porównując uzyskane wyniki, biorąc pod uwagę specyfikę Spółki, której działalność stanowi o wycenie Wartości Godziwej akcji Spółki oraz specyfikę otoczenia i odbiegających od stabilnych okoliczności, w których Spółka prowadzi obecnie działalność, Mazars stoi na stanowisku, iż wycena wynikająca z Transakcji Pakietowych w najlepszym stopniu wypełnia przesłanki przedstawione w definicji wartości godziwej. Dodatkowo, wartość ta znajduje potwierdzenie w wycenie uzyskanej przy zastosowaniu podejścia dochodowego, metodologicznie uznawanego za najbardziej wiarygodne.

Różnica pomiędzy Wartością Godziwą (wskazaną powyżej) a wartościami uzyskanymi przy zastosowaniu metody spółek porównywalnych może wynikać między innymi ze specyficznej sytuacji rynku ukraińskiego, na którym działalność prowadzi Spółka oraz ograniczeń i trudności (w tym, między innymi, w zakresie rozporządzania środkami pieniężnymi, czy stabilnością łańcuchów zaopatrzenia i dystrybucji) z tym związanych.

Wartość godziwa 1 akcji spółki Ovostar Union



Źródła: S&P CapitalIQ, publicznie dostępne dane, analizy i opracowania Mazars. Notowania obejmują okres 18.04.2023 – 17.04.2024.

*Wyniki wyceny zostały opracowane przy założeniu, iż Spółką ma pełne prawo do rozporządzania swoimi aktywami, ujętymi w skonsolidowanych sprawozdaniach finansowych na dzień 30 września 2023. Jednakże zwracamy uwagę, iż z powodów stron trzecich toczą się przeciwko spółkom z grupy Ovostar Union sprawy sądowe, których istotą jest doprowadzenie do unieważnienia transakcji, na podstawie których Ovostar Union wszedł w posiadanie zakładu hodowli drobiu w Makarowie – będącego po modernizacji najnowocześniejszym zakładem produkcji jaj w Ovostar Union. Ewentualna utrata zakładu spowodowałaby spadek produkcji i sprzedaży jaj, a więc spowodowałaby **istotny spadek wyceny Spółki**. Przedstawiciele Spółki uważają zarzuty powodów za bezzasadne.



2

Podstawa sporządzenia Wyceny



Podstawa sporządzenia Wyceny

Na dzień sporządzenia Raportu Klienci posiadają pakiet 95,45% akcji Spółki dający praw do 95,45% głosów na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy Spółki. Pozostałe akcje znajdują się w wolnym obrocie giełdowym ("free float").

W okresie od 30.06.2023 dokonano 4 transakcji pakietowych na akcjach Ovostar Union:

- Dn. 30.06.2023 po cenie 53 zł za akcję o wolumenie 426.443 akcji, pomiędzy podmiotem zależnym od Fairfax Financial Holdings Ltd. a między innymi Allianz OFE;
- dn.13.09.2023 po cenie 70 zł za akcję o wolumenie 600.946 akcji, pomiędzy Fairfax Financial Holdings Ltd i Generali OFE ;
- w dn 29.09.2023 po cenie 70 zł za akcję o wolumenie 120.000 akcji, pomiędzy Prime One Capital Limited i podmiotem zależnym od Fairfax Financial Holdings Ltd;
- oraz w dn. 08.03.2024 po cenie 70 zł za akcję o wolumenie 417.692 akcji pomiędzy spółkami zależnymi Fairfax Financial Holdings Ltd., akcjonariusza Spółki.

Akcje Spółki od czerwca 2011 roku notowane są na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. W ciągu ostatnich 12 miesięcy poprzedzających datę niniejszego Raportu (w okresie 18.04.2023 – 17.04.2024) kurs akcji Spółki znajdował się w przedziale 40,6-83,5 PLN za Akcję.

Łączny wolumen obrotu za okres 6 miesięcy poprzedzający datę niniejszego raportu wyniósł 0,50% całości wyemitowanych akcji Spółki.

Zgodnie z Ustawą o Ofercie (art. 79 ust. 3a), jeżeli w okresie 3 miesięcy poprzedzających przekazanie zawiadomienia o zamiarze ogłoszenia wezwania obrót akcjami spółki publicznej był dokonywany na mniej niż jednej trzeciej sesji oraz jeżeli na co najmniej jednej trzeciej z tych sesji występowała co najmniej 5% różnica cen tych akcji na zamknięciu notowań w stosunku do ceny zamknięcia na poprzedniej sesji w tym okresie, akcje spółki uznaje się za nie płynne. Niezależnie od tego, jeżeli wolumen obrotu akcjami spółki publicznej na rynku regulowanym w okresie 6 miesięcy poprzedzających przekazanie zawiadomienia o zamiarze ogłoszenia wezwania stanowił mniej niż 1% wszystkich akcji spółki publicznej dopuszczonych do obrotu, akcje takiej spółki uznaje się za nie płynne.

Akcje Ovostar Union spełniają kryteria przewidziane przez Ustawę o Obrocie dla akcji nie płynnych.

W sytuacji, gdy akcje spółki publicznej, będące przedmiotem zawiadomienia o zamiarze ogłoszenia wezwania, spełniają kryteria przewidziane dla akcji określanych przez Ustawę o Ofercie jako nie płynne, art. 79 ust. 3b Ustawy o Ofercie nakłada na wzywającego obowiązek dokonania wyceny wartości godziwej akcji będących przedmiotem wezwania. Wycena tak powinna być sporządzona przez wybraną przez wzywającego firmę audytorską.

Zgodnie z umową z dnia 29 marca 2024 roku pomiędzy Prime One Capital Limited oraz Hamblin Watsa Investment Counsel (firmy z Grupy Fairfax), a Mazars Polska Sp. z o.o. oraz Mazars Audyt Sp. z o.o., Klienci zlecili firmie Mazars Polska Sp. z o.o. oraz Mazars Audyt Sp. z o.o. przeprowadzenie wyceny Wartości Godziwej, zgodnie z wymogami art. 79 ust.3b Ustawy o Ofercie.



Podstawa sporządzenia Wyceny

Na potrzeby Wyceny Wartość Godziwa została zdefiniowana zgodnie z art. 28 ust. 6 ustawy o rachunkowości (z dnia 29 września 1994 roku) jako “kwota, za którą dany składnik aktywów mógłby zostać wymieniony, a zobowiązanie uregulowane, na warunkach transakcji rynkowej, pomiędzy zainteresowanymi i dobrze poinformowanymi, niepowiązanymi ze sobą stronami.”

Powyższa definicja jest zgodna z definicją wartości godziwej przedstawionej w MSSF 13: “cena, którą otrzymano by za zbycie składnika aktywów lub zapłacono by za przeniesienie zobowiązania w transakcji przeprowadzonej na zwykłych warunkach między uczestnikami rynku na dzień wyceny.”

Wycena została opracowana:

- przy zastosowaniu podejścia dochodowego, z wykorzystaniem metodologii zdyskontowanych przepływów pieniężnych (“DCF”) – jako metody podstawowej;
- przy zastosowaniu podejścia rynkowego, z wykorzystaniem metodologii spółek porównywalnych – jako metody wspierającej;
- z uwzględnieniem parametrów Transakcji Pakietowych.

Wycena została sporządzona na dzień 30 września 2023 roku, to jest na datę ostatnich dostępnych sprawozdań finansowych Spółki, z uwzględnieniem istotnych, dostępnych Mazars do daty niniejszego Raportu, danych rynkowych.

Na potrzeby wykonania oszacowania Wartości Godziwej oraz sporządzenia niniejszego Raportu korzystano w szczególności z następujących danych:

- skonsolidowane sprawozdanie finansowe dla Ovostar Union Public Company Limited za lata 2018, 2019, 2020, 2021 i 2022 roku;
- skonsolidowane sprawozdanie finansowe dla Ovostar Union za okres pierwszy kwartał, pierwsze półrocze oraz trzy kwartały 2019, 2020, 2021, 2022 oraz 2023 roku;
- podsumowanie danych operacyjnych dla roku 2023, opublikowane przez Ovostar Union 31 stycznia 2024 roku;
- dane pochodzące z ukraińskiego związku hodowców drobiu (www.poultryukraine.com), dotyczące pogłowia i cen produktów drobiarskich w latach historycznych oraz prognoz na 2024 rok;
- sprawozdania finansowe i notowania giełdowe spółek uznanych przez Mazars za porównywalne do Ovostar Union, a także mnożniki transakcyjne transakcji porównywalnych, z wykorzystaniem bazy danych S&P Capital IQ.
- ogólnodostępne dane makroekonomiczne.

Żadna z tych informacji nie podlegała audytowi, weryfikacji, bądź potwierdzeniu przez Mazars.

Szacując Wartość Godziwą, nie uwzględniono potencjalnych efektów, związanych z realizacją wezwania.



3

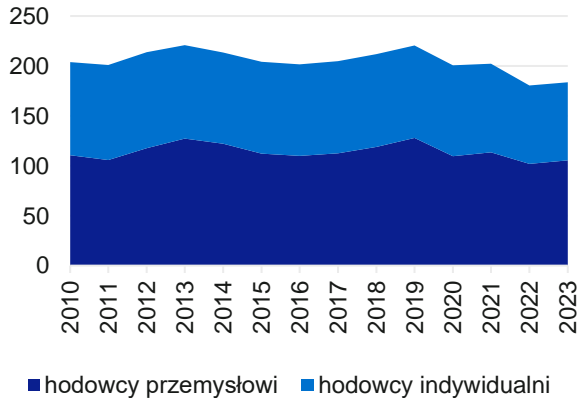
Zwięzły opis rynku drobiu na Ukrainie

3.1	Pogłowie drobiu i produkcja jaj	14
3.2	Perspektywy rynkowe na 2024 rok	15

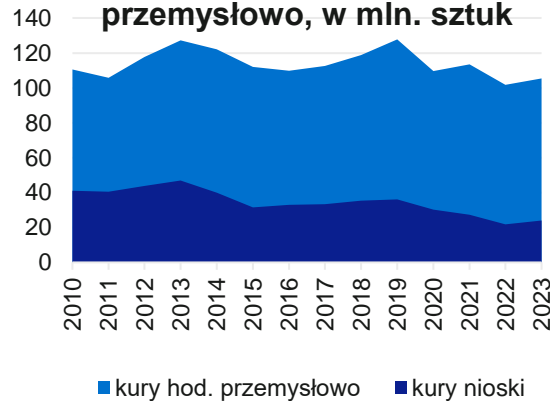


Pogłowie drobiu i produkcja jaj

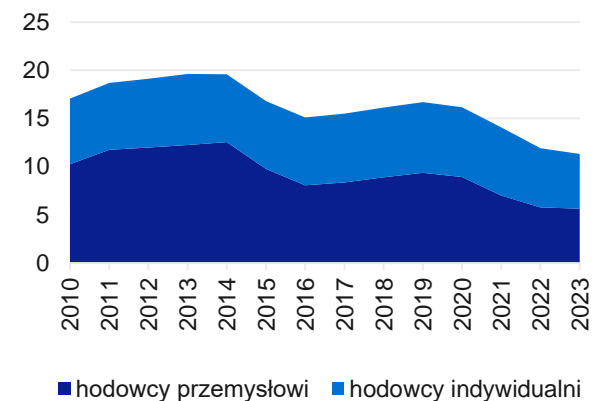
Pogłowie drobiu, w mln. sztuk



Pogłowie niosek vs. kur hodowanych przemysłowo, w mln. sztuk



Produkcja jaj, w mld. sztuk



Źródło: Ukraiński Związek Hodowców Drobiu (www.poultryukraine.com).

Według danych Ukraińskiego Związku Hodowców Drobiu pogłowie drobiu spadło do 183,5 miliona sztuk na koniec 2023 roku (w porównaniu z 202,2 miliona sztuk na koniec 2021). Pogłowie prowadzone przez hodowców przemysłowych zmniejszyło się w tym czasie do 105,4 miliona sztuk (z 113,5 na koniec 2021). Proces ten był powodowany w dużej części niepewnością związaną z działaniami wojennymi na terytorium Ukrainy oraz utratą części zasobów.

W 2023 zauważalny był już trend odbudowy pogłowia – na rynku widoczny jest również trend przejmowania przez hodowców przemysłowych nieczynnych zakładów na terytoriach nie objętych działaniami wojennymi oraz uruchamianie, w oparciu o te aktywa, hodowli drobiu. W 2023 roku pogłowie drobiu ogółem wzrosło o 1,7% w porównaniu do 2022 roku (z 180,5 do 183,5 miliona sztuk). Za wzrost odpowiedzialni byli hodowcy przemysłowi (wzrost o 3,6%, ze 101,8 na 105,4 miliona sztuk), przy spadku pogłowia utrzymywanego przez hodowców indywidualnych (spadek o 0,7%). Trend odbudowy pogłowia jest szczególnie zauważalny w kategorii kurek-niosek, gdzie w 2023 roku pogłowie wzrosło o 10,2% w porównaniu z końcem 2022 (do 24,1 miliona sztuk z 21,9 miliona sztuk na koniec 2022 roku). Wzrost ten powodowany jest z jednej strony odbudową pogłowia ogółem, z drugiej strony utrzymującymi się w 2023 roku wysokimi cenami jaj na rynkach europejskich oraz na rynku ukraińskim.

Produkcja jaj w 2023 roku była zbliżona poziomem do produkcji w 2022 roku, natomiast, zgodnie z danymi związku hodowców drobiu, produkcja jaj w każdym z miesięcy drugiej połowy 2023 roku przewyższała produkcję w odpowiednim miesiącu 2022 roku. Ze względu na wzrost pogłowia w 2023 roku oraz cykl hodowli drobiu (nioski uzyskują pełną zdolność produkcyjną po mniej więcej 20 tygodniach), należy spodziewać się dalszego wzrostu pogłowia kurek niosek w 2024 roku oraz, w związku z tym, dynamicznego wzrostu wolumenu produkcji (przy założeniu stabilnej sytuacji epidemiologicznej oraz przy założeniu stabilnej sytuacji w zakresie działań wojennych na terytorium Ukrainy).



Perspektywy rynkowe na 2024 rok

Na rynek produkcji jaj na Ukrainie w najbliższej perspektywie wpływ mają między innymi: sytuacja co do pogłowia kur niosek, sytuacja epidemiologiczna, sytuacja wojskowa, perspektywy cen jaj oraz pasz oraz sytuacja w zakresie eksportu jaj.

- Odnośnie pogłowia, w 2024 roku spodziewana jest kontynuacja procesu odbudowy pogłowia kur niosek (opisana na poprzednim slajdzie); Związek Hodowców Drobiu szacuje, iż w 2023 roku nastąpił wzrost importu materiału do odbudowy pogłowia (młodych kurcząt, kur rozplodowych oraz jaj rozplodowych) o 26-39% (w zależności od konkretnej kategorii) w porównaniu do poziomu z 2022 roku. W konsekwencji, już w 2023 roku pogłowie kur-niosek rośnie, natomiast pełny wpływ tych działań widoczny będzie w 2024 roku, gdy produkcja jaj powinna wzrosnąć o 19,5%, w porównaniu do 2023 roku.
- Sytuacja epidemiologiczna, w zakresie zagrożenia ptasią grypą, jest trudna do przewidzenia. Ukraina jest szlakiem dla wielu gatunków ptaków wędrownych, co stanowi potencjalne źródło rozpowszechniania się patogenów. Ogniska ptasiej grypy występowały na Ukrainie w przeszłości i prawdopodobnie będą występować również w przyszłości. Dotyczy to w mniejszym stopniu zakładów prowadzących hodowlę w zamkniętych kurnikach, lecz nawet w takich sytuacjach ryzyko szerzenia się patogenów nie może zostać całkowicie wyeliminowane.
- Sytuacja wojskowa jest również trudna do przewidzenia i ujęcia w prognozy. W 2022 roku w wyniku utraty kontroli nad częścią terytorium Ukrainy pogłowie drobiu zmalało, lecz, jak opisano wcześniej, rok 2023 był rokiem początku relokacji i odbudowy przemysłowego pogłowia.
- W związku z obserwowanymi inwestycjami profesjonalnych hodowców, obserwowaną odbudową pogłowia i wzrostem produkcji jaj w drugiej połowie 2023 roku, ceny w drugiej połowie roku zaczęły spadać, w porównaniu do cen z pierwszej połowy 2023 roku, osiągając na koniec 2023 roku poziom cenowy poniżej poziomów obserwowanych w analogicznym okresie 2022 roku. Ukraiński związek hodowców drobiu spodziewa się spadku cen w 2024 roku, którego rozmiar zależy będzie od możliwości prowadzenia eksportu jaj. W obliczu oczekiwanego wzrostu produkcji, ukraiński związek hodowców drobiu spodziewa się presji cenowej, mogącej powodować spadek cen jaj o około 20%, ceteris paribus.
- Sytuacja na rynku pasz powinna być stabilna, choć obserwowane jest zmniejszenie areалу przeznaczonego na zboża ozime.
- W zakresie eksportu jaj, jednego z ważnych czynników cenotwórczych, obecnie trwają dyskusje nad wprowadzeniem ograniczeń ilościowych dotyczących importu określonych artykułów (w tym jaj) do Unii Europejskiej, po przekroczeniu których obowiązywać mają kontyngenty taryfowe obowiązujące w okresie przed liberalizacją handlu. Dodatkowo, na opłacalność eksportu wpływają kwestie logistyczne – blokady przejść granicznych z UE oraz wydłużony czas frachtu drogą morską.



4

Profil Spółki



Profil Spółki

Ovostar Union Public Company Limited jest spółką holdingową skupiającą działalność skoncentrowaną na produkcji jaj oraz produktów z nich wytwarzanych.

Spółka jest zintegrowanym pionowo producentem, działającym od segmentu wytwarzania paszy, poprzez hodowlę kur-niosek (zdolność utrzymywania pogłowia na poziomie około 8,4 miliona (zależnie od przyjętej metody hodowli), produkcję i przetwarzanie jaj, kończąc na sprzedaży i marketingu.

Wszystkie zakłady produkcyjne Spółki zlokalizowane są na terytorium Ukrainy, w pobliżu stolicy kraju, Kijowa.

W latach 2019-2021 Spółka prowadziła duży program modernizacji jednego ze swoich zakładów wytwórczych.

Od czerwca 2011 roku Spółka notowana jest na GPW.

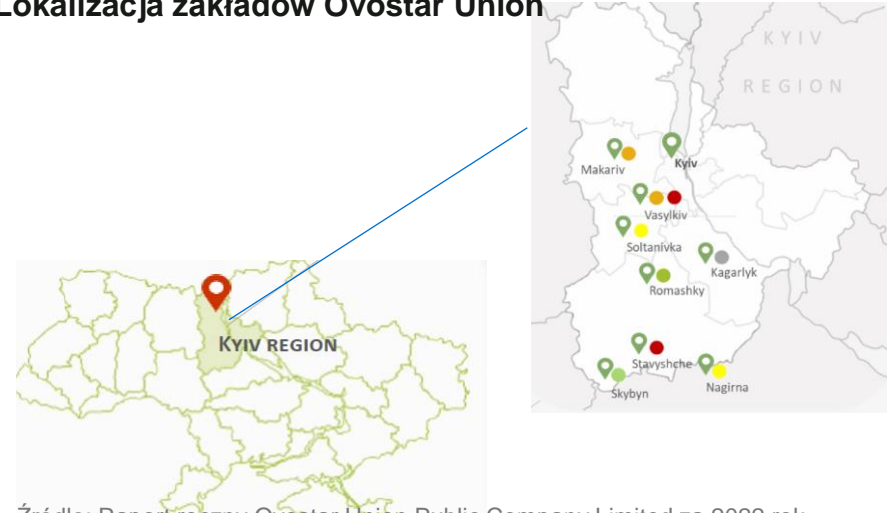
Kluczowe skonsolidowane dane finansowe

mln. USD	2020	2021	2022	1-3kw. 2023
Sprzedaż*	95,17	124,84	109,34	100,04
EBITDA	7,95	5,68	11,12	32,06
marża EBITDA	8,4%	4,5%	10,2%	32,0%
EBIT	4,04	1,23	7,29	29,64
marża EBIT	4,2%	1,0%	6,7%	29,6%
Zysk netto	2,59	1,66	6,09	29,08
marża zysku netto	2,7%	1,3%	5,6%	29,1%
	2020	2021	2022	3kw. 2023
Aktywa	131,31	141,02	110,70	125,54
Dług netto	9,14	10,45	-1,25	-56,07
Kapitał własny	104,40	109,89	83,92	112,93

* z uwzgl. zmian w aktywach biologicznych.

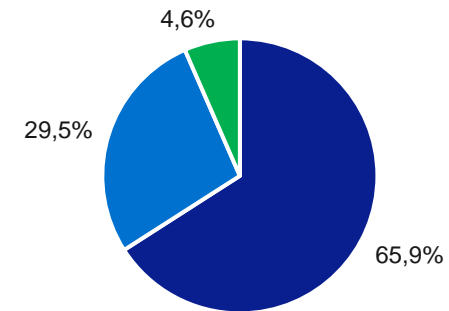
Źródło: Raporty roczne Ovostar Union Public Company Limited za lata 2020 - 2022 oraz raport okresowy za 3 kwartał 2023 roku.

Lokalizacja zakładów Ovostar Union



Źródło: Raport roczny Ovostar Union Public Company Limited za 2022 rok.

Struktura akcjonariatu Ovostar Union



- Prime One Capital Limited
- FAIRFAX Financial Holdings Limited
- Pozostali

Źródło: Strona Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie (18.04.2024), dane Klienta



5

Wycena Wartości Godziwej akcji Spółki

5.1	Uzasadnienie przyjętej metodologii wyceny	19
5.2	Założenia obliczeniowe w metodzie DCF	22
5.3	Stopa dyskontowa WACC	24
5.4	Wycena w podejściu dochodowym	25
5.5	Wycena metodą porównawczą	28



Uzasadnienie przyjętej metodologii wyceny

Wstęp

Zgodnie z umową pomiędzy Mazars a Klientem, zadaniem Mazars jest oszacowanie Wartości Godziwej akcji Spółki w celu spełnienia wymogów art. 79 ust. 3b Ustawy o Ofercie, w związku z planowanym przez Klienta wezwaniem do sprzedaży Akcji Spółki.

Definicja wartości przyjęta w Wycenie

Na potrzeby niniejszej Wyceny Wartość Godziwa została zdefiniowana zgodnie z art. 28 ust. 6 Ustawy z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości: *„Za wartość godziwą przyjmuje się kwotę, za jaką dany składnik aktywów mógłby zostać wymieniony, a zobowiązanie uregulowane na warunkach transakcji rynkowej, pomiędzy zainteresowanymi i dobrze poinformowanymi, niepowiązаныmi ze sobą stronami”*.

W przypadku aktywnego rynku wartość ta określona jest przez cenę sprzedaży netto. W przypadku braku takich danych wartość godziwą oszacowuje się za pomocą metod estymacji powszechnie uznanych za poprawne, określających najbardziej prawdopodobną rynkową cenę sprzedaży netto. Praktyka rynkowa wskazuje na trzy podstawowe podejścia stosowane do wyceny przedsiębiorstw:

- dochodowe;
- rynkowe;
- majątkowe.

Podejścia do wyceny

Podejście dochodowe

W podejściu dochodowym wartość przedmiotu wyceny zostaje ustalona na podstawie oczekiwanych, przyszłych korzyści ekonomicznych wynikających z posiadania przedmiotu wyceny. Korzyści te są wyrażone jako strumień dochodów, który jest następnie dyskontowany na dzień wyceny.

Podejście to zakłada ponadto, że wartość przedsiębiorstwa jest tożsama z wartością bieżącą przyszłych dochodów właścicieli (w formie dywidend lub przepływów pieniężnych) spodziewanych z tytułu kontynuacji działalności przez rentowne przedsiębiorstwo, dla którego określono wiarygodne prognozy finansowe.

Podejście rynkowe

Podejście rynkowe zakłada, że wartość przedsiębiorstwa jest tożsama z ceną, jaką można uzyskać za podobne przedsiębiorstwo na danym rynku. Zakłada ono analizę transakcji kupna – sprzedaży majątku podobnego do przedmiotu wyceny dokonanych w okresie możliwie bliskim względem daty analizy (metoda porównywalnych transakcji) lub analizę kapitalizacji spółek publicznych podobnych do przedmiotu wyceny (metoda porównywalnych spółek giełdowych). Wycena uwzględnia różnice między wycenianym przedsiębiorstwem a dokonanymi transakcjami i spółkami porównywalnymi.

Podejście majątkowe

Podejście to zakłada, że wartość przedsiębiorstwa jest tożsama z wartością jego majątku. Wartość przedmiotu wyceny ustala się zatem w oparciu o wynikające ze sprawozdania finansowego wartości aktywów netto i uwzględnia korekty, dzięki którym wartości księgowe składników aktywów i pasywów zostają doprowadzone do wartości rynkowych. Jest to tzw. metoda Skorygowanych Aktywów Netto („SAN” lub z ang. „Adjusted NAV”) i stosowana jest w przypadku spółek zdolnych do kontynuacji działalności. Gdy dotyczy podmiotów, niemogących samodzielnie kontynuować działalności, określana jest „metodą likwidacyjną”.



Uzasadnienie przyjętej metodologii wyceny (c.d.)

Wybór metody Wyceny

Z uwagi na fakt że Ovostar Union nie jest, na Datę Wyceny, spółką zagrożoną upadłością (zadłużenie netto Spółki jest ujemne) oraz ze względu na fakt, iż przedmiot działalności operacyjnej Spółki nie zależy w sposób dominujący od wartości posiadanej bazy aktywów, podejście majątkowe nie znajduje w tym przypadku zastosowania.

Działalność prowadzona przez Spółkę jest rentowna (na poziomie wyniku na sprzedaży, działalności operacyjnej, a także na poziomie marży EBITDA) i posiada niezbędny poziom kapitału obrotowego, w związku z czym nie występuje zagrożenie dla kontynuowania przez nią działalności w dającej się przewidzieć przyszłości.

W związku z powyższym, **wycena Wartości Godziwej Ovostar Union została opracowana** przy zastosowaniu podejścia dochodowego z wykorzystaniem metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF), w oparciu o zestaw wskazanych w niniejszym Raporcie danych źródłowych oraz inne adekwatne informacje, w szczególności wyliczoną przez Mazars stopę dyskonta (WACC). Jako metodę wspierającą otrzymany wynik w podejściu dochodowym zastosowano podejście rynkowe, tj. **wycenę mnożnikową**.

Opis metody Zdyskontowanych Przepływów Pieniężnych (DCF)

Wartość przedsiębiorstwa można określić jako wartość wszystkich przyszłych korzyści dla akcjonariuszy z posiadania akcji lub udziałów, stąd prawidłowa metoda oszacowania wartości powinna brać pod uwagę przyszłe zyski i potencjał ich generowania w przyszłości. Kluczowe etapy w jej stosowaniu to:

- określenie prognozy przepływów generowanych przez aktywa operacyjne,
- ocena poziomu ryzyka, wyrażanego przez stopę dyskontową.
- ustalenie wartości zdyskontowanych przepływów z okresu prognozy oraz wartości rezydualnej, których suma oznacza wartość przedsiębiorstwa,
- korekta wartości bieżącej o aktywa niepracujące, dług netto oraz dyskonto lub premie, czego rezultatem będzie określenie wartości kapitału własnego.

Do obliczenia kapitału własnego Spółki według metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych najczęściej stosowana jest następująca formuła:

Kapitały własne = PV (FCFF) + PV (TV) – ND, gdzie:

PV(FCFF) – to bieżąca wartość na Datę Wyceny wolnych przepływów pieniężnych dla przedsiębiorstwa (FCFF) w Okresie Prognozy.

Wartość FCFF obliczono zgodnie ze wzorem:

FCFF = EBIT – CIT (od EBIT) + Amortyzacja – Capex +/- ΔNWC

EBIT – zysk operacyjny (*ang. Earnings Before Interest and Tax*)

Capex – nakłady inwestycyjne (*ang. Capital expenditure*)

ΔNWC – zmiana kapitału obrotowego (*ang. Net Working Capital*)

PV (TV) – to bieżąca wartość na datę oszacowania Wartości Rezydualnej (*ang. Terminal Value*), oszacowanej jako wartość bieżąca wolnych przepływów pieniężnych po Okresie Prognozy.

Wartość Rezydualną obliczono zgodnie ze wzorem:

TV = FCFF_{TY} x (1 + g) / (WACC – g), gdzie:

FCFF_{TY} – przepływ pieniężny dla przedsiębiorstwa w ostatnim roku prognozy szczegółowej,

g – stopa wzrostu w okresie rezydualnym;

WACC – średni ważony koszt kapitału

ND – to wartość zadłużenia netto na Dzień Wyceny, czyli wartość zobowiązań finansowych pomniejszona o saldo środków pieniężnych, którymi Spółka może dysponować.



Uzasadnienie przyjętej metodologii wyceny (c.d.)

Stopa dyskonta

Stopa dyskonta dla przepływów pieniężnych została oszacowana na poziomie średnioważonego kosztu kapitału (*ang. Weighted Average Cost Of Capital* lub „**WACC**”), obliczanego wg. poniższego wzoru:

WACC = $KKw \times (Kw / (Kw + D)) + KD \times (D / (Kw + D)) \times (1 - CIT)$, gdzie:

Kw – wartość rynkowa kapitału własnego;

KKw – koszt kapitału własnego;

D – wartość rynkowa długu;

KD – koszt długu;

CIT – marginalna stopa podatku dochodowego dla Inwestycji.

Koszt kapitału własnego

W celu oszacowania kosztu kapitału własnego wykorzystano Model Wyceny Aktywów Kapitałowych (CAPM). Zgodnie z tym podejściem, koszt kapitału własnego można oszacować za pomocą następującego wzoru:

$K_{Kw} = RFR + \beta * ERP$, gdzie:

- **RFR** (*ang. Risk – Free Rate*) – to nominalna stopa wolna od ryzyka, mierzona najczęściej na podstawie rentowności obligacji skarbowych, adekwatnych dla waluty przepływów pieniężnych.

- **β (Beta)** – jest miarą ryzyka systematycznego przedsiębiorstwa notowanego na danym rynku kapitałowym. Najczęściej wyznacza się ją drogą obserwacji, badając statystyczne powiązania między zmianami kursu akcji danej spółki a szerokimi zmianami całego rynku, reprezentowanego najczęściej przez szerokie indeksy giełdowe.
- **ERP** (*ang. Equity Risk Premium*) – to premia za ryzyko kapitału własnego, rekompensująca podjęcie ryzyka inwestycji kapitałowej w danym kraju i zależna od rynku, na którym spółka prowadzi działalność.



Założenia obliczeniowe w metodzie DCF

Uwagi ogólne

Zastrzeżenie

Sporządzając prognozę przepływów pieniężnych Mazars korzystał z publicznie dostępnych danych na temat Ovostar Union oraz z wybranych danych dostępnych w domenie publicznej bądź w serwisach agregujących dane dostępne w domenie publicznej. Mazars nie miał dostępu do danych źródłowych / operacyjnych Ovostar Union, nie dysponował również jakimikolwiek prognozami zarządczymi Ovostar Union. Dane, z których Mazars korzystał, nie podlegały procedurze weryfikacji, audytu, bądź potwierdzenia.

Kraj, w którym skoncentrowana jest działalność Ovostar Union znajduje się w stanie wojny, na terytorium Ukrainy toczą się działania wojenne. Rodzi to ryzyka nie spotykane zazwyczaj wśród przedsiębiorców prowadzących działalność w krajach nie doświadczonych takimi zdarzeniami. Są to ryzyka niemożliwe do bezpośredniego ujęcia w prognozie, ze względu na swoją nieprzewidywalną naturę i zakres. Ich wpływ na oszacowanie Wartości Godziwej został ujęty w stopie dyskontowej, która w swej wcześniej opisanej konstrukcji, uwzględnia stopę wolną od ryzyka charakterystyczną dla Ukrainy oraz premię za ryzyko rynkowe dla inwestycji w przedsiębiorstwa działające w tym kraju. Te dwa elementy wpływają na stopę dyskontową, która jest znacząco wyższa niż w krajach o ustabilizowanej sytuacji.

Waluta prognozy

Ze względu na fakt, iż w swoich pracach Mazars korzystał jedynie z publicznie dostępnych danych (Mazars nie miał dostępu do danych w walucie funkcjonalnej Spółki), a dane te są agregowane w USD, prognozy sporządzone zostały w walucie USD. W związku tym zdecydowano się również odejść od uwzględniania inflacji w prognozach, gdyż inflacja dotyczyłaby waluty funkcjonalnej (hrywny), a poziom inflacji / stop procentowych oraz poziom kursu walutowego USD/HRV są we wzajemnej relacji. Podobnie, z tego powodu, odstąpiono od uwzględniania wpływu zmian kursu walutowego na wyniki Spółki w okresie prognozy. Jest to uproszczenie konieczne ze względu na ograniczenia w dostępie do danych.

Okres prognozy

Stworzony przez Mazars model finansowy, służący do prognozy wolnych przepływów pieniężnych w oparciu o założenia operacyjne obejmuje swym zakresem 4 kwartał 2023 roku oraz lata 2024-2030.

Założenia operacyjne

Założenia rynkowe i przychodowe

Ceny produktów Ovostar Union, wykorzystywane w okresie prognozy, zostały oszacowane w oparciu o przewidywania Związku Hodowców Drobiu na Ukrainie na 2024 rok (w zakresie kształtowania się cen jaj kurzych), w latach następujących po 2024 przyjęto, w celu uproszczenia, stabilizację poziomu cen na poziomie z 2024 roku.

Wolumeny produkcji oszacowano przy założeniu, iż stopniowo, w okresie dwóch lat (2024 i 2025) poziom stada Ovostar Union zostanie odbudowany do poziomu 8,4 miliona sztuk i zostanie stabilny w późniejszym okresie prognozy. Wzrost stada wpływa na wolumen produkcji w okresie prognozy.

Założenia kosztowe

Koszty operacyjne zostały zamodelowane w oparciu o historyczną strukturę kosztów operacyjnych Spółki. Założono, iż koszty logistyki (w relacji do przychodów) pozostaną na poziomie obserwowanym w 2023 roku (istotnie wyższym niż we wcześniejszych latach), ze względu na zmianę kierunków i sposobów eksportu w okresie po lutym 2022.

Aktywa biologiczne

Aktywa biologiczne prognozowano przy założeniu, iż w okresie dwóch lat prognozy (2024 i 2025) nastąpi stopniowa odbudowa stada do poziomu 8,4 miliona sztuk, w tym 7,0 miliona niosek. Wiąże się to z istotnymi zakładanymi nakładami inwestycyjnymi w latach 2024-2025. W roku 2026 nastąpi stabilizacja poziomu stada, co przy założeniu stabilności prognozy (poziom cen jaj, kosztów paszy, itp.) prowadzi do ustabilizowania prognozowanej wartości stada.



Założenia obliczeniowe w metodzie DCF

Założenia operacyjne c.d.

Nakłady inwestycyjne na aktywa biologiczne

Nakłady inwestycyjne na aktywa biologiczne (stado) stanowią, w okresie prognozy, najważniejszą pozycję nakładów Spółki. Przyjęto, iż w latach 2024-2025 będzie następowała stopniowa odbudowa stada do poziomu 8,4 miliona sztuk, co wiązało się będzie z dodatkowymi nakładami w wysokości 13,7 miliona USD (4,2 miliona w 2024 oraz 9,5 miliona w 2025), co łącznie z bieżącymi nakładami na utrzymanie aktywów biologicznych oznacza sumę nakładów na poziomie 17,5 i 22,8 miliona USD, odpowiednio w 2024 oraz 2025. Po tym okresie zakładane są nakłady szacowane jako niezbędne do utrzymania docelowego poziomu stada (w wysokości 13,3 miliona USD) rocznie, co w połączeniu ze corocznymi stratami oraz sprzedażą aktywów biologicznych pozwala na utrzymanie stabilnego poziomu tych aktywów.

Nakłady inwestycyjne na pozostałe aktywa trwałe

Spółka zakończyła istotną modernizację części swoich aktywów trwałych w roku 2020. Po okresie inwazji Rosji na terytorium centralnej Ukrainy, nakłady inwestycyjne w okresie 2022 - 3 kwartał 2023 roku utrzymywane były na minimalnym poziomie. W okresie prognozy założono, iż nakłady na aktywa trwałe inne niż biologiczne będą ponoszone w wysokości 4,4 miliona USD rocznie (średnia z okresu 2019-2021), co jest jednocześnie wysokością pozwalającą na odtworzenie wartości majątku w długim okresie.

Założenia dla rzeczowych aktywów trwałych

Prognoza rzeczowych aktywów trwałych oparta została o analizę historycznych ruchów w poszczególnych grupach środków trwałych, z uwzględnieniem wartości brutto, odpisów istniejących na dzień 30 września 2023 aktywów oraz nakładów inwestycyjnych opisanych w paragrafie powyżej.

Założenia podatkowe

Obciążenie podatkowe uwzględnia podatek dochodowy wg. stawki 18%.

Kapitał Obrótowy Netto (KON)

Wyliczenie sald tworzących KON oparto o historyczne wskaźniki rotacji dla pełnych lat obrotowych (zasadniczo o średnią rotację z lat 2018-2022).

Stopa wzrostu po okresie szczegółowej prognozy

Ze względu na fakt, iż założono, na okres prognozy, jedynie utrzymaniowe nakłady na aktywa biologiczne oraz inne niż biologiczne aktywa trwałe oraz, dodatkowo, w zakresie działalności operacyjnej przyjęto, iż działalność ta będzie prowadzona na niezmiennym zakresie (poza wzrostem stada w latach 2024-2025), przyjęto stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych w okresie po okresie prognozy explicite w wysokości 0%.



Stopa dyskontowa WACC

Stopa wolna od ryzyka

Oszacowana na podstawie kwotowań obligacji skarbowych wyemitowanych przez rząd Ukrainy; ze względu na ograniczoną płynność obligacji innych niż roczne, stopę wolną od ryzyka oszacowano na podstawie obligacji z rocznym terminem zapadalności.

Premia za ryzyko rynkowe

Przyjęto dane publikowane przez NYU Stern, Country Risk Premiums w styczniu 2024.

Beta

Współczynnik beta został oszacowany na podstawie miesięcznych obserwacji korelacji kursów akcji porównywalnych do Spółki spółek notowanych z wartościami odpowiednich indeksów rynkowych.

Struktura kapitału w WACC

Rozważając odpowiednią strukturę kapitałową dla potrzeb określenia wag w kalkulacji średnioważonej stopy dyskonta WACC, wzięto pod uwagę specyfikę rynku, na którym działa Ovostar Union oraz możliwości finansowania dłużnego, jakie w tej chwili stoją do dyspozycji Spółki. Ze względu na toczące się na terytorium Ukrainy działania wojenne i skalę ryzyka, jakie to za sobą pociąga, skłonność instytucji finansowych do finansowania działalności Spółki na poziomie i przy koszcie odpowiednim do rentowności Spółki jest niska. Z tego powodu przyjęto, dla celu obliczania stopy dyskontowej, iż Spółka, podobnie jak na datę ostatniego dostępnego sprawozdania finansowego (tj. 30.09.2023) finansować się będzie w przeważającej części kapitałem własnym.

Szczegółowe wyniki przeprowadzonej kalkulacji stopy dyskonta WACC przedstawiono w tabeli poniżej.

Średni ważony koszt kapitału (WACC)

Beta

Beta odlewarowana	0,48
D/E	0,11
Stawka podatku CIT	18%
Beta zalewarowana	0,52

Koszt kapitału własnego

Stopa wolna od ryzyka	13,1%
Premia za ryzyko rynkowe	17,6%
Beta zalewarowana	0,52
Koszt kapitału własnego	22,3%

Koszt długu

Stopa wolna od ryzyka	13,1%
Marża kredytowa	7%
Koszt długu z uwzgl. CIT	16,5%

WACC

E/(D+E)	0,9
D/(D+E)	0,1

Średni ważony koszt kapitału 21,7%

Źródło: opracowanie Mazars na podstawie danych rynkowych.



Wycena w podejściu dochodowym

Wartość bieżąca przedsiębiorstwa na dzień 30 września 2023 r. (tys. USD)

	31.12.2023*	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2026	31.12.2027	31.12.2028	31.12.2029	31.12.2030
EBIT	9 698	16 167	17 683	17 480	17 272	17 106	16 906	16 660
(minus) podatek CIT	-1 746	-2 910	-3 183	-3 146	-3 109	-3 079	-3 043	-2 999
EBIT z uwzgl. CIT (NOPAT)	7 952	13 257	14 500	14 334	14 163	14 027	13 863	13 661
straty w aktywach biologicznych	7 675	10 687	10 687	10 687	10 687	10 687	10 687	10 687
amortyzacja	775	3 231	3 481	3 683	3 891	4 058	4 258	4 504
nakłady inwestycyjne netto	-3 666	-19 337	-24 571	-15 093	-15 093	-15 093	-15 093	-15 093
zmiana aktywów operacyjnych	-7 026	-4 645	-2 013	474	0	24	-24	0
zmiana zobowiązań operacyjnych	-3 837	1 540	545	-496	0	-21	21	0
Wolne przepływy pieniężne (FCFF)	1 873	4 732	2 628	13 589	13 648	13 681	13 711	13 759
Wartość rezydualna (TV)								63 387
Współczynnik dyskonta	0,95	0,78	0,64	0,53	0,43	0,35	0,29	0,24
Zdyskontowane wartości przepływów pieniężnych i TV	1 776	3 685	1 681	7 143	5 895	4 853	3 996	18 475
Wartość przedsiębiorstwa	47 505							

Źródło: opracowanie Mazars.

* Dane za 2023 odnoszą się do okresu 01.10.2023-31.12.2023



Wycena w podejściu dochodowym

Wycena metodą DCF Akcji Spółki Ovostar Union

Wartość przedsiębiorstwa	[mln. USD]	47,5
Zobowiązania finansowe	[mln. USD]	-2,5
Środki pieniężne	[mln. USD]	58,5
Wartość kapitałów własnych	[mln. USD]	103,6
Liczba akcji	[jedn.]	6 000 000
Wartość 1 akcji Spółki	[USD]	17,26
Kurs USD na 17 kwietnia 2024		4,0741

Wartość 1 akcji Spółki **[PLN]** **70,33**

Źródło: opracowanie Mazars.

Wartość Przedsiębiorstwa

Wartość Przedsiębiorstwa w wysokości 47,5 miliona USD jest sumą przepływów pieniężnych w Okresie Prognozy oraz Wartości Rezydualnej, zdyskontowanych przez zastosowaniu średniej ważonej stopy kapitału równej 21,7% na 30.09.2023 roku.

Wartości zadłużenia netto

Zobowiązania finansowe oraz środki pieniężne wskazane w tabeli pochodząca ze sprawozdań finansowych Spółki na 3 kwartał 2023 roku (są to ostatnie dostępne sprawozdania finansowe).

Wartość na 1 Akcję

Wartość w przeliczeniu na jedną akcję, przy zastosowaniu podejścia dochodowego (metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych) według stanu na 30 września 2023 roku została określona na 17,26 USD (czyli 70,33 PLN, stosując średni kurs NBP z 17 kwietnia 2024 wynoszący 4,0741).

Zastrzeżenie - Data Wyceny a Data Raportu

W przypadku sporządzenia wyceny na inną datę, bliższą dacie niniejszego Raportu, należałoby oczekiwać, iż ze względu na zmiany współczynnika dyskonta, wycena uległaby zmianie.



Analiza wrażliwości wyceny uzyskanej podejściem dochodowym

Wartość 1 akcji Spółki oszacowana metodą DCF wynosi:

70,33 PLN

Na dzień 30 września 2023 roku (co odpowiada 17,26 USD przy kursie 4,0741 na dzień 17 kwietnia 2024).

Poniższa tabela przedstawia wpływ zmiany założeń odnośnie dwóch istotnych założeń wyceny podejściem dochodowym metodą DCF na wynik wyceny (w przeliczeniu na 1 akcję, przy zastosowaniu kursu wymiany USD/PLN 4,0741.

Założeniami, których wpływ analizowano w poniższej tabeli są:

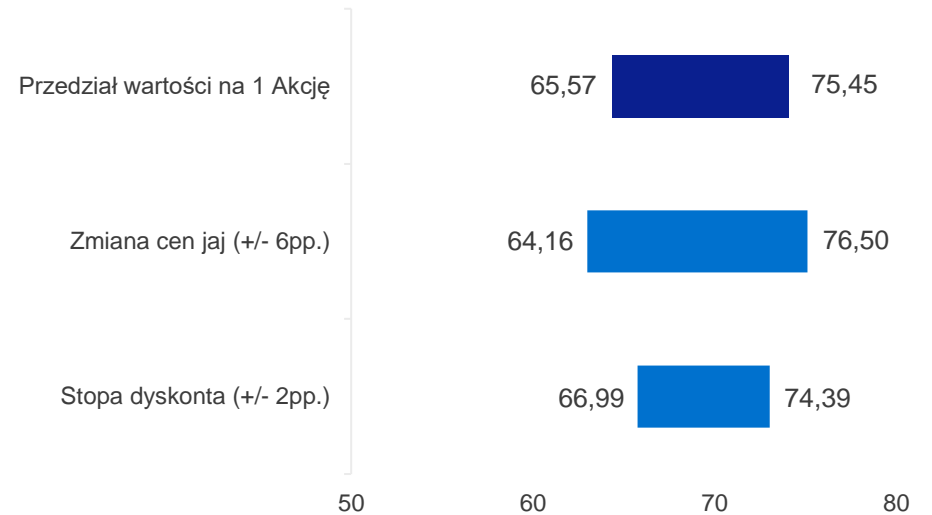
- Założenie co do stopy dyskontowej (bazowe założenie to 21,7%);
- Założenie co do spadku cen jaj w stosunku do średniego poziomu z pierwszych 3 kwartałów 2023 rok (bazowe założenie to prognoza 21% spadku cen).

Tabela prezentuje również łączną zmianę obu tych założeń (np. wartość 81,35 odpowiada wycenie Wartości Godziwej uzyskanej przy niższej o 2% stopie dyskontowej niż bazowa oraz przy założeniu spadku cen jak o 15% w porównaniu do cen z okresu 1kw-3kw 2023 (w miejsce bazowego 21% spadku).

		Stopa dyskonta (WACC)				
		19,7%	20,7%	21,7%	22,7%	23,7%
Spadek cen jaj (2024/2023)	27%	67,44	65,71	64,16	62,74	61,46
	24%	70,91	68,98	67,24	65,66	64,22
	21%	74,39	72,26	70,33	68,58	66,99
	18%	77,87	75,53	73,42	71,50	69,75
	15%	81,35	78,80	76,50	74,42	72,52

Źródło:
opracowanie
Mazars.

Analiza wrażliwości na kluczowe parametry wyceny



Źródło: opracowanie Mazars.

Przedział wartości w podejściu dochodowym wyznaczony został jako średnia z analiz wrażliwości na zmianę stopy dyskonta (21,7% +/- 2%) oraz przyjętej na 2024 zmiany (spadku) cen jaj w stosunku do średnich cen w pierwszych trzech kwartałach 2023 roku (spadek o 21% +/- 2%)



Wycena metodą porównawczą (1 z 2)

Metodologia

Wyceny metodami porównawczymi polegają na określeniu wartości wycenianej spółki w oparciu o:

- relację wartości rynkowej porównywalnych spółek do ich wybranych wyników finansowych (tzw. mnożnik rynkowy);
- wybrane dane finansowe spółki wycenianej (tzw. kategoria bazowa).

Schemat metody porównawczej to: $V = m \times B$, gdzie:

- V to wartość wycenianej spółki;
- m to mnożnik, wyrażający relację rynkowej ceny porównywalnych spółek do ich wybranych wyników finansowych;
- B to wartość kategorii bazowej w wycenianej spółce (przychody ze sprzedaży, EBITDA, EBIT, zysk netto, wartość księgową).

Mnożniki

Z uwagi na charakter prowadzonej przez Spółkę działalności poniższe mnożniki uznano za możliwe do wykorzystania a zatem za adekwatne dla wyceny:

- **EV/Sales** - prezentujący stosunek wartości przedsiębiorstwa do przychodów ze sprzedaży. Koncentruje się na przychodach ze sprzedaży, będących umowną miarą skuteczności gospodarczej i skali przedsiębiorstwa;
- **EV/EBITDA** - prezentujący stosunek wartości przedsiębiorstwa do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację. Marża EBITDA pozwala na zignorowanie wpływu amortyzacji, zrównując jej wartość w zakresie rzeczowych aktywów trwałych wśród spółek porównywalnych i skoncentrowanie się na porównaniu ich rentowności operacyjnej;
- **P/E** - prezentujący stosunek wartości rynkowej kapitałów własnych do wyniku netto (ang. Earnings). Odpowiednik C/Z, tj. cena akcji do zysku netto przypadającego na jedną akcję).

Dobór spółek porównywalnych

Zastrzeżenie.

Dobór grupy spółek porównywalnych o tak, jak to możliwe zbliżonym profilu i rynku działania do spółki będącej przedmiotem wyceny jest kluczowe dla zapewnienia adekwatności wyników wyceny.

Ovostar Union znajduje się w specyficznej sytuacji, gdyż kraj, w którym Spółka prowadzi działalność, jest terenem intensywnych działań wojennych. Wiązą się z tym ryzyka, które są o niemożliwym do przewidzenia rozmiarze, a ich wystąpienie może oznaczać konieczność ograniczenia lub zaprzestania działalności przez Spółkę. Dodatkowo, w związku z działaniami wojennym utrudniony jest dostęp do finansowania działalności operacyjnej Spółki, obowiązują restrykcje co do rozporządzania wolnym (teoretycznie) środkami pieniężnymi.

Wprowadza to dodatkowe trudności w wyborze spółek porównywalnych i w interpretacji rezultatów uzyskanych z wykorzystaniem tej metody.

Celem określenia porównywalności pomiędzy Spółką a spółkami, których wybór do grupy spółek porównywalnych rozważano, dokonano porównania przedmiotów działalności rozważanych spółek i oceny głównych cech wspólnych względem przedmiotu wyceny.

Dany podmiot (tj. spółkę notowaną na giełdzie) uznano za porównywalny, jeśli spełnił następujące kryteria:

- firma specjalizuje się w produkcji rolniczej, ze szczególnym wskazaniem prowadzenia ferm drobiu i działalność operacyjną w Ukrainie;
 - skala przychodów z tej działalności jest porównywalna;
- starając się jednocześnie, by dobrane spółki były zbliżone poziomem ryzyka do działalności prowadzonej obecnie przez Ovostar Union.

Wyselekcjonowana próba porównywalnych spółek notowanych przedstawiona została w załączniku nr 1 do Raportu.



Wycena metodą porównawczą (2 z 2)

Wartości mnożników dla notowanych spółek porównywalnych

EV/Sales			EV/EBITDA			P/E		
	23	24		23	24		23	24
Kwartyl 1	0,41	0,44	Kwartyl 1	2,4	1,7	Kwartyl 1	2,4	3,0
Mediana	0,50	0,50	Mediana	3,8	2,5	Mediana	2,8	4,1
Kwartyl 3	0,58	0,70	Kwartyl 3	4,0	5,0	Kwartyl 3	5,8	8,3

Wartości 1 akcji Ovostar Union

	23	24		23	24		23	24
Kwartyl 1	75,4	78,7	Kwartyl 1	107,6	61,1	Kwartyl 1	62,1	38,4
Mediana	83,7	84,4	Mediana	147,7	71,1	Mediana	72,9	53,2
Kwartyl 3	90,2	102,4	Kwartyl 3	152,3	103,5	Kwartyl 3	151,3	107,3

Źródło: opracowanie Mazars, S&PCapitalIQ.

Dla celu oceny / wsparcia podstawowego podejścia do oszacowania Wartości Godziwej (metodologią zdyskontowanych przepływów pieniężnych) obliczono mnożniki EV/Sales, EV/EBITDA oraz P/E dla spółek określonych jako porównywalne.

Ze względu na nietypowy, dla wycenianej Spółki, rok 2023 (wysokie wyniki wynikają z sytuacji wyjątkowych, których powtarzalność w znormalizowanej sytuacji należy wykluczyć - zwiększony popyt w związku z ogniskami ptasiej grypy poza Ukrainą, liberalizacja handlu, ograniczenie podaży w Ukrainie w 2022 roku w związku z działaniami wojennymi), wskaźnikami, na których należy skoncentrować swoją uwagę, są wskaźniki dla roku 2024.

Wskaźniki te zostały opracowane w oparciu o prognozowane wskaźniki finansowe (sprzedaż, EBITDA, zysk netto) notowanych spółek porównywalnych oraz Ovostar Union (na podstawie modelu finansowego przygotowanego przez Mazars na potrzeby wyceny metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych) oraz wartości kapitalizacji giełdowej oraz zadłużenia netto notowanych spółek porównywalnych (aktualne na Dzień Wyceny).

Jak wskazano w tabelach powyżej, oszacowana tą metodą wartość 1 akcji spółki Ovostar Union w oparciu o mnożnik EV/EBITDA '24 zawiera się w przedziale 61,1 – 103,5 PLN, przy medianie wynoszącej 71,1 PLN. Wartości te są zbieżne z wynikami uzyskanymi metodą DCF oraz zawierają się w ramach szerokiego zakresu wyznaczonego przez P/E (38,4 – 107,3). Na wysokość wskaźnika EV/Sales wpływ ma rentowność sprzedaży spółek porównywalnych, inna niż działalności prowadzonej przez Ovostar Union, stąd wartości znajdujące się dla tego wskaźnika) nieco wyższe niż dla EV/EBITDA.



6

Analiza kursu giełdowego



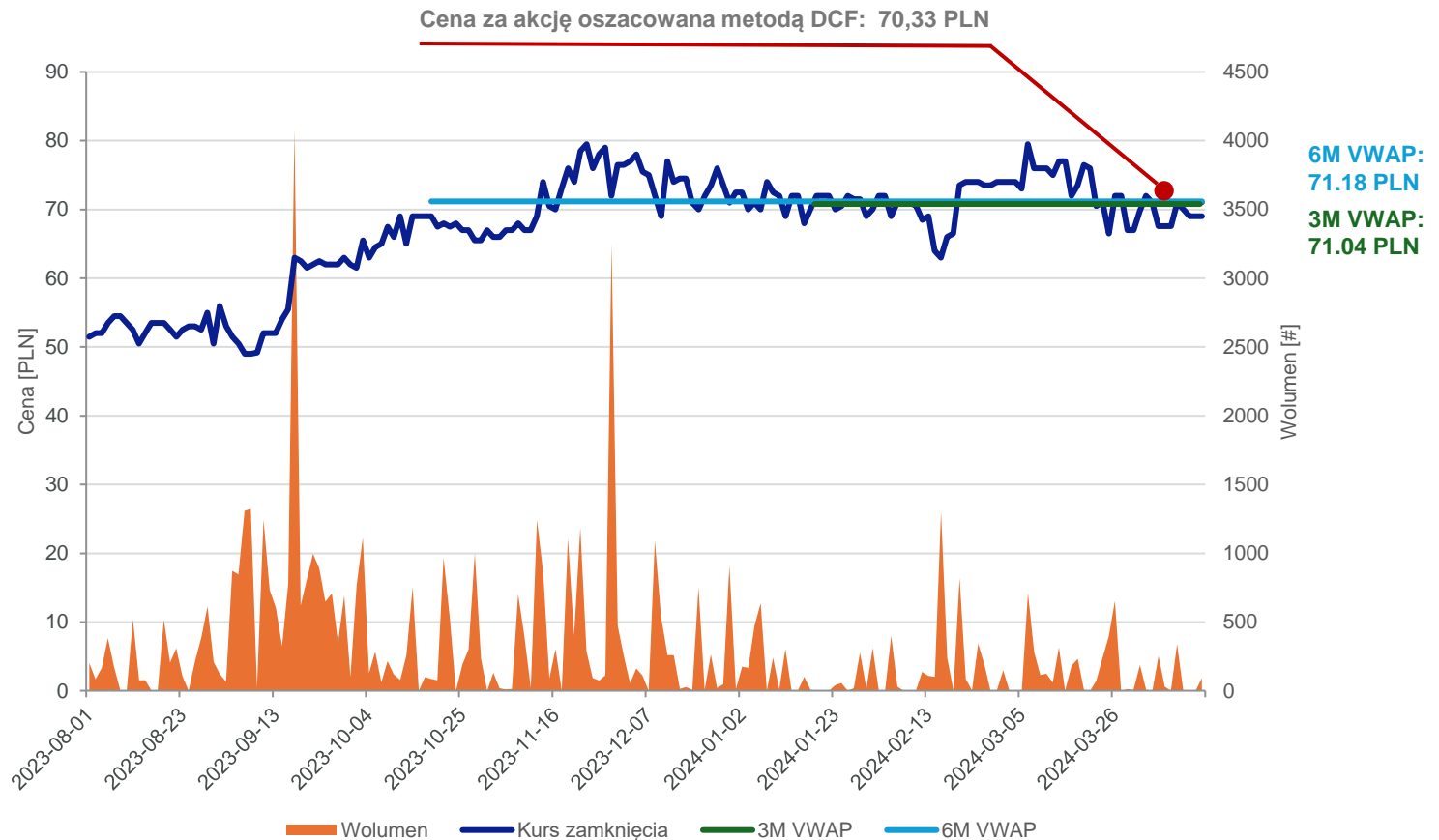
Analiza kursu giełdowego

Cena za akcję Spółki oszacowana metodą DCF (jak opisano wcześniej) wynosi:

70,33 PLN

1 sierpnia 2023 r. kurs zamknięcia akcji Spółki wyniósł 51,5 PLN, cena akcji na datę 17 kwietnia 2024 r. wyniosła 69,0 PLN. Notowania akcji na przestrzeni tego okresu wzrosły o 33,9%. Wykres po prawej stronie przedstawia kurs akcji i wolumen obrotu dla ww. okresu, jak również VWAP dla okresów 3 miesięcy (od 18 stycznia 2024 r. do 17 kwietnia 2024 r.) oraz 6 miesięcy (od 18 października 2023 r. do 17 kwietnia 2024 r.) Wykres prezentuje również cenę akcji Spółki oszacowaną metodą DCF (jak opisano wcześniej).

Kurs akcji spółki na GPW





7

Załączniki



Publiczne spółki porównywalne

Próba notowanych spółek porównywalnych

Nazwa	Jednostki	Kapitalizacja rynkowa	Zadłużenie netto	EV	Ostatnie sprawozdania	Sprzedaż23 (LTM)	Sprzedaż24 (prognoza)	EBITDA23 (LTM)	EBITDA24 (prognoza)	Z23 (LTM)	Z24 (prognoza)
Farm Pride Foods	mIn. AUD	9	33	42	30/06/2023	83	b.d.	11	b.d.	-9	b.d.
TPC Plus Berhad	mIn. MYR	111	40	151	31/12/2023	452	b.d.	63	b.d.	44	b.d.
PWF Corporation Berhad	mIn. MYR	248	88	336	31/12/2023	559	b.d.	75	b.d.	50	b.d.
Cal-Maine Foods	mIn. USD	3032	-470	2562	02/03/2024	2669	2096	645	252	452	140
KERNEL HOLDING	mIn. USD	766	453	1219	31/12/2023	3155	3800	321	680	33	370
ASTARTA HOLDING	mIn. EUR	166	144	309	30/09/2023	561	641	137	197	59	50
MHP SE	mIn. USD	348	991	1339	30/09/2023	3060	2550	549	415	156	70

Źródło: opracowanie Mazars, S&PCapitalIQ.

W powyższej tabeli zastosowano następujące oznaczenia i skróty:

- EV – wartość przedsiębiorstwa (na datę ostatniego dostępnego sprawozdania);
- LTM – okres dwunastu miesięcy kończący się w dacie ostatnich sprawozdań finansowych;
- Z – wynik netto spółki;

Osoby sporządzające wycenę:

Maciej PTAK

Lider Zespołu
Doradztwa Finansowego

Radosław SZUKIEWICZ

Dyrektor
Zespół Wycen

W imieniu spółki audytorskiej

Mazars Audyt Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością
ul. Piękna 18, 00-549 Warszawa
Nr na liście firm audytorskich: 186

Olivier DEGAND

Prezes Zarządu

Mazars to międzynarodowa spółka partnerska, specjalizująca się w audycie, księgowości, doradztwie, usługach podatkowych i prawnych*. Działając w 91 krajach i terytoriach na całym świecie, korzystamy z wiedzy 40 400 profesjonalistów – 24 400 w ramach zintegrowanego partnerstwa Mazars i 16 000 za pośrednictwem Mazars North America Alliance – aby pomagać klientom każdej wielkości na każdym etapie ich rozwoju

*Jeżeli jest to dozwolone na mocy obowiązujących przepisów krajowych