
此乃要件 請即處理

香港交易及結算所有限公司及香港聯合交易所有限公司對本通函的內容概不負責，對其準確性或完整性亦不發表任何聲明，並明確表示概不就因本通函全部或任何部分內容而產生或因依賴該等內容而引致的任何損失承擔任何責任。

閣下如對本通函的任何內容或應採取的行動有任何疑問，應諮詢閣下的股票經紀或其他註冊證券交易商、銀行經理、律師、專業會計師或其他專業顧問。

閣下如已出售或轉讓所有名下的力量發展集團有限公司的股份，應立即將本通函送交買主或承讓人，或經手買賣或轉讓的銀行、股票經紀或其他代理，以便轉交買主或承讓人。



Kinetic Development Group Limited 力量發展集團有限公司

(於開曼群島註冊成立的有限公司)

(股份代號：1277)

須予披露及關連交易 收購星耀股份 及 股東特別大會通告

獨立董事委員會及獨立股東之獨立財務顧問



所用詞彙與本通函「釋義」一節所界定者具有相同涵義。董事會函件載於本通函第7至47頁。獨立董事委員會函件載於本通函第48至49頁。獨立財務顧問函件(載有其致獨立董事委員會及獨立股東的意見)載於本通函第50至97頁。華信評估及諮詢有限公司發出的估值報告載於本通函第I-1至I-31頁。

力量發展集團有限公司謹訂於二零二三年七月二十八日(星期五)下午三時三十分假座香港灣仔告士打道80號18樓舉行股東特別大會，大會通告載於本通函第EGM-1至EGM-4頁。

隨本通函附奉於股東特別大會供股東使用的受委代表委任表格。無論閣下能否親身出席大會及／或於會上投票，務請將隨附的受委代表委任表格按其印備的指示填妥，並盡快交回本公司的香港股份過戶登記處香港中央證券登記有限公司，地址為香港灣仔皇后大道東183號合和中心17M樓，且無論如何不遲於股東特別大會或其任何續會(視乎情況而定)指定舉行時間前48小時前交回。填妥及交回受委代表委任表格後，閣下仍可依願親身出席股東特別大會或其任何續會並於會上投票。

二零二三年六月三十日

目 錄

	頁次
釋義.....	1
董事會函件.....	7
獨立董事委員會函件.....	48
獨立財務顧問函件.....	50
附錄一 — 估值報告.....	I-1
附錄二 — 董事會有關估值預測的函件.....	II-1
附錄三 — 永拓富信有關目標公司計算估值所用貼現現金流量的報告.....	III-1
附錄四 — 法定及一般資料.....	IV-1
股東特別大會通告.....	EGM-1

釋 義

於本通函內，除非文義另有所指，否則以下詞彙具有以下涵義：

「會計準則」	指	買方全權酌情認為可接受的會計準則；
「收購事項」	指	買方根據收購及認購協議(經補充協議修訂)的條款向賣方建議收購目標公司；
「收購及貸款協議」	指	本公司所刊發日期為二零二三年二月十七日的自願公告所界定的收購及貸款協議；
「收購及認購協議」	指	賣方、買方及目標公司於二零二二年十二月三十日訂立的收購及認購協議；
「聯繫人」	指	具上市規則所賦予該詞的涵義；
「董事會」	指	董事會；
「營業日」	指	並非星期六、星期日、法定假期或法律規定或許可香港或柬埔寨商業銀行關門的其他日子；
「雪茄工廠」	指	位於柬埔寨，並獲柬埔寨政府發牌及由目標集團公司營運的雪茄工廠；
「完成」	指	根據收購及認購協議(經補充協議修訂)的條款完成收購事項；
「本公司」	指	力量發展集團有限公司，一間於開曼群島註冊成立的有限公司，其股份於聯交所上市；

釋 義

「關連人士」	指	具上市規則所賦予該詞的涵義；
「代價」	指	62,757,010.02美元，即買方根據收購及認購協議(經補充協議修訂)就收購事項應付賣方的金額；
「董事」	指	本公司董事；
「除息稅折舊及攤銷前盈利」	指	未扣除利息、稅項、折舊及攤銷前的盈利；
「股東特別大會」	指	為考慮及酌情批准收購及認購協議(經補充協議修訂)及其項下擬進行之交易而將予召開的本公司股東特別大會；
「本集團」	指	本公司及其附屬公司；
「貴州能源」	指	貴州力量能源有限公司，一間於二零一一年九月二十七日在中國成立的有限公司，由張力先生間接擁有100%；
「貴州礦業」	指	貴州力量礦業有限公司，一間於二零二零年十二月二十一日在中國成立的有限公司，為本公司間接全資附屬公司；
「港元」	指	港元，香港法定貨幣；
「香港」	指	中國香港特別行政區；
「獨立董事委員會」	指	由全體獨立非執行董事組成的獨立董事委員會；

釋 義

「獨立財務顧問」	指	已獲委任之獨立財務顧問法博資本有限公司，以就收購及認購協議（經補充協議修訂）及其項下擬進行之交易向獨立董事委員會提供意見；
「獨立股東」	指	除(i)張力先生（被視為於收購及認購協議（經補充協議修訂）及其項下擬進行之交易中擁有重大權益、擁有權益或參與其中）；(ii)張量先生（為張力先生的聯繫人）及(iii)張力先生及張量先生的各自的關連人士及聯繫人以外的股東；
「獨立估值師」	指	華信評估及諮詢有限公司，為本公司委聘的獨立估值師；
「力量(秦皇島)」	指	力量(秦皇島)能源有限公司，一間於二零一一年八月四日在中國註冊成立的有限公司，為本公司間接全資附屬公司；
「King Lok」	指	King Lok Holdings Limited，一間於二零零九年十二月九日在英屬處女群島註冊成立的公司，由張量先生全資擁有；
「最後實際可行日期」	指	二零二三年六月二十六日，即本通函付印前就確認當中所載若干資料的最後實際可行日期；
「上市規則」	指	聯交所證券上市規則；
「貸款協議」	指	買方（作為貸款人）與目標公司（作為借款人）於二零二二年十一月四日訂立的協議，據此，買方已承諾向目標公司提供一筆本金額不超過人民幣200百萬元的貸款（但以等值港元支付），為期2年；

釋 義

「貸款承擔」	指	買方已承諾根據貸款協議授予目標公司的貸款總額；
「重大合約」	指	目標集團公司或其任何物業或資產受約束或受限於(i)涉及負債、付款或買賣資產、債務或抵押組合，每年價值超過100,000美元或未到期期限自本通函日期起計超過一年；(ii)許可、出讓、轉讓、銷售、產生對目標集團公司而言屬重大的任何知識產權留置權；(iii)限制目標集團公司於任何司法管轄區、地區或領土內競爭或開展或從事任何業務的能力；(iv)與出售、發行、授予、行使、授出、購買、購回或贖回任何股本證券相關；(v)涉及任何規定排他性、「控制權變更」、「最惠國」、優先購買權或優先議付權或類似權利的任何條款；或(vi)與一名關聯方訂立的每份合約之統稱；
「張量先生」	指	張量先生，本公司的主要股東，為張力先生的兒子；
「義務人」	指	貴州能源、張力先生及實地的附屬公司；
「質押股份」	指	5,307,450,000股由質押人持有的本公司股份及其所衍生的直接或間接權益；
「承押人」	指	本公司、力量(秦皇島)及貴州礦業；
「質押人」	指	張量先生及King Lok；
「中國」	指	中華人民共和國，僅就本通函而言，不包括香港、中國澳門特別行政區及台灣；

釋 義

「買方」	指	本公司；
「人民幣」	指	人民幣，中國法定貨幣；
「銷售股份」	指	目標公司36,500股股份，佔於收購及認購協議(經補充協議修訂)日期已發行股份總數的73%；
「實地」	指	實地地產集團有限公司，一間於中國註冊成立的有限公司，由張量先生全資擁有；
「證券及期貨條例」	指	香港法例第571章證券及期貨條例；
「股份質押協議」	指	質押人與承押人所訂立日期為二零二三年二月十七日的股份質押協議；
「股東」	指	本公司股本中每股面值0.001美元的股份持有人；
「簽署日期」	指	二零二二年十二月三十日，即訂約方簽署收購及認購協議的日期；
「聯交所」	指	香港聯合交易所有限公司；
「該附屬公司」	指	Power Cigar Tobacco Co., Ltd，一間於柬埔寨王國註冊成立的有限公司，為星耀的全資附屬公司；
「補充協議」	指	賣方、買方與目標公司於二零二三年三月二十九日訂立的補充協議；

釋 義

「目標公司」或「星耀」	指	星耀企業有限公司，一間於英屬處女群島註冊成立的有限公司；
「目標集團公司」	指	各目標公司及該附屬公司；而「目標集團公司」或「目標集團」為各集團公司的統稱；
「交易文件」	指	收購及認購協議(經補充協議修訂)，以及買方不時指定，就實行上述任何事項下擬進行交易而另行所需的各份其他協議及文件；
「美元」	指	美元，美國法定貨幣；
「估值報告」	指	華信評估及諮詢有限公司編製的估值報告；
「賣方」	指	張力先生，本公司主要股東；
「保證人」	指	賣方及目標公司的統稱，對「保證人」的提述指每一位保證人；
「永拓富信」	指	永拓富信會計師事務所有限公司，為本公司就目標公司估值所用貼現現金流量的估值所委聘的執業會計師及認可公眾利益實體核數師(「 公眾利益實體核數師 」)；
「%」	指	百分比。



Kinetic Development Group Limited
力量發展集團有限公司

(於開曼群島註冊成立的有限公司)

(股份代號：1277)

執行董事：

具文忠先生(主席)

李波先生

紀坤朋先生

非執行董事：

張琳女士

獨立非執行董事：

劉佩蓮女士

陳量暖先生

薛慧女士

註冊辦事處：

Windward 3,

Regatta Office Park,

P.O. Box 1350,

Grand Cayman KY1-1108,

Cayman Islands

總部及中國主要營業地點：

中國內蒙古鄂爾多斯市

准格爾旗

薛家灣鎮

馬家塔村

大飯鋪煤礦

香港主要營業地點：

香港

灣仔

告士打道80號

18樓

敬啟者：

須予披露及關連交易

收購星耀股份

及

股東特別大會通告

董事會函件

將予收購的資產： 賣方已有條件同意出售，而買方已有條件同意購買銷售股份，即36,500股現有股份，佔於收購及認購協議日期目標公司的約73%股權，而目標公司持有該附屬公司的全部股權。

總代價及付款： 買方根據收購及認購協議(經補充協議修訂)就收購事項應付的代價為62,757,010.02美元。

代價參考獨立估值師以收益法之貼現現金流量法評估的目標公司於二零二二年十一月三十日的100%股權的估值人民幣610.0百萬元以及於收購事項完成後，本集團於目標公司的權益比例而釐定。

代價將由本集團內部資源撥付。

代價須分為以下三期支付：

- (1) 於收購及認購協議日期，已向賣方支付19,435,763.04美元作為按金；
- (2) 20,000,000美元須於自簽署日期起計(惟不包括該日)30個營業日內支付(於截至最後實際可行日期已支付)；及
- (3) 代價的結餘須於完成時或之前支付。

先決條件：

收購及認購協議(經補充協議修訂)的完成須待各項條件獲達成或獲買方豁免後方可作實，包括(其中包括)：

- (1) 收購及認購協議(經補充協議修訂)所載保證人的各項聲明及保證為且仍為真實、準確及完備；
- (2) 買方須完成令買方信納之有關目標集團的足夠完善的財務、法律及業務盡職審查；
- (3) 每名保證人應履行及遵守交易文件所載彼等於完成時或之前須予以履行或遵從的所有義務及條件；
- (4) 任何適用法律的條文概無禁止完成交易文件項下擬進行的任何交易，並已取得任何主管政府機關或其他第三方的所有必要同意；
- (5) 買方已取得所有批准(包括但不限於就完成交易文件項下擬進行交易所需的股東批准(如適用))並已完成上市規則項下規定的所有程序；

董事會函件

- (6) 與將在完成時完成的交易有關的所有公司及其他程序，均須以獲買方信納的形式及實質完成；及
- (7) 自報表日期以來，並無發生任何重大不利影響，且並無發生或出現任何事件可合理預期將導致重大不利影響。

終止：

收購及認購協議(經補充協議修訂)可於完成前(a)經所有訂約方書面同意而終止；(b)由買方發出書面通知予以終止(倘存在重大失實陳述(或任何所作陳述或保證變為不真實、不準確或有誤導性)或賣方或任何保證人嚴重違反收購及認購協議(經補充協議修訂)中包含的契諾或協議，且有關違反(如可補救)在收到該通知後14天內未予補救)；或(c)由買方終止(倘並無任何先決條件於二零二三年六月三十日前獲達成或獲豁免，或倘由於適用法律的變更，該協議項下擬進行交易的完成將被适用法律禁止)。

有關終止將不會免除賣方或目標公司因任何違反收購及認購協議(經補充協議修訂)而產生的任何責任，且將不會免除賣方根據收購及認購協議(經補充協議修訂)條款在買方要求的期限內以買方要求的方式退還買方根據收購及認購協議(經補充協議修訂)支付的款項的任何義務。

董事會函件

完成：

買賣銷售股份完成將於屬營業日的日期通過遠程簽署文件及／或交換文件及簽署作實，而在該日期前上述「先決條件」一節訂明的所有完成條件均於完成前後或於賣方及買方共同書面協定的有關其他時間及地點獲達成或豁免。

於完成時，目標公司須應買方合理要求向買方交付所有企業文件、許可證及證書。

於完成時，賣方須(1)向買方交付(a)證明銷售股份擁有權的相關股票；(b)將銷售股份轉讓予買方的正式簽署轉讓文據；(c)目標公司任何現有董事簽署的董事辭任書(如買方如此要求)；及(2)提供買方合理要求的所有協助，以於完成後盡快完成買方在有關當局登記為銷售股份擁有人及買方提名的任何人士登記為目標公司董事的手續。

於完成時，買方須向目標公司送交認購股份的填妥申請。

董事會函件

主要聲明及保證：

各保證人共同及個別地向買方聲明及保證，截至完成時，包括(其中包括)下列各項在內的陳述屬真實、準確、完備且並無誤導成分：

- (1) 目標公司現時及於緊接完成前及緊隨完成後的已發行股本為50,000美元，分為合共50,000股普通股。
- (2) 目標公司為該附屬公司所有股本證券的唯一登記及實益持有人，除根據適用法律產生的產權負擔外，不附帶及並無產權負擔。
- (3) 賣方不會以其自身名義或透過其任何聯屬人士(目標集團公司除外)，或連同或代表任何其他人士經營或從事與目標集團公司主要業務直接構成競爭的任何業務。
- (4) 除向買方所披露者(倘適用)外，任何目標集團公司與賣方或其任何聯屬人士之間並無未償還的貸款、應付款項或任何其他責任。

董事會函件

- (5) 目標集團公司截至二零二一年十二月三十一日（「報表日期」）止兩個年度的未經審核綜合資產負債表（「資產負債表」）及未經審核收益表及未經審核賬目，以及目標集團公司截至二零二二年十一月三十日止11個月期間的未經審核綜合資產負債表及未經審核收益表及管理賬目，已根據目標集團公司的賬簿及記錄編製並真實及公平地反映目標集團公司截至所示日期的財務狀況及情況以及目標集團公司截至所示期間的經營業績及現金流量。
- (6) 自報表日期以來，各目標集團公司已於日常業務過程中按符合其過往慣例的方式經營其業務，且各目標集團公司開展其業務的方式亦無任何重大不利影響或任何重大變動。
- (7) 目標集團公司並無任何類型的責任或資本承擔將會根據適用會計準則於資產負債表予以披露，惟(a)資產負債表所載自報表日期以來尚未支付的負債及(b)自報表日期以來於目標集團日常業務過程中產生的流動負債，合共不超過100,000美元則除外。
- (8) 賣方及目標公司已向買方披露有關所有重大合約及有關所有重大資本承擔、擔保或其他或然負債的資料。

董事會函件

- (9) 各目標集團公司擁有其全部有關資產及不動產的良好及有效所有權或有效的土地租賃權益或佔有及使用權利。上述資產及不動產統指就各目標集團公司目前開展及擬開展業務而言必要或可取的所有重大資產及不動產。
- (10) 各目標集團公司擁有或以其他方式擁有就開展該目標集團公司目前開展的業務及擬開展的業務而言屬必要或可取的所有知識產權的足夠權利而不與任何其他人士的權利有任何衝突或侵犯任何其他人士的權利。
- (11) 目標公司現持有且未於財務報表中註銷的存貨並非陳舊或賣方預期存貨會以低於其賬面價值變現，且不包括目標公司客戶退回的貨物，並無亦不會於用作其預期用途時變為有缺陷或不安全。
- (12) 於分別截至簽署日期及完成日期止24個月內，任何主要客戶、材料供應商或其他業務合作夥伴準備與目標公司開展業務的基準或條款並無發生重大變化(除正常價格變動外)，並無主要客戶或材料供應商或其他業務合作夥伴停止或大幅減少其與目標公司的業務，且並無主要僱員終止或擬終止為任何目標集團公司工作。

董事會函件

- 放棄：** 賣方放棄就任何銷售股份或認購股份的任何優先認購權、優先購買權或賦予賣方的其他權利。
- 負面契諾：** 於簽署日期至完成期間，除非買方另行書面同意，否則目標集團公司概不得（及保證人不得允許任何目標集團公司）(a)採取任何可能致使保證人的任何聲明及保證於任何完成時變為不準確的行動；(b)放棄、解除或轉讓任何重大權利或申索；(c)採取任何買方認為會大幅削減目標集團公司價值的行動；(d)出售、購買、轉讓、租賃、出讓、質押任何重大資產、對任何重大資產設立產權負擔或以其他方式出售任何重大資產；(e)發行、出售或授予任何股本證券；(f)宣派、發行、作出或派付有關任何股本證券的任何股息或其他分派；(g)對借款或資本租賃承擔承擔任何債務或承擔或擔保任何人士的任何債務；(h)與任何關聯方訂立任何合約或其他交易；或(i)授權、批准或同意任何上述各項。
- 業績承諾：** (a) 賣方向買方保證，目標公司於截至二零二七年十二月三十一日止五個財政年度期間將實現的估計未來除息稅折舊及攤銷前盈利總額（「**估計除息稅折舊及攤銷前盈利總額**」），及該期間為「**保證期**」的詳情（按合併各財政年度的估計除息稅折舊及攤銷前盈利計算）已載於估值報告內，而據此釐定的代價乃屬公平合理，並符合賣方對目標公司業務及營運狀況以及與目標公司業務有關的市況的了解。

董事會函件

(b) 賣方進一步同意，倘目標公司於保證期內實際實現的除息稅折舊及攤銷前盈利總額(將於保證期結束時計算)低於估計除息稅折舊及攤銷前盈利總額，則須向買方賠償根據下文(c)分段所載公式計算的金額。

(c) 上文(b)段所述的賠償須按以下方式計算：

$$C = (T - A) * 73\% ;$$

其中：

C 為賣方根據業績承諾條款將向買方支付的補償金額；

T 為估計除息稅折舊及攤銷前盈利總額；及

A 為目標公司於保證期內實現的實際除息稅折舊及攤銷前盈利總額，將於保證期結束時計算。實際除息稅折舊及攤銷前盈利總額不包括目標集團於其日常及一般業務過程以外進行的活動所產生的收入或虧損。

董事會函件

- (d) 賣方同意本業績承諾條款所載的補償方法及安排代表在目標公司實現的除息稅折舊及攤銷前盈利總額不足的情況下對買方虧損的合理估計，且在任何情況下均不構成及不應被視為或質疑為罰款。

倘目標公司實現的除息稅折舊及攤銷前盈利總額低於估計除息稅折舊及攤銷前盈利總額，本公司將遵守上市規則第14A.63條所載的披露規定。

撤銷終止貸款協議：

鑒於賣方、買方及目標公司公司同意不進行認購事項，貸款協議項下的未償還貸款本金及應計利息毋須被提述及不再被視為買方就認購事項應付的認購價的一部分。因此，根據收購及認購協議(經補充協議修訂)於完成時終止貸款協議的安排亦將被撤銷。

就上文「先決條件」一節所述的先決條件，據本公司所深知，於本通函日期，所有先決條件已獲達成，但以下條件除外：(i)買方已就完成交易文件項下擬進行交易取得所有股東的必要批准並已完成上市規則項下規定的所有程序，此事宜正透過股東特別大會徵求批准；及(ii)目標公司提供經審核賬目，本公司已委聘外部核數師根據柬埔寨國際財務報告準則(「**柬埔寨國際財務報告準則**」)編製截至二零二二年十二月三十一日止四個年度的經審核賬目。柬埔寨國際財務報告準則與國際財務報告準則(「**國際財務報告準則**」)兩者之間並無重大差異。

董事會函件

就上文「業績承諾」一節所述的業績承諾而言：

- a) 誠如估值報告所載，估計除息稅折舊及攤銷前盈利總額按截至二零二七年十二月三十一日止五個財政年度各年的合併除息稅折舊及攤銷前盈利計算為人民幣145.5百萬元。
- b) 本公司預期於二零二八年三月底前取得目標公司截至二零二七年十二月三十一日止五個財政年度的經審核財務報表，以釐定實際除息稅折舊及攤銷前盈利。
- c) 預期目標公司採用柬埔寨國際財務報告準則編製其截至二零二七年十二月三十一日止五個財政年度的經審核財務報表。
- d) 倘目標公司於保證期內實際實現的除息稅折舊及攤銷前盈利總額低於估計除息稅折舊及攤銷前盈利總額，不足之額按日期為二零二三年三月二十九日的公告所載公式乘以73%的金額預期將於目標公司發出截至二零二七年十二月三十一日止年度的經審核報告後3個月內支付予本公司作為賠償。
- e) 按計算賠償的公式，倘上述實際實現的除息稅折舊及攤銷前盈利總額低於估計除息稅折舊及攤銷前盈利總額：
 - i. 倘「A」(為實現的實際除息稅折舊及攤銷前盈利總額)為負數，則(T-A)的計算會得出一個相等於以下的數字：
 - 「T」為估計除息稅折舊及攤銷前盈利總額，加
 - 「A」的絕對值；有關計算將實際產生一個較T為大的數字；及
 - ii. 該數字為賣方須向買方支付的金額。

釐定代價的基準

買方根據收購及認購協議(經補充協議修訂)應付的代價為62,757,010.02美元，該金額乃經參考獨立估值師以收益法之貼現現金流量法評估目標公司於二零二二年十一月三十日的全部股權的估值人民幣610.0百萬元而釐定。

鑒於編製估值報告時採用收益法之貼現現金流量法，有關估值構成上市規則第14.61條項下的盈利預測，本公司將適時作出進一步公告。

誠如賣方所告知，目標公司的原始成本約為74,457,549.61美元，該成本包括註冊成立及投資目標集團公司所產生的成本及費用。

代價乃參考目標公司的100%股權的估值人民幣610百萬元而釐定，即73%股權的價值為人民幣445.3百萬元(按人民幣兌美元的匯率6.9793:1計算，約63.803百萬美元)。代價62.757百萬美元較估值計算得出的估值價值63.803百萬美元有約1.64%的折讓。

估值報告下的盈利預測

誠如上文所披露，代價參考獨立估值師以收益法之貼現現金流量法評估目標公司於二零二二年十一月三十日的100%股權的估值為人民幣610.0百萬元，以及於收購事項完成時本集團於目標公司的權益比例而釐定。

鑒於編製估值報告時採用收益法之貼現現金流量法，有關估值構成上市規則第14.61條項下之盈利預測，本公司已於二零二三年六月三十日刊發進一步公告。

估值假設

根據上市規則第14.62(1)條，估值報告依據的主要假設(包括商業假設)包括以下各項：

- 管理層就目標集團財務、業務事宜、業務計劃及財務預測而提供的資料及作出的陳述屬準確及可靠；
- 該附屬公司屬目標集團持有的主要資產，並已採納由管理層提供的該附屬公司財務報表；
- 目標集團將持續經營，並有充足流動資金及能力實現業務營運；
- 目標集團已獲得或將獲得經營業務所有必需許可、營業執照、牌照及法律批准，且於目標集團經營或擬經營所在地經營業務之所有相關許可、營業執照、牌照及法律批准將正式取得並可於屆滿後以最低費用重續；
- 目標集團的財務預測乃於管理層審慎周詳考慮後，以合理基準作出，並將按其日程表實現；
- 目標集團已獲得或將獲得充足的財務資本，以不時投資預計資本支出及營運資金，並將準時支付任何按期應付的利息或償還貸款及應付款項；
- 目標集團經營或擬經營所在行業將有足夠技術人員供應，且目標集團將留聘合資格管理人員、主要員工及技術人員以支持其持續經營及發展；
- 目標集團高級管理層將僅實施能最大限度提高目標集團營運效率之前瞻性財務及營運戰略；

董事會函件

- 目標集團高級管理層具備經營目標集團之豐富知識及經驗，任何董事、管理層或骨幹人員之流轉將不會影響目標集團營運；
- 目標集團經營或擬經營所在地現行稅法將不會有重大變動及應付稅項稅率維持不變，且目標集團將遵守所有適用法律及法規；
- 於目標集團經營或擬經營所在地政治、法律、經濟或市場狀況將不會出現對目標集團應佔收益及盈利能力造成不利影響之重大變動；
- 相關利率及匯率將不會出現影響目標集團業務之重大變動；
- 任何自然災害(如火災、洪水及颶風)的出現將不會影響目標集團營運；
- 除在正常業務過程中及財務資料所反映者外，並無未披露之實際或或然資產或負債，無不尋常責任或重大承擔，亦無任何將對目標集團截至估值日期之價值造成重大影響之尚未了結或即將面臨之訴訟；及
- 除可供我們取閱的財務報表所示數字外，截至估值日期，目標集團並無重大資產及負債。

董事會確認其於作出審慎周詳查詢後方作出預測。本公司申報會計師永拓富信已就估值使用的貼現未來現金流量計算方法作出匯報。永拓富信有關估值使用的貼現現金流量報告載於附錄三。貼現現金流量並不涉及採納會計政策。

董事會及永拓富信各自的函件已根據上市規則第14.62條呈交予聯交所，並分別載於本通函附錄二及三。

董事會對獨立估值師的勝任能力及獨立性的評估

有關勝任能力

董事會已：

- (i) 按公開可得資料進行若干研究，確保獨立估值師為已然確立，並擁有為在香港、中國內地、東南亞、歐洲及北美洲營運的投資基金、私營及公營公司提供業務及資產估值服務經驗的專業估值及諮詢公司；及
- (ii) 取得參與目標公司股權估值的團隊成員相關資格及資歷，並了解彼等過往獲超過15家香港上市公司委任為估值師。此外，估值報告簽署人楊家華為特許財務分析師(CFA)，並於為包括天然資源、可再生能源、電子商務平台、電動車、旅遊業、製造業、銀行及金融服務、娛樂及多媒體在內的多個行業提供商業及財務估值服務、商業諮詢及併購諮詢服務上積累逾8年經驗。

有關獨立性

董事會已：

- (i) 進行公開搜尋，查核獨立估值師、目標集團公司、賣方及彼等相關關連人士於管理、營運及財務方面概無關係；
- (ii) 與獨立估值師討論並取得彼等的確認，彼等乃獨立於目標集團公司、賣方及彼等相關關連人士；及
- (iii) 確認本公司與獨立估值師間並無關係。

因此，董事會並無理由懷疑獨立估值師的勝任能力及獨立性。

董事會對估值方法及主要假設的評估

有關估值方法

董事會注意到，誠如估值報告所載，獨立估值師認為：

- (i) 收益法考慮到目標集團公司未來增長潛力及公司特定的事宜，故此屬為目標集團估值的最合適估值方法；
- (ii) 由於購買及認購目標公司股份的目的為讓本公司從目標公司將產生的未來收益中獲益，故以市場參與者收購方預期資產於各別預測期間產生的年度現金流量估計開始的貼現現金流量法屬合適。因此，從本公司角度計量目標公司的價值時，未來產生收益的前景屬核心考慮因素；
- (iii) 由於所購買及認購的股份為私人持有公司而非公眾持有公司的股份，於估計目標公司的價值時，就股份缺乏流通性而應用加權平均資本成本及額外貼現等若干貼現率屬合適，董事會認同上述各項。

有關估值報告的主要假設

董事會已審閱估值報告中的主要假設(全文載於估值報告第7節)。根據於盡職審查過程中及與目標集團管理層進行的討論中取得的可用的資料，董事會並不知悉有任何事實或情況與任何該等假設相抵觸或重大偏離，並認為獨立估值師依賴這些假設來產生估值報告屬合理及必要。在此基礎上，董事會認為該些假設各項為公平合理。

董事會函件

有關貼現現金流量法的主要假設

董事會亦審閱貼現現金流量法所用的主要假設(全文載於估值報告第8節)。根據於盡職審查過程中及與目標集團管理層進行的討論中取得的可用的資料，董事會並不知悉有任何事實或情況與任何該等假設相抵觸或重大偏離。

此外，董事會已與獨立估值師討論，並進行了其獨立研究，以便對獨立估值師採用貼現現金流量法所依賴的該等假設的合理性及必要性作出結論。

特別是，有關以下對目標集團預期財務表現的假設：

- i. 預期於截至二零二七年十二月三十一日止五個財政年度各年收益會倍增；
- ii. 於截至二零二七年十二月三十一日止五個財政年度各年預期毛利率為70%；
及
- iii. 二零二六年及二零二七年財政年度預期純利率分別為14.5%及30.9%，

董事會就此方面考慮的主要因素包括以下各項：

有關上述預期收益

- a) 根據目標集團提供的業務計劃及財務預測，目標集團於預測期間將專注於向柬埔寨零售商及商業客戶增加直銷。直銷將使目標集團賺取更高利潤率，從與忠誠客戶建立更好的關係及營銷策略中獲益。另一方面，通過分銷商的銷售建立在分銷商開發的銷售網絡之上，分銷商負責煙草製品的營銷及銷售，並通過零售商將煙草製品送到終端客戶手中。因此，這種模式下的合作關係主要是目標集團與分銷商之間的合作，而不是直接與零售商合作。

董事會函件

就應用不同的銷售模式所覆蓋的市場而言，直銷用於柬埔寨主要省份及城市的市場，如金邊、暹粒及西哈努克市，而分銷商則用於周邊地區的市場，如馬德望、茶膠省、磅湛及磅士卑。目標公司已開始與茶膠省、Kompong Thanh Yang及Kompong Cham的分銷商進行初步合作，據了解，這些分銷商將覆蓋約800個零售商。目標集團預計在每個周邊地區發展1至3個分銷商，據了解各分銷商有能力覆蓋6,000至8,000個零售商，目標是到二零二七年年底通過分銷商達到30,000個零售商。就目標集團計劃增加其煙草產品的直銷數量而言：

- 目前，柬埔寨約有90,000家香煙零售商，而於二零二二年年底，目標集團已全透過直接銷售與超過8,000家該等零售商建立合作關係。目標集團計劃於二零二五年前逐步將合作進行直接銷售煙草產品的零售商數目增至約20,000家，以增加其煙草產品的直銷數量。

A. 目標集團預計直銷零售商的數目將增長如下：

	二零二三年	二零二四年	二零二五年	二零二六年	二零二七年
零售商的目標總數	10,000	22,000	28,000	40,000	50,000
透過分銷商的零售目標					
數目	2,000	8,000	8,000	20,000	30,000
直銷的零售商目標數目	8,000	14,000	20,000	20,000	20,000

此擴展計劃計及(其中包括)目標集團於二零一九年新冠疫情爆發前成功建立的一支由約60人組成的團隊(包括一支由35名銷售人員組成的銷售團隊及一支由25人組成的推廣／支援團隊)，及發展一個由5,000家零售商組成的零售網絡的往績記錄。

董事會函件

B. 預期銷售團隊的規模將如下：

	二零二三年	二零二四年	二零二五年	二零二六年	二零二七年
目標團隊總規模	70	130	180	220	260
負責拓展及維持與分銷商 業務的人員數目	10	30	30	70	110
負責拓展及維持直銷業務 的人員數目	60	100	150	150	150

C. 就維持與直銷零售商的關係而言，預期直銷團隊的每名銷售人員將負責160家至200家店舖。一般而言，每七名銷售人員將指派一名主管，每七名主管將指派一名地區經理。

- 準備為目標集團實施一系列營銷及推廣策略，以增加其煙草產品的直銷，包括但不限於：
 - A. 「吉包換新包」推廣，消費者可將若干品牌的香煙吉包退回零售商，以換取同一品牌的香煙新包；
 - B. 禮品促銷，能夠達到一定香煙銷量的零售商可獲目標集團提供若干禮品；及
 - C. 回扣推廣，目標集團將向能夠達到一定香煙銷量的零售商提供若干回扣。

董事會函件

- b) 根據著名網上市場數據提供商Statista刊發的公開資料，柬埔寨煙草市場的市場規模預計將由二零二二年的220百萬美元(相當於約人民幣1,500百萬元)逐步增加至二零二七年的240百萬美元(相當於約人民幣1,600百萬元)。本公司相信，柬埔寨的廣闊市場將使目標集團能夠實現業務計劃及財務預測中擬議的目標。有關目標集團實現財務預測中預期增長率的能力：
- 目標集團收益的預期增長主要計及上文(a)段所述透過估計20,000家零售店進行直接銷售的未來能力。就香煙產品的收益而言，目標集團的目標是於二零二七年底之前佔取柬埔寨市場約4.12%。
 - A. 預期到二零二七年前，目標集團於柬埔寨市場的香煙銷售收益將達約10.04百萬美元，直銷及分銷商網絡將產生香煙的銷售量約350百萬支。
 - B. 預計香煙銷售量將由二零二三年的42百萬支增至二零二七年的約350百萬支，銷售煙草產品的零售商(包括直銷及分銷渠道)數目由二零二三年的10,000家增加至二零二七年的50,000家。
 - C. 為於二零二七年前香煙的銷售量達致350百萬支，目標集團預計每家零售商可實現每日平均一包香煙的銷售量，計及直銷及分銷渠道，於二零二三年計劃每家零售商每日平均銷售量為0.5包。每包香煙包含20支香煙。因此，每家零售商每日平均銷售量的年增長率將約為20%。該目標在計及多項因素後可達致，例如市場推廣活動的累積效果、品牌知名度的提升、消費者的接受程度提高及分銷網絡越來越活躍等。

董事會函件

- D. 作為參考，就過往於新冠疫情前每家零售商每日的銷售量而言，ASIA STAR的新產品Mint Burst於二零二零年七月推出，由900家店舖分銷，於一個月內售出15,000包，換算為每家零售商每日銷售0.5包。
- 目標公司香煙產品的價格一般較並無於柬埔寨生產煙草產品的國際品牌更具競爭力。此乃由於(i)目標集團(其於柬埔寨當地設有工廠)毋須就其於當地銷售及分銷的煙草產品繳納進口稅，進口稅或為香煙售價的31%(雪茄的35%)；及(ii)當地生產的勞工成本相對較低。例如，目標集團的旗艦產品Asia Star的價格較於柬埔寨市場銷售的國際品牌相若競爭性產品低15%。
 - 透過於當地生產及銷售，預期目標集團將能夠更迅速回應市場需求，並適時識別市場趨勢及回應消費者對不同煙草產品的需求及口味。
 - 目標集團亦預期將能自其煙草產品在市場實質建立的品牌知名度受惠，其後可就其煙草產品收取溢價，從而獲得更高收益。
- c) 在東南亞國家聯盟(東盟)的國家之中，柬埔寨人口較為年輕。預期柬埔寨的人均收入將經歷更快速增長，整體市場的廣度亦一樣。地方政策對與中國相關的公司更為有利。目標集團於柬埔寨擁有多年經營經驗，以更具體及積極的營銷策略針對市場需要。本公司相信，包括柬埔寨在內的東盟國家將受益於經濟反彈，特別是隨著新冠疫情緩和，未來中國積極重啟經濟。
- d) 根據目標集團提供的業務計劃及財務預測，目標集團將首先嘗試於二零二三年及二零二四年透過分銷商網絡探索及發展其於東南亞地區的客戶關係。其後，目標集團將能夠以直銷策略戰略性地向該等東南亞國家銷售產品。直銷

董事會函件

策略連同完善的分銷商網絡預期將使目標集團於東南亞地區擁有廣泛覆蓋面。有關落實東南亞地區的發展戰略，將採取增量發展策略，目標為於二零二七年年年底前成功拓展及促進目標集團的香煙銷售，其中包括：

- 二零二三年至二零二四年，預期將透過分銷商而非直接銷售進軍東南亞市場，專注於拓展東南亞地區中的兩至三個國家，包括印尼、越南及緬甸，以國家為基礎進行銷售。該兩個年度的銷售目標為東南亞地區估計總銷量(5,000億支香煙)約0.01%至0.02%。
- 於二零二五年前，由於目標集團煙草產品的分銷商網絡在東南亞國家發展，於此過程中建立起該等煙草產品的品牌知名度，目標集團屆時將在該國家引入直銷模式，總銷售目標為東南亞地區的估計總銷量(5,000億支香煙)約0.05%。於二零二六年及二零二七年，該程序將用於下一個國家，首先透過國內分銷商拓展銷售，隨後將直銷模式引入相關市場。
- 到二零二六年及二零二七年時，隨着相關市場的直銷模式鞏固及改善，分銷商網絡達到一定規模，目標集團預期可達到銷售目標，即東南亞地區估計總銷量(5,000億支香煙)分別約0.14%及0.29%。

目標集團從二零二三年到二零二七年在東南亞增加零售商數量的計劃是基於並圍繞其計劃制定以：(i)擴大其直接銷售的銷售團隊，彼等將直接接觸零售商並與之保持關係；及(ii)與分銷商合作，從其銷售網絡中引入零售商。目標集團預計：

- A. 就直接銷售而言，每名銷售人員將負責發展及維護與大約160家零售商的關係。這一預測乃基於目標集團在二零一九年新冠疫情爆發前，在柬埔寨成功建立一支有約35名銷售人員的銷售團隊，並建立一個約5,000家零售商的零售網絡的記錄；

董事會函件

B. 對於通過分銷商的銷售：

- 目標集團將逐步與東南亞的分銷商建立合作關係，最終在二零二七年將數量穩定在15至20家之間。基於目標集團通過與分銷商談判對其能力的了解，每家分銷商預計將覆蓋東南亞至少大約5,000至10,000家零售商。例如，在與目標集團簽署多項不具法律約束力的諒解備忘錄（「**諒解備忘錄**」）的分銷商中，目標集團了解到WYZ Pte Ltd（緬甸）、Algold Wine & Spirals PTE Ltd（巴基斯坦）及Kaimay Pte Ltd（新加坡）的全部產能可覆蓋緬甸約30,000家零售商、巴基斯坦20,000家零售商以及孟加拉及阿富汗30,000家零售商；及
- 分銷渠道的銷售人員數量將根據分銷商網絡內的零售商數量來釐定。這些銷售人員應負責向分銷商提供支持，估計每名銷售人員負責的零售商比例約為400家。

下表載列目標集團於二零二三年至二零二七年期間透過其銷售團隊（由負責與分銷渠道拓展業務及發展直銷業務的團隊成員組成）實現東南亞市場預期收益的詳細計劃：

東南亞國家		二零二三年	二零二四年	二零二五年	二零二六年	二零二七年
印尼	銷售量(萬支香煙)	0	5,040	16,200	40,800	87,600
	透過分銷商的銷售(萬支香煙)	0	5,040	6,500	17,058	36,625
	透過直銷的銷售(萬支香煙)	0	0	9,700	23,742	50,975
	零售商數目(包括透過分銷商及直銷)	0	11,000	30,000	67,200	120,800
	銷售團隊規模					
	直銷	0	0	135	211	379

董事會函件

東南亞國家		二零二三年	二零二四年	二零二五年	二零二六年	二零二七年
	分銷渠道	0	28	28	84	150
越南	銷售量(萬支香煙)	450	1,200	7,400	14,000	32,500
	透過分銷商的銷售(萬支香煙)	450	1,200	3,132	5,740	13,325
	透過直銷的銷售(萬支香煙)	0	0	4,268	8,260	19,175
	零售商數目(包括透過分銷商及直銷)	982	2,619	16,000	30,000	70,000
	銷售團隊規模					
	直銷	0	0	69	92	215
	分銷渠道	2	7	12	38	89
緬甸	銷售量(萬支香煙)	750	1,500	3,877	13,249	26,320
	透過分銷商的銷售(萬支香煙)	750	1,500	1,590	5,432	10,791
	透過直銷的銷售(萬支香煙)	0	0	2,287	7,817	15,529
	零售商數目(包括透過分銷商及直銷)	344	687	2,094	8,044	19,086
	銷售團隊規模					
	直銷	0	0	9	25	59
	分銷渠道	1	2	2	10	24
總計	銷售量(萬支香煙)	4,237*	8,474*	27,477	68,049	146,420
	透過分銷商的銷售(萬支香煙)	4,237*	8,474*	11,222	28,230	60,741
	透過直銷的銷售(萬支香煙)	0	0	16,255	39,819	85,679
	零售商數目(包括透過分銷商及直銷)	1,326	14,306	48,094	105,244	209,886
	銷售團隊規模					
	直銷	0	0	213	328	653
	分銷渠道	3	37	42	132	263

董事會函件

**附註：* 就透過分銷渠道的總銷售量而言，此將包括預期於其他國家銷售的30,370,000支香煙（於二零二三年）及7,340,000支香煙（於二零二四年），可能來自馬來西亞、泰國、孟加拉、巴基斯坦、老撾等目標集團現正與其分銷商磋商的國家。

- 目標集團已與東南亞市場的分銷商（即WYZ Pte Ltd（緬甸）、Algold Wine & Spirals PTE Ltd（巴基斯坦）及Kaimay Pte Ltd（新加坡））簽訂多份不具法律約束力的諒解備忘錄，據此，互相協定於二零二四年年底前實現銷售量目標分別為20百萬支、20百萬支及10百萬支。此外，目標集團已與Kaimay Pte Ltd及Algold Wine & Spirits PTE Ltd分別簽訂補充諒解備忘錄，於交付首項訂單後，訂約方將彼此訂立銷售合約，於相關諒解備忘錄中列入單價及數量。

就該等諒解備忘錄項下的經營狀況：

- A. 香煙樣品已交付予緬甸的WYZ Pte Ltd，目前產品正分發予零售商，準備推出。首批協定的5百萬支香煙的總收益為75,000美元，預計於二零二三年第三季度確認。
 - B. 與Kaimay Pte Ltd簽訂的諒解備忘錄，指定該公司為孟加拉市場的代理。訂約方已就首批4百萬支香煙的訂價達成協議，分銷商現正申請相關進口配額。銷售4百萬支香煙的總收益為60,000美元，預計於二零二三年第三季度確認。
 - C. 與Algold Wine & Spirals PTE Ltd訂立的諒解備忘錄項下的具體訂單數量及金額，訂約方仍在積極磋商中。
- 該附屬公司亦與越南內排機場服務股份公司(Noi Bai Airport Services Joint Stock Company of Vietnam)訂立具法律約束力的銷售合約，據此，500,000支香煙樣品已於四月底前付運予越南的Nasco Nam Phuong免稅店。預期收益將於二零二三年九月前確認，而第三季度將訂購1百萬支，金額為

董事會函件

15,000美元。根據銷售合約及上述諒解備忘錄，計劃採購總額約為人民幣5.4百萬元，佔截至二零二三年十二月三十一日止年度的目標集團於全部市場的預測收益約36%。

- 該附屬公司亦於二零二三年三月底時與一名現有客戶訂立具法律約束力的代理協議，於二零二三年的計劃採購額約為人民幣1百萬元。迄今，代理合約已產生收益23,000美元。計及上述諒解備忘錄、銷售合約及代理協議，計劃總採購額約人民幣6.4百萬元，佔截至二零二三年十二月三十一日止年度的目標集團於全部市場的預測收益約43%。其他預測收益基於直銷及透過市場上的其他分銷商進行的分銷。
- e) 與柬埔寨1,600萬人口相比，東南亞國家的人口超過6億，而跨國煙草公司於該地區並無任何絕對市場主導地位。本公司相信，該地區的吸煙人口眾多，為香煙消費提供巨大的增長空間。基於上文(a)、(b)及(d)所述的優勢及策略，預期目標集團將能夠於東南亞市場建立競爭地位。成功開發柬埔寨市場的經驗及策略包括策動廣泛的分銷商參與，以實現市場滲透率、擴大品牌知名度及洞悉客戶的需求，並逐步引入直銷模式以提升銷售表現。該等措施可在拓展東南亞市場時調用，並可在此過程中直接實施。
- f) 本公司相信，隨著新冠疫情逐步緩和，目標集團將能夠復甦，實現與其自身經營能力相匹配的收入水平。本公司相信，銷售模式(尤其是於柬埔寨及東南亞地區的直銷模式)的成熟程度、管理執行及品牌影響力將進一步提升，並使目標集團能夠實現業務計劃及財務預測中擬議的目標。
- g) 目標集團透過零售商及商業客戶擁有完善的分銷渠道。其中，機場免稅店為目標集團的主要分銷渠道之一。新冠疫情於二零一九年年底爆發，目標集團

董事會函件

來自機場免稅店的收益為253,000美元，佔目標集團截至二零一九年十二月三十一日止年度的總收益約7.69%。儘管目標集團的業務營運受到新冠疫情期間機場關閉的不利影響，但目前情況正在緩和，預期於未來進一步改善。

- h) 該附屬公司經營之雪茄工廠為柬埔寨唯一獲柬埔寨政府發牌之工廠，最大產能可達20億支香煙及300,000支手工雪茄。儘管雪茄銷售預期僅佔目標集團收益的一小部分(介乎約3%至12%)，但目標集團對雪茄工廠的所有權將確保其可控制雪茄的產能以滿足市場需要，亦使其能夠滿足第三方的生產需求。
- i) 二零二三年至二零二七年財政年度，另一方面，目標集團的主要收入來源將透過其現有分銷網絡銷售其自有品牌的煙草產品以及透過在柬埔寨及東南亞地區的分銷商銷售及直銷產生。因此，收益來源的性質將與二零一八年較為相似，預期收益乃根據二零二七年出售約19.2億支香煙作出估計。基於上文(a)、(b)及(d)所述柬埔寨及東南亞市場的發展策略，預期於二零二七年約350百萬支香煙可透過直銷及分銷商於柬埔寨銷售，約850百萬支香煙透過直銷渠道於東南亞市場銷售，另外600百萬支香煙可透過分銷商渠道於東南亞市場銷售。此外，東南亞以外地區(包括亞太地區及全球其他市場)的銷售預期將產生約100百萬支香煙的銷售量，佔二零二七年香煙總銷量的5.5%。東南亞以外的香煙銷售主要透過免稅渠道進行。目標集團的員工中有來自四大煙草公司的免稅渠道的前高級僱員，並已與多家大型中國免稅公司建立良好關係。
- j) 就每包香煙的銷售價格而言，視乎地理市場及目標集團在各市場的擴張戰略(例如，是否依靠分銷商推出產品)，不同銷售渠道的價格可能不同。具體來說，於柬埔寨以外的市場，每包香煙的擬定平均銷售價格(通過直接銷售)為0.574美元，通過分銷渠道則為0.254美元，而通過免稅渠道則為0.288美元。於

董事會函件

柬埔寨，另一方面，每包的平均銷售價格在直接銷售及分銷渠道中屬相同，即0.574美元。銷售價格的釐定是基於過去與這些渠道的交易方談判的實際價格，並考慮到以下因素：(1)生產成本，(2)目標集團在直接銷售中的成本(適用於直接銷售)，以及(3)分銷商模式下的分銷商的利潤(適用於通過分銷商銷售)；

- k) 就香煙生產而言，香煙的最大產能主要取決於現有機器及設備。於預測期間，預期於二零二七年售出約19.2億支香煙，低於20億支香煙的年產能。目標集團將能夠生產所需數量的香煙產品，以按計劃實現預測期間的銷售。就手工雪茄產能而言，主要考慮是招聘及培訓可捲製雪茄產品的工人。目標集團將於有需要時靈活招聘所需人手，毋須添置機器或設備。
- l) 根據業務計劃，目標集團可透過柬埔寨直銷主要分部、於東南亞地區進行分銷商銷售及直銷實現最大年產能的銷售。基於上文(a)、(b)及(d)所述的優勢及策略，預期截至二零二七年十二月三十一日止年度將售出超過18億支香煙，並將貢獻超過80%的預測收益。

有關預期毛利率及純利率

- a) 除上述有關預期收益的因素外，就成本因素而言，於過去數年營運後，目標集團已與供應商建立良好及穩固的關係。此外，於預測期間採購規模的增加將使目標集團對供應商擁有相對較強的議價能力。在此基礎上，目標集團有信心於預測期間能夠按計劃維持及控制直接成本。
- b) 估值採用二零二三年至二零二七年財政年度的預測毛利率為70%與二零一八年(即新冠疫情爆發前一年)的過往財務表現相若，原因為收益來源的性質相似(即銷售毛利率較高的自有品牌香煙產品)，目標集團能夠達到74.82%的毛利水平。

董事會函件

- c) 二零二六年及二零二七年財政年度的預測純利率為14.5%及30.9%，乃基於該等年度的預期收益及成本水平估計。

董事會對業績承諾條款的評估

董事會已審閱業績承諾的條款(其全文載於上文「業績承諾」一節)，並根據於盡職審查過程中及與目標公司管理層進行的討論中取得的可用的資料，董事會認為，業績承諾的條款屬公平合理。

具體而言，就以下有關保障本公司及其股東利益而言：

- i. 業績承諾安排是否能夠及如何充分保障本公司及其股東的整體利益；及
- ii. 賣方履行業績承諾的財務狀況，

董事會就此考慮的主要因素包括以下各項：

- a) 鑒於收購事項旨在為本集團創造更多收入來源及自新業務行業產生收入，董事會將尋求確保目標公司能夠產生估值報告所預期的收益水平，代價乃據此釐定。
- b) 為確保目標公司將產生估值報告所預期的收益水平，本集團已與賣方磋商業績承諾，倘目標公司所產生的除息稅折舊及攤銷前盈利出現差額，有關差額將由賣方按本集團於目標公司的股權比例向本集團補足。
- c) 因此，倘目標公司產生的除息稅折舊及攤銷前盈利低於估值報告所預期者，本集團將對賣方有追索權，因此將能夠確保目標公司將為本集團產生預期收益，從而充分保障本公司及其股東的整體利益。

董事會函件

- d) 誠如本公司日期為二零二三年二月十七日的自願公告所公佈，賣方履行收購及認購協議(經補充協議修訂)項下的付款責任以張量先生及King Lok提供的股份質押(包括張量先生持有之5,307,450,000股本公司股份及由此產生之直接及間接權益)作抵押。

股份質押協議

股份質押協議主要條款載列如下：

日期： 二零二三年二月十七日

訂約方： (1) 質押人

(2) 承押人

質押股份： 5,307,450,000股由質押人持有的本公司股份及其所衍生的直接及間接權益。於最後實際可行日期，質押股份的市值約為2,706,799,500港元。

期限： 股份質押將自本股份質押協議日期起生效，並於義務人全面履行彼等於收購及貸款協議項下之責任當日起計兩年屆滿。

質押範圍： 義務人於收購及貸款協議項下之所有責任；

強制執行質押： 倘發生以下任何情況，承押人有權根據股份質押協議強制執行質押：

- (i) 義務人的行為構成收購及貸款協議項下的一項或多項根本性違約；

(ii) 質押人的行為構成本股份質押協議項下的根本性違約。

倘出現上述情況，質押股份可透過以下方式強制執行：

- (i) 出售或拍賣已質押股份，在此情況下，有關出售或拍賣產生之所得款項將用於補償承押人因義務人違反其於收購及貸款協議項下之責任而產生之損失；或
- (ii) 按質押人與承押人協定的價格向承押人轉讓質押股份以代替補償。

於執行質押股份時，本公司將代表承押人簽署相關文件及完成相關程序。質押人承諾於必要時合作簽署相關文件。

聲明及保證： 質押人向承押人聲明及保證如下：

- (i) 質押人為獨立實體，具備履行本股份質押協議項下責任及獨立承擔民事責任的所有必要能力；
- (ii) 股份質押協議的所有條款均反映質押人的真實意向，且對彼等具有法律約束力；

董事會函件

- (iii) 本股份質押協議的簽立及履行不得違反質押人應遵守的法律、組織章程細則或主管部門的相關文件、判決或裁定，且不得與質押人簽署的任何合約或協議或質押人承擔的任何其他義務產生衝突；
- (iv) 質押股份由質押人合法持有，並可根據相關法律轉讓；質押人應擁有質押股份的完整法定所有權，且除相關法律或本股份質押協議規定者外，質押股份不附帶任何產權負擔或優先購買權，且質押股份的所有權並無爭議、權利限制或其他權利缺陷；及
- (v) 自本股份質押協議日期起，彼等將不會以任何方式處置質押股份，包括但不限於抵押、質押、轉讓及設立任何第三方權利。

董事會對代價的評估

經考慮上文詳述的考慮事宜及因素以及下列其他因素，董事會已作出評估，認為代價屬公平合理，且符合本公司及其股東的整體利益：

- a) 獨立估值師華信評估及諮詢有限公司獲委聘編製目標公司之獨立估值。董事會並無注意到估值報告草擬本的任何資料或導致董事會認為獨立估值師編製的估值報告不應加以依賴的任何情況。

董事會函件

- b) 董事會已考慮並同意獨立估值師於估值報告中對資產及業務估值常用的方法，例如市場法、收益法及成本法，收益法為是次估值的最合適估值方法，原因為其考慮未來增長潛力。

有關目標公司及該附屬公司的資料

目標公司為一間於英屬處女群島註冊成立的投資控股公司，由賣方全資擁有。

該附屬公司為一間於柬埔寨王國註冊成立的有限公司，由目標公司全資擁有。該附屬公司主要於柬埔寨及東南亞從事煙草製品(主要為香煙及手工雪茄)的製造及批發。

目標公司於二零一四年於柬埔寨註冊成立。雪茄工廠的建設於二零一五年十一月開始並於二零一七年六月完成。於二零一七年十二月，推出Grandlead系列手工雪茄及機製雪茄。該附屬公司自那時起運營。

根據目標公司的未經審核綜合管理賬目，(i)截至二零二零年十二月三十一日止12個月的除稅項及非經常項目前後之虧損淨額分別為5,207,092.36美元及5,207,092.36美元；及(ii)截至二零二一年十二月三十一日止12個月的除稅項及非經常項目前後之虧損淨額分別為5,094,650.36美元及5,094,650.36美元；及(iii)截至二零二二年十二月三十一日止年度的除稅項及非經常項目前後之虧損淨額分別為8,290,803.17美元及8,290,803.17美元。目標公司截至二零二二年十二月三十一日的未經審核綜合總資產淨值約為34,897,704.84美元。

有關本集團及交易所涉各方的資料

買方為本公司。其主要業務為煤炭產品的開採及銷售。

賣方為張力先生(本公司主要股東)。

董事會函件

目標公司為於英屬處女群島註冊成立之有限公司，其最終實益擁有人為張力先生。其主要資產為該附屬公司的股權，該附屬公司主要於柬埔寨及東南亞從事煙草製品(包括香煙及手工雪茄)的製造及批發。

收購事項的理由及裨益

本公司因應潛在能源市場周期及煤價波動，故一直尋求將其業務活動多元化，為本集團創設不同收入來源，以從更廣泛的行業產生收益。

此外，誠如本集團截至二零二二年六月三十日止六個月的中期報告所披露，本集團現時有足夠現金及現金等價物合共約人民幣1,438.7百萬元。鑒於本公司一直希望將其現金盈餘用於為股東創造回報，計及目標公司的前景，本公司可能透過收購及認購目標公司股權，而受惠於目標集團公司的未來經營及管理。

於作出決定時，董事會亦已考慮上文「董事會對估值方法及主要假設的評估」一節所載之商業及營運因素，以及新冠疫情已緩和，此舉對該附屬公司的業務而言屬正面消息，且其已制定策略使其處於有利位置，得以於全球及地區市場參與者完全從新冠疫情中復原前搶佔市場份額。

預期目標集團將根據以下因素持續增加其於柬埔寨及東南亞地區的煙草產品市場份額，其中包括有關以下方面的實力：(A)其於柬埔寨的直接銷售及分銷商銷售網絡；(B)於東南亞地區的直接銷售及分銷商銷售；(C)發展原設備製造商(「OEM」)業務；(D)其自有品牌不斷擴大；(E)配合消費者不斷變化的口味的能力；及(F)具競爭力的煙草產品價格。

於柬埔寨，目標集團將專注於加強其對零售商及商業客戶的直接銷售。直接銷售將使目標公司能夠利用其在柬埔寨的品牌影響力，並通過進行更多的前線探訪，與其忠誠客戶保持長期關係，以監控、評估及提高其產品及服務質量。

董事會函件

於東南亞地區，目標集團將嘗試於預測期間的初始階段透過分銷商網絡探索及發展與東南亞地區新客戶的關係。其後，目標公司計劃複製於柬埔寨的業務模式，並於東南亞地區採納直銷策略。直銷策略(與忠誠客戶維持長期關係)連同完善的分銷商網絡將使目標公司能夠在東南亞地區廣泛分銷其產品。

儘管目標公司僅預期於二零二五年財政年度末方達致收支平衡及於二零二六年財政年度錄得溢利，董事會對業務及其創收能力著眼於中長期發展，認為本公司可於中長期自目標公司業務的未來營運中受惠。

儘管截至最後實際可行日期，本公司並無目標集團業務的相關經驗或專業知識，但本公司確認，於收購事項完成後，目標集團的核心管理團隊將繼續留任，以繼續其現有業務營運。此外，本公司計劃聘請具備煙草行業相關專業知識及經驗的外部人員，包括(其中包括)研發、製造及銷售專員及專家，以協助目標集團的核心管理團隊進行日常業務營運。

本公司計劃採取以下措施監察目標集團於收購事項完成後的業務表現，包括：

- a) 以本公司其中一名高級管理人員取代目標集團之主席，使本公司可直接及即時了解目標集團之業務營運及表現；
- b) 委任本公司財務人員加入目標集團，以監察及監督目標集團的融資活動及財務表現；
- c) 聘請於煙草行業擁有相關專業知識及經驗的外部人員協助目標集團的核心管理團隊進行日常業務營運，而相關人員須定期向本公司高級管理層報告；
及
- d) 利用本公司現有內部監控及報告系統，確保有效監察目標集團之業務表現，包括適時取得最新管理賬目。

董事會函件

收購及認購協議(經補充協議修訂)的條款及條件乃由賣方與買方按公平原則磋商而定。董事會(不包括在接獲獨立財務顧問意見前保留意見的獨立非執行董事)認為，收購及認購協議(經補充協議修訂)的條款屬公平合理。非執行董事張琳女士為張力先生的聯繫人，並於各項交易中擁有重大權益，其已於董事會會議上就批准收購及認購協議(經補充協議修訂)放棄投票。

收購事項的財務影響

於收購事項完成後，目標公司將由本公司及賣方分別持有73%及27%權益，並將成為本公司的直接非全資附屬公司，其財務業績將綜合計入本集團的財務業績。

由於本公司將以現金撥付代價所需資金，本集團的現金結餘將減少，進而令本集團流動資產淨值減少，惟預期此情況將不會於收購事項完成時對本集團的資產淨值或營運資金充足性造成重大不利影響。預期於緊隨收購事項完成後，收購事項亦將不會對本集團的財務表現造成任何重大影響。

上市規則的涵義

由於本集團擬於貸款協議完成後12個月期間內進行收購事項，而本公司及目標公司分別為貸款協議下的貸款人及借款人，因此根據上市規則第14.22條，貸款協議、收購事項合併計算為一系列交易。

由於有關貸款協議項下擬進行的交易及收購及認購協議(經補充協議修訂)合併計算的一個或多個適用百分比率超過5%但低於25%，故貸款協議及收購及認購協議(經補充協議修訂)構成本公司的一系列須予披露交易，並須遵守上市規則第14章項下的申報及公告規定。

董事會函件

於本通函日期，賣方為本公司主要股東，因此根據上市規則第14A章為本公司的關連人士。因此，收購及認購協議(經補充協議修訂)項下擬進行的交易構成上市規則第14A章項下本公司的一項關連交易，並須遵守上市規則第14A章項下的公告、申報及獨立股東批准規定。

本公司將召開股東特別大會，以供獨立股東考慮及酌情批准收購及認購協議(經補充協議修訂)及其項下擬進行的交易。張力先生、張量先生及彼等各自的聯繫人將於股東特別大會上放棄投票。於二零二二年十二月三十一日，張量先生(透過King Lok)及賣方分別持有5,307,450,000股及943,314,000股本公司普通股，佔本公司已發行股本約62.96%及11.19%。本公司已成立獨立董事委員會，以就收購及認購協議(經補充協議修訂)及其項下擬進行的交易向獨立股東提供意見。獨立財務顧問已獲委任以就此向獨立董事委員會及獨立股東提供意見。

股東特別大會

本公司謹訂於二零二三年七月二十八日(星期五)下午三時三十分假座香港灣仔告士打道80號18樓舉行股東特別大會，以考慮並酌情批准(其中包括)收購及認購協議(經補充協議修訂)及其項下擬進行的交易。隨本通函附奉股東特別大會適用的受委代表委任表格。

於決議案擁有重大利益的任何股東及其聯繫人將於股東特別大會上就將提呈的決議案放棄投票。據董事作出一切合理查詢後所深知、盡悉及確信，除張力先生、張量先生及彼等各自的聯繫人外，於最後實際可行日期，概無其他股東須於股東特別大會上就決議案放棄投票。

召開股東特別大會的通告載於本通函第EGM-1至EGM-4頁。

如欲委託代理人出席股東特別大會，請按隨附的受委代表委任表格上印列之指示填妥及交回表格。上述文件最遲須於股東特別大會或其任何續會指定舉行時間48小時前交回本公司之香港股份過戶登記處香港中央證券登記有限公司，地址為香港灣仔皇

董事會函件

后大道東183號合和中心17M樓，方為有效。本公司將於二零二三年七月二十五日(星期二)至二零二三年七月二十八日(星期五)(包括首尾兩日)暫停辦理股份過戶登記手續，期間不會辦理任何股份過戶登記。為符合資格出席股東特別大會或其任何續會，所有股份過戶文件連同有關股票須不遲於二零二三年七月二十四日(星期一)下午四時三十分送達本公司之香港股份過戶登記分處香港中央證券登記有限公司，地址為香港灣仔皇后大道東183號合和中心17樓1712-1716號舖。

於二零二三年七月二十八日(星期五)名列本公司股東名冊的股份持有人有權出席股東特別大會並於會上就將予提呈的決議案投票。

無論閣下會否出席股東特別大會，務請填妥及交回受委代表委任表格及回條。填妥及交回受委代表委任表格後，閣下仍可依願出席股東特別大會(或其任何續會)並於會上投票。

獨立董事委員會及獨立財務顧問

由全體獨立非執行董事組成的獨立董事委員會已經成立，以就收購及認購協議(經補充協議修訂)及其項下擬進行的交易的合理性及公平性向獨立股東提出意見。本公司已委任獨立財務顧問宏博資本有限公司就上述事宜向獨立董事委員會及獨立股東提出意見。獨立董事委員會函件全文載於本通函第48頁至49頁，而獨立財務顧問函件(包括其意見)全文載於本通函第50至97頁。

推薦意見

董事(包括獨立非執行董事，經考慮獨立財務顧問的意見後)認為，收購及認購協議(經補充協議修訂)以及其項下擬進行的交易乃於本集團的日常及一般業務過程中進行，按一般商業條款訂立，條款屬公平合理，並符合本公司及股東之整體利益。因此，董事建議獨立股東投票贊成股東特別大會上將提呈的決議案。

董事會函件

其他資料

敬請閣下垂注本通函各附錄所載的資料。

此致

列位股東 台照

承董事會命
力量發展集團有限公司
主席兼執行董事
具文忠

二零二三年六月三十日



Kinetic Development Group Limited
力量發展集團有限公司

(於開曼群島註冊成立的有限公司)

(股份代號：1277)

敬啟者：

須予披露及關連交易
收購星耀股份

我們提述本公司日期為二零二三年六月三十日的通函(「通函」)，本函件構成其一部分。除文義另有所指外，本函件所界定詞彙與通函所界定者具相同涵義。

我們獲董事會委任組成獨立董事委員會，以考慮及向獨立股東建議我們認為訂立收購及認購協議(經補充協議修訂)及其項下擬進行的交易是否公平合理及符合本公司及股東的整體利益。

經考慮收購及認購協議(經補充協議修訂)的條款及通函第50至97頁所載獨立財務顧問就此的意見，我們認為，收購及認購協議(經補充協議修訂)的條款屬公平合理，為正常商業條款。

獨立董事委員會函件

獨立董事委員會更認為儘管收購及認購協議(經補充協議修訂)並非於本集團的日常及一般業務過程中訂立，惟其符合本公司及股東的整體利益。

因此，我們建議獨立股東於股東特別大會上投票贊成決議案，以批准訂立收購及認購協議(經補充協議修訂)及其項下擬進行的交易。

此致

獨立股東 台照

獨立非執行董事
劉佩蓮女士

獨立董事委員會
獨立非執行董事
陳量暖先生
謹啟

獨立非執行董事
薛慧女士

二零二三年六月三十日

獨立財務顧問函件

以下為獨立財務顧問法博資本就收購及認購協議及其項下擬進行交易致獨立董事委員會及獨立股東的意見函件全文，乃為載入本通函而編製。



敬啟者：

須予披露及關連交易 收購及認購星耀股份

緒言

茲提述吾等獲委任為獨立財務顧問，以就收購及認購協議(經補充協議修訂)及其項下擬進行交易向獨立董事委員會及獨立股東提供意見，有關詳情載於 貴公司向股東發出的日期為二零二三年六月三十日的通函(「通函」)所載的「董事會函件」(「董事會函件」)內，本函件構成通函的一部分。除文義另有所指外，本函件所用詞彙與通函所界定者具有相同涵義。

於二零二二年十二月三十日(交易時段後)，賣方與買方訂立收購及認購協議，據此，(i)賣方已有條件同意出售，而買方已有條件同意以收購代價購買銷售股份；及(ii)買方已有條件同意以認購價認購認購股份。收購事項及認購事項須待各自之條件共同達成後方可作實。

獨立財務顧問函件

於最後交易日，已提取貸款承擔中約9,098,333.64美元。按照已訂立的收購及認購協議，貴公司、目標公司及賣方同意並有意在遵守所有相關及適用法律及法規以及任何有關由賣方承擔及接管目標公司所結欠的任何債務的安排下，未償還貸款本金及應計利息應視為買方就認購事項應付的認購價的一部分。完成後，目標公司將不會提取貸款承擔的結餘，而貸款協議將立即終止。

於二零二三年三月二十九日，賣方、買方及目標公司訂立補充協議，其中包括各訂約方同意(i)刪除收購及認購協議項下對認購事項及與其直接相關的所有安排的所有提述(包括但不限於完成收購銷售股份與完成認購認購股份之共同條件的安排)；(ii)新增有利於貴公司的履約承諾條款；及(iii)取消貸款協議的終止，該終止原定於收購及認購協議交割時生效。除按補充協議所修訂外，收購及認購協議將繼續完全有效。

截至最後實際可行日期，目標公司由賣方全資擁有。於收購事項完成後，目標公司將由貴公司及賣方分別持有73%及27%權益，並將成為貴公司的直接非全資附屬公司，其財務業績將綜合計入貴集團的財務業績。

目標公司的主要資產為該附屬公司(一間於柬埔寨王國註冊成立的公司)的全部股權，該附屬公司主要於柬埔寨及東南亞從事煙草製品(包括香煙及手工雪茄)的製造及批發。

由於貴集團擬於貸款協議完成後12個月期間內進行收購事項，而貴公司及目標公司分別為貸款協議下的貸款人及借款人，因此根據上市規則第14.22條，貸款協議、收購及認購協議(經補充協議修訂)下的交易合併計算為一系列交易。

獨立財務顧問函件

由於有關貸款協議及補充協議合併計算之一項或多項適用百分比率超過5%但低於25%，故貸款協議、收購及認購協議(經補充協議修訂)以及其項下擬進行的交易構成 貴公司的一系列須予披露交易，並須遵守上市規則第14章項下之申報及公告規定。

於最後實際可行日期，賣方為 貴公司主要股東，因此根據上市規則第14A章為 貴公司之關連人士。因此，貸款協議以及收購及認購協議(經補充協議修訂)項下擬進行的交易構成上市規則第14A章項下 貴公司的一系列關連交易，並須遵守上市規則第14A章項下的公告、申報及獨立股東批准規定。

貴公司將召開股東特別大會，以供獨立股東考慮及酌情批准收購及認購協議(經補充協議修訂)及其項下擬進行的交易。張力先生、張量先生及彼等各自的聯繫人將於股東特別大會上放棄投票。於二零二二年十二月三十一日，張量(透過King Lok)及賣方分別持有 貴公司5,307,450,000股及943,314,000股普通股，佔 貴公司已發行股本約62.96%及11.19%。 貴公司已成立由全體三名獨立非執行董事(即劉佩蓮女士、陳量暖先生及薛慧女士)組成的獨立董事委員會，以就收購及認購協議(經補充協議修訂)及其項下擬進行的交易向獨立股東提供意見。

吾等(滋博資本)已獲委任為獨立財務顧問，以就(i)收購及認購協議(經補充協議修訂)是否於 貴集團一般及日常業務過程中訂立；及(ii)收購及認購協議(經補充協議修訂)的條款是否按一般商業條款訂立、是否公平合理及是否符合 貴公司及股東整體利益，向獨立董事委員會及獨立股東提供意見，並就投票事宜向獨立股東提供意見。

於最後實際可行日期，吾等與 貴集團及賣方並無擁有可能合理被視為與吾等獨立性有關的任何關係或利益。吾等曾就以下兩項交易擔任 貴公司獨立董事委員會及獨立股東的獨立財務顧問：(i)收購目標物業有關的須予披露及關連交易，詳情載於 貴

獨立財務顧問函件

公司日期為二零二二年九月三十日的通函；及(ii)收購六盤水昌霖房地產開發有限公司75%股權有關的主要及關連交易，詳情載於 貴公司日期為二零二一年十二月二十四日的公告。除此以外，於過往兩年， 貴集團或賣方與吾等之間並無委任或連繫。除就是次委聘擔任獨立財務顧問而已付或應付予吾等的正常專業費用外，並無存在任何安排致令吾等據此向 貴集團或賣方收取任何費用或利益。因此，吾等符合資格就收購及認購協議(經補充協議修訂)及其項下擬進行的交易提供獨立意見。

吾等意見的基準

於達致吾等的意見及建議時，吾等倚賴(i)通函所載或提述的資料及事實；(ii) 貴集團所提供的資料；(iii)由董事及 貴集團管理層所表達的意見及陳述；及(iv)吾等對相關公開資料的審閱。吾等已假設吾等獲提供的一切資料，以及向吾等表達或通函所載或提述的陳述及意見於通函日期在各方面均屬真實、準確及完整，並可加以倚賴。吾等亦已假設通函所載的所有聲明及於通函作出或提述的陳述於作出時均屬真實，且於最後實際可行日期仍屬真實，而董事及 貴集團管理層的所有信念、意見及意向陳述以及通函所載或提述的該等陳述乃經審慎周詳查詢後合理作出。吾等並無理由懷疑董事及 貴集團管理層提供的資料及陳述的真實性、準確性及完整性。

吾等認為，吾等已審閱現時可獲得的足夠資料以達致知情見解，並可倚賴通函所載資料的準確性，並為吾等的推薦建議提供合理基礎。然而，吾等並無對董事及 貴集團管理層所提供的資料、作出的陳述或表達的意見進行任何獨立核證，亦無就 貴集團、賣方、目標公司或彼等各自的主要股東、附屬公司或聯繫人的業務、事務、營運、財務狀況或未來前景進行任何形式的深入調查。

所考慮的主要因素及理由

於考慮收購及認購協議(經補充協議修訂)及其項下擬進行的交易是否屬公平合理時，吾等已計及下列主要因素及理由：

1. 貴集團的資料

貴集團主要從事煤炭產品開採及銷售。作為一家中國領先的綜合煤炭企業，貴集團業務貫通整個煤炭產業鏈，覆蓋煤炭生產、洗選、裝載、運輸及貿易。

(i) 財務表現

下表載列 貴集團截至二零二二年十二月三十一日止三個年度(分別為「二零二零財年」、「二零二一財年」及「二零二二財年」)的綜合財務資料，有關資料摘錄自 貴公司截至二零二一年十二月三十一日止年度年報(「二零二一年年報」)及截至二零二二年十二月三十一日止年度年報(「二零二二年年報」)：

	二零二二 財年 人民幣千元 (經審核)	二零二一 財年 人民幣千元 (經審核)	二零二零 財年 人民幣千元 (經審核)
收益	6,155,830	5,580,702	2,961,404
銷售成本	(2,132,372)	(1,976,544)	(1,679,187)
毛利	4,023,458	3,604,158	1,282,217
其他收入及損失，淨額	(65,535)	145,036	69,306
金融資產公允價值變動			
損失	(39,860)	(134,648)	—
銷售開支	(23,264)	(8,441)	(8,049)
行政開支	(225,417)	(190,910)	(125,383)
經營溢利	3,669,382	3,415,195	1,218,091
應佔聯營公司溢利	14,538	19,060	23,187
融資成本	(49,893)	(11,959)	(13,122)
除稅前溢利	3,634,027	3,422,296	1,228,156
所得稅開支	(977,712)	(954,737)	(413,360)

獨立財務顧問函件

	二零二二 財年 人民幣千元 (經審核)	二零二一 財年 人民幣千元 (經審核)	二零二零 財年 人民幣千元 (經審核)
股東應佔溢利	2,664,533	2,468,626	814,796
經營活動現金流量淨額	3,094,173	3,030,173	1,195,970

二零二一財年與二零二零財年比較

貴集團的收益由二零二零財年的約人民幣2,961.4百萬元增加約88.4%至二零二一財年的約人民幣5,580.7百萬元。有關增長主要由於：(a)鑒於經濟復甦帶動電力消耗出現強勁需求，煤炭銷售量上升；及(b)由於整體煤炭價格急增，並於年內達致歷史高位，貴集團煤炭產品的平均售價上升。

貴集團的毛利由二零二零財年的約人民幣1,282.2百萬元增加約181.1%至二零二一財年的約人民幣3,604.2百萬元。有關增長主要由於(a)上述收益增加；及(b)售價及銷售量上升的綜合影響下，毛利率出現上升。

貴集團二零二一財年錄得股東應佔溢利約人民幣2,468.6百萬元，較二零二零財年的約人民幣814.8百萬元增加約203.0%。有關增長主要由於上述二零二一財年收益增長。

二零二二財年與二零二一財年比較

貴集團的收益由二零二一財年的約人民幣5,580.7百萬元增加約10.3%至二零二二財年的約人民幣6,155.8百萬元，主要因為貴集團煤炭售價上升。

與上述收益增加一致，貴集團的毛利由二零二一財年的約人民幣3,604.2百萬元增加約11.6%至二零二二財年的約人民幣4,023.5百萬元。

獨立財務顧問函件

貴集團二零二二財年錄得股東應佔溢利約人民幣2,664.5百萬元，較二零二一財年的約人民幣2,468.6百萬元增加約7.9%。有關增加主要由於(a)誠如上文所述二零二二財年收益增加；及(b)金融資產公允價值變動損失減少約人民幣94.8百萬元，部分被(a)二零二一財年錄得其他收入淨額約人民幣145.0百萬元轉為二零二二財年錄得其他虧損淨額約人民幣65.5百萬元所抵銷，主要歸因於政府補助及利息收入減少，以及出售物業、廠房及設備的虧損與捐款、罰款及匯兌虧損增加所致；(b)行政開支增加約人民幣34.5百萬元，主要歸因於二零二二財年內員工成本有所增加；(c)銷售開支增加約人民幣14.9百萬元，主要歸因於二零二二財年內營銷相關開支有所增加；及(d)融資成本增加約人民幣37.9百萬元，原因是新增長期貸款所致。

(ii) 財務狀況

下表載列 貴集團於二零二零年、二零二一年及二零二二年十二月三十一日的綜合財務狀況表(摘錄自二零二一年年報及二零二二年年報)概要：

	於十二月三十一日		
	二零二二年 人民幣千元 (經審核)	二零二一年 人民幣千元 (經審核)	二零二零年 人民幣千元 (經審核)
非流動資產，包括：	7,880,432	2,823,202	1,964,612
物業、廠房及設備	1,716,365	1,247,473	1,219,320
無形資產	3,210,599	537,815	568,634
建議收購事項的預付款項	2,546,892	885,700	—
其他非流動資產	143,037	10,855	68,145
流動資產，包括：	1,612,209	3,219,009	1,708,038
以公允價值計量且其變動計入 損益的金融資產	190,899	269,382	465,787
存貨	110,213	63,442	73,027
貿易及其他應收款	220,718	236,351	108,681
已抵押及受限制存款	475,903	155,595	57,003
銀行現金	551,866	2,387,239	877,745
銀行結餘及現金	1,027,769	2,542,834	934,748

獨立財務顧問函件

	於十二月三十一日		
	二零二二年	二零二一年	二零二零年
	人民幣千元 (經審核)	人民幣千元 (經審核)	人民幣千元 (經審核)
流動負債，包括：	1,815,415	1,391,272	854,650
貿易及其他應付款	518,906	329,560	263,953
合約負債	196,283	118,557	139,224
銀行貸款	300,000	275,695	210,410
應付所得稅	784,328	667,460	241,063
非流動負債，包括：	1,360,436	78,897	58,280
銀行貸款	583,000	—	—
租賃負債	79,542	2,268	—
長期應付款	638,992	26,391	25,001
遞延稅項負債	52,865	44,800	28,380
流動(負債)／資產淨額	(203,206)	1,827,737	853,388
資產淨額	6,316,790	4,572,042	2,759,720

於二零二二年十二月三十一日，貴集團的非流動資產約為人民幣7,880.4百萬元，當中主要包括：(a)物業、廠房及設備約人民幣1,716.4百萬元；(b)無形資產約人民幣3,210.6百萬元；及(c)建議收購事項的預付款項約人民幣2,546.9百萬元。無形資產由二零二一年十二月三十一日的約人民幣537.8百萬元大幅增加至二零二二年十二月三十一日的約人民幣32億元，主要由於收購寧夏力量礦業有限公司(前稱寧夏陽光礦業有限公司)〔寧夏力量〕，而建議收購事項的預付款項由二零二一年十二月三十一日的約人民幣885.7百萬元增加至二零二二年十二月三十一日的約人民幣2,546.9百萬元，主要歸因於收購目標公司貴州力量能源有限公司及物業的預付款項。

於二零二二年十二月三十一日，貴集團的流動資產約為人民幣1,612.2百萬元，當中主要包括：(a)已抵押及受限制存款約人民幣475.9百萬元；(b)銀行現金約人民幣551.9百萬元；(c)貿易及其他應收款約人民幣220.7百萬元；及(d)以公允價值計量且其變動計入損益的金融資產約人民幣190.9百萬元。銀行現金大幅減少，由二零二一年十二月三十一日的約人民幣2,387.2百萬元下降至二零二二年十二月三十一日的約人民幣551.9百萬元，主要由於貴集團就上述收購事項作出預付款項所致。

獨立財務顧問函件

於二零二二年十二月三十一日，貴集團的流動負債約為人民幣1,815.4百萬元，當中主要包括：(a)應付所得稅約人民幣784.3百萬元；(b)銀行貸款約人民幣300.0百萬元；及(c)貿易及其他應付款約人民幣518.9百萬元。

於二零二二年十二月三十一日，貴集團的非流動負債約為人民幣1,360.4百萬元，當中主要包括：(a)銀行貸款約人民幣583.0百萬元；及(b)長期應付款約人民幣639.0百萬元。長期應付款由二零二一年十二月三十一日的約人民幣26.4百萬元增加至二零二二年十二月三十一日的約人民幣639.0百萬元，主要由於收購寧夏力量產生的採礦權應付款預期將於二零二三年至二零三二年期間結付。

於二零二二年十二月三十一日，貴集團的流動負債淨額約為人民幣203.2百萬元，且已進行的數項收購事項，估計總代價超過人民幣30億元，其中收購事項的剩餘金額及其他資本性開支約人民幣15億元將在短期內支付。誠如二零二二年年報所述，董事認為貴集團具有持續經營的能力，乃基於(a) 貴集團目前的銀行現金餘額；(b) 貴集團於截至二零二三年十二月三十一日止十二個月的預期經營現金流量；及(c) 貴集團於截至二零二三年十二月三十一日止十二個月的資本開支預測，潛在缺額將通過外部借款彌補。董事認為，由於貴集團將謹慎監控其流動性狀況，並假設貴集團能夠從未來經營活動中產生足夠的現金流入，且在有需要時能夠向銀行或其他金融機構獲得借款，使得貴集團有能力償還其在截至二零二三年十二月三十一日止十二個月內到期的負債。

貴集團的資產淨額由二零二零年十二月三十一日的約人民幣2,759.7百萬元上升至二零二二年十二月三十一日的約人民幣6,316.8百萬元，貴集團產生的純利為有關上升的主因。

整體意見

煤炭需求及售價上升，令貴集團二零二一財年及二零二二財年的財務表現大幅改善。儘管於二零二二年十二月三十一日有流動負債淨額狀況，惟貴集團於二零二一

財年及二零二二財年的收益、純利、經營活動現金流入及資產淨額均錄得上升。吾等認為，基於國內經濟活動逐步從新冠疫情的影響中復原，且整體煤價相對處於高水平，故 貴集團的前景應繼續向好。誠如 貴集團管理層告知， 貴集團擬把握市場機遇，運用其核心競爭力，積極推動收購優質項目，以為股東爭取卓越回報。

2. 有關目標公司及該附屬公司的資料

目標公司為一間於英屬處女群島註冊成立的投資控股公司，由賣方全資擁有。目標公司的主要資產為該附屬公司(一間於柬埔寨王國註冊成立的公司)的全部股權，主要於柬埔寨及東南亞從事煙草製品(包括香煙及手工雪茄)的製造及批發。

目標公司於二零一四年在柬埔寨註冊成立。雪茄工廠於二零一五年十一月開始建造，並於二零一七年六月落成。於二零一七年十二月，推出了Grandlead系列手工雪茄及機製雪茄。自此該附屬公司一直營運。

據董事告知，雪茄工廠已完成興建及發展，由該附屬公司持有的雪茄工廠已投入試營運兩年，於二零一九年年底出現COVID-19大流行前，雪茄工廠的年產能為20億支香煙及300,000支手工雪茄。於大流行期間，該附屬公司的營運根據當地政府的管控規定或因僱員感染而不時暫停。然而，於COVID-19大流行的情況開始緩和後，其營運自二零二二年十二月起恢復。

該附屬公司於截至二零二一年十二月三十一日止兩個年度錄得虧損，主要是由於(i)COVID-19大流行期間機場關閉；(ii)原材料供應及物流、消費者對煙草產品的需求及OEM(定義見下文)訂單受到COVID-19疫情爆發的負面影響；及(iii)根據當地政府管控規定或基於僱員感染，該附屬公司須不時暫停營運，因此雪茄工廠暫停其製造活動，以保存現金及減少損失。

根據目標公司未經審核綜合管理賬目，(i)截至二零二零年十二月三十一日止年度的除稅及非經常性項目前後的淨虧損分別為5,207,092.36美元及5,207,092.36美元；(ii)截至

獨立財務顧問函件

二零二一年十二月三十一日止年度的除稅及非經常性項目的淨虧損分別為5,094,650.36美元及5,094,650.36美元；及(iii)截至二零二二年十二月三十一日止年度除稅及非經常性項目的淨虧損分別為8,290,803.17美元及8,290,803.17美元。目標公司截至二零二二年十二月三十一日的未經審核綜合資產淨值總額約為34,897,704.84美元。

3. 收購事項的理由及裨益

誠如 貴公司管理層所告知，自二零二一年十月 貴公司的名稱由「力量礦業能源有限公司」改為「力量發展集團有限公司」後， 貴公司一直積極將其未來發展方向由領先的煤礦企業變革為業務多元化的公司。 貴公司積極通過涉及採礦以外的新業務，尋求多元化發展其業務活動，以應對潛在的能源市場週期和煤炭價格波動，為 貴集團創造不同的收入來源，並從更廣泛的行業中產生收入。因此，收購事項符合 貴集團的發展戰略，為 貴集團多元化發展業務活動提供合適的投資機會。

誠如董事會函件所述，鑒於 貴公司一直希望將其現金盈餘用於為股東創造回報，計及目標公司的前景， 貴公司可能透過收購目標公司股權，而受惠於目標集團公司的未來經營及管理。具體而言，董事已考慮(i)商業及營運因素；(ii) COVID-19大流行情況已趨緩和，對該附屬公司業務而言屬利好消息；(iii)於全球和區域市場參與者完全從COVID-19大流行情況中復原之前，將其自身置於有利位置搶佔市場份額的戰略，把握煙草行業的未來發展；及(iv)與新採礦項目目標所需的投資相比，煙草業的利潤率相對較高，進軍市場所需資金較低。

據董事告知，於評估目標公司未來前景時，董事會已考慮多項商業及營運因素，包括：

- (i) 雪茄工廠已完成興建及發展，並已投入試營運兩年，於二零一九年年底出現COVID-19大流行前，雪茄工廠的年產能為20億支香煙及300,000支手工雪茄；
- (ii) 該附屬公司擁有完善的分銷渠道，通過零售商、業務客戶及銷售代理進行銷售。據管理層告知，有稅市場方面，該附屬公司通過柬埔寨的直銷隊伍及批

獨立財務顧問函件

發網絡覆蓋超過8,000家零售商，其中包括7-11及Circle K。此外，該附屬公司已在西班牙推出通過其銷售代理銷售的手工雪茄產品，超過200名雪茄專家推售產品。免稅市場方面，在柬埔寨，該附屬公司的銷售代理在機場及賭場經營免稅店；

- (iii) 該雪茄工廠為柬埔寨唯一獲柬埔寨政府發牌的雪茄工廠，而在柬埔寨，並無同行公司在煙草製造行業經營。柬埔寨政府授出的牌照將於二零二三年十月屆滿，須每三年重續。誠如 貴公司管理層告知，該附屬公司已符合重續牌照的所有規定；
- (iv) 目標集團已擁有一系列知名品牌，包括雪茄的GRANDLEAD及PADRINO及香煙的SKYLEAD/CAMBODIA及ASIA STAR；
- (v) 該附屬公司於截至二零二一年十二月三十一日止兩個年度錄得虧損，主要是由於COVID-19大流行期間機場關閉，因此雪茄工廠暫停其製造活動，以保存現金及減少損失。然而，由於大流行情況已趨緩和，該附屬公司的業務正在復甦。例如，於二零二二年十二月，該附屬公司成功自一名緬甸客戶獲得300盒香煙（即3,000,000支香煙）的訂單，以作首批出口。此外，越南的Lotte DF及香港的Dufry亦接觸該附屬公司以尋求進行業務。於中國近期放寬大流行管控措施後更接獲大量業務查詢，市場轉趨活躍；
- (vi) 該附屬公司的最高產能為20億支香煙及300,000支手工雪茄，預期於截至二零二三年、二零二四年、二零二五年、二零二六年及二零二七年十二月三十一日止年度收益可分別達致人民幣15百萬元、人民幣30百萬元、人民幣75百萬元、人民幣165百萬元及人民幣355百萬元，並於二零二六年轉虧為盈；
- (vii) 該附屬公司的業務因一系列因素而穩健增長及擴張，該等因素包括（例如）煙草行業相對較高的進入門檻、不斷增長的市場需求、強大的研發能力及先進的製造設備、因應客戶不斷變化的口味量身定製的多樣化雪茄及煙草產品、目標市場的知名品牌以及柬埔寨市場成熟的供應鏈、營銷渠道及客戶關係。

獨立財務顧問函件

- (viii) 預期目標集團將持續增加其香煙產品在柬埔寨及東南亞的市場份額，基於多項因素，包括(其中包括)其在以下方面的實力：(a)於柬埔寨的直銷及分銷商銷售網絡；(b)於東南亞地區的直銷及分銷商銷售網絡；(c)發展原設備製造商(「OEM」)業務；(d)其自有品牌日益強大；(e)能夠適應消費者不斷變化的口味；及(f)香煙產品具價格競爭力。
- (ix) 於柬埔寨，目標集團將側重加強其向零售商及商業客戶的直銷服務。直銷將使目標公司能夠利用其在柬埔寨的品牌影響力，並通過進行更多的前線訪問來監控、評估及提高其產品及服務質量，與其忠誠客戶保持長遠關係；
- (x) 於東南亞地區，在預測期間的初期，目標集團將嘗試透過分銷商網絡於東南亞地區物色新客戶及發展與彼等的關係。其後，目標公司計劃複製其於柬埔寨的業務模式，向東南亞地區同樣採用直銷策略。直銷策略可維持與忠誠客戶的長遠關係，連同完善的分銷商網絡，將使目標公司得以在東南亞地區廣泛分銷其產品；及
- (xi) 儘管截至最後實際可行日期，預期目標公司於二零二五年財政年度末方達致收支平衡，並於二零二六年財政年度方獲得盈利，董事會從其業務及創收能力的中長期觀點看，認為在中長期而言，貴公司可自目標公司業務的未來營運中獲益。

儘管 貴公司於目標集團業務方面並無相關經驗或專業知識，貴公司已確認，於收購事項完成後，目標集團之核心管理團隊將繼續留任，以繼續其現有業務營運。此外，貴公司計劃聘請於煙草行業擁有相關經驗及專業知識的外部人員，包括(其中包括)研發、製造及銷售專員及專家，以協助目標集團的核心管理團隊進行日常業務營運。

誠如 貴公司管理層所告知，其亦計劃採取一系列措施監察目標集團於收購事項完成後之業務表現，包括(其中包括)(i)以 貴公司其中一名高級管理人員取代目標集

獨立財務顧問函件

團之主席，使 貴公司可直接及即時了解目標集團之業務營運及表現；(ii)委任 貴公司財務人員加入目標集團，以監察及監督目標集團的融資活動及財務表現；(iii)聘用於煙草行業擁有相關經驗及專業知識的外部人員協助目標集團的核心管理團隊進行日常業務營運，而相關人員須定期向 貴公司高級管理層報告；及(iv)利用 貴公司現有內部監控及申報系統，以確保有效監察目標集團之業務表現，包括及時取得最新管理賬目。

計及(i)收購事項符合 貴集團的發展策略；(ii)收購事項使 貴集團能夠多元化發展其業務活動、創造不同收入來源及利用煙草市場的未來發展，從而為其股東帶來回報；(iii) 貴集團穩健的財務狀況及收購事項為 貴集團手頭充裕現金的合適投資機會；(iv) 經考慮目標公司的前景， 貴公司可能透過收購事項而從目標集團公司的未來營運及管理中獲益；(v)目標集團的核心管理團隊將繼續留任，而 貴公司預期將聘用具備煙草行業相關經驗及專業知識的外部人員，以繼續目標集團的現有業務營運；(vi) 貴公司已計劃實施一系列措施以監控目標集團於收購事項完成後的業務表現，包括變更高級管理層、密切及持續的財務監督、委任於煙草行業經驗豐富的外部人員及利用 貴公司完善的內部監控及報告系統；及(vii)誠如下文「4. 收購及認購協議(經補充協議修訂)」一節所討論，賣方以 貴公司為受益人提供履約承諾，並據此賣方將於收購事項完成後按 貴集團於目標公司的股權比例以等額補償差額，吾等與董事一致認為，儘管收購事項並非於 貴公司煤炭生產及銷售業務的一般及日常業務過程中進行，但收購事項屬公平合理，並符合 貴公司及股東的整體利益。

獨立財務顧問函件

4. 收購及認購協議(經補充協議修訂)

收購及認購協議(經補充協議修訂)的主要條款概要載列如下。務請獨立股東參閱董事會函件所披露收購及認購協議(經補充協議修訂)的進一步詳情：

日期： 二零二二年十二月三十日及二零二三年三月二十九日

訂約方：

- (i) 貴公司(作為買方)；
- (ii) 張力先生(作為賣方)；及
- (iii) 星耀企業有限公司(作為目標公司)

將予收購的資產： 賣方已有條件同意出售，而買方已有條件同意購買銷售股份(即36,500股現有股份)，於補充協議日期佔目標公司約73%股權，而目標公司持有該附屬公司的全部股權。

代價及付款： 買方根據收購及認購協議(經補充協議修訂)應付的代價為62,757,010.02美元，該金額乃經參考獨立估值師以收益法之貼現現金流量法評估的目標公司於二零二二年十一月三十日的全部股權的估值人民幣610.0百萬元，以及收購事項完成後 貴集團在目標公司的權益比例而釐定。

代價將由 貴集團的內部資源撥付。

獨立財務顧問函件

代價將分以下三期支付：

- (i) 於收購及認購協議日期，已向賣方支付19,435,763.04美元作為按金；
- (ii) 20,000,000美元須於簽署日期(不包括該日)起計30個營業日內支付；及
- (iii) 代價餘額須於完成時或之前支付。

業績承諾(「業績承諾」)： 賣方向買方保證，目標公司於截至二零二七年十二月三十一日止五個財政年度期間將實現的估計未來除息稅折舊及攤銷前盈利總額(「估計除息稅折舊及攤銷前盈利總額」)，及該期間「保證期」為人民幣145.5百萬元。賣方進一步同意，倘目標公司於保證期內實際實現的除息稅折舊及攤銷前盈利總額(將於保證期結束時計算)低於估計除息稅折舊及攤銷前盈利總額，則須向買方賠償相當於補償金的金額=(預計除息稅折舊及攤銷前盈利總額—目標公司在保證期內實現的實際除息稅折舊及攤銷前盈利總額)*73%。

貴公司預期於二零二八年三月底前將獲得目標公司於截至二零二七年十二月三十一日止五個財政年度的經審核財務報表，以釐定實際除息稅折舊及攤銷前盈利金額。

預期目標公司於編製截至二零二七年十二月三十一日止五個財政年度的經審核財務報表時將採用柬埔寨國際財務報告準則(定義見下文)。

獨立財務顧問函件

倘目標公司於保證期內實現的實際除息稅折舊及攤銷前盈利總額低於估計除息稅折舊及攤銷前盈利總額，有關不足之數按日期為二零二三年三月二十九日的公告所載的公式乘以73%的金額預期將於目標公司發出截至二零二七年十二月三十一日止年度的經審核報告後三個月內支付予 貴公司作為賠償。

先決條件：

收購及認購協議(經補充協議修訂)的完成須待各項條件獲達成或獲買方豁免後方可作實，包括(其中包括)：

- (i) 收購及認購協議(經補充協議修訂)所載保證人的各項聲明及保證為且仍為真實、準確及完備；
- (ii) 買方須完成令買方信納之有關目標集團的足夠完善的財務、法律及業務盡職審查；
- (iii) 每名保證人應履行及遵守交易文件所載彼等於完成時或之前須予以履行或遵從的所有義務及條件；
- (iv) 任何適用法律的條文概無禁止完成交易文件項下擬進行的任何交易，並已取得任何主管政府機關或其他第三方的所有必要同意；

獨立財務顧問函件

- (v) 買方已取得所有批准(包括但不限於就完成交易文件項下擬進行交易所需的股東批准(如適用))並已完成上市規則項下規定的所有程序；
- (vi) 與將在完成時完成的交易有關的所有公司及其他程序，均須以獲買方信納的形式及實質完成；及
- (vii) 自報表日期以來，並無發生任何重大不利影響，亦無發生或出現任何事件可合理預期將導致重大不利影響。

據 貴公司所深知，於通函日期，所有先決條件已達成，惟以下條件除外：(i)買方已取得所有就完成交易文件項下擬進行交易所需的股東批准並已完成上市規則項下規定的所有程序，有關事宜現正透過股東特別大會尋求批准；及(ii)目標公司提供的經審核賬目，貴公司已委聘外部核數師根據柬埔寨國際財務報告準則(「**柬埔寨國際財務報告準則**」)編製截至二零二二年十二月三十一日止四個年度的經審核賬目。柬埔寨國際財務報告準則與國際財務報告準則兩者之間並無重大差異。

獨立財務顧問函件

終止：

收購及認購協議(經補充協議修訂)可於完成前(i)經所有訂約方書面同意而終止；(ii)由買方發出書面通知予以終止(倘存在重大失實陳述(或任何所作陳述或保證變為不真實、不準確或有誤導性)或賣方或任何保證人嚴重違反收購及認購協議(經補充協議修訂)中包含的契諾或協議，且有關違反(如可補救)在收到該通知後14天內未予補救)；或(iii)由買方終止(倘並無任何先決條件於二零二三年六月三十日前獲達成或獲豁免，或倘由於適用法律的變更，該協議項下擬進行交易的完成將被適用法律禁止)。

有關終止將不會免除賣方或目標公司因任何違反收購及認購協議(經補充協議修訂)而產生的任何責任，且將不會免除賣方根據收購及認購協議(經補充協議修訂)條款在買方要求的期限內以買方要求的方式退還買方根據收購及認購協議(經補充協議修訂)支付的款項的任何義務。

完成：

買賣銷售股份完成將於屬營業日的日期通過遠程簽署文件及／或交換文件及簽署作實，而在該日期前上述「先決條件」一節訂明的所有完成條件均於完成前後或於賣方及買方共同書面協定的有關其他時間及地點獲達成或豁免。

於完成時，目標公司須應買方合理要求向買方交付所有企業文件、許可證及證書。

獨立財務顧問函件

於完成時，賣方須(i)向買方交付(a)證明銷售股份擁有權的相關股票；(b)將銷售股份轉讓予買方的正式簽署轉讓文據；(c)目標公司任何現有董事簽署的董事辭任書(如買方如此要求)；及(ii)提供買方合理要求的所有協助，以於完成後盡快完成買方在有關當局登記為銷售股份擁有人及買方提名的任何人士登記為目標公司董事的手續。

在完成時，買方應向目標公司交付已填妥的認購股份申請。

放棄：

賣方放棄就任何銷售股份或認購股份的任何優先認購權、優先購買權或賦予賣方的其他權利。

負面契諾：

於簽署日期至完成期間，除非買方另行書面同意，否則目標集團公司概不得(及保證人不得允許任何目標集團公司)(i)採取任何可能致使保證人的任何聲明及保證於任何完成時變為不準確的行動；(ii)放棄、解除或轉讓任何重大權利或申索；(iii)採取任何買方認為會大幅削減目標集團公司價值的行動；(iv)出售、購買、出讓、租賃、轉讓、質押任何重大資產、對任何重大資產設立產權負擔或以其他方式出售任何重大資產；(v)發行、出售或授予任何股本證券；(vi)宣派、發行、作出或派付有關任何股本證券的任何股息或其他分派；(vii)對借款或資本租賃承擔承擔任何債務或承擔或擔保任何人士的任何債務；(viii)與任何關聯方訂立任何合約或其他交易；或(ix)授權、批准或同意任何上述各項。

獨立財務顧問函件

誠如上表所討論，賣方就目標公司於保證期間之除息稅折舊及攤銷前盈利總額以 貴公司為受益人提供業績承諾，並將於收購事項完成後按 貴集團於目標公司之股權比例以港元補償差額。經計及(i)業績承諾項下的除息稅折舊及攤銷前盈利總額乃參考估值所採納截至二零二七年十二月三十一日止五個年度(即五個財政年度期間)的預測除息稅折舊及攤銷前盈利釐定；(ii)代價乃參考獨立估值師以收益法的貼現現金流量法評估目標公司於二零二二年十一月三十日全部股權的估值人民幣610.0百萬元釐定，較估值折讓約1.64%；(iii)補償按參考 貴集團於收購事項完成後應佔於目標公司的權益，按等額貨幣基準計算的差額；及(iv)賣方履行收購及認購協議(經補充協議修訂)項下的付款義務由張量先生及King Lok提供的股份抵押作擔保，包括張量先生持有的5,307,450,000股 貴公司股份及由此產生的直接及間接權益，吾等認為賣方提供的業績承諾足以保障 貴公司及股東的整體利益。

經計及(i)上文所述收購事項及認購事項(經補充協議修訂)的原因及裨益；(ii)代價乃參考獨立估值師以收益法之貼現現金流量法評估目標公司於二零二二年十一月三十日的全部股權的估值人民幣610.0百萬元釐定；及(iii)賣方提供對 貴公司有利的業績承諾，吾等認為，收購及認購協議(經補充協議修訂)的條款按一般商業條款訂立、屬公平合理並符合 貴公司及股東的整體利益。

5. 目標公司估值

估值基準

誠如董事會函件所述，代價乃參考獨立估值師以收益法之貼現現金流量法評估的目標公司於二零二二年十一月三十日的全部股權的估值人民幣610.0百萬元（「估值」）釐定，有關資料載列如下：

收購事項

目標公司全部股權的估值	人民幣610.0百萬元
計算代價的基準	人民幣600.0百萬元(A)
目標公司36,500股銷售股份(佔於收購及認購協議日期 目標公司已發行股份總數的73%)	73% (B)
代價	人民幣438.0百萬元 (62.757百萬美元)(A*B)

附註：根據6.9793：1的人民幣：美元匯率計算

誠如董事會函件所述及上表所列，代價約62.757百萬美元乃參考目標公司於二零二二年十一月三十日全部股權的估值人民幣610.0百萬元釐定。

代價的評估

吾等已審閱由獨立合資格估值師華信評估及諮詢有限公司編製的估值報告，注意到目標公司於二零二二年十一月三十日（「估值日期」）的公允價值為人民幣610百萬元。

於評估估值報告的公平性及合理性時，吾等已考慮以下因素：

(i) 華信評估及諮詢有限公司的資格及工作範圍

吾等已審閱並與獨立估值師討論彼等進行估值的資格及經驗。吾等注意到(1)獨立估值師為獨立專業服務公司，提供全面的專業服務，包括獨立估值、業務諮詢及採礦顧問服務；(2)楊家華先生作為獨立估值師的董事，負責估值報告的整體項目管理，

獨立財務顧問函件

在香港及中國的業務及財務估值服務、業務諮詢及併購顧問服務方面擁有逾八年的豐富經驗；(3)獨立估值師的客戶包括其他聯交所上市公司，如萬國國際礦業集團有限公司(3939.HK)、Apollo智慧出行集團有限公司(860.HK)及Pacific Legend Group Limited (8547.HK)；及(4)獨立估值師為 貴公司、賣方及彼等各自的聯繫人的獨立第三方。

吾等亦已審閱估值師的委聘條款，特別是其工作範圍，並注意到對所需發表意見而言實屬恰當，亦無任何可能對彼等於估值報告作出保證的程度有不利影響的工作範圍限制。

基於上述情況，吾等認為獨立估值師的工作範圍合適，且獨立估值師合資格進行估值。吾等因此認為依賴其工作及意見屬恰當。

(ii) 估值方法

吾等已與獨立估值師討論，了解到由於以下考慮，獨立估值師採用收益法的貼現現金流量(「貼現現金流量」)法：

- (a) 評估目標集團的估值方法選擇乃基於(其中包括)獲提供資料的數量及質量、可獲取數據的可訪問性、相關市場資料的可利用性、目標集團業務經營的獨特性及目標集團參與行業的性質、專業判斷及技術專長；
- (b) 收益法計及目標集團的未來增長潛力及公司特定問題的因素；
- (c) 貼現現金流量法(首先估計市場參與者收購方預期資產於獨立預測期間產生的年度現金流量)屬適當，原因為購買及認購目標公司股份的目的是使 貴公司受益於目標公司未來產生的收入。因此，未來產生收入的前景為從 貴公司角度評估目標公司價值時考慮的核心因素；及

獨立財務顧問函件

- (d) 並無考慮市場法及成本法，原因為管理層認為市場法及成本法可能無法完全反映目標集團包含的未來因素。

基於上述因素，吾等認同獨立估值師的意見，認為收益法為進行公平合理估值的最合適估值方法。

(iii) 貼現現金流量法的應用

根據收益法，目標公司的估值指預期將自目標公司產生的未來經濟利益的現值。獨立估值師應用貼現現金流量法按貼現率貼現目標公司的自由現金流量（「自由現金流量」），以計算目標公司的公允市值。

於吾等評估估值的過程中，吾等已審閱以下主要量化假設：

(a) 預測收益

根據估值報告，目標集團截至二零二三年、二零二四年、二零二五年、二零二六年及二零二七年十二月三十一日止年度的預測年度收益分別約為人民幣15百萬元、人民幣30百萬元、人民幣75百萬元、人民幣165百萬元及人民幣355百萬元。吾等已與獨立估值師討論及審閱詳細工作文件，了解到上述收益乃基於 貴公司管理層、目標集團管理層及／或彼等的代表（「管理層」）的估計。

於評估截至二零二七年十二月三十一日止五個年度的預測收益的合理性時，吾等已與管理層討論有關預測的基準及假設。誠如管理層所告知，經考慮以下主要因素後，截至二零二七年十二月三十一日止五個年度的預測收益被視為可以實現：

- (1) 預期所有目標集團預測期間內的收益來自在柬埔寨及東南亞銷售煙草產品，主要為香煙及手工雪茄；
- (2) 預測期間內收益根據以下各項釐定：(i)估計售價，其根據(其中包括)過去數年材料成本、歷史售價、類似產品售價及在目標市場的競爭水平估計；及(ii)銷售金額，其根據(其中包括)生產能力及市場規模估計；

- (3) 就香煙生產而言，其最大產能主要取決於現有機器及設備。於預測期間，預期於二零二七年售出約19.2億支香煙，低於20億支香煙的年產能。就手工雪茄產能而言，主要關注是招聘及培訓工人，負責捲製雪茄產品。目標集團將於有需要時靈活招聘所需人手，且毋須添置機器或設備。據管理層告知，從招聘到培訓只需要約1個月時間，工作人員便可準備就緒，進行雪茄捲製工作。因此，目標集團將能夠生產所需數量的香煙產品，以於預測期間達成擬訂的銷售。基於下文所述柬埔寨及東南亞市場的發展策略，預期於二零二七年約350百萬支香煙可透過直銷及分銷商於柬埔寨銷售，約850百萬支香煙透過直銷渠道於東南亞市場銷售，另外600百萬支香煙可透過分銷商渠道於東南亞市場銷售。此外，東南亞以外地區(包括亞太地區及全球其他市場)的銷售預期將產生約100百萬支香煙的銷售量，佔二零二七年香煙總銷量約5.5%。東南亞以外的香煙銷售主要透過免稅渠道進行。目標集團的員工中有來自四大煙草公司的免稅渠道的前高級僱員，並已與多家大型中國免稅公司建立良好關係；
- (4) 管理層已制定業務計劃，以於預測期間內達到相關收益，包括建立完善分銷渠道及擁有一系列知名品牌(包括雪茄品牌GRANDLEAD及PADRINO及香煙品牌SKYLEAD/CAMBODIA及ASIA STAR)。例如，該附屬公司通過柬埔寨的直銷隊伍及批發網絡覆蓋超過8,000家零售商，其中包括7-11及Circle K。就應用不同的銷售模式所覆蓋的市場而言，直銷用於柬埔寨主要省份及城市的市場，如金邊、暹粒及西哈努克市，而分銷商則用於周邊地區的市場，如馬德望、茶膠省、磅湛及磅士卑。目標公司已開始與茶膠省、Kompong Thanh Yang及Kompong Cham的分銷商進行初步合作，據了解，這些分銷商將覆蓋約800個零售商。目標集團預計在每個周邊地區發展1至3個分銷商，據了解各分銷商有能力覆蓋6,000至8,000個零售商，目標是到二零二七年年末通過分銷商達到30,000個零售商。此外，該附屬公司已在西班牙推出通過其銷售代理銷售的手工雪茄產品；

獨立財務顧問函件

- (5) 目標集團經營的雪茄工廠為柬埔寨唯一獲得柬埔寨政府發牌的雪茄工廠，最大產能可達到20億支香煙及300,000支手工雪茄。儘管雪茄銷售預期僅佔目標集團收入的一小部分(介乎約3%至12%)，但目標集團對雪茄工廠的所有權將確保其可控制自身的雪茄產量以滿足市場需求，亦使其能夠滿足第三方的生產需要；
- (6) 根據Statista(一家具領導地位的市場及消費者數據提供商，有200多名專業編輯從約22,500個來源收集資料，提供橫跨170個行業及150多個國家的見解及事實)發佈的公開資料，預期柬埔寨煙草市場的市場規模將由二零二二年的約220百萬美元(相當於約人民幣1,500百萬元)逐步增長至二零二七年的約240百萬美元(相當於約人民幣1,600百萬元)。因此，管理層相信，柬埔寨的市場深度讓目標公司能夠實現業務計劃及財務預測內的建議；
- (7) COVID-19爆發前，目標集團的收益由截至二零一八年十二月三十一日止年度的約0.7百萬美元增加至截至二零一九年十二月三十一日止年度的約3.3百萬美元，增幅超過370%，原因為目標集團於二零一八年進行試產後，於二零一九年實現穩定營運。管理層相信COVID-19大流行日後會逐漸緩和；
- (8) 於柬埔寨，目標集團將專注於加強其對零售商及商業客戶的直接銷售。直接銷售將使目標集團能夠利用其在柬埔寨的品牌影響力，並通過進行更多的前線訪問來監控、評估及提高其產品及服務質量，與其忠誠客戶保持長期關係；
- (9) 與柬埔寨1,600萬人口相比，東南亞地區國家人口超過六億人，而跨國煙草公司於該地區並無絕對市場主導地位。管理層相信，該地區龐大的吸煙人口為香煙消費提供巨大的增長空間。在此背景下，根據管理層提供的業務計劃及財務預測，目標集團將首先嘗試於二零二三年及二零二四年透過分銷商網絡

獨立財務顧問函件

探索及發展其於東南亞地區的客戶關係。其後，目標集團將能夠複製其於柬埔寨的成功業務模式，透過其直銷策略以策略方式銷售產品予該等東南亞國家。直銷策略連同完善的分銷商網絡將使目標集團於東南亞地區擁有廣泛覆蓋；及

- (10) 就每包香煙的銷售價格而言，視乎地域市場及目標集團在各市場的擴張戰略（例如，是否依靠分銷商推出產品），不同銷售渠道的價格可能不同。具體而言，於柬埔寨以外的市場，每包香煙（每包二十支香煙）的擬定平均銷售價格（通過直接銷售）為0.574美元，通過分銷渠道則為0.254美元，而通過免稅渠道則為0.288美元。另一方面，於柬埔寨，每包的平均銷售價格在直接銷售及分銷渠道中屬相同，即0.574美元。銷售價格的釐定是基於過去與這些渠道的交易方談判的實際價格，並計及以下因素：(i)生產成本；(ii)目標集團在直接銷售中的成本（適用於直接銷售）；及(iii)分銷商模式下的分銷商利潤（適用於通過分銷商銷售）。

吾等已與管理層討論目標集團業務的未來計劃及前景，包括但不限於產品組合、定價策略、營銷渠道、客戶關係及市場需求。吾等已取得並審閱該附屬公司截至二零二二年十二月三十一日止五個年度的財務報表。截至二零二二年十二月三十一日止五個年度，目標集團的收益分別約為0.7百萬美元（相當於約人民幣4.7百萬元）、3.3百萬美元（相當於約人民幣22.4百萬元）、1.8百萬美元（相當於約人民幣12.2百萬元）、1.7百萬美元（相當於約人民幣11.5百萬元）及0.8百萬美元（相當於約人民幣5.4百萬元），有關金額根據1美元兌人民幣6.78元的匯率計算，以供說明之用。目標集團於二零一八年進行試產後，於二零一九年實現穩定營運，使二零一九年收益大幅增長。然而，由於COVID-19大流行的影響持續，目標集團於二零二零年至二零二二年期間錄得收益減少。即使於COVID-19大流行的影響下，貴集團截至二零二二年十二月三十一日止四個年度的年均收益約人民幣12.9百萬元，仍接近截至二零二三年十二月三十一日止年度的預測收益人民幣15百萬元。

於評估截至二零二七年十二月三十一日止五個年度的預測收益年增長率100%至150%的合理性時，吾等已考慮目標集團的四個方面，包括過往年增長率、產能、市場份額以及銷售及營銷網絡。

獨立財務顧問函件

截至十二月三十一日止年度

二零一九年 二零二零年 二零二一年

該附屬公司實際香煙銷量(支)	84,700,000	8,930,000	6,190,000
該附屬公司實際香煙產量(支)	89,890,000	10,150,000	9,670,000
該附屬公司實際香煙銷量佔實際產量的百分比	94.2%	88.0%	64.0%
該附屬公司實際雪茄銷量(支)	37,770	36,600	50,500
該附屬公司實際雪茄產量(支)	94,465	198,410	27,897
該附屬公司實際雪茄銷量佔實際產量的百分比	40.0%	18.4%	181.0%

就目標集團的過往年增長率而言，考慮到(1)於COVID-19大流行期間，該附屬公司的營運須根據當地政府的管控規定或因僱員感染而不時暫停。因此，截至二零二一年十二月三十一日止兩個年度，香煙的產量分別減少約88.7%及4.7%，而香煙實際銷量佔實際產量的百分比由二零一九年的約94.2%減少至二零二一年的約64.0%。該附屬公司實際銷售數量佔香煙實際產量的百分比由二零二零年約88.0%減少至二零二一年約64.0%，乃主要基於COVID-19疫情持續令消費者對香煙產品的需求造成負面影響。就手工雪茄而言，過往計劃產量為每年約250,000支。二零一九年的實際產量相對較低，主要由於在生產初期需要招聘及培訓工人，而預計於招聘及培訓後於二零二零年產量大為提升。然而，由於不時停產，手工雪茄的實際生產未能達到二零二零年的過往年度生產目標，並於二零二一年進一步減少。鑒於銷售香煙為目標集團的主要收入來源，於COVID-19疫情期間，香煙的銷售及生產大幅減少，對目標集團截至二零二一年十二月三十一日止兩個年度的業績造成負面影響；及(2)由於中國近期已放寬其疫情控制措施，更多業務查詢正在湧入，市場正在升溫，目標集團將能夠復甦，從而實現與其自身營運能力相匹配的收入水平，吾等同意董事及管理層的觀點，認為截至二零一九年十二

獨立財務顧問函件

月三十一日止兩個年度的歷史數據(與受COVID-19大流行爆發影響的時期相比)對了解目標集團的實際業務營運及財務表現以及作為預測參考的工作而言更有意義。誠如上文所討論，目標集團的收益由二零一八年至二零一九年增加380.2%。隨著COVID-19大流行減退，預期目標集團的產量及銷量將逐漸恢復至COVID-19大流行爆發前的增長動力。

就目標集團的產能而言，一方面現有機器及設備的最高香煙年產能高於截至二零二七年十二月三十一日止五個年度的年度規定數量。另一方面，最高手工雪茄年產能主要取決於招聘及培訓工人，將由彼等捲製雪茄產品。柬埔寨的現有培訓體制及具競爭力的薪資水平可靈活支持目標集團持續擴大手工雪茄產能以滿足未來需求。誠如管理層所告知，目標集團已獲取機器及設備的產能，從而生產估計數量的香煙及雪茄產品，且於預測期間將毋須進一步作出重大資本投資。

獨立財務顧問函件

就目標集團的市場份額而言，下表載列(1)目標集團在不同市場的收益及預測收益；(2)柬埔寨及東南亞煙草產品按收益計的市場規模；及(3)根據目標集團截至二零一九年十二月三十一日止兩個年度產生的歷史收益及截至二零二七年十二月三十一日止五個年度的預測收益，目標集團於柬埔寨及東南亞煙草市場的歷史市場份額及預測市場份額，有關金額根據1美元兌人民幣7.1629元的匯率計算，以供說明之用：

年度	目標集團			
	收益／預測			
	收益 (百萬美元) A = B + C + D	柬埔寨市場 (百萬美元) B	東南亞市場 (百萬美元) C	其他市場 (百萬美元) D
二零一八年	0.69	0.34	—	0.35
二零一九年	3.30	3.30	—	—
二零二三年(預測)	2.09	1.25	0.32	0.52
二零二四年(預測)	4.19	2.44	0.59	1.16
二零二五年(預測)	10.47	2.75	6.23	1.49
二零二六年(預測)	23.04	4.72	15.18	3.14
二零二七年(預測)	49.56	10.04	32.59	6.93

資料來源：目標集團提供的資料

年度	柬埔寨	目標集團在 柬埔寨的 市場份額 (%) B/E	東南亞	目標集團在 東南亞的 市場份額 (%) C/F
	煙草產品 按收益計的 市場規模 (百萬美元) E		煙草產品 按收益計的 市場規模 (百萬美元) F	
	二零一八年		216.19	
二零一九年	217.92	1.51%	52,430.00	0.00%
二零二三年(預測)	229.20	0.55%	58,450.00	0.00%
二零二四年(預測)	232.58	1.05%	59,770.00	0.00%
二零二五年(預測)	236.00	1.17%	61,050.00	0.01%
二零二六年(預測)	239.65	1.97%	62,200.00	0.02%
二零二七年(預測)	243.44	4.12%	63,350.00	0.05%

資料來源：Statista

獨立財務顧問函件

如上表所示，於二零一九年，目標集團於柬埔寨煙草市場的市場份額已達約1.51%，接近其預期於二零二六年在柬埔寨取得的市場份額。預期將分別於柬埔寨及東南亞地區煙草市場取得約2.61%及0.05%的額外市場份額。就此而言，吾等已取得及審閱目標集團於柬埔寨及東南亞地區的先前及預測直接銷售、分銷商銷售及原設備製造業務的明細。從管理層得知，由於勞工成本相對較低及豁免進口關稅，目標集團擁有廣泛的產品口味／配方，以適應持續變化的消費者口味，且其煙草產品具有競爭力的定價。通過(1)其在柬埔寨的直銷及批發網絡，覆蓋包括7-11及Circle K在內的8,000多家零售商；(2)於二零二三年及二零二四年開始通過分銷商網絡擴展至東南亞市場；及(3)隨後在東南亞市場複製上文所述的直銷策略，目標集團已準備就緒，按計劃持續增加其於柬埔寨及東南亞地區煙草市場的市場份額。

Statista的總部設於漢堡，是一家橫跨170個行業及超過150個國家的市場及消費者數據提供商，在全球擁有超過15個辦事處。根據Statista的網站，Statista採用自下而上的建模方法，透過(1)從(其中包括)國家統計數據、行業研究、行業協會、獨立數據庫及第三方來源收集及獲取市場數據；(2)分析各種主要市場及宏觀經濟指標、過往發展、當前趨勢及主要市場參與者的已呈報業績指標；(3)與價值鏈中的市場專家進行初步訪談，以驗證其結果及獲得結果所用的假設；及(4)使用數學模型對相關市場進行趨勢分析及預測。在上述基礎上，吾等認為Statista編製的市場統計數據乃基於經認證的資料來源，並經過嚴格的程序驗證。因此，吾等認為Statista提供的市場統計數據屬可信及可靠，並可作為證實柬埔寨及東南亞煙草產品市場規模的參考。

就柬埔寨煙草市場而言，預期目標集團於柬埔寨的市場份額將由二零二六年的約1.97%增加至二零二七年的約4.12%，主要由於目標集團截至二零二七年十二月三十一日止年度的收益增加。計及(1)目前柬埔寨約有90,000家香煙零售商，而於二零二二年底目標集團已透過直接銷售與超過8,000家該等零售商建立合作關係。目標集團計劃於二零二七年前逐步將與其合作直銷煙草產品的零售商數目增至約50,000家，以增加其煙草產品的直銷額；(2)目標集團的煙草產品的價格一般較並無於柬埔寨生產煙草產品的國際品牌更具競爭力。此乃由於(i)目標集團(其於柬埔寨設有工廠)毋須就其於當地銷售及分銷的煙草產品繳納進口稅，進口稅金額為香煙售價的約31%(雪茄為35%)；及(ii)

獨立財務顧問函件

當地生產的勞工成本相對較低。例如，目標集團的旗艦產品Asia Star之定價較於柬埔寨市場銷售的國際品牌相若產品低約15%；(3)透過於當地生產及銷售，預期目標集團能夠更迅速地回應市場需求，並能夠識別市場趨勢及回應消費者對不同煙草產品的需求和口味；及(4)目標集團亦預期受益於其煙草產品在市場上的品牌知名度建立，最終能夠就其煙草產品收取溢價，進而賺取更高收益，按上表所示，目標集團被視為能夠於截至二零二七年十二月三十一日止五個年度在柬埔寨實現預期收益。因此，吾等認為目標集團於二零二七年在柬埔寨的市場份額大幅增長屬公平合理。

	二零二三年	二零二四年	二零二五年	二零二六年	二零二七年
零售商的目標總數	10,000	22,000	28,000	40,000	50,000
透過分銷商的零售商 總數	2,000	8,000	8,000	20,000	30,000
直銷的零售商總數	8,000	14,000	20,000	20,000	20,000
目標銷售團隊總規模 負責拓展及維持與 分銷商業務的人員 數目	70	130	180	220	260
負責拓展及維持直銷 業務的人員數目	10	30	30	70	110
估計每年將獲取的 新零售商數目(附註1)	60	100	150	150	150
估計獲取的零售商累計 數目(附註2)	9,800	18,200	25,200	30,800	36,400
	17,800	36,000	61,200	92,000	128,400

附註：

1. 每年將獲取的新零售商數目是根據柬埔寨每名銷售人員獲取140個零售商的歷史年度能力乘以每年的總目標銷售團隊規模來估計。
2. 累計獲取的零售商數目估計為前幾年獲得的零售商總數與新一年獲得的新零售商的估計數目之和。例如，二零二三年獲取的零售商的估計累計數目是由8,000家(即二零二二年 貴集團已建立合作關係的零售商總數)及9,800家(即二零二三年獲取的新零售商的估計數目)的總和所計算。二零二四年估計的累計零售商數目是由17,800家(即二零二三年與 貴集團建立合作關係的零售商總數)及18,200家(即二零二四年估計的新零售商數目)之和計算得出。

獨立財務顧問函件

就擴展柬埔寨合作零售商的數目而言，誠如上表所示，目標集團計劃透過分銷商及直銷方式連繫更多當地零售商，並加強其銷售工作。考慮到(1)目標集團於二零一九年COVID-19大流行爆發前已成功建立一支由約60人(包括由35名銷售人員組成的銷售團隊及由25人組成的促銷／支持團隊)組成的銷售團隊及發展一個由5,000家零售商組成的零售網絡，意味著一年內一名銷售人員可獲取約140家零售商(即5,000除以35計算)；(2)二零二三年至二零二七年，目標集團擴大銷售人員的數目；(3)憑藉目標集團每年一名銷售人員獲取140家零售商的成功往績記錄，二零二七年估計累計零售商數目128,400家超出目標集團的目標50,000家；及(4)深耕市場及目標集團的香煙建立起市場聲譽後，其將更容易與當地零售商連繫及合作，故吾等認為二零二三年至二零二七年柬埔寨合作零售商的數目擴大屬公平合理。

在釐定二零二七年柬埔寨市場的預期收益約為10.04百萬美元(即二零二七年佔柬埔寨市場份額約4.12%)，該預測乃參考銷量由二零二三年的約42百萬支香煙增加至二零二七年的約350百萬支香煙計算，而銷售香煙產品的零售商(包括直銷及分銷渠道)數目由二零二三年的10,000家增至二零二七年的50,000家。換言之，每家零售商的每年香煙銷售量預期由二零二三年的約4,200支增加至二零二七年的約7,000支，期內複合年增長率約為13.6%。考慮到(1)作為一個參考，即使在COVID-19疫情爆發的影響下，目標集團的旗艦產品Mint Burst的新產品於二零二零年七月推出，一個月內透過900家門店實現0.3百萬支香煙的銷售量，相當於每年每家零售商的香煙銷售量為單一產品4,000支(即計算為300,000乘以12再除以900)；(2)市場推廣活動、強化品牌知名度、改善消費者的接受程度及增加分銷網絡的活躍度等合併效應；(3)深耕市場後，目標集團的品牌知名度及聲譽在柬埔寨市場應日益獲得客戶肯定，此舉將有助目標集團的年銷售量進一步增加；及(4)COVID-19大流行的情況已趨緩和，未來將逐步紓解，吾等認為透過與50,000家零售商合作，預期目標集團將佔取柬埔寨市場約4.12%的份額的依據屬公平合理。

獨立財務顧問函件

就東南亞市場而言，目標集團已計劃採納增量發展策略，旨在於二零二七年底前成功開發及促進目標集團香煙的銷售，包括：(1)於二零二三年至二零二四年，預期透過分銷商而非直接銷售進軍東南亞市場，以建立市場及品牌聲譽，並重點放於東南亞的兩個至三個國家，包括印尼、越南及緬甸，按國對國的基準進行銷售。該兩個年度的銷售目標佔東南亞地區估計總銷量(5,000億支香煙)約0.01%至0.02%；(2)到二零二五年，由於目標集團煙草產品的分銷商網絡在東南亞國家發展，在此過程中建立該等煙草產品的品牌知名度，目標集團其後將向有關國家引入直銷模式以提高利潤率，總銷售目標佔東南亞估計總銷量(5,000億支香煙)約0.05%。該程序其後將於二零二六年及二零二七年在下一個國家複製，首先透過國內分銷商網絡發展銷售，然後將直銷模式引入相關市場；(3)分別到二零二六年及二零二七年，隨著相關市場的直銷模式得到鞏固及改善，以及分銷商網絡達到一定規模，目標集團預期將能實現銷售目標，分別佔東南亞估計總銷量(5,000億支香煙)約0.14%及0.29%；(4)誠如下文所討論，目標集團已與東南亞市場(包括緬甸、新加坡及巴基斯坦)的分銷商簽訂三份諒解備忘錄(「諒解備忘錄」)，表明目標集團於二零二三年及二零二四年專注於透過分銷商網絡探索及發展其於東南亞的客戶關係；(5)目標集團亦已與越南一間免稅店訂立具有法律約束力的銷售協議，據此，500,000支樣本香煙已於四月底前交付予免稅店。預計收益於二零二三年九月確認，而第三季度將訂購1百萬支香煙，金額為15,000美元；及(6)於直銷階段，貴公司已計劃透過組織目標集團於已建立的市場的核心管理及營銷人員直接推動於東南亞市場的品牌知名度，建立專業的品牌及營銷團隊。計及(1)上述增量發展策略；及(2)於截至二零二五年十二月三十一日止三個年度經過深耕市場後，目標集團的品牌知名度及聲譽將逐步獲得東南亞市場客戶的肯定，此舉將致使截至二零二七年十二月三十一日止兩個年度的收益進一步增加，如上表所示，目標集團被視為能夠在東南亞市場建立競爭地位，並實現截至二零二七年十二月三十一日止五個年度於東南亞市場的預期收益。因此，吾等認為目標集團於二零二六年及二零二七年在東南亞市場的市場份額大幅增長屬公平合理。

獨立財務顧問函件

下表載列目標集團於二零二三年至二零二七年期間透過其銷售團隊(由負責與分銷渠道拓展業務及發展直銷業務的團隊成員組成)實現東南亞市場預期收益的詳細計劃：

東南亞國家		二零二三年	二零二四年	二零二五年	二零二六年	二零二七年
印尼	銷售量(萬支香煙)	0	5,040	16,200	40,800	87,600
	透過分銷商的銷售 (萬支香煙)	0	5,040	6,500	17,058	36,625
	透過直銷的銷售 (萬支香煙)	0	0	9,700	23,742	50,975
	零售商數目(包括 透過分銷商及直銷)	0	11,000	30,000	67,200	120,800
	負責直銷的銷售 團隊規模	0	0	135	211	379
	負責分銷渠道的 銷售團隊規模	0	28	28	84	150
	越南	銷售量(萬支香煙)	450	1,200	7,400	14,000
透過分銷商的銷售 (萬支香煙)		450	1,200	3,132	5,740	13,325
透過直銷的銷售 (萬支香煙)		0	0	4,268	8,260	19,175
零售商數目(包括 透過分銷商及直銷)		982	2,619	16,000	30,000	70,000
負責直銷的銷售 團隊規模		0	0	69	92	215
負責分銷渠道的 銷售團隊規模		2	7	12	38	89
緬甸		銷售量(萬支香煙)	750	1,500	3,877	13,249
	透過分銷商的銷售 (萬支香煙)	750	1,500	1,590	5,432	10,791
	透過直銷的銷售 (萬支香煙)	0	0	2,287	7,817	15,529
	零售商數目(包括 透過分銷商及直銷)	344	687	2,094	8,044	19,086
	負責直銷的銷售 團隊規模	0	0	9	25	59
	負責分銷渠道的 銷售團隊規模	1	2	2	10	24

獨立財務顧問函件

東南亞國家		二零二三年	二零二四年	二零二五年	二零二六年	二零二七年
總計	銷售量(萬支香煙)	4,237*	8,474*	27,477	68,049	146,420
	透過分銷商的銷售 (萬支香煙)	4,237*	8,474*	11,222	28,230	60,741
	透過直銷的銷售 (萬支香煙)	0	0	16,255	39,819	85,679
	零售商數目(包括 透過分銷商及直銷)	1,326	14,306	48,094	105,244	209,886
	負責直銷的銷售 團隊規模	0	0	213	328	653
	負責分銷渠道的 銷售團隊規模	3	37	42	132	263

* 附註：

就透過分銷商的總銷售量而言，其將包括二零二三年的30,370,000支香煙及二零二四年的7,340,000支香煙，預期於東南亞市場其他國家銷售，可能為馬來西亞、泰國、孟加拉、巴基斯坦、寮國等，目標集團現正與該等國家的分銷商進行磋商。

誠如董事會函件中所披露，目標集團計劃在二零二三年至二零二七年期間增加東南亞的零售商數量，該計劃基於(1)擴大其直接銷售的銷售團隊，他們將直接與零售商接觸並保持關係。根據目標集團在柬埔寨的成功往績記錄，每個銷售人員將負責發展及維持與約160個零售商的關係；及(2)與分銷商合作，分銷商將從其銷售網絡中引入零售商。目標集團將逐步與東南亞的分銷商建立合作關係，最終在二零二七年將數量穩定在15至20家之間。根據目標集團通過與分銷商談判對其能力的了解，每個分銷商預計將覆蓋東南亞地區至少5,000至10,000家零售商。分銷渠道的銷售人員應負責向分銷商提供支持，估計每個銷售人員的比例約為400家零售商。

考慮到(1)與柬埔寨的1,600萬人口相比，東南亞國家的人口超過6億人，因此，其通常擁有更大的煙草產品市場規模及更多的零售商；(2)目標集團在柬埔寨每年由一名銷售人員通過直接銷售獲得140家零售商的成功往績記錄，以及東南亞更大的煙草市場規模將使目標集團的銷售人員能夠發展更多的零售商；(3)通過分銷商銷售是建立在分銷商已經建立的銷售網絡上，分銷商負責煙草產品的營銷及銷售，能夠比直接銷售獲得更多的零售商的聯繫及合作，因此目標集團需要較少的銷售人員；(4)進入東南亞市場預計將首先通過分銷商而不是直接銷售，以便迅速建立市場及品牌聲譽；(5)誠如管

獨立財務顧問函件

理層所告知，在與目標集團簽署諒解備忘錄的分銷商中，目標集團了解WYZ Pte Ltd (緬甸)、Algold Wine & Spirals PTE Ltd (巴基斯坦)及Kaimay Pte Ltd (新加坡)在其全部能力下可分別覆蓋緬甸的約30,000家零售商、巴基斯坦的20,000家零售商以及孟加拉及阿富汗的30,000家零售商；(6)目標集團的香煙經過市場培育及市場聲譽的建立，更容易與當地零售商取得聯繫及合作；及(7)目標集團的銷售人員由二零二三年至二零二七年不斷擴大，吾等認為東南亞市場合作零售商的數目由二零二三年至二零二七年不斷擴大的依據屬公平合理。

考慮到(1)進軍東南亞市場的方法預期首次透過分銷商，彼等已建立當地零售商網絡，且與直銷相比，能夠與更多零售商連繫及合作；(2)根據分銷渠道，銷售團隊負責支援分銷商，而分銷商之後可與零售商合作，因而需要的銷售人員得以減少；(3)二零二三年至二零二七年目標集團銷售人員的數目擴大；(4)與柬埔寨1,600萬人口相比，東南亞國家的人口超過6億，跨國煙草公司在區內並無任何絕對市場主導地位，因此東南亞國家一般擁有較大的煙草產品市場規模；(5)目標集團憑藉其經驗及策略，已成功拓展柬埔寨市場，包括策動廣泛的分銷商參與，實現市場滲透、擴大品牌知名度及深入了解客戶的需求，並逐步引入直銷模式以強化銷售表現。到拓展東南亞市場時，該等措施可以轉移，並可在此過程中直接實施；(6)市場推廣活動、強化品牌知名度、改善消費者的接受程度及增加分銷網絡的活躍度等合併效應；(7)深耕市場後，目標集團的品牌知名度及聲譽在柬埔寨市場應日益獲得客戶的肯定，此舉有助其年度銷售量進一步增加；及(8) COVID-19大流行的情況已趨緩和，未來將逐步紓解，吾等認為於二零二三年至二零二七年不同時點的銷售目標估計屬公平合理。

就其他市場而言，目標集團將透過以下四個主要範疇的免稅渠道逐步增加其產品銷售：(1)中南半島(例如寮國)；(2)東南亞地區(例如印尼)；(3)大中華區(例如香港、澳

獨立財務顧問函件

門)；及(4)其他地區(例如日本、南韓、澳洲及阿拉伯聯合酋長國)。目標集團認為上述地區的機場及邊境口岸免稅品店將為其品牌取得良好的曝光率，增加旅客的認知度。

就目標集團的銷售及營銷網絡而言，目標集團透過零售商及商業客戶擁有完善的分銷渠道。據管理層告知，就完稅市場而言，該附屬公司已透過柬埔寨的直銷團隊及批發網絡覆蓋超過8,000家零售商，其中包括7-11及OK便利店。就免稅市場而言，該附屬公司的商業客戶於柬埔寨機場及賭場經營免稅店。吾等已取得並審閱該附屬公司於二零二二年與中免集團、Kiwi mart、7-11及OK便利店訂立的銷售協議及採購訂單，其規管目標集團與該等大型零售／免稅連鎖店之間的業務關係。此外，吾等已審閱並取得三份諒解備忘錄以及該附屬公司與越南一間免稅店之間的一份銷售協議(「該等協議」)，表明目標集團於二零二三年及二零二四年專注於透過分銷商網絡探索及發展彼等於東南亞地區的客戶關係。根據該等協議及吾等自管理層了解到，計劃採購總額約為人民幣5.4百萬元，已涵蓋截至二零二三年十二月三十一日止年度的目標集團於全部市場預測總收益約36%。儘管三份諒解備忘錄並無法律約束力，惟據管理層告知，與該三名東南亞分銷商的業務合作有若干更新。就緬甸分銷商(WYZ Pte Ltd)而言，該附屬公司已向正在拓展市場及向零售商分銷產品的分銷商交付300支香煙樣本。第一批5百萬支香煙的協定收益總額為75,000美元，預計於二零二三年第三季度確認。就新加坡的分銷商(Kaimay Pte Ltd)及巴基斯坦的分銷商(Algold Wine & Spirals PTE Ltd)而言，該附屬公司已分別與彼等簽訂補充諒解備忘錄，於交付首項訂單後，訂約方將彼此訂立銷售合約，於相關諒解備忘錄中列入單價及數量。與Kaimay Pte Ltd簽署的諒解備忘錄指定其擔任孟加拉市場的代理。訂約方已就第一批4百萬支香煙的定價達成協議，而分銷商現正辦理相關進口配額的申請。上述4百萬支香煙的收益總額為60,000美元，預計於二零二三年第三季度確認。就Algold Wine & Spirals PTE Ltd而言，訂約方之間仍就其諒解備忘錄項下的具體訂單數量及金額進行積極磋商。考慮到三份諒解備忘錄的最新資料(顯示該附屬公司與東南亞分銷商之間建立穩固及強大業務合作的可能性)，吾等認為，評估截至二零二三年十二月三十一日止年度的收益預測的公平性時，使用諒解備忘錄的估計收益屬合理。該附屬公司亦與一名現有客戶訂立具法律約束力的代理協議，以根據透過先前合作建立的互信及商譽以及對柬埔寨煙草市場未來發展的樂觀展望取得額外年度銷售。代理協議於二零二三年四月一日至二零二七年十二月三十一日止有效，截至二零二七年十二月三十一日止五個年度的計劃採購金額分別為0.15百萬美元(相當於約人

獨立財務顧問函件

人民幣1.0百萬元)、0.3百萬美元(相當於約人民幣2.0百萬元)、0.4百萬美元(相當於約人民幣2.7百萬元)、0.5百萬美元(相當於約人民幣3.4百萬元)及0.75百萬美元(相當於約人民幣5.1百萬元),按1美元兌人民幣6.78元的匯率換算,僅供說明用途。迄今,代理協議已產生收益約23,000美元。考慮到該等協議及上述代理協議,計劃採購總額(即約人民幣6.4百萬元)將佔截至二零二三年十二月三十一日止年度目標集團於全部市場預計總收益的約43%。按一年基準計算,預期截至二零二三年十二月三十一日止年度的計劃採購總額約為人民幣25.6百萬元。因此,吾等認為截至二零二三年十二月三十一日止年度的收益預測人民幣15百萬元屬公平合理。

計及(1)目標集團於二零一八年進行試產後,於二零一九年COVID-19大流行爆發前有穩定營運及增長勢頭;(2)目標集團未來數年充足的產能;(3)鑒於柬埔寨及東南亞煙草產品的市場規模及增長潛力,目標集團定下海外市場擴張計劃,尤其是目標集團於柬埔寨的定價及經營優勢以及於東南亞市場採用增量發展策略,旨在於二零二七年年年底前成功開發及促進目標集團香煙的銷售;及(4)目標集團在柬埔寨及東南亞的分銷網絡,吾等認為估值所採納截至二零二七年十二月三十一日止五個年度的預測收益屬公平合理。

(b) 預測售貨成本

售貨成本指為取得產品而產生的採購及生產成本。根據估值報告,目標集團截至二零二三年、二零二四年、二零二五年、二零二六年及二零二七年十二月三十一日止年度的預測售貨成本分別約為人民幣4.5百萬元、人民幣9.0百萬元、人民幣22.5百萬元、人民幣50.0百萬元及人民幣105.0百萬元。誠如估值報告所述,預測期間內的售貨成本由管理層提供。

與管理層討論並審閱管理層提供的證明文件(包括收益明細)後,吾等了解到,估計售貨成本乃根據預測期間內收益的約30%釐定。因此,預測期間內毛利率預期約為70%。

獨立財務顧問函件

於評估截至二零二七年十二月三十一日止五個年度的預測毛利率的合理性時，吾等已與管理層討論有關預測的基準及假設。誠如管理層所告知，經考慮以下主要因素後，截至二零二七年十二月三十一日止五個年度的預測毛利率約70%被視為可實現：

- (1) 於二零一八年，目標集團初期主要銷售自有品牌煙草產品，毛利率較高，目標集團能夠達到74.82%的毛利水平；
- (2) 於二零一九年，由於原設備製造業務(OEM業務)收益的比例較高，利潤率拉低至43.18%。目標集團從OEM業務賺取的利潤率低於銷售自有品牌煙草產品的利潤率，因此整體利潤率下降；
- (3) 於二零二三年至二零二七年，目標集團的主要收益來源將來自通過其柬埔寨及東南亞地區的現有銷售網絡銷售自有品牌煙草產品。此外，目標集團將專注於向柬埔寨的零售商和商業客戶提供更多直接銷售，這將使目標集團因與其忠實客戶有更好關係和營銷策略而能夠賺取更高利潤。目前，柬埔寨約有90,000家香煙零售商，而目標集團已與超過8,000家該等零售商建立合作關係。目標集團計劃於二零二七年前逐步將與其合作直接銷售煙草產品的零售商數目增至約20,000家，以增加其煙草產品的直接銷量。此外，目標集團準備實施一系列營銷及推廣策略以增加其煙草產品的直接銷售，包括但不限於(i)「吉包換新包」推廣，消費者可將若干品牌的香煙吉包退回零售商，以換取同一品牌完整包裝的香煙；(ii)禮品促銷，零售商達到一定香煙銷量即可獲得目標集團提供的若干禮品；及(iii)回扣推廣，目標集團將向能夠實現若干香煙銷量的零售商提供若干回扣。鑒於目標集團的策略為專注於銷售其自有品牌香煙產品及向零售商及商業客戶進行更多直接銷售，因此，毛利率應能回復至二零一八年70%的水平；及

獨立財務顧問函件

- (4) 經過過去數年的經驗，目標集團與供應商建立了良好穩定的關係。此外，預測期間內採購規模增加應使目標集團對供應商有相對較強的議價能力。目標集團有信心能夠於預測期間內按計劃保持及控制直接成本。

吾等已與管理層討論目標集團業務的未來計劃及前景，包括但不限於產品組合、定價策略、營銷渠道、客戶關係及市場需求。吾等亦已取得及審閱該附屬公司截至二零二二年十二月三十一日止五個年度的財務報表，並注意到該附屬公司截至二零二二年十二月三十一日止五個年度的毛利率分別約為74.8%、43.2%、38.8%、45.9%及17.2%。

考慮到(1)二零一九年的毛利率較低主要是由於OEM業務產生的收入比例較高，而該業務的毛利率通常較低；(2)根據吾等對目標集團於柬埔寨及東南亞地區的過往及預測直接銷售、分銷商銷售及業務明細的審閱，貴集團於預測期間專注於加強其對零售商及商業客戶的直接銷售；(3)於COVID-19大流行期間，該附屬公司須根據當地政府管控規定或由於僱員感染不時暫停營運，導致截至二零二一年十二月三十一日止兩個年度的毛利率較低；(4)由於中國近期已放寬其疫情控制措施，更多業務查詢正在湧入，市場正在升溫，目標集團將能夠復甦，以實現其自身的營運能力；及(5)誠如下文「(c)預測營運開支及折舊」分節所討論，可資比較公司(定義見下文)的毛利率介乎約11.30%至約91.39%，平均值約為52.75%，中位數約為54.75%。預測毛利率70%屬於可資比較公司(定義見下文)的範圍內，吾等認同董事及管理層的意見，認為預計預測期間的業務模式及收益來源性質將與二零一九年、二零二零年及二零二一年有所不同，但與二零一八年的業務模式及性質較為相似。由於上文所述，尤其是貴集團專注銷售其自有品牌煙草產品(毛利率一般較高)的策略，吾等認為估值採納截至二零二七年十二月三十一日止五個年度的預測毛利率屬公平合理。

誠如下文「(c)預測營運開支及折舊」分節所討論，撇除於可資比較公司(定義見下文)中被視為偏離的Ceylon Tobacco Company PLC及PT Gudang Garam Tbk不計，五間可資比較公司的平均毛利約為53.31%，較截至二零二七年十二月三十一日止五個年度的預測毛利率約70%為高。誠如獨立估值師所告知，預計毛利率高於五間可資比較公司的平均

獨立財務顧問函件

毛利率，可能是由於不同公司的直接成本及間接成本分類所致。就此方面，比較除息稅前盈利率(已考慮與營運有關的直接成本及間接成本)更具意義。有關詳情，請參閱下文「(c)預測營運開支及折舊」分節。計及(1)不同國家的直接成本與間接成本的分類差異可能導致不同毛利率，而除息稅前盈利率已考慮所有相關營運開支；(2)除息稅前盈利率獲廣泛使用，適合作為公司營運盈利能力的計量標準；及(3)除息稅前盈利率*(1—稅率)一般用作釐定自由現金流的主要組成部分，故吾等認為，以除息稅前盈利率來評估香煙公司的財務表現屬公平合理。

(c) 預測營運開支及折舊

營運開支指營運及薪金開支、銷售及營銷開支，以及在香港經營銷售中心的營運開支。根據估值報告，目標集團截至二零二三年、二零二四年、二零二五年、二零二六年及二零二七年十二月三十一日止年度的預測營運開支分別約為人民幣42.5百萬元、人民幣42.0百萬元、人民幣45.0百萬元、人民幣51.0百萬元及人民幣59.0百萬元。

吾等審閱估值時注意到，截至二零二三年、二零二四年、二零二五年、二零二六年及二零二七年十二月三十一日止年度的預測折舊分別約為人民幣17.1百萬元、人民幣17.2百萬元、人民幣17.3百萬元、人民幣17.6百萬元及人民幣18.3百萬元。

計及上述營運開支及折舊後，預期截至二零二三年、二零二四年、二零二五年、二零二六年及二零二七年十二月三十一日止年度的營運收入／(虧損)（「除息稅前盈利」）分別約為人民幣(50.6)百萬元、人民幣(41.2)百萬元、人民幣(17.3)百萬元、人民幣29.9百萬元及人民幣137.2百萬元。從營運虧損轉為營運收入主要由於收益增加。

轉虧為盈後，預期截至二零二六年及二零二七年十二月三十一日止年度的除息稅前盈利率分別約為18.1%及38.6%。據獨立估值師告知，為了證明除息稅前盈利率的合理性，獨立估值師已審閱可資比較公司(定義見下文)的除息稅前盈利率。

據與獨立估值師討論，獨立估值師識別了一份包括七間公司（「可資比較公司」）的清單，有關公司(1)主要於亞太地區從事生產及銷售煙草產品；及(2)為擁有充足財務資料可供公眾查閱的上市公司。

獨立財務顧問函件

鑒於(1)可資比較公司與目標公司從事同一行業，營運地點位於亞太地區(包括柬埔寨)；及(2)已識別出充足的樣本數目，吾等認為可資比較公司屬公平及具代表性。儘管目標集團與可資比較公司的經營規模、產品組合、業務模式、盈利能力及財務狀況可能不同，但吾等認為可資比較公司可提供煙草產品行業整體的盈利能力及營運效率的一般參考。

下表載列自Capital IQ摘錄，由獨立估值師提供的工作文件中可資比較公司的詳情。

公司名稱	業務概況	截至二零二一年十二月三十一日止年度				
		毛利率	除息稅前 盈利率	應收賬款 週轉天數	應付賬款 週轉天數	存貨週轉 天數
British American Tobacco (Malaysia) Berhad	該公司生產、進口和銷售 香煙、斗煙、雪茄及奢侈 消費品	59.00%	35.89%	110.87	53.87	158.61
British American Tobacco Bangladesh Company Limited	該公司製造一系列不同煙草 產品	53.20%	40.48%	6.09	33.19	303.30
Ceylon Tobacco Company PLC	該公司製造及營銷捲煙及 吸煙煙草產品	91.39%	78.04%	51.00	124.84	525.97
Japan Tobacco Inc.	該公司於全球製造、營銷及 銷售香煙及其他煙草產品	58.84%	20.94%	67.46	146.98	210.36
KT&G Corporation	該公司加工、製造及銷售 香煙及其他煙草產品	54.75%	25.60%	70.52	9.78	378.82
PT Gudang Garam Tbk	該公司製造及分銷香煙，並 參與與煙草業有關的活動	11.30%	5.88%	7.79	3.28	144.36

獨立財務顧問函件

公司名稱	業務概況	截至二零二一年十二月三十一日止年度				
		毛利率	除息稅前 盈利率	應收賬款 週轉天數	應付賬款 週轉天數	存貨週轉 天數
PT Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk	該公司製造手捲及機捲混合 丁香的香煙	40.76%	20.68%	26.51	55.71	275.53
	最低	11.30%	5.88%	6.09	3.28	144.36
	最高	91.39%	78.04%	110.87	146.98	525.97
	平均	52.75%	32.50%	48.61	61.09	285.28
	中位數	54.75%	25.60%	51.00	53.87	275.53

如上表所披露，可資比較公司的除息稅前盈利率介乎約5.88%至約78.04%之間，平均約為32.50%，中位數則約為25.60%。因此，於轉虧為盈後，目標公司截至二零二六年及二零二七年十二月三十一日止年度分別約為18.1%及38.6%的除息稅前盈利率，將會處於可資比較公司的除息稅前盈利率範圍內。

(d) 預測資本開支及營運資金需求

資本開支一般包括發展及擴充資本開支、持續資本開支、復墾資本開支。誠如估值報告所載，由於目標公司正在營運，而所有必要基礎設施均已到位，預期預測期間內擴充業務的資本開支金額將微不足道。因此，相等於預測收益1%的金額被視為維護現有固定資產及設備的資本開支。

營運資金淨額乃參考付款條款、可資比較公司的過往週轉天數以及管理層的經驗釐定。經與管理層討論後，應收賬款週轉天數假設平均為30天，處於可資比較公司介乎6.09天至110.87天的範圍內。應付賬款週轉天數平均為120天，處於可資比較公司介乎

獨立財務顧問函件

3.28天至146.98天的範圍內。存貨週轉天數於二零二三年為1,000天，於二零二四年為540天，於二零二五年及其後平均為240天。存貨週轉天數減少，主要由於銷售效率有所改善，而二零二五年後240天的週轉天數處於可資比較公司介乎144.36天至525.97天的範圍內。

(e) 貼現率

獨立估值師於釐定貼現率時已考慮以下因素：

- (1) 無風險利率2%乃基於柬埔寨國家銀行於二零二二年九月發行的第一筆政府債券；
- (2) 柬埔寨的風險溢價9.68%乃參考紐約大學史登商學院教授Aswath Damodaran教授於二零二二年一月出版的《Country Default Spreads and Risk Premiums》釐定，彼為多部廣泛使用估值及相關學科教科書的知名作者，為股權估值方面常被引用的知名來源；
- (3) 目標公司的貝塔系數0.46乃參考七家可資比較公司（其亦於亞太地區從事煙草產品業務）的貝塔系數中位數釐定，並已就企業稅率及槓桿成份的差異作出調整；
- (4) 規模溢價3.16%乃參考全球估值及企業融資顧問公司Duff & Phelps出版的《2020 Valuation Handbook — Guide to Cost of Capital》釐定，Duff & Phelps為跨國金融顧問公司，為股權估值方面常被引用的知名來源；
- (5) 5%的公司特定風險溢價，此乃基於獨立估值師的專業判斷，以反映目標公司的特定風險；
- (6) 根據上文(1)、(2)、(3)、(4)及(5)計算的權益成本14.64%；
- (7) 除稅後債務成本7.80%乃參考(i)該附屬公司與中國銀行的現有4百萬美元銀行貸款按6個月倫敦銀行同業拆息（「倫敦銀行同業拆息」）加4.544%的浮動利率；(ii)於估值日期，6個月倫敦銀行同業拆息利率5.20%；及(iii)柬埔寨企業稅率20%而釐定；
- (8) 權益比重（權益／（債務+權益））約98%乃參考可資比較公司的有關中位數釐定；及

獨立財務顧問函件

(9) 根據上文(6)、(7)及(8)計算的名義加權平均資本成本(「名義加權平均資本成本」)約14.51%。

因此，經約整的15.00%採納為貼現率。

(f) 預測期間及終值

獨立估值師採用二零二二年十二月一日至二零二七年十二月三十一日約5年的預測期間。獨立估值師(1)按上述假設計算預測期間的自由現金流量及(2)以15.00%的貼現率計算有關預測期間自由現金流量的現值。

目標公司的終值按約6.5%的固定增長率估計，此乃參考由國際貨幣基金組織刊發的柬埔寨二零二三年至二零二七年期間預測國民生產總值增長率的中位數釐定。目標公司的終值乃通過假設自由現金流量於預測期間後的增長率維持穩定，處於6.5%，而貼現率則為15.00%而估計。

(g) 缺乏市場流動性貼現

鑒於目標公司並非私人持有公司，而私人持有公司的股份價值通常較公眾公司股份價值為低，獨立估值師因此就缺乏市場流動性而作出貼現，向下調整投資價值，以反映其較低的適銷水平。

誠如估值報告所載，於釐定15.8%的缺乏市場流動性貼現時，獨立估值師已參考知名研究公司Stout Risius Ross, LLC刊發的「Stout受限制股份研究指引(2020版)」(Stout Restricted Stock Study Companion Guide (2020 Edition))，該指引的設計目的乃為協助估值專業人員釐定缺乏市場流通性貼現。

(iv) 總結

經考慮上述因素，特別是：(a)預測期間收益乃按估計售價及銷售金額而估計；(b)管理層已制訂業務計劃從而達致相關收益；(c)於轉虧為盈後，截至二零二六年及二零二七年十二月三十一日止年度的除息稅前盈利率分別約為18.1%及38.6%，處於可資比較公司的範圍內；(d)由於所有必要基礎設施均已到位，預測資本開支將微不足道；(e)營

獨立財務顧問函件

運資金要求乃以付款條款、可資比較公司過往週轉天數及管理層經驗為基礎；及(f)15.00%的貼現率及15.8%的缺乏市場流通性貼現，吾等認為：(a)獨立估值師於估值時採用的主要量化假設屬公平合理；及(b)獨立估值師應用自由現金流量計算屬恰當，且貼現現金流量法已合理應用於估值。

此外，經考慮(a)獨立估值師的獨立性、資格及經驗；及(b)估值方法的選擇及應用屬合理編製，吾等認為估值乃由獨立估值師按公平合理基礎進行。

於評估代價是否公平時，吾等已與董事進行討論並了解到，如下表所示，代價62.757百萬美元乃經參考目標公司的全部股權的估值人民幣610百萬元而釐定。計算代價的基準為人民幣600百萬元，較估值折讓約1.64%。因此，62.757百萬美元的代價較估值有約1.64%的折讓。

代價

目標公司全部股權的估值	人民幣610.0百萬元 (A)
代價的計算基準	人民幣600.0百萬元 (B)
目標公司36,500股銷售股份 (於補充協議日期目標公司已發行股份總數的73%)	73% (C)
代價	人民幣438.0百萬元 (62.757百萬美元) (B*C)
估值貼現	1.64% (B/A-1)

附註：根據人民幣6.9793元兌1美元的匯率計算

因此，經考慮(a)估值報告已合理編製；(b)代價乃經參考估值而釐定，較估值有約1.64%折讓；及(c)收購事項的理由及裨益，吾等認為代價屬公平合理。

獨立財務顧問函件

6. 對 貴集團的財務影響

誠如董事會函件所述，於收購事項完成後，目標公司將由 貴公司及賣方分別持有73%及27%權益，並將成為 貴公司的直接非全資附屬公司，其財務業績將綜合計入 貴集團的財務業績。

於二零二二年十二月三十一日， 貴集團銀行存款約為人民幣551.9百萬元。由於 貴公司將以現金支付代價， 貴集團的現金結餘將減少，進而令 貴集團的流動負債淨額增加。誠如上文「1. 貴集團的資料」一節所述，董事認為由於 貴集團將謹慎監控其流動性狀況，並假設 貴集團能夠從未來經營活動中產生足夠的現金流入，且在有需要時能夠向銀行或其他金融機構獲得借款，使得 貴集團有能力償還其在截至二零二三年十二月三十一日止十二個月內到期的負債。

誠如董事會函件所述，預期於緊隨收購事項完成後，收購事項將不會對 貴集團的財務表現造成任何重大影響。

意見及推薦建議

計及上述主要因素及理由，吾等認為，收購及認購協議(經補充協議修訂)的條款乃按正常商業條款訂立，就獨立股東而言屬公平合理。吾等進一步認為，收購及認購協議(經補充協議修訂)雖然並非於 貴集團的日常及一般業務過程中訂立，但其符合 貴公司及股東的整體利益。因此，吾等建議獨立董事委員會推薦，且吾等本身亦建議獨立股東投票贊成將於股東特別大會上提呈批准收購及認購協議(經補充協議修訂)及其項下擬進行交易的普通決議案。

此 致

力量發展集團有限公司
中國內蒙古
鄂爾多斯市准格爾旗
薛家灣鎮馬家塔村大飯鋪煤礦

獨立董事委員會及列位獨立股東 台照

代表
滋博資本有限公司
董事總經理
蔡丹義
謹啟

二零二三年六月三十日

蔡丹義先生是滋博資本有限公司的持牌人及負責人員，已於證券及期貨事務監察委員會註冊從事證券及期貨條例項下第1類(證券交易)及第6類(就機構融資提供意見)受規管活動。彼於企業融資行業擁有逾十年經驗。



企業估值報告

星耀企業有限公司100%股權之估值報告

估值日期：2022年11月30日

由華信評估及顧問有限公司

為力量發展集團有限公司編製

報告日期：二零二三年六月三十日

項目編號：KL22090BV

目錄

章節	頁碼
1. 估值目的	I-3
2. 估值基準	I-4
3. 工作範圍	I-4
4. 工作範圍的限制	I-5
5. 資料來源	I-6
6. 目標集團概況	I-6
7. 主要假設	I-7
8. 估值方法及參數	I-9
9. 限制條件	I-29
10. 備註	I-30
11. 估值意見	I-31

二零二三年六月三十日

董事會

力量發展集團有限公司

香港灣仔

告士打道80號18樓

項目編號：KL22090BV

敬啟者：

緒言

本報告僅為力量發展集團有限公司(「**貴公司**」)編製，貴公司已委聘華信評估及顧問有限公司(「**華信**」或「**吾等**」)對於2022年11月30日(「**估值日期**」)星耀企業有限公司(「**目標公司**」)及其子公司(統稱「**目標集團**」)的100%股權(「**目標股權**」)進行估值。

本報告陳述估值目的、估值基準、工作範圍、工作範圍的限制、資料來源、目標集團概況、估值方法及參數、主要假設、限制條件、備註及估值意見。

1. 估值目的

本報告僅供 貴公司董事及管理層使用而編製。此外，華信確認本報告可因公共文檔目的而供 貴公司獲取且可用作 貴公司日期為二零二三年六月三十日的通函的參考。

吾等並不就有關本報告之內容或因該等內容而引起之事宜對任何第三方負責或承擔任何責任。如其他人選擇以任何方式依賴本報告的內容，使用者需自行承擔使用本報告內容而引起的所有風險。

2. 估值基準

吾等之估值以公平值為基準，其定義為「已識別知情及自願訂約方就轉讓資產或負債協定可反映訂約方各自利益之估計價格」。

3. 工作範圍

吾等之估值結論乃以本報告所述假設及 貴公司管理層、及／或彼等之代表(統稱為「管理層」)所提供之數據為基礎。

於估值工作過程中，吾等已採納以下程序以評估所採納基準及所提供假設之合理性：

- 與管理層討論目標集團的發展、經營及其他相關資料；
- 審閱管理層提供予吾等有關目標集團之財務數據及其他相關數據；
- 與管理層審閱並討論管理層提供的有關目標集團的財務預測；
- 就目標集團估值進行市場調研以及自公共來源獲取相關統計數據；
- 編製估值模式以獲得目標集團的公平值；及
- 呈列與本報告中估值目的、估值基準、工作範圍、工作範圍的限制、資料來源、目標集團概況、估值方法及參數、主要假設、限制條件、備註及估值意見有關的所有資料。

吾等審閱和審查了管理層提供的目標集團的相關信息和財務預測，而沒有進一步核實。吾等假設信息和財務預測是在管理層經過慎重考慮後得出的合理基礎上編製的；

吾等並無理由相信，吾等遭隱瞞任何重大事實。再者，吾等並不保證吾等的調查揭示了審核或更廣泛檢查可能披露的所有事項。

4. 工作範圍的限制

於估值工作過程中，吾等的工作範圍受限於以下局限：

- 於執行估值服務中，吾等已很大程度上依賴管理層所提供予吾等有關目標集團之財務數據、經濟運營情況、及業務展望資料之準確性。吾等提供的估值服務所涉及的程序和詢問並不包括核實所提供資料的準確性，亦並不構成根據一般公認審計準則執行的審計工作。據此，吾等不對該等資料之準確性、合理性、完整性或可靠性發表意見或提供任何形式的保證；
- 吾等相信本報告的全部或部分內容所依據的第三方提供資料是可靠。然而，吾等並不獨立驗證該等資料，亦不保證該等資料的準確性；
- 估值結果取決於目標集團的財務業績和公開交易股票的成交記錄。然而，由於實際事件和情況經常出乎預期，預測結果和實際結果通常存在差異，而該等差異可能是重大的。吾等對預測結果的實現不承擔任何責任；
- 吾等的分析僅限於依靠管理層提供的資料對目標集團進行案頭評估。吾等毋須對目標集團進行實物核查、實地考察和核實目標集團持有資產的合法所有權；及
- 吾等採用合適的公開市場數據及其他公開資料，但不對其內容及其準確性承擔責任。該等資料乃從彭博資訊或其他公開調研報告獲取。

5. 資料來源

就估值而言，吾等已獲得由管理層編製的有關目標集團及目標股權的數據。估值須計及所有相關因素，包括但不限於如下：

- 目標集團之業務經營背景、未來發展及相關公司資料；
- 管理層編製的目標集團財務預測及業務計劃；
- 管理層編製的目標集團之歷史財務數據；
- 目標集團管理團隊的經驗；
- 整體經濟前景和特定經濟環境及影響目標集團、目標股權、行業及市場的因素；及
- 標準普爾Capital IQ及其他可靠市場數據來源。

吾等假定所提供信息的準確性，並在相當大的程度上依賴此類信息得出吾等的意見。

6. 目標集團概況

星耀企業有限公司，即(「目標公司」)為一間於英屬維爾京群島註冊的公司。其唯一的100%全資子公司力量雪茄煙草有限公司(「力量雪茄」)為於柬埔寨成立之有限責任公司。力量雪茄之主要業務在柬埔寨及東南亞地區從事製造及批發煙草產品，當中主要是手工捲煙及手工雪茄。

力量雪茄於2015年在柬埔寨西哈努克港工廠奠基，2018年工廠建成。力量雪茄與德國虹霓公司(HAUNI)、意大利吉馬公司(IMA)等公司合作，配置世界領先的制絲、卷制、包裝生產設備，全線自動化控制，可生產多種規格、盒型的煙草產品，除了滿足自主品牌生產外，還可承接各種成品、半成品代生產、代加工的業務。

力量雪茄設有國際先進水平的雪茄、捲煙研發與製造中心，積極推進與中國煙草行業、古巴、多米尼加和尼瓜拉加等國的知名雪茄生產企業、研究院校的國際交流與合作。技術管理團隊擁有來自世界各地的專業人才，致力於產品配方、煙葉種植技術的研究。力量雪茄同時在柬埔寨有煙葉種植的經驗，有自己的煙草農業的專業團隊。全球採購跨越中外，雪茄煙葉採購的保證是一個特色。

力量雪茄未來的計劃是先發展好本土柬埔寨市場,再而開發東南亞市場及歐洲中東市場。

7. 主要假設

於進行吾等的估值工作時，下列假設經已獲採納以充分支持吾等的估值結論。此外，吾等之分析亦考慮管理層認為必要及合理的特定聲明及主要假設，包括但不限於：

- 管理層所提供及作出有關目標集團財務,業務狀況,商業計劃及財務預測之資料及聲明均準確可靠；
- 力量雪茄代表目標集團持有的主要資產，管理層提供的力量雪茄財務報表已獲採納；
- 目標集團將繼續按持續基準經營及擁有充足流動資金及能力實現業務發展；
- 目標集團已獲得經營業務所有必需許可、營業執照、牌照及法律批准，且於目標集團經營或擬經營所在地經營業務之所有相關許可、營業執照、牌照及法律批准將正式取得並可於屆滿後以最低費用重續；
- 有關目標集團的財務預測乃經管理層審慎審慎考慮後按合理基準編製，並將如期落實；

- 目標集團已獲得或將獲得足夠的金融資本用於不時預計的資本支出和營運資金的投資，任何預定的利息或償還貸款和應付款項將按時支付；
- 目標集團經營或擬經營所在行業將有足夠技術人員供應，且目標集團將留聘合資格管理人員、主要員工及技術人員以支持其持續經營及發展；
- 目標集團的高級管理層將僅實施能夠最大限度地提高目標集團運營效率的前瞻性財務和運營策略；
- 目標集團的高級管理層對目標集團的運營具有足夠的知識和經驗，任何董事、管理層或關鍵人員的變動不會影響目標集團的運營；
- 目標集團經營或擬經營所在地現行稅法並無重大變動及應付稅項稅率維持不變，且目標集團將遵守所有適用法律及法規；
- 於目標集團經營或擬經營所在地政治、法律、經濟或市場狀況並無出現對目標集團應佔收益及盈利能力造成不利影響之重大變動；
- 相關利率及匯率並無出現影響目標集團業務之重大變動；
- 發生火災、洪水和颶風等自然災害不會影響目標集團的經營；
- 除在正常業務過程中及財務數據所反映者外，並無未披露之實際或或然資產或負債，無不尋常責任或重大承擔，亦無任何將對目標集團於估值日期之價值造成重大影響之尚未了結或即將面臨之訴訟；及
- 除可獲得的財務報表所顯示的數字外，目標集團於估值日期並無重大資產及負債。

若實際情況與上述一項或多項假設不相符，目標集團公平值之估值結果將可能與本報告結果出現重大差異。

8. 估值方法及參數

於進行估值時，吾等已考慮三種公認方法，包括收入法、市場法及成本法。

8.1 一般估值方法

8.1.1 市場法

市場法透過分析可資比較資產的近期售價或報價分析來計量資產的價值。售價及報價可因評估資產與可資比較資產的地點、出售時間、實用性以及銷售條款及條件的差異而予以調整。

8.1.2 收入法

收入法使用資產的未來經濟利益的現值來計量其價值。該等利益包括盈利、成本節省、稅項扣減及來自其處置的所得款項。

8.1.3 成本法

成本法透過重置或用另一具有類似實用性的資產來替代該資產的成本而計量資產的價值。倘被評估資產提供的實用性少於新資產，則新重置或替換成本可予調整以反映適當的物理磨損、功能及經濟陳舊。

8.2 評估方法

在上述估值方法中，評估業務的估值方法的選擇乃基於(其中包括)獲提供資料之數量及質量，可獲取數據的可獲得性，相關市場交易的可獲得性,業務的獨特性，管理層的專業判斷和技術專長。

未有考慮市場法及成本法，因為管理層認為市場法及成本法未必能充分反映目標集團的未來因素。

關於評估業務，收入法被認為是本次估值中最合適的估值方法，能通過未來經濟利益的現值來計量其現價值。此外，與成本法相較，收入法更能夠反映項目的未來收益。收入法之中，吾等採用了貼現現金流方法。

8.2.1 貼現現金流方法

就該方法而言，價值視乎股東權益日後將會產生之經濟利益之現值而定。價值乃將可供支付股東貸款及利息（於若干情況下，用以償還註冊資本加利息及股息）之預測未來現金流量淨額，折現至吾等認為可合適地反映業務風險及危機之市場回報率之現值而達致。

每年預計無債務現金流量釐定如下：

$$FCF = EBIT(1 - T) + Dep - InvCapex - InvNWC$$

當中，

<i>FCF</i>	=	自由現金流量
<i>EBIT</i>	=	除利息及稅項前盈利
<i>T</i>	=	稅率
<i>Dep</i>	=	非現金項目
<i>InvCapex</i>	=	於資本支出的投資
<i>InvNWC</i>	=	於營運資金淨額的投資

將預測期內每一年的預期現金流使用合適資產風險的回報率貼現為相應的現值。然後將估計現金流量的現值加到預測期末資產(如有)的剩餘價值等值現值中，以得出特定資產價值的估計值。預期現金流量的現值計算如下：

$$PVFCF = FCF^1 / (1 + r)^1 + FCF^2 / (1 + r)^2 + \dots + FCF^n / (1 + r)^n$$

當中，

<i>PVFCF</i>	=	預期現金流量之現值
<i>FCF</i>	=	預期現金流量
<i>r</i>	=	貼現率
<i>n</i>	=	年數

8.2.2 收入

目標集團於預測期內的所有收益預期主要來自於柬埔寨及東南亞地區的香煙及雪茄產品(統稱「產品」)的銷售。收入來源乃根據管理層提供的業務計劃及財務預測而定。據管理層表示，他們的首要任務將是加強柬埔寨市場，進一步開拓東南亞地區市場，並在未來進一步擴展至歐洲和中東。下表顯示了預測期內的收入：

	2023	2024	十二月底*	2026	2027
			2025		
香煙					
柬埔寨					
價格(人民幣)**	2,010	2,010	2,010	2,010	2,010
銷售量(萬支香煙)	4,205	8,409	9,453	16,464	35,425
收入(人民幣'000)	8,450	16,900	19,000	33,090	71,200
東南亞國家—直銷					
價格(人民幣)**	—	—	2,010	2,010	2,010
銷售量(萬支香煙)	—	—	16,255	39,819	85,679
收入(人民幣'000)	—	—	32,670	80,040	172,210
東南亞國家—分銷商					
價格(人民幣)**	288	288	891	891	891
銷售量(萬支香煙)	4,237	8,474	11,222	28,230	60,741
收入(人民幣'000)	1,220	2,440	10,000	25,160	54,130
亞太地區及 全球其他市場					
價格(人民幣)**	—	—	1,005	1,005	1,005
銷售量(萬支香煙)	—	—	2,222	4,888	10,518
收入(人民幣'000)	—	—	2,230	4,910	10,570
雪茄(人民幣'000)	1,800	2,790	3,100	5,190	11,160
原設備製造商業務 (人民幣'000)	3,530	7,870	8,000	16,610	35,730
總收入(人民幣'000)	15,000	30,000	75,000	165,000	355,000

* 數字四捨五入為百萬

** 每萬支香煙

誠如管理層所告知，經考慮以下主要因素後，截至二零二七年十二月三十一日止五個年度的預測收益被視為可以實現：

- (1) 預期所有目標集團預測期間內的收益來自在柬埔寨及東南亞銷售煙草產品，主要為香煙及手工雪茄；
- (2) 預測期間內收益根據以下各項釐定：(i)估計售價，其根據(其中包括)過去數年材料成本、歷史售價、類似產品售價及在目標市場的競爭水平估計；及(ii)銷售金額，其根據(其中包括)生產能力及市場規模估計；
- (3) 就香煙生產而言，其最大產能主要取決於現有機器及設備。於預測期間，預期於二零二七年售出約19.2億支香煙，低於20億支香煙的年產能。就手工雪茄產能而言，主要關注是招聘及培訓工人，負責卷制雪茄產品。目標集團將於有需要時靈活招聘所需人手，且毋須添置機器或設備。據管理層告知，從招聘到培訓只需要約1個月時間，工作人員便可準備就緒，進行雪茄卷制工作。因此，目標集團將能夠生產所需數量的香煙產品，以於預測期間達成擬訂的銷售；
- (4) 管理層已制定業務計劃，以於預測期間內達到相關收益，包括建立完善分銷渠道及擁有一系列知名品牌(包括雪茄品牌GRANDLEAD及PADRINO及香煙品牌SKYLEAD/CAMBODIA及ASIA STAR)。例如，該附屬公司通過柬埔寨的直銷隊伍及批發網絡覆蓋超過8,000家零售商，其中包括7-11及Circle K。此外，該附屬公司已在西班牙推出通過其銷售代理銷售的手工雪茄產品；
- (5) 目標集團經營的雪茄工廠為柬埔寨唯一獲得柬埔寨政府發牌的雪茄工廠，據管理層告知，柬埔寨並無從事煙草製造行業的同行公司；
- (6) 根據Statista(一家具領導地位的市場及消費者數據提供商，有200多名專業編輯從約22,500個來源收集數據，提供橫跨170個行業及150多個國家的見解及事實)發佈的公開資料，預期柬埔寨煙草市場的市場規模將由二零二二年的

約220百萬美元(相當於約人民幣1,500百萬元)逐步增長至二零二七年的約240百萬美元(相當於約人民幣1,600百萬元)。因此，管理層相信，柬埔寨的市場深度讓目標公司能夠實現業務計劃及財務預測內的建議；

- (7) COVID-19爆發前，目標集團的收益由截至二零一八年十二月三十一日止年度的約0.7百萬美元增加至截至二零一九年十二月三十一日止年度的約3.3百萬美元，增幅超過370%，原因為目標集團於二零一八年進行試產後，於二零一九年實現穩定營運。管理層相信COVID-19大流行日後會逐漸緩和；
- (8) 於柬埔寨，目標集團將專注於加強其對零售商及商業客戶的直接銷售。直接銷售將使目標集團能夠利用其在柬埔寨的品牌影響力，並通過進行更多的前線訪問來監控、評估及提高其產品及服務質量，與其忠誠客戶保持長期關係；及
- (9) 與柬埔寨1,600萬人口相比，東南亞地區國家人口超過六億人，而跨國煙草公司於該地區並無絕對市場主導地位。管理層相信，該地區龐大的吸煙人口為香煙消費提供巨大的增長空間。在此背景下，根據管理層提供的業務計劃及財務預測，目標集團將首先嘗試於二零二三年及二零二四年透過分銷商網絡探索及發展其於東南亞地區的客戶關係。其後，目標集團將能夠複製其於柬埔寨的成功業務模式，透過其直銷策略以策略方式銷售產品予該等東南亞國家。直銷策略連同完善的分銷商網絡將使目標集團於東南亞地區擁有廣泛覆蓋。

吾等已與管理層討論目標集團業務的未來計劃及前景，包括但不限於產品組合、定價策略、營銷渠道、客戶關係及市場需求。吾等已取得並審閱該附屬公司截至二零二二年十二月三十一日止五個年度的財務報表。截至二零二二年十二月三十一日止五個年度，目標集團的收益分別約為0.7百萬美元(相當於約人民幣4.7百萬元)、3.3百萬美元(相當於約人民幣22.4百萬元)、1.8百萬美元(相當於約人民幣12.2百萬元)、1.7百萬美元(相當於約人民幣11.5百萬元)及0.8百萬美元(相當於約人民幣5.4百萬元)，有

關金額根據1美元兌人民幣6.78元的匯率計算，以供說明之用。目標集團於二零一八年進行試產後，於二零一九年實現穩定營運，使二零一九年收益大幅增長。然而，由於COVID-19大流行的影響持續，目標集團於二零二零年至二零二二年期間錄得收益減少。即使於COVID-19大流行的影響下，貴集團截至二零二二年十二月三十一日止四個年度的年均收益約人民幣12.9百萬元，仍接近截至二零二三年十二月三十一日止年度的預測收益人民幣15百萬元。

於評估截至二零二七年十二月三十一日止五個年度的預測收益年增長率100%至150%的合理性時，吾等已考慮目標集團的四個方面，包括過往年增長率、產能、市場份額以及銷售及營銷網絡。

就目標集團的過往年增長率而言，考慮到(1)於COVID-19大流行期間，附屬公司的營運須根據當地政府的控制規定或因僱員感染而不時暫停；及(2)由於中國近期已放寬其疫情控制措施，更多業務查詢正在湧入，市場正在升溫，目標集團將能夠復甦，從而實現與其自身營運能力相匹配的收入水平，吾等同意董事及管理層的觀點，認為截至二零一九年十二月三十一日止兩個年度的歷史數據(與受COVID-19大流行爆發影響的時期相比)對了解目標集團的實際業務營運及財務表現以及作為預測參考的工作而言更有意義。誠如上文所討論，目標集團的收益由二零一八年至二零一九年增加380.2%。隨著COVID-19大流行減退，預期目標集團的產量及銷量將逐漸恢復至COVID-19大流行爆發前的增長動力。

就目標集團的產能而言，一方面現有機器及設備的最高年捲煙產能高於截至二零二七年十二月三十一日止五個年度的年度規定數量。另一方面，最高年手工雪茄產能主要取決於招聘及培訓工人，負責卷制雪茄產品。柬埔寨的現有培訓體制及具競爭力的薪資水平可靈活支持目標集團持續擴大手工雪茄產能以滿足未來需求。誠如管理層所告知，目標集團已收購機器及設備產能，以生產估計數量的香煙及雪茄產品，且於預測期間將毋須進一步作出重大資本投資。

就目標集團的市場份額而言，下表載列(1)目標集團在不同市場的收益及預測收益；(2)柬埔寨及東南亞煙草產品按收益計的市場規模；及(3)根據目標集團截至二零一九年十二月三十一日止兩個年度產生的歷史收益及截至二零二七年十二月三十一日止五個年度的預測收益，目標集團於柬埔寨及東南亞煙草市場的歷史市場份額及預測市場份額，有關金額根據1美元兌人民幣7.1629元的匯率計算，以供說明之用：

年度	目標集團	柬埔寨 市場	東南亞 市場	其他 市場
	收益／ 預測收益 (百萬美元)			
二零一八年	0.69	0.34	—	0.35
二零一九年	3.30	3.30	—	—
二零二三年(預測)	2.09	1.25	0.32	0.52
二零二四年(預測)	4.19	2.44	0.59	1.16
二零二五年(預測)	10.47	2.75	6.23	1.49
二零二六年(預測)	23.04	4.72	15.18	3.14
二零二七年(預測)	49.56	10.04	32.59	6.93

資料來源：目標集團提供的數據

年度	柬埔寨煙草 產品按收益計 的市場規模	目標集團在 柬埔寨的 市場份額	東南亞煙草 產品按收益計 的市場規模	目標集團在 東南亞的 市場份額
	(百萬美元)	(%)	(百萬美元)	(%)
二零一八年	216.19	0.16%	49,720.00	0.00%
二零一九年	217.92	1.51%	52,430.00	0.00%
二零二三年(預測)	229.20	0.55%	58,450.00	0.00%
二零二四年(預測)	232.58	1.05%	59,770.00	0.00%
二零二五年(預測)	236.00	1.17%	61,050.00	0.01%
二零二六年(預測)	239.65	1.97%	62,200.00	0.02%
二零二七年(預測)	243.44	4.12%	63,350.00	0.05%

資料來源：Statista

如上表所示，於二零一九年，目標集團於柬埔寨煙草市場的市場份額已達約1.51%，接近其預期於二零二六年在柬埔寨取得的市場份額。預期將分別於柬埔寨及東南亞地區煙草市場取得約2.61%及0.05%的額外市場份額。就此而言，吾等已取得及審閱目標集團於柬埔寨及東南亞地區的先前及預測直接銷售、分銷商銷售及原設備製造業務的明細。

誠如管理層所告知，由於勞工成本相對較低及豁免進口關稅，目標集團擁有廣泛的產品口味／配方，以適應持續變化的消費者口味及其煙草產品具有競爭力的定價。通過(1)其在柬埔寨的直銷及批發網絡，覆蓋包括7-11及Circle K在內的8,000多家零售商；(2)於二零二三年及二零二四年開始通過分銷商網絡擴展至東南亞市場；及(3)隨後在東南亞市場複製上文所述的直銷策略，目標集團已準備好就緒，按計劃持續增加其於柬埔寨及東南亞地區煙草市場的市場份額。

就目標集團的銷售及營銷網絡而言，目標集團透過零售商及商業客戶擁有完善的分銷渠道。據管理層告知，就完稅市場而言，該附屬公司已透過柬埔寨的直銷團隊及批發網絡覆蓋超過8,000家零售商，其中包括7-11及OK便利店。就免稅市場而言，該附屬公司的商業客戶於柬埔寨機場及賭場經營免稅店。吾等已取得並審閱該附屬公司於二零二二年與中免集團、Kiwi mart、7-11及OK便利店訂立的銷售協議及採購訂單，其規管目標集團與該等大型零售／免稅連鎖店之間的業務關係。

此外，吾等已審閱並取得三份諒解備忘錄以及該附屬公司與越南一間免稅店之間的一份銷售協議（「該等協議」），表明目標集團於二零二三年及二零二四年專注於透過分銷商網絡探索及發展彼等於東南亞地區的客戶關係。根據該等協議及吾等自管理層了解到，計劃採購總額約為人民幣5.4百萬元，已涵蓋截至二零二三年十二月三十一日止年度的目標集團於全部市場預測總收益約36%。

據管理層告知，與該三名東南亞分銷商的業務合作有若干更新。就緬甸分銷商而言，該附屬公司已向正在拓展市場及向零售商分銷產品的分銷商交付300支香煙樣本。就新加坡的分銷商及巴基斯坦的分銷商而言，該附屬公司已分別與彼等簽訂補充諒解備忘錄，於交付首項訂單後，訂約方將彼此訂立銷售合約，於相關諒解備忘錄中列入

單價及數量。考慮到三份諒解備忘錄的最新數據顯示該附屬公司與東南亞分銷商之間建立穩固及強大業務合作的可能性，吾等認為，評估截至二零二三年十二月三十一日止年度的收益預測的公平性時，使用諒解備忘錄的估計收益屬合理。

該附屬公司亦與一名現有客戶訂立代理協議，以根據透過先前合作建立的互信及商譽以及對柬埔寨煙草市場未來發展的樂觀展望取得額外年度銷售。代理協議於二零二三年四月一日至二零二七年十二月三十一日止有效，截至二零二七年十二月三十一日止五個年度的採購金額分別為0.15百萬美元(相當於約人民幣1.0百萬元)、0.3百萬美元(相當於約人民幣2.0百萬元)、0.4百萬美元(相當於約人民幣2.7百萬元)、0.5百萬美元(相當於約人民幣3.4百萬元)及0.75百萬美元(相當於約人民幣5.1百萬元)，按1美元兌人民幣6.78元的匯率換算，僅供說明用途。

迄今，代理協議已產生收益約15,367.5美元。考慮到該等協議及上述代理協議，計劃採購總額(即約人民幣6.4百萬元)將佔截至二零二三年十二月三十一日止年度目標集團於全部市場預計總收益的約43%。按一年基準計算，預期截至二零二三年十二月三十一日止年度的計劃採購總額約為人民幣25.6百萬元。因此，吾等認為截至二零二三年十二月三十一日止年度的收益預測人民幣15百萬元屬公平合理。

計及(1)目標集團於二零一八年進行試產後，於二零一九年COVID-19大流行爆發前有穩定營運及增長勢頭；(2)目標集團未來數年充足的產能；(3)鑒於柬埔寨及東南亞煙草產品的市場規模及增長潛力，目標集團定下海外市場擴張計劃，尤其是目標集團於柬埔寨的定價及經營優勢以及於東南亞市場採用增量發展策略，旨在於二零二七年底前成功開發及促進目標集團香煙的銷售；及(4)目標集團在柬埔寨及東南亞的分銷網絡，吾等認為估值所採納截至二零二七年十二月三十一日止五個年度的預測收益屬公平合理。

就其他市場而言，目標集團將透過以下四個主要範疇的免稅渠道逐步增加其產品銷售：(1)中南半島(例如寮國)；(2)東南亞地區(例如印度尼西亞)；(3)大中華區(例如香港、澳門)；及(4)其他地區(例如日本、南韓、澳洲及阿拉伯聯合酋長國)。目標集團認為上述地區的機場及邊境口岸免稅品店將為其品牌取得良好的曝光率，增加旅客的認知度。

8.2.3 銷售成本

經與管理層討論，銷售成本指為取得產品而產生的採購及生產成本。在估值中，預測期內的銷售商品成本由管理層提供。下表顯示了預測期內的銷售成本：

	十二月底*				
	2023	2024	2025	2026	2027
銷售成本					
(人民幣'000)	4,500	9,000	22,500	50,000	105,000

* 數字四捨五入為百萬

誠如管理層所告知，經考慮以下主要因素後，截至二零二七年十二月三十一日止五個年度的預測毛利率約70%被視為可實現：

- (1) 於二零一八年，目標集團初期主要銷售自有品牌煙草產品，毛利率較高，目標集團能夠達到74.82%的毛利水平；
- (2) 於二零一九年，由於原設備製造業務(OEM業務)收益的比例較高，利潤率拉低至43.18%。目標集團從OEM業務賺取的利潤率低於銷售自有品牌煙草產品的利潤率，因此整體利潤率下降；
- (3) 於二零二三年至二零二七年，目標集團的主要收益來源將來自通過其柬埔寨及東南亞地區的現有銷售網絡銷售自有品牌煙草產品。此外，目標集團將專

注於向柬埔寨的零售商和商業客戶提供更多直接銷售，這將使目標集團因與其忠實客戶有更好關係和營銷策略而能夠賺取更高利潤。因此，毛利率應能回復至二零一八年70%的水平；及

- (4) 經過過去數年的經驗，目標集團與供貨商建立了良好穩定的關係。此外，預測期間內採購規模增加應使目標集團對供貨商有相對較強的議價能力。目標集團有信心能夠於預測期間內按計劃保持及控制直接成本。

目前，柬埔寨約有90,000家香煙零售商，而目標集團已與超過8,000家該等零售商建立合作關係。目標集團計劃於二零二七年前逐步將與其合作直接銷售煙草產品的零售商數目增至約20,000家，以增加其煙草產品的直接銷量。

目標集團準備實施一系列營銷及推廣策略以增加其煙草產品的直接銷售，包括但不限於

- (1) 「吉包換新包」推廣，消費者可將若干品牌的香煙吉包退回零售商，以換取同一品牌完整包裝的香煙；
- (2) 禮品促銷，零售商達到一定香煙銷量即可獲得目標集團提供的若干禮品；及
- (3) 回扣推廣，目標集團將向能夠實現若干香煙銷量的零售商提供若干回扣。

吾等已與管理層討論目標集團業務的未來計劃及前景，包括但不限於產品組合、定價策略、營銷渠道、客戶關係及市場需求。吾等亦已取得及審閱該附屬公司截至二零二二年十二月三十一日止五個年度的財務報表，並注意到該附屬公司截至二零二二年十二月三十一日止五個年度的毛利率分別約為74.8%、43.2%、38.8%、45.9%及17.2%。

考慮到(1)二零一九年的毛利率較低主要是由於OEM業務產生的收入比例較高，而該業務的毛利率通常較低；(2)根據吾等對目標集團於柬埔寨及東南亞地區的過往及預

測直接銷售、分銷商銷售及原設備製造業務明細的審閱，貴集團於預測期間專注於加強其對零售商及商業客戶的直接銷售；(3)於COVID-19大流行期間，該附屬公司須根據當地政府控制規定或由於僱員感染不時暫停營運，導致截至二零二一年十二月三十一日止兩個年度的毛利率較低；(4)由於中國近期已放寬其疫情控制措施，更多業務查詢正在湧入，市場正在升溫，目標集團將能夠復甦，以實現其自身的營運能力；及(5)可資比較公司(請參閱第8.2.7節 — 除息稅前利潤及淨利潤率)的毛利率介乎約11.30%至約91.39%，平均值約為52.75%，中位數約為54.75%。

預測毛利率70%屬於可資比較公司的範圍內，吾等認同董事及管理層的意見，認為預計預測期間的業務模式及收益來源性質將與二零一九年、二零二零年及二零二一年有所不同，但與二零一八年的業務模式及性質較為相似。由於上文所述，尤其是貴集團專注銷售其自有品牌煙草產品(毛利率一般較高)的策略，吾等認為估值採納截至二零二七年十二月三十一日止五個年度的預測毛利率屬公平合理。

8.2.4 增值稅

經與管理層討論，增值稅指就產品每個生產階段的增值徵收的消費稅。在估值中，預測期內的增值稅由管理層提供。下表顯示了預測期內的增值稅：

	十二月底*				
	2023	2024	2025	2026	2027
增值稅(人民幣'000)	1,500	3,000	7,500	16,500	35,500

* 數字四捨五入為百萬

8.2.5 營業費用

經與管理層討論，營運開支指營運及薪金開支、銷售及市場推廣開支以及在香港經營銷售中心的營運開支。為實現財務預測中提供的未來業績，管理層必須增加其產品在柬埔寨和東南亞地區客戶的曝光率。管理層將在香港設立銷售中心，統籌上述地區的業務。在估值中，預測期內的營業費用成本由管理層提供。下表顯示了預測期內的營業費用：

	十二月底*				
	2023	2024	2025	2026	2027
營業費用					
(人民幣'000)	42,500	42,000	45,000	51,000	59,000

* 數字四捨五入為百萬

8.2.6 息稅折舊攤銷前利潤

參考第8.2.2節至第8.2.5節提供的財務信息，下表列出了預測期內的息稅折舊攤銷前利潤：

	十二月底*				
	2023	2024	2025	2026	2027
息稅折舊攤銷前利潤					
(人民幣'000)	-33,500	-24,000	0	47,500	155,500

* 數字四捨五入為百萬

8.2.7 除息稅前利潤及淨利潤率

參考管理層提供的折舊和攤銷信息以及第8.2.6節提供的財務信息，下表列出了預測期內的除息稅前利潤(EBIT)和淨利潤率：

	十二月底*				
	2023	2024	2025	2026	2027
除息稅前利潤(EBIT)					
(人民幣'000)	-50,600	-41,200	-17,300	29,900	137,200
除息稅前利潤					
(佔收入的百分比)	-337.3%	-137.2%	-23.1%	18.1%	38.6%
淨利潤率(人民幣'000)	-50,600	-41,200	-17,300	23,900	109,700
淨利潤(佔收入的百分比)	-337.3%	-137.2%	-23.1%	14.5%	30.9%

* 數字四捨五入為百萬

在評估中，從Capital IQ中提取了可比公司的以下財務信息(請參閱第8.2.9節 — 可資比較公司)：

公司名稱	Capital IQ股票代碼	截至二零二一年 十二月三十一日止年度	
		毛利率	除息稅前盈 利率
British American Tobacco (Malaysia) Berhad	KLSE : BAT	59.00%	35.89%
British American Tobacco Bangladesh Company Limited	DSE : BATBC	53.20%	40.48%
Ceylon Tobacco Company PLC	COSE : CTC.N0000	91.39%	78.04%
Japan Tobacco Inc.	TSE : 2914	58.84%	20.94%
KT&G Corporation	KOSE : A033780	54.75%	25.60%
PT Gudang Garam Tbk	IDX : GGRM	11.30%	5.88%
PT Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk	IDX : HMSP	40.76%	20.68%
	最低	11.30%	5.88%
	最高	91.39%	78.04%
	平均	52.75%	32.50%
	中位數	54.75%	25.60%

如上表所披露，可資比較公司的除息稅前盈利率介乎約5.88%至約78.04%之間，平均約為32.50%，中位數則約為25.60%。因此，於轉虧為盈後，目標公司截至二零二六年及二零二七年十二月三十一日止年度分別約為18.1%及38.6%的除息稅前盈利率，將會處於可資比較公司的除息稅前盈利率範圍內，屬公平合理。

淨利潤率是息稅前利潤率扣除預計企業稅金額後得出的，參考柬埔寨20%的企業稅率。因此，目標集團截至2026年12月31日止年度及2027年12月31日止年度的息稅前利潤率約為14.5%及30.9%，屬公平合理。

8.2.8 資本支出和淨營運資金

經與管理層討論，由於目標集團正在運營並且所有必要的基礎設施都已到位，預計在預測期內用於業務擴張的資本支出金額只屬輕微支出，相當於1%每個預測年度的收入都被視為維護現有固定資產和設備的資本支出。

營運資金淨額乃參考付款條款、可資比較公司的過往週轉天數(請參閱第8.2.9節—可資比較公司)及管理層經驗釐定。從Capital IQ中提取了可資比較公司的以下財務信息：

公司名稱	Capital IQ股票代碼	截至二零二一年十二月三十一日止年度		
		應收賬款 週轉天數	應付賬款 週轉天數	存貨 週轉天數
British American Tobacco (Malaysia) Berhad	KLSE : BAT	110.87	53.87	158.61
British American Tobacco Bangladesh Company Limited	DSE : BATBC	6.09	33.19	303.30
Ceylon Tobacco Company PLC	COSE : CTC.N0000	51.00	124.84	525.97
Japan Tobacco Inc.	TSE : 2914	67.46	146.98	210.36
KT&G Corporation	KOSE : A033780	70.52	9.78	378.82
PT Gudang Garam Tbk	IDX : GGRM	7.79	3.28	144.36
PT Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk	IDX : HMSP	26.51	55.71	275.53
	最低	6.09	3.28	144.36
	最高	110.87	146.98	525.97
	平均	48.61	61.09	285.28
	中位數	51.00	53.87	275.53

經與管理層討論後，應收賬款週轉天數假設平均為30天，處於可資比較公司介乎6.09天至110.87天的範圍內。應付賬款週轉天數平均為120天，處於可資比較公司介乎3.28天至146.98天的範圍內。存貨週轉天數於二零二三年為1,000天，於二零二四年為540天，

於二零二五年及其後為240天。存貨週轉天數減少，主要由於銷售效率有所改善，而二零二五年後240天的週轉天數處於可資比較公司介乎144.36天至525.97天的範圍內。

8.2.9 可資比較公司

在應用貼現現金流量法時，於個別預測期內各年度估計現金流量當時採用就達致該資產預測現金流量的風險適合的回報率或貼現率轉換成其等同現值。目標集團的適當貼現率參照被認為可與目標集團相比較的公眾上市公司（「可資比較公司」）的業務性質及財務數據而釐定。

由於並無公司與目標集團完全一致，於評估目標集團時須甄選一組可資比較公司。為確定該組可資比較公司名單，吾等從標準普爾Capital IQ等公開資源進行甄選的過程中主要專注以下方面，包括：

- (i) 有關公司主要在亞太地區從事煙草產品業務；及
- (ii) 具備充足的數據，例如上市及營運歷史以及財務數據是否公開可得。

基於上述甄選標準，吾等認為於評估中採用的可資比較公司組合屬全面。可資比較公司詳情列示如下：

公司名稱	標準普爾	
	Capital IQ代碼	業務描述
British American Tobacco (Malaysia) Berhad	KLSE : BAT	British American Tobacco (Malaysia) Berhad主要在馬來西亞生產、進口和銷售香煙、斗煙、雪茄和其他煙草產品。它以Dunhill、Peter Stuyvesant、Rothmans、KYO、Pall Mall、Kent和Benson & Hedges品牌銷售其產品。它成立於1912年，總部位於馬來西亞吉隆坡。

公司名稱	標準普爾 Capital IQ代碼	業務描述
British American Tobacco Bangladesh Company Limited	DSE : BATBC	British American Tobacco Bangladesh Company Limited 在孟加拉國生產和銷售香煙。它在Benson & Hedges、John Player Gold Leaf、Capstan、Star、Lucky Strike、Royals of London、Derby、Pilot和Hollywood下銷售其產品。品牌。它成立於1910年，總部位於孟加拉國達卡。
Ceylon Tobacco Company PLC	COSE : CTC. N0000	Ceylon Tobacco Company PLC在斯里蘭卡生產和銷售香煙。它以Dunhill、John Player Gold Leaf、John Player Navy Cut、John Player Gold、State Express 555、雙喜國際、Benson & Hedges、Bristol和Capstan品牌提供其產品。它還出口其產品。Ceylon Tobacco Company PLC通過分銷商和貿易商網絡銷售其產品。它成立於1906年，總部位於斯里蘭卡科倫坡。
Japan Tobacco Inc.	TSE : 2914	是一家煙草公司，在日本和國際上生產和銷售煙草產品、處方藥和加工食品。它通過四個部門運營：國內煙草、國際煙草、製藥和加工食品。它提供煙草產品，例如Winston、Camel、MEVIUS和LD品牌的香煙、雪茄、煙斗煙草、口含煙草、水煙煙草、丁香煙和精細切割產品。日本煙草公司成立於1898年，總部位於日本東京。
KT&G Corporation	KOSE : A033780	KT&G Corporation及其子公司在韓國從事煙草和其他產品的生產和銷售。它提供煙草及相關材料、紅參、紅參產品、其他保健食品、食品和飲料產品以及化妝品及相關產品。它還提供煙葉種植支持服務；開發、製造和分銷藥品、生物製藥、非處方藥以及醫療用品和設備。它成立於1987年，總部位於韓國大田。

公司名稱	標準普爾	
	Capital IQ代碼	業務描述
PT Gudang Garam Tbk	IDX : GGRM	PT Gudang Garam Tbk在印度尼西亞和國際上生產和銷售香煙。它通過香煙、紙板和其他部門運營。它提供手卷、機制和klobot丁香香煙。它以Gudang Garam Family、Surya Family、GG Family和其他品牌銷售其產品。它成立於1958年，總部位於印度尼西亞的吉迪裡。
PT Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk	IDX : HMSP	PT Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk及其子公司在印度尼西亞從事捲煙的製造、分銷和貿易。從事一般貿易、房地產開發、遠征及倉儲業務；以及電子商務和代理活動。它以Dji Sam Soe Magnum、Sampoerna Kretek、Sampoerna A、Philip Morris和Marlboro Filter Black品牌銷售其產品。它成立於1913年，總部位於印度尼西亞泗水。

資料來源：標準普爾Capital IQ

8.2.10 貼現率

為採用此方法，吾等已取得商營企業之加權平均資本成本作為基準貼現率。商營企業之加權平均資本成本為商營企業必須賺取之最低合理回報，以滿足其各資本提供者(包括股東及債務持有人)。計算加權平均資本成本時已計及債務及權益之相對比重，其採用以下公式計算：

$$WACC = R_e (E/V) + R_d (D/V) (1 - T_c)$$

當中，

WACC	=	加權平均資本成本
R_e	=	權益成本
R_d	=	債務成本
E	=	公司權益的價值
D	=	公司債務的價值
V	=	公司權益和債務價值的總和
T_c	=	企業稅率

作為加權平均資本成本的一部分，權益成本是使用資本資產定價模型（「CAPM」）確定的。CAPM根據風險衡量計算所需回報。它描述了特定資產的風險、其市場價格和投資者的預期回報之間的關係，即投資者需要額外的回報來補償相關的額外風險。

在評估中，CAPM進行了改進，以反映與目標公司相關的規模溢價和公司特定風險溢價。修改後的CAPM下的權益成本乃按下列公式計算：

$$R_e = R_f + \beta * MRP + RP_S + RP_U$$

當中，

R_e	=	權益成本
R_f	=	無風險利率
β	=	貝塔系數
MRP	=	市場風險溢價
RP_S	=	規模溢價
RP_U	=	公司特定風險溢價

於評估時，參考柬埔寨國家銀行於2022年9月發行的第一筆政府債券，採用2%的收益率作為無風險利率。

由於目標集團並非公眾上市公司，其貝塔系數無法直接釐定，但可按照可資比較公司貝塔中位數釐定，並就企業稅率與槓桿組成部分之間的差異作出調整。因此，得出的目標集團貝塔系數為0.46。

截至評估日期的柬埔寨市場風險溢價為9.68%，乃參考Aswath Damodaran教授於2022年1月發佈的「國家違約利差及風險溢價」(Country Default Spreads and Risk Premiums)釐定。Aswath Damodaran教授聲名顯赫，著有若干獲廣泛採用的評估及相關課題教科書。

經考慮上述參數，加入規模溢價3.16%（經參考全球評估及企業財務顧問道衡（旗下有遍佈世界28個國家的逾3,500名員工）發佈的「2020年估值手冊 — 資金成本指引」(Valuation Handbook — Guide to Cost of Capital)而釐定)及公司特定風險溢價5%後，吾等得出股本成本為14.64%。

債務加權及股本加權分別經參考可資比較公司的債務加權及股本加權的中位數釐定。所採納的股本加權為98%。

債務成本參考現有400萬美元與中國銀行的銀行貸款，浮動利率為6個月倫敦銀行同業拆借利率(「LIBOR」)加4.544%。採用從標準普爾Capital IQ提取的截至估值日期的6個月倫敦銀行同業拆借利率5.20%。採用的稅後債務成本為7.80%。

考慮到上述項目，採用四捨五入15%作為估值日期的加權平均資本成本(WACC)。

8.2.11 終值

目標集團的終值按約6.5%的固定增長率估計，此乃參考由國際貨幣基金組織刊發的柬埔寨二零二三年至二零二七年期間預測國民生產總值增長率的中位數釐定。

8.2.12 缺乏市場流動性貼現

市場流動性的概念涉及所有權權益的流動性，即在擁有人選擇出售時可轉換為現金的速度及難度。相對於公眾公司的類似權益而言，私人公司的所有權權益並不實時可銷。因此，私人公司的股份價值通常較上市公司股份價值為低。缺乏市場流動性是將投資價值向下調整以反映其流動性下降水平。

於釐定合理缺乏市場流動性時，已參考Stout Risius Ross, LLC刊發的「Stout受限制股份研究指引(2020版)」(Stout Restricted Stock Study Companion Guide (2020 Edition))，當中指明，對總體市場而言，缺乏市場流動性貼現的中位數為15.8%。經考慮該項研究，由於並無證據顯示目標集團因缺乏市場流動性而貼現與整體市場不同，認為於吾等的評估中採納有關市場流動性貼現屬公平合理。

9. 限制條件

本估值反映估值日期存在的事實及狀況。吾等並無考慮其後發生的事件，亦毋須就有關事件及狀況更新吾等的報告。

據吾等所深知，本報告所載一切數據均屬合理，且準確釐定。制定是次分析時所採用由其他人士提供的數據、意見或所識別估計均搜集自可靠來源，然而，吾等不會就其準確性作出任何保證或承擔任何責任。

吾等已很大程度上依賴管理層所提供的資料以達致估值意見。吾等並未核實所提供資料的準確性並假設上述資料為準確。吾等並無進一步調查是否已向吾等提供評估所需所有資料，且吾等無理由相信吾等遭隱瞞任何重要數據。吾等要特別指出，估值乃以提供予吾等有關目標集團的股份交易記錄、財務資料、公司背景、目標集團的業務性質等資料作依據。

吾等對價值作出的結論乃自公認估值程序及慣例作出，而該等程序及慣例很大程度上均倚賴各項假設並考慮眾多不明朗因素，且當中絕大部分不明朗因素均難以量化或確定。**本報告的第四節 — 工作範圍的限制**列出當中主要的限制供參考。

就其本質而言，估值工作不能被視為一項精密科學且在許多情況下所達致的結論將必須為主觀及依賴於個人判斷。因此，並無單一無爭論範圍及通常吾等不能就估值提供絕對保證。

本報告僅供收件人作**第一節 — 估值目的**所述特殊目的使用，未經吾等事先書面批准，本報告整體或任何部分或任何參考均不得以所示形式及涵義收納於任何文件、通函或聲明內。吾等並不對列示本報告內容或因本報告內容而對任何第三方負責或承擔責任。

本報告的擁有權將不會轉移至 貴公司，直至所有專業費用均已支付。

10. 備註

除另有註明者外，本估值報告所載一切貨幣金額均以人民幣(RMB)為單位。

11. 估值意見

根據上述調查及分析、工作範圍及限制、可獲取之資料、採納的假設及所採用的估值方法，吾等認為截至2022年11月30日(即估值日期)，目標股權(即星耀企業有限公司之100%股權)的公平值合共為**人民幣610,000,000元(人民幣陸億壹仟萬元正)**(約整數字)。

吾等謹此確認，吾等於 貴公司、目標集團、目標股權或本報告所申報估值中概無擁有現時或預期權益。

為及代表

華信評估及顧問有限公司

董事

楊家華

CFA

謹啟

附註：楊家華先生為特許金融分析師。彼具備逾八年於亞太地區包括香港、中國、日本、韓國及澳洲的商業估值、交易諮詢及企業諮詢經驗。

香港中環康樂廣場8號
交易廣場二期12樓
香港聯合交易所有限公司
上市科

敬啟者：

須予披露及關連交易 — 建議收購星耀股份

我們提述力量發展集團有限公司(「本公司」)日期為二零二二年十二月三十日及二零二三年三月二十九日的公告(「該等公告」)，內容有關所載交易。除文義另有所指外，本函件所用詞彙與該等公告所定義者具有相同涵義。

我們提述華信評估及諮詢有限公司(「獨立估值師」)所出具日期為二零二三年六月三十日的估值報告，內容有關目標公司100%股權於二零二二年十一月三十日根據貼現現金流量的估值(「估值」)人民幣610.0百萬元，其構成上市規則第14.61條的盈利預測。

我們已與獨立估值師就不同方面進行討論，包括編製估值所依據的基礎及假設，並審閱了獨立估值師負責的估值。我們亦已考慮永拓富信日期為二零二三年六月三十日的報告，內容有關就計算而言，用於估值的貼現未來現金流量是否在所有重大方面已根據估值報告所載的基準及假設妥為編製，而董事會已在所有重大方面依賴估值報告。我們得悉，估值中的盈利預測在數學上屬準確，且貼現現金流量不會受會計政策影響。

根據上市規則第14.62(3)條的規定，董事會確認，獨立估值師編製的估值乃經過審慎查詢後作出。

承董事會命
力量發展集團有限公司
主席兼執行董事
具文忠
謹啟

二零二三年六月三十日

以下為本公司申報會計師永拓富信(香港執業會計師)發出以供載入本通函的報告全文。



永拓富信會計師事務所有限公司
YONGTUO FUSON CPA LIMITED

有關星耀企業有限公司股權估值的貼現未來估計現金流量計算的獨立核證報告

致力量發展集團有限公司董事會

我們已查核貼現未來估計現金流量的計算方法，華信評估及諮詢有限公司據此編製星耀企業有限公司(「目標公司」)全部股權於二零二二年十一月三十日的估值(「估值」)。根據貼現未來估計現金流量的估值被視為香港聯合交易所有限公司證券上市規則(「上市規則」)第14.61條項下的盈利預測，並將載入力量發展集團有限公司(「貴公司」)將予刊發的日期為二零二三年六月三十日內容有關建議收購目標公司73%股權的須予披露及關連交易的通函(「通函」)。

董事就貼現未來估計現金流量承擔的責任

貴公司董事負責根據董事釐定並載於通函的基準及假設(「該等假設」)編製貼現未來估計現金流量。此責任包括進行與編製估值的貼現未來估計現金流量相關的適當程序，並應用適當編製基準；及作出於有關情況下屬合理的估計。

我們的獨立性及質量控制

我們已遵守香港會計師公會(「香港會計師公會」)頒佈的「專業會計師的道德守則」的獨立性及其他道德規定，該等規定乃建基於誠信、客觀、專業能力以及應有謹慎、保密及專業行為等基本原則。

本行應用香港會計師公會頒佈的香港質量管理準則第1號「進行財務報表審核及審閱及其他核證或相關服務委聘的會計師行的質量管理」，並相應制訂全面的質量控制系統，包括有關遵從道德規定、專業標準及適用法律及監管規定的成文政策及程序。

申報會計師的責任

我們的責任為就於貼現未來估計現金流量的計算方法是否已根據上市規則第14.62(2)條規定，在所有重大方面按照估值所依據的假設妥為編製發表意見，並僅向閣下(作為整體)報告，且不作任何其他用途。我們不會就本報告內容向任何其他人士負上或承擔任何責任。

我們按照香港會計師公會頒佈的香港核證委聘準則第3000號(經修訂)「審核或審閱過往財務資料以外的核證委聘」進行委聘工作。該準則規定我們須遵從道德規定，並計劃及進行核證委聘工作，以就貼現未來估計現金流量就計算方法而言是否已根據該等假設妥為編製取得合理保證。我們的工作主要限於向貴公司管理層作出查詢、考慮貼現未來估計現金流量所依據的分析及假設以及查核編製貼現未來估計現金流量的算術準確性。我們的工作並不構成對目標公司的任何估值。

由於估值與貼現未來估計現金流量有關，故於編製時並無採納貴公司的任何會計政策。該等假設包括有關未來事件及管理層行動的假定性假設，該等事件及行動未能按與過往結果相同的方式予以確認及核實，且該等事件及行動未必會發生。即使所預期的事件及行動發生，實際結果仍很可能與估值有所出入，甚或截然不同。因此，我們並無就該等假設是否合理有效而進行審閱、審議或進行任何工作，亦不就此發表任何意見。

意見

根據上述各項，我們認為，就計算方法而言，貼現未來估計現金流量在所有重大方面均已根據該等假設妥為編製。

永拓富信會計師事務所有限公司

執業會計師

霍達才

執業證書編號：P06895

香港，二零二三年六月三十日

1. 責任聲明

本通函的資料乃遵照上市規則而刊載，旨在提供有關本公司的資料，而董事願就本通函共同及個別地承擔全部責任。董事在作出一切合理查詢後，確認就其所深知及確信，本通函所載資料在各重要方面均準確完備，沒有誤導或欺詐成分，且並無遺漏任何其他事項，足以令致本通函或其所載任何陳述產生誤導。

2. 董事及高級行政人員的權益披露

於本公司及其相聯法團的股份及相關股份的好倉

於最後實際可行日期，董事及本公司最高行政人員於本公司及其相聯法團(定義見證券及期貨條例第XV部)的股份、相關股份及債權證中擁有(i)根據證券及期貨條例第XV部第7及第8分部規定須知會本公司及聯交所的權益及淡倉(包括根據證券及期貨條例的有關條文彼等被當作或視為擁有的權益及淡倉)；(ii)根據證券及期貨條例第352條，須記錄於本公司備存的登記冊內的權益及淡倉；或(iii)根據上市規則的《上市發行人董事進行證券交易的標準守則》須知會本公司及聯交所的權益及淡倉如下：

於本公司股份的好倉

董事姓名	身份／權益類別	普通股數目	股權概約
			百分比 (附註1)
具文忠先生	實益權益	5,497,659	0.07%
李波先生	實益權益	1,529,886	0.02%
薛慧女士	實益權益	3,860,055	0.05%

附註：

1. 根據於最後實際可行日期已發行普通股總數8,430,000,000股計算。

除上文所披露者外，於最後實際可行日期，概無任何其他董事或本公司最高行政人員或其任何聯繫人士於本公司或其任何相聯法團(定義見證券及期貨條例第XV部)的任何股份、相關股份或債權證中擁有根據證券及期貨條例第XV部第7及第8分部規定須知會本公司及聯交所的任何權益或淡倉(包括根據證券及期貨條例的有關條文彼等被當作或視為擁有的權益或淡倉)，或須記錄於本公司根據證券及期貨條例第352條規定須備存的登記冊內的任何權益或淡倉，或根據標準守則須知會本公司及聯交所的任何權益或淡倉。

於最後實際可行日期，概無董事在本公司任何股東或根據證券及期貨條例第XV部第2及3分部的規定須向本公司的在本公司作出披露的股份或相關股份中擁有權益或淡倉的公司擔任董事或僱員。

3. 董事的服務合約

各執行董事已與本公司訂立服務合約，為期三年，可由任何一方向另一方發出不少於三個月的書面通知予以終止。

非執行董事及獨立非執行董事已根據彼等各自與本公司訂立的委任函獲委任，任期為三年。

於最後實際可行日期，董事(包括擬於應屆股東週年大會上膺選連任的董事)概無與本公司訂立本公司不可於一年內終止而毋須作出賠償(法定賠償除外)的服務合約。

4. 專家資格及同意書

以下為提供本通函所載意見或建議的專家的資格：

名稱	資格
華信評估及諮詢有限公司	獨立專業估值師

名稱	資格
永拓富信	執業會計師及註冊公眾利益實體核數師
宏博資本有限公司	根據證券及期貨條例獲准進行第1類及第6類受規管活動的持牌法團

上述各專家已就刊發本通函發出同意書，同意按本通函所載形式及內容載入其函件或引述其名稱，且迄今並無撤回其同意書。

於最後實際可行日期，上述專家(i)並無於本集團任何成員公司擁有任何股權或可認購或提名他人認購本集團任何成員公司證券的權利(不論是否可依法強制執行)；及(ii)並無於本集團任何成員公司自二零二二年十二月三十一日(即本公司最近期刊發經審核合併財務報表的編製日期)以來所收購或出售或租賃予本集團任何成員公司或擬收購或出售或租賃予本集團任何成員公司的任何資產中擁有任何直接或間接權益。

5. 重大不利變動

於最後實際可行日期，董事並不知悉本集團的財務或貿易狀況自二零二二年十二月三十一日(即本公司最近期刊發經審核綜合財務報表的編製日期)以來有任何重大不利變動。

6. 董事於資產或合約的權益

除張琳女士因作為張力先生及張量先生(均為本公司的主要股東)的關連人士而被認為於收購及認購協議(經補充協議修訂)中擁有權益外，(a)概無董事、候任董事或專家於本集團任何成員公司自二零二二年十二月三十一日(即本公司最近期刊發經審核賬目的編製日期)以來所收購或出售或租賃予本集團任何成員公司或擬收購或出售或租賃予本集團任何成員公司的任何資產中擁有任何直接或間接權益；及(b)概無董事、候任董事或專家於本集團任何成員公司所訂立於最後實際可行日期存續且對本集團業務而言屬重大的任何合約或安排中擁有重大權益。

7. 董事於競爭業務的權益

於最後實際可行日期，據董事所知，概無董事或彼等各自的緊密聯繫人(定義見上市規則)於與本集團業務直接或間接構成競爭或可能構成競爭的業務中擁有任何權益，或根據上市規則第8.10條與本集團有或可能有任何其他利益衝突。

8. 展示文件

下列文件的副本將於本通函日期起14天期間刊載於聯交所網站(www.hkexnews.hk)及本公司網站(<http://www.kineticme.com/>)：

- (a) 收購及認購協議；及
- (b) 補充協議。

9. 其他事項

本通函中英文版本如有任何歧義，概以英文版本為準。

股東特別大會通告



Kinetic Development Group Limited 力量發展集團有限公司

(於開曼群島註冊成立的有限公司)

(股份代號：1277)

股東特別大會通告

茲通告力量發展集團有限公司(「本公司」)謹訂於二零二三年七月二十八日(星期五)下午三時三十分假座香港灣仔告士打道80號18樓舉行股東特別大會(「股東特別大會」)，藉以考慮並酌情以普通決議案方式處理本公司下列決議案：

普通決議案

「動議：

- (a) (i)由張力先生、力量發展集團有限公司及星耀企業有限公司訂立日期為二零二二年十二月三十日的收購及認購協議(經補充協議修訂)的條款，據此(其副本已提交本股東特別大會，並由大會主席簡簽以資識別)，其項下擬進行的交易及任何其他輔助文件於此獲確認、批准及追認，惟須受本公司任何董事(「董事」)可能認為必需、合宜或適當的增補或修訂所規限；

股東特別大會通告

- (b) 確認、批准及追認董事的任何授權，以簽署、簽立、交付或授權簽署、簽立及交付收購及認購協議(經補充協議修訂)、作出或授權作出任何其可能酌情認為就落實及實施收購及認購協議(經補充協議修訂)及當中的任何輔助文件及交易而言屬必要、權宜或合宜的一切行動、事宜及事項。」

代表董事會
力量發展集團有限公司
主席兼執行董事
具文忠
謹啟

香港，二零二三年六月三十日

註冊辦事處：

Windward 3,
Regatta Office Park,
P.O. Box 1350,
Grand Cayman KY1-1108,
Cayman Islands

香港主要營業地點：

香港
灣仔
告士打道80號
18樓

總部及中國主要營業地點：

中國內蒙古鄂爾多斯市
准格爾旗
薛家灣鎮
馬家塔村
大飯鋪煤礦

股東特別大會通告

附註：

1. 有權出席股東特別大會並於會上投票的本公司股東(「股東」)有權委任另一名人士作為其受委代表，代其出席及投票。持有兩股或以上本公司股份(「股份」)的股東可委任一名以上受委代表代其出席股東特別大會並於會上投票。受委代表毋須為股東。
2. 受委代表委任表格須由委任人親自或其正式以書面授權之代理人簽署；如委任人為公司，則受委代表委任表格須蓋章或由其高級職員或正式授權之代理人簽署，且受委代表委任表格連同簽署人之授權書或其他授權文件(如有)或經由公證人簽署證明之授權書或授權文件副本，須於股東特別大會或其任何續會指定舉行時間48小時前一併交回本公司之香港股份過戶登記分處香港中央證券登記有限公司，地址為香港灣仔皇后大道東183號合和中心17M樓，方為有效。
3. 本公司將由二零二三年七月二十五日(星期二)至二零二三年七月二十八日(星期五)(包括首尾兩日)暫停辦理股份過戶登記手續，期間將不會辦理股份過戶登記。為符合資格出席股東特別大會或其任何續會，所有股份過戶文件及有關股票必須於不遲於二零二三年七月二十四日(星期一)下午四時三十分前交回本公司之香港股份過戶登記分處香港中央證券登記有限公司，地址為香港灣仔皇后大道東183號合和中心17樓1712-1716號舖，以辦理登記手續。
4. 交回受委代表委任表格後，股東仍可親身出席股東特別大會或其任何續會並於會上投票，在此情況下，受委代表委任表格將被視為已撤銷論。
5. 本公司提醒所有股東，就行使投票權而言，親身出席股東特別大會並非必要。股東可填寫並交回受委代表委任表格，委任股東特別大會主席代表股東於股東特別大會上就相關決議案投票，以代替親身出席股東特別大會。
6. 倘任何股東對任何決議案或本公司有任何疑問，或有任何與本公司董事會溝通的事宜，歡迎將有關疑問或事宜以書面形式發送至本公司總辦事處及香港主要營業地點或傳真至(852) 2865 0990。倘股東就股東特別大會有任何疑問，請聯絡以下本公司香港股份過戶登記分處香港中央證券登記有限公司：

香港中央證券登記有限公司
香港灣仔
皇后大道東183號
合和中心17M樓

股東特別大會通告

於本通告日期，董事為：

執行董事：

具文忠先生(主席)

李波先生

紀坤朋先生

非執行董事：

張琳女士

獨立非執行董事：

劉佩蓮女士

陳量暖先生

薛慧女士

本通告以英文及中文編製。本通告的中英文版本如有任何歧義，概以英文版本為準。