

Szczecin 29 stycznia 2024 r.

Zarzecki i Wspólnicy Sp. z o.o.
ul. Grzybowa 19A
71-487 Szczecin

Zarząd
EC Będzin S.A.
ul. Siemońska 3
42-500 Będzin

**OPINIA NA TEMAT FINANSOWYCH WARUNKÓW OFERTY ZAKUPU 51% UDZIAŁÓW SPÓŁKI
EC BĘDZIN WYTWARZANIE SP. Z O.O.**

Szanowni Państwo,

Zarząd EC BĘDZIN S.A, za pośrednictwem Raportu bieżącego nr 109/2023 z dnia 12 października 2023 r. („**Raport**”), poinformował o wpłynięciu do spółki oferty od Grupy Altum Sp. z o.o. dotyczącej nabycia pakietu 60,00% udziałów w EC BĘDZIN Wytwarzanie Sp. z o.o. za kwotę 19 mln PLN („**Oferta**”).

W trakcie zlecenia poinformowano nas, że w toku prowadzonych pomiędzy EC BĘDZIN S.A. („**Spółka**”) oraz Grupą Altum Sp. z o.o. („**Grupa Altum**”) negocjacji rozważany jest wariant, iż przedmiotem transakcji będzie pakiet 51% udziałów w EC BĘDZIN Wytwarzanie Sp. z o.o. za kwotę proporcjonalnie zmniejszoną w stosunku do wskazanej w Ofercie tj. wynoszącą 16,167 mln PLN („**Cena**”).

Na datę opublikowania Raportu, Grupa Altum była największym akcjonariuszem EC Będzin S.A., posiadając 46,01% akcji Spółki oraz 46,01% ogólnej liczby głosów na Walnym Zgromadzeniu Akcjonariuszy EC BĘDZIN S.A., zaś Spółka posiadała 100,00% udziałów EC BĘDZIN Wytwarzanie Sp. z o.o. („**ECB Wytwarzanie**”) oraz 100,00% ogólnej liczby głosów na Zgromadzeniu Wspólników ECB Wytwarzanie.

W związku z Ofertą, pierwotnie Zarząd Spółki zwrócił się do Zarzecki i Wspólnicy Sp. z o.o. („**ZiW**”) o wydanie opinii, czy oferowana przez Grupę Altum kwota 19 mln PLN odpowiada wartości godziwej 60% udziałów w ECB Wytwarzanie („**Opinia**”).

Uwzględniając zaś rozważane zmiany parametrów planowanej transakcji wynikające z negocjacji stron, ostatecznie Opinia ma dać odpowiedź na pytanie, czy uzgodniona kwota 16,167 mln PLN odpowiada wartości godziwej 51% udziałów w ECB Wytwarzanie.

W związku ze sporządzaniem Opinii wskazujemy, że wysokość oraz warunki płatności wynagrodzenia ZiW tytułem przedmiotowych prac nie odbiega od wysokości i warunków płatności stosowanych przez ZiW w innych podobnych zleceniach.

Informujemy, że nie świadczyliśmy i aktualnie nie świadczymy żadnych usług na rzecz Grupy Altum, jak również nie świadczyliśmy i aktualnie nie świadczymy na rzecz Spółki żadnych innych usług, poza przygotowaniem Opinii. Nie oznacza to jednak, że w przyszłości nie będziemy utrzymywać relacji biznesowych ze Spółką, Grupą Altum i/lub ich podmiotami powiązanymi, za które będzie płatne wynagrodzenie.

Pod pojęciem godziwej wartości rynkowej rozumiemy termin zdefiniowany w Powszechnych Krajowych Zasadach Wyceny (PKZW) Krajowy Standard Wyceny Specjalistyczny „Ogólne zasady wyceny przedsiębiorstw” („**OZWP**”). Ponieważ Opinia dotyczy godziwej wartości rynkowej, nie uwzględnia ona ewentualnych planów Spółki lub Grupy Altum względem ECB Wytwarzanie, wykraczających poza typowy sposób ekonomicznego wykorzystania aktywów będących przedmiotem oceny. W Opinii nie oceniamy też innych, poza oferowaną kwotą, istotnych warunków transakcji.

ŹRÓDŁA INFORMACJI ORAZ ZAKRES PRZEPROWADZONYCH ANALIZ

Podczas sporządzania Opinii opieraliśmy się wyłącznie na dokumentach i informacjach przekazanych nam przez Spółkę oraz na dokumentach i informacjach pozyskanych przez nas z domeny publicznej („**Dane źródłowe**”).

W związku z powyższym, w celu przeprowadzenia analizy dokonaliśmy następujących czynności:

- przeanalizowaliśmy treść Oferty;
- przeanalizowaliśmy aktualne, publicznie dostępne, raporty dotyczące stanu i perspektyw rynku ciepłownictwa w Polsce;
- zapoznaliśmy się z planem finansowym ECB Wytwarzanie na 2024 rok;
- dokonaliśmy przeglądu jednostkowych oraz skonsolidowanych sprawozdań finansowych oraz sprawozdań zarządu z działalności Spółki za lata 2020–2022, pierwsze półrocze 2023 roku oraz 3 kwartał 2023 roku;
- dokonaliśmy przeglądu jednostkowych sprawozdań finansowych oraz sprawozdań zarządu z działalności ECB Wytwarzanie za lata 2020–2022 oraz wyników finansowych za pierwsze półrocze 2023 roku;
- zapoznaliśmy się z raportami biegłego rewidenta z badania sprawozdań finansowych ECB Wytwarzanie za lata 2020–2022 oraz pierwsze półrocze 2023 roku, jak również ze sprawozdaniami biegłego rewidenta, w tym z podstawami odmowy wyrażenia opinii przez biegłego;

- zapoznaliśmy się z opiniami prawnymi dotyczącymi zasadności przyjętego przez Spółkę oraz Grupę kapitałową Spółki założenia dotyczącego kontynuacji działalności, sporządzonymi na zlecenie Spółki przez zewnętrzne kancelarie prawne;
- dokonaliśmy analizy testu na utratę wartości aktywów ECB Wytwarzanie, na potrzeby sprawozdawczości finansowej Spółki na koniec 2022 r.;
- zapoznaliśmy się z planami inwestycyjnymi ECB Wytwarzanie, w tym w zakresie modernizacji i dostosowań do wymogów emisyjnych;
- zapoznaliśmy się z polityką rachunkowości ECB Wytwarzanie;
- dokonaliśmy analizy zaakceptowanych przez zarząd Spółki planów gospodarczych ECB Wytwarzanie na lata 2020–2023;
- porównaliśmy wyniki finansowe Spółki z danymi dotyczącymi innych spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, które uznaliśmy za porównywalne;
- przeanalizowaliśmy historyczne i bieżące notowania akcji, dzienne wolumeny obrotu, liczbę transakcji oraz liczbę akcji pozostających w wolnym obrocie (*Free Float*) dotyczące Spółki (z ostatnich 24 miesięcy) i spółek podobnych (z ostatnich 12 miesięcy);
- przeanalizowaliśmy warunki finansowe transakcji fuzji i przejęć z ostatnich 4 lat, których przedmiotem były elektrownie, ciepłownie i elektrociepłownie funkcjonujące w otoczeniu rynkowym zbliżonym do ECB Wytwarzanie;
- oszacowaliśmy (w formie kalkulacji wartości przedsiębiorstwa zgodnego z OZWP) godziwą wartość rynkową dającego kontrolę pakietu 51% udziałów w ECB Wytwarzanie metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych, w oparciu o plan finansowy przygotowany przy udziale Spółki i ECB Wytwarzanie, na podstawie wersji roboczej (przed zatwierdzeniem przez Zarząd ECB Wytwarzanie) Planu finansowego ECB Wytwarzanie na lata 2024-2026, uwzględniając w szczególności ryzyko nałożenia oraz ryzyko obowiązku zapłaty kar z tytułu nierozliczonej emisji gazów cieplarnianych (zgodnie z art. 104 Ustawy z dnia 12 czerwca 2015 roku o systemie handlu uprawnieniami do emisji gazów cieplarnianych Dz.U.2023.589);
- przeprowadziliśmy dodatkowe analizy uznane przez nas za stosowne przy uwzględnieniu celu i specyfiki naszej pracy.

Przeprowadzone przez nas analizy oraz dokonane podsumowanie, zaprezentowane w Opinii, opierają się na dostarczonych lub udostępnionych nam przez Spółkę informacjach. Nie dokonaliśmy żadnej niezależnej oceny tych informacji pod względem ich prawdziwości, dokładności oraz kompletności. W szczególności, nasze analizy nie obejmowały badania *due diligence* w zakresie księgowym, finansowym, aktuarialnym, podatkowym (w tym w zakresie rynkowego charakteru transakcji z podmiotami powiązanymi w ramach Grupy

kapitałowej Spółki), prawnym, komercyjnym, regulacyjnym czy administracyjnym. Nie dokonaliśmy również oceny stanu technicznego aktywów ECB Wytwarzanie.

Założyliśmy, że projekcje finansowe ECB Wytwarzanie, udostępnione przez Zarząd Spółki, sporządzone zostały z należytą rzetelnością na podstawie najlepszych szacunków i oceny kierownictwa. Ponadto przyjęliśmy, że zostaną one zrealizowane w założonych w nich kwotach i terminach. W związku z powyższym nie ponosimy żadnej odpowiedzialności za te dane zawarte bądź odzwierciedlone w Opinii.

Opinia opiera się wyłącznie na Danych źródłowych, które odzwierciedlają warunki ekonomiczne i rynkowe panujące w dniu sporządzenia Opinii. Z tego względu nie ponosimy żadnej odpowiedzialności za zdarzenia lub okoliczności, które nastąpiły po dacie sporządzenia Opinii, a które mogą mieć wpływ na Opinię i założenia przyjęte przy jej sporządzaniu. Ponadto nie przyjmujemy żadnego obowiązku aktualizacji, zmiany bądź potwierdzania treści i wniosków Opinii.

Sporządzona przez nas Opinia opiera się na metodach wyceny, które stosowane są zazwyczaj przez doradców finansowych. Tak dokonane oceny mogą różnić się w wielu aspektach od ocen dokonywanych przez wykwalifikowanych biegłych rewidentów. Niniejszy dokument nie jest substytutem dla takich wycen. W niniejszym dokumencie nie wyrażamy opinii czy zasadnym jest uzyskanie takiej wyceny.

PODSUMOWANIE

Na podstawie przeprowadzonych analiz, uwzględniając opisane w Opinii ograniczenia, jesteśmy zdania, że na dzień sporządzania Opinii, godziwa wartość rynkowa dającego kontrolę pakietu 51% udziałów w ECB Wytwarzanie nie przekracza Ceny (16,167 mln PLN).

ZASTRZEŻENIA

- Opinia wydawana jest wyłącznie na rzecz Spółki w celu oceny warunków finansowych Oferty, przy czym zdajemy sobie sprawę, że może być ona upubliczniona i dostęp do niej będzie miał bliżej nieokreślony krąg odbiorców (zarówno interesariuszy Spółki jak i podmiotów niebędących interesariuszami Spółki). Wyrażamy zgodę, aby Spółka przekazała Opinię do wiadomości publicznej w formie raportu bieżącego.
- Opinia nie może być wykorzystywana ani przywoływana przez osoby inne niż Zarząd Spółki w jakimkolwiek innym celu, niż cel określony w tirecie pierwszym zastrzeżeń Opinii. ZiW nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione przez podmioty inne niż Spółka będące następstwem jakiegokolwiek wykorzystywania Opinii. Nie może być ona również wykorzystywana przez Zarząd Spółki w celach innych niż opisane w Umowie bez wcześniejszej pisemnej zgody ZiW.
- Opinia w żaden sposób nie prezentuje względnych przewag Oferty lub oferowanej Ceny nad jakimkolwiek innymi ofertami lub strategiami biznesowymi dostępnymi dla Spółki. Nie wydajemy opinii o racjonalności czy możliwych do osiągnięcia przez Spółkę korzyściach wynikających z przyjęcia Oferty

lub akceptacji Ceny. Opinia nie odnosi się również do zasadności podjęcia przez Grupę Altum decyzji o złożeniu Spółce Oferty lub zaoferowania Ceny.

- W ramach Opinii nie udzieliliśmy żadnych porad prawnych, podatkowych, księgowych, regulacyjnych, aktuarialnych czy środowiskowych oraz nie poruszyliśmy żadnych kwestii, których nie obejmował zakres prac opisany w Umowie.
- Niniejszy dokument został sporządzony w oparciu o Dane źródłowe, zgromadzone do dnia sporządzenia Opinii. Umowa nie nakłada na ZiW obowiązku aktualizacji, zmiany czy potwierdzania Opinii na skutek wydarzeń, które nastąpiły po powyższej dacie, a które mogą mieć istotny wpływ na założenia przyjęte do wydania Opinii i samą Opinię.

W przypadku jakichkolwiek uwag związanych z Opinią pozostajemy do dyspozycji

Miłosz Kołodziejczyk, CFA

prof. dr hab. Dariusz Zarzecki

Załącznikami do Opinii są (mające charakter opracowań opatrzonych klauzulą Tajemnica Przedsiębiorstwa):

- 1) Analiza kursu akcji EC Będzin S.A. za okres 20.12.2021–19.12.2023
- 2) Analiza transakcji dotyczących aktywów podobnych do EC BĘDZIN Wytwarzanie Sp. z o.o. (z sektora energetycznego) za okres 2020-2023
- 3) Raport z kalkulacji godziwej wartości rynkowej pakietu 51% udziałów EC BĘDZIN Wytwarzanie Sp. z o.o. wg stanu na dzień 31 grudnia 2023 r.