



KPMG Advisory Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością sp.k.  
ul. Inflancka 4A  
00-189 Warszawa  
Telefon +48 (22) 528 11 00  
Fax +48 (22) 528 10 09  
Email kpmg@kpmg.pl  
Internet www.kpmg.pl

## Zarząd

Przedsiębiorstwo Handlu Zagranicznego „Baltona” S.A.  
ul. Marcina Flisa 4  
02-247 Warszawa

31 października 2019

Szanowni Państwo,

**Dotyczy: Opinii na temat finansowych warunków wezwania do sprzedaży akcji spółki Przedsiębiorstwo Handlu Zagranicznego „Baltona” S.A. ogłoszonego w dniu 15 października 2019 roku**

Zgodnie z warunkami umowy zawartej w dniu 23 października 2019 roku („Umowa”), pomiędzy Przedsiębiorstwem Handlu Zagranicznego „Baltona” S.A. („Baltona” lub „Spółka”) a KPMG Advisory Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością sp.k. („KPMG”), KPMG zostało zaangażowane przez Zarząd Spółki do sporządzenia opinii („Opinia”) na temat proponowanych finansowych warunków wezwania do sprzedaży akcji Spółki („Wezwanie”) ogłoszonego w dniu 15 października 2019 roku („Data Wezwania”) przez Przedsiębiorstwo Państwowe „Porty Lotnicze” („Wzywający”).

## **Podsumowanie stanu faktycznego dotyczącego Wezwania**

W dniu 15 października 2019 roku Wzywający ogłosił wezwanie do sprzedaży 11.239.177 (jedenastu milionów dwustu trzydziestu dziewięciu tysięcy stu siedemdziesięciu siedmiu) akcji zwykłych na okaziciela serii A, B, C, D i E, będących przedmiotem obrotu na rynku podstawowym prowadzonym przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), zdematerializowanych i oznaczonych w Krajowym Depozycie Papierów Wartościowych S.A. („KDPW”) kodem ISIN: PLBALTN00014 („Akcje Zdematerializowane”) oraz 17.400 (siedemnastu tysięcy czterystu) akcji zwykłych imiennych serii A („Akcje Niezdematerializowane”, łącznie z Akcjami Zdematerializowanymi określane jako „Akcje”). Na każdą Akcję przypada jeden głos na walnym zgromadzeniu Spółki.

W wyniku Wezwania Wzywający, jako wyłączny podmiot nabywający Akcje, zamierza uzyskać do 100% ogólnej liczby Akcji i głosów na walnym zgromadzeniu Spółki, tj. 11.256.577 (jedenaście milionów dwieście pięćdziesiąt sześć tysięcy pięćset siedemdziesiąt siedem) Akcji uprawniających do 11.256.577 (jedenastu milionów dwustu pięćdziesięciu sześciu tysięcy pięciuset siedemdziesięciu siedmiu) głosów na walnym zgromadzeniu Spółki.

**Przedsiębiorstwo Handlu Zagranicznego „Baltona” S.A.**  
*Opinia na temat finansowych warunków wezwania do sprzedaży akcji  
spółki Przedsiębiorstwo Handlu Zagranicznego „Baltona” S.A.  
ogłoszonego w dniu 15 października 2019 roku  
31 października 2019*

Na Datę Wezwania Wzywający ani podmioty od niego zależne, ani podmiot wobec niego dominujący, nie posiadali akcji Spółki.

**Cena, po której Wzywający zamierza nabyć Akcje Spółki w ramach Wezwania wynosi 6,95 PLN (słownie: sześć złotych i 95/100) za każdą Akcją, z zastrzeżeniem poniższego akapitu.**

Na bazie umowy inwestycyjnej („Umowa Inwestycyjna”) zawartej pomiędzy Wzywającym, Kempley sp. z o.o. („Sprzedający”), Flemingo International Limited BVI oraz Spółką („Strony”) zawartej w dniu 8 października 2019 roku, Strony ustaliły, że Wzywający nabędzie od Sprzedającego 9.081.600 (dziewięć milionów osiemdziesiąt jeden tysięcy sześćset) Akcji Zdematerializowanych, tj. 80,68% Akcji, uprawniających do 9.081.600 (dziewięciu milionów osiemdziesiąt jeden tysięcy sześciuset) głosów na walnym zgromadzeniu Spółki reprezentujących 80,68% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu Spółki („Akcje Sprzedającego” lub „Akcje Sprzedającego Objęte Wezwaniem”) za cenę wynoszącą 2,29 PLN (dwa złote dwadzieścia dziewięć groszy) za każdą Akcją Sprzedającego Objętą Wezwaniem („Cena Akcji Sprzedającego”), ustaloną zgodnie z postanowieniami Umowy Inwestycyjnej. Zgodnie z treścią Wezwania, Cena Akcji Sprzedającego stanowi cenę określoną zgodnie z art. 79 ust. 4 Ustawy o Ofercie Publicznej.

Zgodnie z treścią Wezwania, cena 6,95 PLN (słownie: sześć złotych i 95/100) za Akcją zaproponowana w Wezwaniu nie jest niższa od: (i) średniej arytmetycznej ze średnich dziennych cen ważonych wolumenem obrotu z okresu 3 miesięcy poprzedzających Datę Wezwania, w czasie których dokonywany był obrót Akcjami Zdematerializowanymi na rynku podstawowym GPW, wynoszącej 6,32 PLN, oraz (ii) średniej arytmetycznej ze średnich dziennych cen ważonych wolumenem obrotu z okresu 6 miesięcy poprzedzających Datę Wezwania, w czasie których dokonywany był obrót Akcjami Zdematerializowanymi na rynku podstawowym GPW, wynoszącej 6,95 PLN.

Zgodnie z treścią Wezwania, w okresie 12 (dwunastu) miesięcy przed ogłoszeniem Wezwania, Wzywający, ani żaden podmiot od niego zależny lub wobec niego dominujący nie nabywał Akcji. Określone w Wezwaniu terminy rozpoczęcia przyjmowania zapisów na sprzedaż akcji Spółki, przewidywany dzień transakcji nabycia Akcji w Wezwaniu oraz planowane rozliczenie transakcji przez KDPW to odpowiednio: 6 listopada 2019 roku, 10 grudnia 2019 roku oraz 12 grudnia 2019 roku.

Zgodnie z treścią Wezwania, Wzywający, jako wyłączny podmiot nabywający Akcje, zamierza nabyć Akcje („Transakcja”) pod następującymi warunkami:

- co najmniej 7.429.340 (siedem milionów czterysta dwadzieścia dziewięć tysięcy trzysta czterdzieści) Akcji, tj. co najmniej 66% ogólnej liczby Akcji, uprawniających do co najmniej 7.429.340 (siedmiu milionów czterystu dwudziestu dziewięciu tysięcy trzystu czterdziestu) głosów na walnym zgromadzeniu Spółki, stanowiących co najmniej 66% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu Spółki, zostanie objętych zapisami w Wezwaniu.
- uzyskanie zgody Prezesa Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumentów („UOKiK”) na dokonanie koncentracji polegającej na przejściu przez Wzywającego bezpośredniej kontroli nad Spółką poprzez nabycie nie mniej niż 66% Akcji lub upływu ustawowego terminu na wydanie decyzji w przedmiocie koncentracji.

**Przedsiębiorstwo Handlu Zagranicznego „Baltona” S.A.**  
*Opinia na temat finansowych warunków wezwania do sprzedaży akcji  
Spółki Przedsiębiorstwo Handlu Zagranicznego „Baltona” S.A.  
ogłoszonego w dniu 15 października 2019 roku  
31 października 2019*

- zawarcie przez Spółkę z Wzywającym umowy, na podstawie której Spółka zagwarantuje Wzywającemu, że określone czynności opisane w Umowie Inwestycyjnej nie zostały dokonane w okresie pomiędzy datą zawarcia Umowy Inwestycyjnej a dniem roboczym przypadającym bezpośrednio przed terminem zakończenia przyjmowania zapisów na Akcje w Wezwaniu; oraz
- podjęcie przez walne zgromadzenie Spółki uchwały w przedmiocie odwołania wszystkich członków rady nadzorczej Spółki oraz powołania do składu rady nadzorczej osób wskazanych Sprzedającemu przez Wzywającego na piśmie przed datą walnego zgromadzenia Spółki, z tym zastrzeżeniem, że uchwała wejdzie w życie pod warunkiem skutecznego doręczenia Spółce zawiadomienia o osiągnięciu przez Wzywającego progu co najmniej 75% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu Spółki, sporządzonego zgodnie z art. 69 Ustawy o Ofercie Publicznej.

Przy czym Wzywający, jako podmiot nabywający Akcje, zastrzegł sobie prawo do podjęcia decyzji o nabyciu Akcji objętych zapisami, nawet jeżeli warunki, o których mowa powyżej, nie ziszczą się.

#### **Definicja Wartości Godziwej**

Na potrzeby sporządzenia niniejszej Opinii, KPMG przeprowadziło analizy mające na celu oszacowanie przedziału wartości godziwej („Wartość Godziwa”) akcji Spółki.

Wartość Godziwa została zdefiniowana zgodnie z Art. 28 ust. 6 Ustawy z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości jak poniżej:

*Za wartość godziwą przyjmuje się kwotę, za jaką dany składnik aktywów mógłby zostać wymieniony, a zobowiązanie uregulowane na warunkach transakcji rynkowej, pomiędzy zainteresowanymi i dobrze poinformowanymi, niepowiązаныmi ze sobą stronami.*

Przyjęto, że Wartość Godziwa akcji zdefiniowana w powyższy sposób niekoniecznie stanowi cenę, jaka może w rzeczywistości zostać osiągnięta w transakcji sprzedaży akcji pomiędzy konkretnym kupującym i konkretnym sprzedającym. W praktyce transakcyjnej, każdy z potencjalnych sprzedawców jak i nabywców akcji może znajdować się w różnej pozycji negocjacyjnej, co może powodować, że niektórzy nabywcy są skłonni zapłacić premię za nabycie akcji lub zaoferować dyskonto.

Rozumiemy, że na datę niniejszej Opinii („Data Opinii”), Wzywający nie posiadał Akcji Spółki, w związku z czym na Datę Opinii, Wzywający nie posiadał kontroli nad działalnością Spółki.

Rozumiemy jednak, że w dniu 8 października 2019 roku pomiędzy Wzywającym a Sprzedającym została zawarta Umowa Inwestycyjna, dotycząca nabycia przez Wzywającego pakietu 9.081.600 akcji reprezentujących łącznie 80,68% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu Spółki. Zwracamy uwagę, że KPMG nie było zaangażowane w prace dla żadnej ze stron w związku z negocjacjami Umowy Inwestycyjnej ani nie uczestniczyło w jakimkolwiek etapie procesu, którego efektem było podpisanie tej umowy. KPMG nie miało dostępu do Umowy Inwestycyjnej, nie są wobec tego nam znane postanowienia Umowy Inwestycyjnej (inne

**Przedsiębiorstwo Handlu Zagranicznego „Baltona” S.A.**  
*Opinia na temat finansowych warunków wezwania do sprzedaży akcji  
spółki Przedsiębiorstwo Handlu Zagranicznego „Baltona” S.A.  
ogłoszonego w dniu 15 października 2019 roku  
31 października 2019*

niż przytoczone w treści Wezwania i w raporcie bieżącym Spółki z dnia 8 października 2019 r. o numerze 43/2019), i czy mogłyby mieć one wpływ na ustaloną Cenę Akcji Sprzedającego.

Mając powyższe na względzie, niniejsza Opinia dotyczy ceny w Wezwaniu odnoszącej się do Akcji Spółki innych niż Akcje Sprzedającego (tj. 2.174.977 (dwa miliony sto siedemdziesiąt cztery tysiące dziewięćset siedemdziesiąt siedem) Akcji Spółki, uprawniających do 19,32% ogólnej liczby głosów na jej walnym zgromadzeniu) i wynoszącej 6,95 PLN.

### **Zastrzeżenia i ograniczenia**

Zgodnie z Umową, niniejsza Opinia została przygotowana przy założeniu, że jej treść jest przeznaczona wyłącznie dla Zarządu Spółki, jednakże stosownie do Art. 80 ust. 3 Ustawy o Ofercie Publicznej, w ramach przekazania własnego stanowiska wobec Wezwania, Zarząd Spółki będzie mógł opublikować kompletną treść niniejszej Opinii – jedynie w wersji ostatecznej.

Z zastrzeżeniem powyższego, treść niniejszej Opinii nie może być cytowana ani stanowić odniesienia dla innych publikacji, zarówno w całości jak i w części, bez uprzedniej pisemnej zgody KPMG.

Niniejsza Opinia nie jest skierowana do stron trzecich (w tym akcjonariuszy Spółki) i nie powoduje żadnych zobowiązań KPMG wobec stron trzecich, w związku z czym KPMG nie ponosi odpowiedzialności w stosunku do stron trzecich.

Niniejsza Opinia jest oceną ekspercką, a nie stwierdzeniem faktów i nie stanowi raportu z formalnej wyceny akcji Spółki, porady inwestycyjnej, ani rekomendacji odnośnie przeprowadzenia Transakcji (np. z punktu widzenia samej decyzji o przeprowadzeniu Transakcji, czy stanowi ona optymalne rozwiązanie dla Spółki bądź jej akcjonariuszy, momentu jej przeprowadzenia bądź jakiegokolwiek innego aspektu Transakcji).

Niniejsza Opinia odnosi się wyłącznie do finansowych warunków Transakcji określonych w Wezwaniu i wskazanych powyżej, nie obejmuje zatem innych niż finansowe aspektów Transakcji.

Niniejsza Opinia odnosi się do powyższych warunków Wezwania oraz zakłada, że zostaną one w całości utrzymane i nie ulegną zmianie. Ponadto, niniejsza Opinia została oparta na założeniu, że poza wskazanymi powyżej warunkami Wezwania, nie istnieją żadne inne umowy ani porozumienia (poza Umową Inwestycyjną) mające wpływ na warunki finansowe Transakcji.

KPMG przygotowało niniejszą Opinię w oparciu o analizę dokumentów i rozmowy z przedstawicielami Spółki. W trakcie przeprowadzonych prac KPMG opierało się na założeniu, że wszelkie otrzymane od Spółki informacje, przekazane KPMG według uzgodnionej listy dokumentów, jak również wszelkie informacje przekazane KPMG podczas rozmów z przedstawicielami Spółki, reprezentują stan rzeczywisty oraz perspektywy rozwoju Spółki i jej grupy kapitałowej według najlepszej wiedzy kierownictwa Spółki, w związku z czym KPMG nie dokonywało niezależnej weryfikacji, audytu, jak również niezależnie nie potwierdzało przekazanych informacji. Informacje przekazane KPMG przez Spółkę zostały na prośbę KPMG potwierdzone przez Zarząd Spółki na piśmie. KPMG wykorzystywało również informacje publicznie dostępne w źródłach powszechnie uznawanych za wiarygodne.

**Przedsiębiorstwo Handlu Zagranicznego „Baltona” S.A.**  
*Opinia na temat finansowych warunków wezwania do sprzedaży akcji  
spółki Przedsiębiorstwo Handlu Zagranicznego „Baltona” S.A.  
ogłoszonego w dniu 15 października 2019 roku  
31 października 2019*

Prace KPMG związane z wydaniem niniejszej Opinii nie obejmowały analiz stanu finansowego lub prawno-podatkowego Spółki (tzw. *due diligence*), ewentualnych skutków finansowo-księgowo-podatkowych lub kwestii prawnych, które mogą być istotne z punktu widzenia realizacji Transakcji. KPMG przyjęło założenie, że nie są prowadzone postępowania dotyczące Spółki lub jej majątku a prawa Spółki do jej majątku są ważne i zbywalne.

Na potrzeby oszacowania Wartości Godziwej akcji Spółki oraz wydania Opinii, KPMG nie przeprowadziło niezależnej wyceny ani oszacowania wartości poszczególnych aktywów lub pasywów Spółki, nie przeprowadziło również badania sprawozdań finansowych Spółki.

Wynagrodzenie KPMG z tytułu sporządzenia niniejszej Opinii i analiz będących podstawą do jej wydania nie jest uzależnione od treści Opinii ani realizacji Transakcji.

KPMG, jak również inne firmy członkowskie stowarzyszone z KPMG International Cooperative, będące podmiotem prawa szwajcarskiego, mogą świadczyć inne usługi dla Spółki, Wzywającego, Nabywającego i ich grup kapitałowych, jak również innych akcjonariuszy Spółki (i ich grup kapitałowych). W takich przypadkach, stosowane są odpowiednie procedury pozwalające na uniknięcie konfliktu interesów lub ujawnienia informacji poufnych, zapobiegające ewentualnemu naruszeniu interesów zainteresowanych stron.

KPMG nie uczestniczyło w rozmowach pomiędzy akcjonariuszami Spółki i nie podejmowało kroków mających na celu określenie poziomu zainteresowania akcjami Spółki przez jakiegokolwiek strony trzecie. KPMG nie wyraża opinii czy jakiegokolwiek inne alternatywne transakcje okazałyby się bardziej korzystne dla Spółki i/lub jej akcjonariuszy.

Celem niniejszej Opinii jest wyłącznie określenie czy cena zaproponowana w Wezwaniu jest godziwa z finansowego punktu widzenia i tym samym Opinia nie odnosi się pod żadnym względem do: (i) racjonalności Wezwania, (ii) innych niż finansowe warunków Wezwania lub (iii) racjonalnych przesłanek stojących za odpowiedzią na Wezwanie, bądź jej brakiem.

KPMG nie ponosi odpowiedzialności za jakiegokolwiek działania stron zaangażowanych w Wezwanie i/lub Transakcję.

KPMG nie ponosi odpowiedzialności za zmianę kursu akcji Spółki w wyniku opublikowania niniejszej Opinii.

KPMG nie wyraża opinii na temat kształtowania się kursu akcji Spółki w przyszłości w przypadku dojścia lub niedojścia Wezwania do skutku.

Niniejsza Opinia została wydana na podstawie informacji, które były znane KPMG lub udostępnione na dzień wydania niniejszej Opinii, uwzględniając między innymi prognozowaną przez Zarząd Spółki kondycję finansową Spółki w przyszłości, warunki rynkowe oraz otoczenie regulacyjne. Jakakolwiek zmiana dotycząca powyższych kwestii lub ujawnienie nowych informacji mogłoby mieć wpływ na wnioski zaprezentowane w niniejszej Opinii. KPMG nie jest zobowiązane do aktualizacji Opinii po dacie jej wydania.

Wydając niniejszą Opinię KPMG nie posiada wiedzy na temat jakichkolwiek umów pomiędzy akcjonariuszami Spółki (innych niż Umowa Inwestycyjna), które mogłyby mieć jakikolwiek wpływ na posiadanie kontroli przez danych akcjonariuszy lub ich grupy kapitałowe.

### **Podsumowanie analiz przeprowadzonych przez KPMG**

Stosownie do Art. 80 ust. 2 Ustawy o Ofercie Publicznej, w przypadku analizowania warunków wezwań, historyczne notowania akcji nie stanowią wystarczającej podstawy do oszacowania Wartości Godziwej.

Należy również mieć na uwadze niską płynność Akcji Spółki, która dodatkowo istotnie ogranicza zasadność posługiwania się historycznymi notowaniami akcji Spółki w celu wyrażenia opinii na temat Wartości Godziwej Akcji. W ciągu ostatnich 12 miesięcy poprzedzających ogłoszenie Wezwania, średni dzienny wolumen obrotu Akcji wyniósł ok. 3 000 Akcji dziennie, co stanowiło ok. 0,03% Akcji Spółki.

Biorąc pod uwagę fakt, że możliwe jest oszacowanie przyszłych przepływów pieniężnych Grupy (z zastrzeżeniem kwestii wskazanych poniżej) oraz istnieją porównywalne do niej publicznie notowane spółki, zastosowano dwa podejścia do oszacowania Wartości Godziwej:

- podejście dochodowe (metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych), oraz
- podejście rynkowe (porównawcze), w oparciu o notowania akcji spółek uznanych za porównywalne.

Na potrzeby prowadzonych analiz uwzględniono informacje dostępne w ostatnich opublikowanych przed Datą Wezwania jednostkowych i skonsolidowanych sprawozdaniach finansowych Spółki, tj. niezaudytowanych sprawozdaniach finansowych na dzień 30 września 2019 roku, jak również wzięto pod uwagę jednostkowe i skonsolidowane sprawozdania finansowe Spółki sporządzone według stanu na dzień 31 grudnia 2018 roku za okres 1 stycznia – 31 grudnia 2018 roku.

W oparciu o oświadczenie Zarządu Spółki przyjęto, że w okresie od 30 września 2019 roku do Daty Opinii nie nastąpiły wydarzenia, które nie zostały uwzględnione przez Zarząd Spółki w przekazanych KPMG założeniach dotyczących możliwych scenariuszy rozwoju Spółki w kolejnych latach i nie zostały wskazane w niniejszej Opinii, a które mogłyby mieć istotny wpływ na Wartość Godziwą Akcji Spółki.

Dodatkowo, na potrzeby sporządzenia niniejszej Opinii, KPMG:

- przeanalizowało opublikowaną treść dokumentu Wezwania;
- przeanalizowało kurs Akcji Spółki na GPW w okresie poprzedzającym Wezwanie oraz strukturę jej akcjonariatu (w tym, w kontekście Akcji będących przedmiotem Wezwania);
- przeprowadziło rozmowy z przedstawicielami kadry kierowniczej Spółki dotyczące obecnej i dotychczasowej działalności Spółki i jej grupy kapitałowej („Grupa”), jej obecnej kondycji finansowej, jak również potencjalnych scenariuszy możliwości rozwoju działalności Grupy w przyszłości;
- przeanalizowało historyczne wyniki Spółki;

**Przedsiębiorstwo Handlu Zagranicznego „Baltona” S.A.**  
*Opinia na temat finansowych warunków wezwania do sprzedaży akcji  
spółki Przedsiębiorstwo Handlu Zagranicznego „Baltona” S.A.  
ogłoszonego w dniu 15 października 2019 roku  
31 października 2019*

- przeanalizowało główne wskaźniki makroekonomiczne i adekwatne informacje dotyczące porównywalnych spółek publicznych dostępne na Datę Wezwania;
- przeprowadziło inne analizy, uwzględniło inne informacje oraz dane rynkowe, które zostały uznane za stosowne na potrzeby wydania niniejszej Opinii.

Ponadto, w ramach przeprowadzonych analiz, wzięto pod uwagę m.in. następujące kwestie:

- Sytuacja finansowa Spółki. Zgodnie z informacjami przedstawionymi m.in. w skonsolidowanym sprawozdaniu Spółki za pierwsze półrocze 2019 roku, pozycja finansowa Spółki uległa znacznemu pogorszeniu. Strata netto w powyższym okresie wyniosła ok. 44,8 mln PLN, kapitał obrotowy netto był ujemny i wyniósł minus 135,9 mln PLN. Ponadto, na koniec czerwca 2019 roku poziom przeterminowanych zobowiązań Grupy wyniósł ponad 28,2 mln PLN i zwiększył się do poziomu 32,8 mln PLN na koniec sierpnia 2019 roku. Spółka poinformowała również, że wobec zbliżającego się zakończenia okresu sezonowego wzrostu ruchu lotniczego, identyfikuje ryzyko niedostatecznej redukcji poziomu zobowiązań przeterminowanych – na dzień publikacji wspomnianego powyżej sprawozdania zarząd Spółki szacował, że saldo przeterminowanych skonsolidowanych zobowiązań wyniosło ok. 39,3 mln PLN, natomiast niewykorzystane linie kredytowe wyniosły 6,2 mln PLN. W związku z powyższym, w przypadku braku pozyskania finansowania istniało istotne ryzyko utraty płynności Spółki.
- Finansowanie dłużne od Wzywającego. We wspomnianym powyżej sprawozdaniu Zarząd Spółki poinformował o podpisaniu przez dominującego akcjonariusza Spółki listu intencyjnego z potencjalnym inwestorem (PPL), który wyraził wstępne zainteresowanie możliwością dofinansowania Spółki w oparciu o krótkoterminowe instrumenty dłużne (obligacje), które miałyby zostać wyemitowane przez Spółkę i dodatkowo zabezpieczone przez Ashdod Holding Limited lub Flemingo International Limited, jak również możliwością nabycia istniejących akcji Emitenta. Rozumiemy, że w wyniku prowadzonych rozmów podpisana została Umowa Inwestycyjna. Na bazie jej zapisów, Wzywający zawarł umowę ze Spółką na dofinansowanie działalności kwotą 175 mln PLN w formie emisji obligacji przez Spółkę. Rozumiemy jednak, że udzielenie tego finansowania było powiązane z ogłoszonym Wezwaniem - 130 mln PLN (ze wspomnianych 175 mln PLN) zostanie przekazane Spółce wyłącznie w przypadku pozytywnego zakończenia Wezwania (na dzień niniejszej Opinii, środki te są zabezpieczone przez instytucję bankową w formie rachunku zastrzeżonego „escrow account”). Pozostała część środków w wysokości 45 mln PLN została wypłacona na rzecz Spółki, jednakże termin zapadalności tych obligacji jest relatywnie krótki i wynosi 15 miesięcy.
- Plany inwestycyjne Spółki oraz Grupy. Spółka planuje realizację szeregu inwestycji związanych z otwarciem nowych punktów handlowych i gastronomicznych oraz utrzymaniem istniejących lokalizacji, które nawet w takich przypadkach mogą wymagać od Spółki poniesienia istotnych nakładów (związanych np. z przebudową lub rozbudową terminali w wybranych portach lotniczych). W ramach prac przeprowadzonych przez KPMG przeanalizowano wpływ oczekiwanych nakładów inwestycyjnych na przepływy generowane przez Spółkę oraz Grupę, a także możliwości finansowania takich inwestycji z zewnętrznych źródeł finansowania – biorąc pod uwagę m.in. obecną oraz oczekiwaną sytuację Spółki oraz Grupy w kolejnych latach.

**Przedsiębiorstwo Handlu Zagranicznego „Baltona” S.A.**  
*Opinia na temat finansowych warunków wezwania do sprzedaży akcji  
spółki Przedsiębiorstwo Handlu Zagranicznego „Baltona” S.A.  
ogłoszonego w dniu 15 października 2019 roku  
31 października 2019*

- Możliwe scenariusze dotyczące rozwoju Grupy w przyszłości. Na podstawie rozmów ze Spółką oraz informacji dotyczących planów inwestycyjnych (o których mowa powyżej), przeanalizowano różne scenariusze dotyczące funkcjonowania Grupy w kolejnych latach działalności – w tym, w szczególności, w zależności od obecności Spółki oraz Grupy w dotychczasowych oraz planowanych lokalizacjach. Niezależnie od założeń stanowiących podstawę poszczególnych scenariuszy, zidentyfikowano szereg obszarów, w przypadku których precyzyjne oszacowanie ich wpływu na wyniki Grupy w przyszłości było istotnie ograniczone, bądź niemożliwe do przeprowadzenia (a więc nie zostały one uwzględnione w szacowanych prognozach Grupy), a których materializacja może mieć istotny wpływ na wyniki Grupy w przyszłości:
  - Dalszy rozwój sektora, w oparciu o który działa Spółka. Wyniki finansowe Grupy zależą w dużej mierze od rozwoju rynku lotniczego (głównie w Polsce), jak również planów rozwoju poszczególnych portów lotniczych. Ewentualne negatywne zdarzenia czy decyzje podejmowane przez władze poszczególnych lotnisk mogą mieć wpływ na stopień realizacji spodziewanych wyników finansowych Spółki oraz Grupy w przyszłości – szczególnie w obszarze spodziewanych przychodów oraz planowanych nakładów inwestycyjnych.
  - Rozwój procesu opuszczania przez Wielką Brytanię struktur Unii Europejskiej i jego wpływ na wyniki Spółki. Na dzień wydawania niniejszej Opinii nie była znana data i sposób wyjścia Wielkiej Brytanii z Unii Europejskiej, który może mieć wpływ na zmianę wielkości ruchu lotniczego w poszczególnych portach lotniczych, w których Spółka prowadzi swoją działalność, a w efekcie na wartość spodziewanych przychodów i ich marżowość.
  - Wzrost wynagrodzeń i stawek czynszów najmu powierzchni lotniskowych. Z uwagi na charakter działalności Grupy, istotnym elementem wpływającym na jej wyniki finansowe są koszty wynagrodzeń oraz stawki najmu powierzchni lotniskowych. W przypadku ich wzrostu ponad spodziewane poziomy (np. w wyniku stosownych regulacji w odniesieniu do płacy minimalnej), istotnej zmianie mogą ulec koszty działalności operacyjnej Grupy, a w efekcie rentowność jej działalności.
  - Możliwość i warunki pozyskania nowych lokalizacji. Działalność Spółki jest uzależniona przede wszystkim od możliwości realizowania sprzedaży w punktach handlowych i gastronomicznych na terenie portów lotniczych, których powierzchnia oraz dostępność jest ograniczona. W związku z tym istnieje ryzyko, że Spółka nie będzie w stanie utrzymać istniejących bądź pozyskać nowych planowanych lokalizacji, co może mieć istotny wpływ na osiągnięte przez nią wyniki w przyszłości;
  - Nieznane szczegółowe plany Wzywającego względem Spółki i ich wpływ na sytuację finansową Spółki oraz Grupy. Na podstawie informacji przedstawionych w Wezwaniu rozumiemy, że w przypadku powodzenia Wezwania, Wzywający uzyska kontrolę nad Spółką. Nie są jednak znane szczegółowe plany Wzywającego wobec Spółki oraz Grupy, przy czym biorąc pod uwagę charakter oraz działalność Wzywającego oraz Grupy, racjonalnym wydaje się być oczekiwanie, że w wyniku Transakcji mogą wystąpić pewne synergii. Jednakże, na podstawie dostępnych informacji nie jest możliwe jednoznaczne określenie natury oraz wartości tych synergii, a także miejsca ich występowania (Wzywający lub Grupa) i kosztów niezbędnych do poniesienia w celu ich realizacji. Ponadto, nie są też znane plany Wzywającego, jako inwestora



**Przedsiębiorstwo Handlu Zagranicznego „Baltona” S.A.**  
*Opinia na temat finansowych warunków wezwania do sprzedaży akcji  
spółki Przedsiębiorstwo Handlu Zagranicznego „Baltona” S.A.  
ogłoszonego w dniu 15 października 2019 roku  
31 października 2019*

strategicznego, dotyczące ewentualnych zmian w działalności operacyjnej i finansowej Grupy. W związku z powyższym nie było możliwe przeprowadzenie racjonalnych analiz w celu oszacowania wpływu powyższych kwestii na sytuację finansową Spółki w kolejnych latach.

- Bardzo niska płynność akcji Spółki. Wolumen obrotu akcjami Spółki na GPW w okresie 12 miesięcy poprzedzających Datę Wezwania wyniósł ok. 731 tysięcy sztuk (tj. średnio ok. 3 tys. sztuk dziennie), co stanowi ok. 6,5% wszystkich wyemitowanych akcji Spółki. Zakładając utrzymanie powyższych parametrów, zrealizowanie obrotu 19,32% akcji będących przedmiotem Wezwania mogłaby zająć ok. 735 dni sesyjnych. Przy czym powyższe nie uwzględnia możliwego wpływu takich transakcji na spadek kursu akcji Spółki.

### **Opinia**

Biorąc pod uwagę wskazane w niniejszej Opinii okoliczności Transakcji, przeprowadzone przez KPMG analizy oraz zastrzeżenia i ograniczenia, proponowana w Wezwaniu cena nabycia Akcji Przedsiębiorstwo Handlu Zagranicznego „Baltona” S.A. w wysokości 6,95 PLN znajduje się powyżej dolnego przedziału Wartości Godziwej 100% akcji Przedsiębiorstwo Handlu Zagranicznego „Baltona” S.A. (w przeliczeniu na jedną Akcję Spółki), oszacowanym przez KPMG na dzień wydania niniejszej Opinii, z punktu widzenia akcjonariuszy Spółki.

Niniejsza Opinia nie stanowi rekomendacji dla akcjonariuszy Spółki odnośnie odpowiedzi na Wezwanie i realizacji Transakcji.

Niniejsza Opinia została wydana według stanu wiedzy na dzień Opinii i podlega prawu polskiemu.

Z poważaniem,



Tomasz Regulski  
*Dyrektor*  
*Deal Advisory*  
*Pełnomocnik*  
KPMG Advisory  
Spółka z ograniczoną  
odpowiedzialnością sp.k.