



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

Zakłady Tłuszczowe „Kruszwica” S.A.
ul. Niepodległości 42
88-150 Kruszwica

28 grudnia 2020

Szanowni Państwo,

Dotyczy: Opinii na temat finansowych warunków wezwania do sprzedaży akcji spółki Zakłady Tłuszczowe „Kruszwica” S.A. ogłoszonego w dniu 9 grudnia 2020 roku

Zgodnie z warunkami umowy zawartej w dniu 14 grudnia 2020 roku („Umowa”), pomiędzy spółką Zakłady Tłuszczowe „Kruszwica” S.A. („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” lub „Transakcja”) ogłoszonego w dniu 9 grudnia 2020 roku („Data Wezwania”) przez Koninklijke Bunge B.V. („Wzywający”).

Podsumowanie stanu faktycznego dotyczącego Wezwania

W dniu 9 grudnia 2020 roku Wzywający ogłosił wezwanie do sprzedaży 8.223.636 akcji zwykłych na okaziciela wyemitowanych przez Spółkę, o wartości nominalnej 7,48 PLN każda, będących przedmiotem obrotu na rynku regulowanym Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), z których każda uprawnia do jednego głosu na Walnym Zgromadzeniu Akcjonariuszy Spółki („WZA”).

Akcje objęte Wezwaniem stanowią wszystkie akcje Spółki z wyłączeniem akcji Spółki będących w posiadaniu Wzywającego w liczbie 14.763.313 akcji, tj. 6.040.400 akcji zwykłych imiennych oraz 8.722.913 akcji zwykłych na okaziciela stanowiących łącznie ok. 64,22 % ogólnej liczby akcji w Spółce i ogólnej liczby głosów na WZA („Akcje Bunge”).

Każda Akcja Bunge uprawnia do jednego głosu na WZA.

W wyniku Wezwania Wzywający (będący jednocześnie jedynym podmiotem nabywającym) zamierza nabyć 8.223.636 akcji zwykłych na okaziciela stanowiących ok. 35,78 % ogólnej liczby akcji w Spółce i ogólnej liczby głosów na WZA. W rezultacie, w wyniku Wezwania Wzywający zamierza zwiększyć swój stan posiadania do 22.986.949 akcji (w tym Akcje Bunge)

odpowiadających 22.986.949 głosom na WZA, stanowiących 100% ogólnej liczby akcji w Spółce oraz ogólnej liczby głosów na WZA.

Dodatkowo, znaczący akcjonariusz Spółki, tj. Windstorm Trading & Investments Limited prywatna spółka z ograniczoną odpowiedzialnością zorganizowana pod prawem Cypru („Znaczący Akcjonariusz”), posiadający 5.805.485 akcji zwykłych na okaziciela stanowiących ok. 25,26 % ogólnej liczby akcji w Spółce i ogólnej liczby głosów na jej WZA, podpisał z Wzywającym wiążącą umowę sprzedaży powyższych akcji, przewidującą nieodwołalną sprzedaż i przeniesienie tych akcji w ramach Wezwania, niezależnie od ewentualnego pojawienia się jakiegokolwiek konkurencyjnej oferty ich nabycia („Umowa Sprzedaży”).

Wszystkie akcje będące przedmiotem Wezwania są zdematerializowane.

Cena, po której Wzywający zamierza nabyć akcje Spółki w ramach Wezwania wynosi 66,30 PLN (słownie: sześćdziesiąt sześć złotych i 30/100) za każdą akcję.

Zgodnie z treścią Wezwania, cena zaproponowana w Wezwaniu nie jest niższa od: (i) średniej arytmetycznej ze średnich dziennych cen ważonych wolumenem obrotu z okresu 3 miesięcy poprzedzających Datę Wezwania wynoszącej 54,35 PLN, oraz (ii) średniej arytmetycznej ze średnich dziennych cen ważonych wolumenem obrotu z okresu 6 miesięcy poprzedzających Datę Wezwania wynoszącej 56,53 PLN.

Zgodnie z treścią Wezwania, w okresie 12 miesięcy przed ogłoszeniem Wezwania ani Wzywający, ani jego podmioty dominujące lub zależne nie nabywały akcji Spółki w zamian za świadczenie pieniężne lub niepieniężne.

Określone w Wezwaniu terminy rozpoczęcia przyjmowania zapisów na sprzedaż akcji Spółki, przewidywany dzień transakcji nabycia akcji w Wezwaniu oraz planowane rozliczenie transakcji przez Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych to odpowiednio: 31 grudnia 2019 roku, 3 lutego 2021 roku oraz 8 lutego 2021 roku.

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 posiadał 14.763.313 akcji Spółki, stanowiących ok. 64.22 % ogólnej liczby akcji w Spółce i ogólnej liczby głosów na WZA. W związku z czym można założyć, że na Datę Opinii Wzywający posiadał kontrolę nad działalnością Spółki. Dodatkowo, biorąc pod uwagę strukturę akcjonariatu Spółki na Datę Wezwania, można założyć, iż przedmiotem Wezwania są akcje będące w posiadaniu akcjonariuszy mniejszościowych, które nawet łącznie, nie uprawniają do sprawowania kontroli nad Spółką.

W związku z powyższym, niniejsza Opinia odzwierciedla poziom wartości z punktu widzenia mniejszościowych akcjonariuszy Spółki (tj. nieposiadających pakietów akcji umożliwiających sprawowanie nad nią kontroli).

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 Wezwania 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, w tym Umowy Sprzedaży, nie istnieją żadne inne umowy ani porozumienia 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

Zakłady Tłuszczowe „Kruszwica” S.A.
*Opinia na temat finansowych warunków wezwania do sprzedaży akcji
spółki Zakłady Tłuszczowe „Kruszwica” S.A. ogłoszonego w dniu 9 grudnia 2020 roku
28 grudnia 2020*

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 przekazywane 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.

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 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 Limited będącą prywatną spółką angielską z odpowiedzialnością ograniczoną do wysokości gwarancji, mogą świadczyć inne usługi dla Spółki, Wzywającego 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.

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, które mogłyby mieć jakikolwiek wpływ na posiadanie kontroli przez danych akcjonariuszy lub ich grupy kapitałowe.

Część analiz przeprowadzonych przez KPMG na potrzeby sporządzenia niniejszej Opinii przypada na okres globalnego pogorszenia sytuacji gospodarczej, pandemii COVID-19 oraz okres ograniczeń w zakresie aktywności gospodarczej i mobilności. Powyższe czynniki mają szczególnie negatywny wpływ na działalność operacyjną przedsiębiorstw oraz handlu. Z uwagi na fakt, iż na datę niniejszej Opinii brak jest jednoznacznych danych lub prognoz w zakresie powrotu gospodarek do stanu przed pandemią COVID-19, a kwantyfikacja powiązanych ryzyk jest w znacznym stopniu utrudniona, ewentualne odchylenia od wyników przeprowadzonych analiz mogą mieć wpływ na konkluzje przedstawione w niniejszej Opinii.

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.

Biorąc pod uwagę fakt, że Spółka prowadzi działalność operacyjną na konkurencyjnym rynku, znajduje się w stabilnej kondycji finansowej, jest możliwe oszacowanie jej przyszłych przepływów pieniężnych oraz istnieją porównywalne do niej publicznie notowane spółki, zastosowano dwa podejścia do oszacowania Wartości Godziwej:

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

Na potrzeby prowadzonych analiz uwzględniono informacje dostępne w ostatnich opublikowanych przed Datą Wezwania sprawozdaniach finansowych Spółki, tj. niezaudytowanych sprawozdaniach finansowych na dzień 30 września 2020 roku, jak również wzięto pod uwagę opublikowane sprawozdania finansowe Spółki za inne okresy historyczne.

W oparciu o oświadczenie Zarządu Spółki przyjęto, że w okresie od 30 września 2020 roku do Daty Opinii nie nastąpiły wydarzenia, które nie zostały uwzględnione przez Zarząd w przekazanych KPMG założeniach dotyczących rozwoju Spółki w kolejnych latach i 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 akcjonariatu (w tym, w kontekście akcji będących przedmiotem Wezwania);

- przeprowadziło rozmowy z przedstawicielami kadry kierowniczej Spółki dotyczące dotychczasowej i obecnej i działalności Spółki, jej kondycji finansowej jak również założeń dotyczących możliwości działalności Spółki w przyszłości;
- przeanalizowało historyczne wyniki Spółki;
- przeanalizowało główne wskaźniki makroekonomiczne i adekwatne informacje dotyczące porównywalnych spółek publicznych dostępane 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:

- Posiadanie kontroli przez Wzywającego. Na dzień Wezwania, Wzywający posiadał 22.986.949 akcji Spółki, uprawniających do ok. 64,22% głosów na jej WZA. Wezwaniem objęte było 8.223.636 akcji uprawniających do 35,78%, przy czym z wyłączeniem Znaczącego Akcjonariusza, żaden z pozostałych akcjonariuszy nie posiadał więcej niż 5% udziału w kapitale zakładowym Spółki oraz udziału w łącznej liczbie głosów na jej WZA.
- Bardzo niską płynność akcji Spółki. Wolumen obrotu akcjami Spółki na GPW w okresie 12 miesięcy poprzedzających Datę Wezwania wyniósł ok. 740 tys. sztuk (tj. średnio prawie 3 tysiące sztuk dziennie), co stanowi ponad 3% wszystkich wyemitowanych akcji Spółki. Zakładając utrzymanie powyższych parametrów w przyszłości, sprzedaż wszystkich akcji będących przedmiotem Wezwania mogłaby zająć około 2 800 dni sesyjnych. Przy czym powyższe nie uwzględnia możliwego wpływu takich transakcji na spadek kursu akcji Spółki.
- Strukturę kapitałową Spółki. Spółka w bardzo niewielkim stopniu korzysta z długu bankowego, finansując swoją działalność z kapitału własnego. Zgodnie ze skonsolidowanym sprawozdaniem finansowym Spółki sporządzonym na dzień 30 września 2020 roku, Spółka posiadała zadłużenie w wysokości 13 mln PLN, przy sumie bilansowej na poziomie 1 235 mln PLN oraz kapitalizacji (na dzień 30 września 2020 roku) w wysokości 1 218 mln PLN.
- Politykę dywidendową Spółki. W przeanalizowanym okresie historycznym obejmującym ostatnie 5 pełnych lat obrotowych, Spółka rokrocznie wypłacała dywidendę stanowiącą ok. 50% - 75% zysku netto. Dywidenda za rok 2019 wyniosła 64 mln PLN i stanowiła ok. 60% zysku netto za ten okres.
- Zmiany regulacyjne oczekiwane na rynku biopaliw w Polsce. Spółka jest znaczącym producentem i dostawcą surowych i rafinowanych olejów roślinnych o zastosowaniu przemysłowym, głównie dla sektora produkcji biopaliw i biokomponentów. W 2019 roku wartość sprzedaży powyższych produktów wyniosła 682 mln PLN i stanowiła około 24% całkowitych przychodów Spółki. Spodziewana zmiana polegająca na zastąpieniu biodiesla 1 generacji przez biodiesel 2 generacji może negatywnie wpłynąć na poziom generowanych przez Spółkę przychodów.



Zakłady Tłuszczowe „Kruszwica” S.A.
*Opinia na temat finansowych warunków wezwania do sprzedaży akcji
spółki Zakłady Tłuszczowe „Kruszwica” S.A. ogłoszonego w dniu 9 grudnia 2020 roku
28 grudnia 2020*

Opinia

Biorąc pod uwagę wskazane w niniejszej Opinii kwestie dotyczące Transakcji, przeprowadzone przez KPMG analizy oraz zastrzeżenia i ograniczenia, proponowana w Wezwaniu cena nabycia akcji Spółki w wysokości 66,30 PLN znajduje się w przedziale Wartości Godziwej 100% akcji Spółki (w przeliczeniu na jedną akcję Spółki), oszacowanym przez KPMG na dzień wydania niniejszej Opinii, z punktu widzenia mniejszościowych 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 Datę Opinii i podlega prawu polskiemu.

Z poważaniem,

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