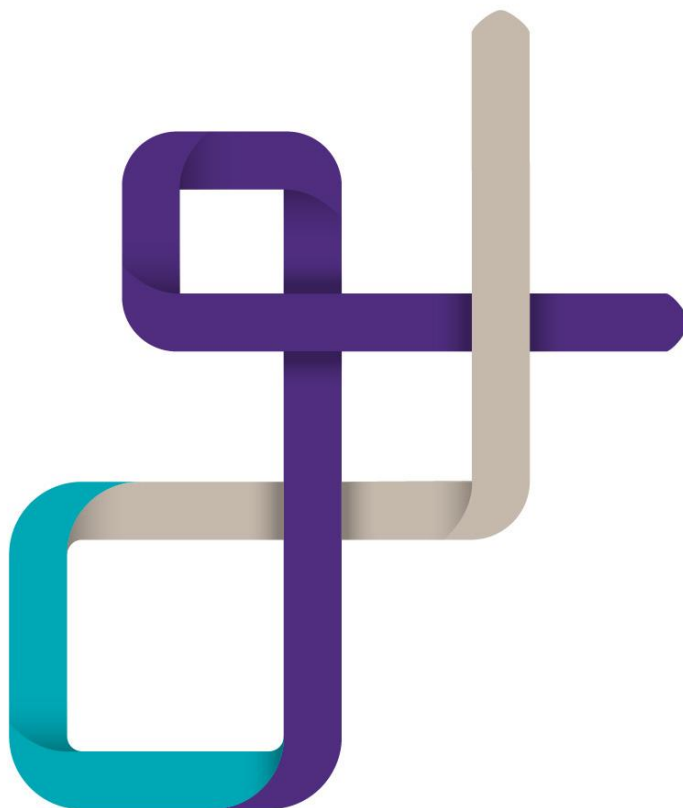


Fairness Opinion

w zakresie wartości godziwej akcji spółki Grupa
Żywiec S.A. sporządzona na zlecenie Zarządu

Poznań, 28.11.2022 r.



Do Zarządu

Grupa Żywiec S.A.

ul. Browarna 88

34-300 Żywiec

Szanowni Państwo,

Mamy przyjemność przedstawić dokument zawierający opinię doradców finansowych Grant Thornton o charakterze tzw. *fairness opinion* („Opinia”), odnoszącą się do określenia wartości godziwej akcji spółki Grupa Żywiec S.A. z siedzibą w Żywcu („Spółka”, „Zamawiający” lub „Grupa Żywiec”), która jest przedmiotem ogłoszonego w dniu 15 listopada 2022 r. przez Heineken International B.V z siedzibą w Amsterdamie (dalej „Wzywający” lub „Nabywający”) wezwania do zapisywania się na sprzedaż 682 823 akcji Grupy Żywiec S.A. („Wezwanie”). Wezwanie skierowane jest do pozostałych akcjonariuszy Spółki, w celu osiągnięcia przez Nabywającego 100% udziału w kapitale zakładowym Zamawiającego.

Z poważaniem,

Mariusz Maik



Partner

Corporate Finance

Departament Doradztwa

Wprowadzenie

Niniejszy dokument został przygotowany zgodnie z warunkami umowy zawartej pomiędzy Grant Thornton Frąckowiak Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością Sp. k. z siedzibą w Poznaniu (zwaną dalej „Grant Thornton”), a Grupą Żywiec S.A. z siedzibą w Żywcu.

Przedmiot tej umowy obejmuje sporządzenie Opinii w odniesieniu do wartości spółki Grupa Żywiec S.A. na potrzeby ustalenia wartości godziwej akcji Spółki w kontekście ceny za akcje Spółki zaproponowanej przez Wzywającego w ramach Wezwania.

Wezwanie zostało ogłoszone na podstawie art. 73 ust. 1 oraz art. 91 ust. 5 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (tekst jednolity Dz. U. z 2021 r., poz. 1983, z późn. zm.) („Ustawa”), art. 28 ust. 5 ustawy z dnia 7 kwietnia 2022 r. o zmianie ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych oraz niektórych innych ustaw oraz zgodnie z rozporządzeniem Ministra Finansów z dnia 23 maja 2022 r. w sprawie wzorów wezwań do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej, sposobu i trybu składania i przyjmowania zapisów w wezwaniu oraz dopuszczalnych rodzajów zabezpieczenia (Dz. U. z 2022 r., poz. 1134) („Rozporządzenie”).

Wartością godziwą, zgodnie z art. 28 ust. 6 ustawy z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości (Dz. U. z 2021 r., poz. 217 z późn. zm.), jest kwota za jaką na warunkach rynkowych składnik aktywów mógłby zostać wymieniony pomiędzy niepowiązаныmi i dobrze poinformowanymi stronami. Na potrzeby stworzenia niniejszego dokumentu poziom wartości godziwej został zweryfikowany przy wykorzystaniu wyceny metodą dochodową – zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF), a także metodą porównawczą na podstawie danych o podmiotach podobnych notowanych na giełdach zagranicznych oraz transakcji na rynku prywatnym.

Opinia dotyczy wyłącznie adekwatności ceny wyznaczonej na potrzeby transakcji, natomiast doradca nie wypowiada się na temat sensu strategicznego transakcji.

Opinia zawiera niezależną ocenę ekspercką, sporządzoną zgodnie z najlepszą wiedzą i doświadczeniem zawodowym Grant Thornton, nie jest natomiast stwierdzeniem faktów.

Zastosowane przez Grant Thornton procedury wyceny nie oznaczają, że w ramach niniejszego projektu przeprowadzone zostało badanie sprawozdania finansowego ani jego przegląd lub inna usługa atestacyjna w odniesieniu do kwestii stanowiących przedmiot Opinii w rozumieniu obowiązujących w Polsce standardów zawodowych.

Grant Thornton nie ponosi odpowiedzialności za efekty wykorzystania niniejszego dokumentu (w części lub całości) przez osoby niebędące jego adresatem oraz nie ponosi odpowiedzialności za skutki jakichkolwiek decyzji podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszym dokumencie.

Cel

Niniejsza Opinia została sporządzona z uwagi na planowaną transakcję kupna przez Heineken International B.V akcji Grupy Żywiec S.A. w ramach Wezwania. Liczba akcji Spółki, jaką Nabywający zamierza samodzielnie osiągnąć w wyniku Wezwania wynosi 10 271 337 akcji zwykłych na okaziciela, reprezentujących 10 271 337 głosów na WZA, które stanowią 100% ogólnej liczby głosów na WZA.

Wzywający zamierza nabyć akcje jako długoterminową strategiczną inwestycję finansową. Wzywający zamierza nabyć wszystkie Akcje dopuszczone do obrotu i notowane na rynku regulowanym prowadzonym przez GPW. Po przeprowadzeniu Wezwania Wzywający zamierza przeprowadzić przymusowy wykup pozostałych Akcji Spółki i wycofać wszystkie akcje Spółki z rynku regulowanego prowadzonego przez GPW. Wykluczenie akcji Spółki z obrotu na GPW będzie uzależnione od uzyskania zgody Komisji Nadzoru Finansowego.

Cena po której Heineken International B.V zamierza nabyć akcje Grupy Żywiec S.A. w ramach Wezwania wynosi 486,12 PLN (słownie: czterysta osiemdziesiąt sześć złotych dwanaście groszy), za każdą akcję Spółki.

Zgodnie z treścią Wezwania, cena spełnia warunek ceny minimalnej określonej w ustawie o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz spółkach publicznych (Ustawa) zgodnie z którym cena w wezwaniu nie może być niższa niż:

- średnia cena za ostatnie 6 miesięcy notowań do dnia Wezwania oraz,
- średnia cena za ostatnie 3 miesiące notowań do dnia Wezwania.

Obie ceny minimalne zostały uzgodnione zgodnie z art. 79 ust. 1-3 oraz 79 ust. 7 Ustawy.

W okresie 12 miesięcy poprzedzających przekazanie Zawiadomienia, w wyniku transakcji zawartej w dniu 17 października 2022 r., Wzywający nabył łącznie 2.896.093 (dwa miliony osiemset dziewięćdziesiąt sześć tysięcy dziewięćdziesiąt trzy) akcje Spółki, po cenie niższej niż cena akcji w wezwaniu. W okresie 12 miesięcy poprzedzających Zawiadomienie Wzywający zobowiązał się wobec Harbin B.V. do nabycia w Wezwaniu 513.567 akcji Spółki po cenie niższej niż cena akcji w wezwaniu. Poza powyższym Wzywający ani żaden podmiot zależny lub dominujący wobec Wzywającego, ani żadna osoba trzecia, o której mowa w art. 87 ust. 1 pkt 3 lit. a) Ustawy o Ofercie Publicznej nie nabyła ani nie zobowiązała się do nabycia, bezpośrednio lub pośrednio, akcji Spółki za wynagrodzeniem pieniężnym lub niepieniężnym.

Podstawowe założenia

W związku z koniecznością oszacowania wartości godziwej Grupy Żywiec S.A. wykorzystano metodę dochodową zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz metodę porównawczą na podstawie podmiotów podobnych notowanych na giełdach zagranicznych, a także transakcji dokonywanych na rynku prywatnym. Wyceny powyższymi metodami zostały sporządzone według stanu na dzień 30.09.2022 r. (dalej również Dzień Wyceny) w oparciu o najbardziej aktualne dostępne publicznie dane finansowe, w tym m.in. sprawozdania finansowe do dnia bilansowego 30.09.2022 r. opublikowane dnia 26.10.2022. Zastosowane metody zdaniem Grant Thornton są najlepszym odzwierciedleniem wartości godziwej Spółki.

Przyjęto, że wartość godziwa akcji, zdefiniowana w ustawie niekoniecznie stanowi cenę, jaka może w rzeczywistości zostać osiągnięta w transakcji sprzedaży akcji pomiędzy konkretnymi sprzedającymi a nabywcami. W transakcyjnej rzeczywistości, każdy z potencjalnych nabywców i sprzedawców akcji znajduje się często w różnej pozycji negocjacyjnej. W wielu przypadkach potencjalni nabywcy skłonni są do zapłacenia dodatkowej premii za nabycie akcji, jeżeli spodziewają się dodatkowych korzyści w związku z wykonaniem transakcji. Alternatywnie w niektórych sytuacjach, nabywający może oczekiwać pewnego dyskonta z tytułu nabycia akcji. Wartość godziwa nie uwzględnia ewentualnych synergii, które mogą powstać w wyniku możliwego przejścia kontroli nad Spółką jako rezultatu wykonania Porozumienia.

Spółka Grupa Żywiec S.A. notowana jest na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie od 1991 roku, w związku z czym dokonano analizy historycznego kursu akcji w okresie poprzedzającym wezwanie. Na podstawie analizy stwierdzono:

- w okresie ostatnich sześciu miesięcy przed dniem wezwania kurs akcji Spółki szacowany na podstawie średniej ceny w trakcie sesji, zawierał się w przedziale pomiędzy 461,62 a 496,67 PLN,
- w tym samym okresie, średni dzienny obrót akcjami (wolumen) Grupy Żywiec S.A., wynosił około 0,00074%% liczby wszystkich akcji,
- w latach 2019, 2020, 2021 średni kurs w ciągu roku (szacowany na bazie średniej ceny w trakcie sesji) wynosił odpowiednio 486,96, 482,75, 486,33 PLN na akcję,
- średni kurs w ostatnich 3 pełnych latach kalendarzowych wyniósł 485,33 PLN za akcję, przyjmując w tym okresie wartości z przedziału 460,21 – 519,80 PLN.

Zgodnie z art. 80 ust. 2 Ustawy, stanowisko zarządu spółki odnośnie stwierdzenia czy zdaniem zarządu, proponowana w wezwaniu cena odpowiada wartości godziwej spółki, **nie powinno opierać się wyłącznie na bazie analizy dotychczasowych notowań podmiotu.**

W związku z powyższym, na potrzeby stworzenia niniejszego dokumentu poziom wartości godziwej został zweryfikowany przy wykorzystaniu wyceny metodą porównawczą na podstawie danych o podmiotach o podobnym profilu działalności notowanych na giełdach zagranicznych, transakcji na rynku prywatnym, jak również metody dochodowej – zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF).

Metody dochodowe określają zdolność firmy do generowania dochodów (korzyści i zysków) wynikających z połączenia umiejętności menedżerskich, wykorzystania dostępnych zasobów będących własnością firmy oraz innych dostępnych zasobów. W metodach porównawczych zakłada się, że jeśli zakres działalności dwóch spółek jest do siebie zbliżony, to generowane przez nie przepływy pieniężne będą zależały od tych samych czynników, czyli będą silnie skorelowane ze sobą.

Przygotowując wycenę metodą dochodową, opierano się na założeniach, projekcjach finansowych oraz innych informacjach i wyjaśnieniach, które uzyskano od Spółki. Grant Thornton przeprowadził wycenę opierając się na założeniu, że otrzymane informacje są prawidłowe, rzetelne i zostały przekazane zgodnie z najlepszą wiedzą Zamawiającego. Grant Thornton nie ponosi odpowiedzialności za ich prawidłowość i rzetelność. Z tym zastrzeżeniem stwierdzamy, że analizy przeprowadzone przez Grant Thornton na potrzeby przygotowania niniejszej Fairness Opinion nie wykazały żadnych istotnych niespójności otrzymanych informacji. Wycena opracowana została według stanu wiedzy na dzień 28.11.2022 r. w oparciu o dane finansowe Spółki z dnia 30.09.2022 roku (najnowsze dostępne na rynku). Okres projekcji objął okres od 30 września 2022 roku do 31 grudnia 2028 roku.

Zgodnie z przyjętymi założeniami:

1. polegano na rzetelności i kompletności informacji finansowych i innych informacji, które uzyskano od Spółki i które były podstawą sporządzenia projekcji finansowych,
2. przyjęto, że założenia dotyczące projekcji finansowych na lata 2022 – 2028 przekazane przez Spółkę, zostały rzetelnie przygotowane przez Zarząd na podstawie jak najlepszej wiedzy dotyczącej szacunkowych wyników finansowych Grupy Żywiec S.A.,
3. nie dokonano wyceny majątkowej składników majątku trwałego, w tym rzeczowych składników majątku trwałego ani wyceny wartości aktywów nieoperacyjnych.

Na potrzeby prac zastosowano także wycenę metodą porównawczą – na bazie spółek porównywalnych, notowanych na giełdach zagranicznych. Jako punkt odniesienia uwzględniono zarówno portfel spółek zbliżonych działalnością do Grupy Żywiec S.A. jak i transakcje dokonane na rynku prywatnym.

Wartość Grupy Żywiec S.A. szacowana była w odniesieniu do takich parametrów finansowych jak:

- a) przychody ze sprzedaży,
- b) zysk netto,
- c) wartość księgowa,
- d) zysk operacyjny powiększony o amortyzację (EBITDA).

Przeprowadzone prace

Na potrzeby sporządzenia niniejszego Fairness Opinion przeprowadzone zostały następujące prace:

- Analiza specyfiki oraz uwarunkowań działalności Grupy Żywiec S.A., na podstawie rozmów z Zarządem i przedstawicielami Spółki oraz dostarczonych informacji i dokumentów,
- Analiza finansowych warunków (tj. ceny transakcyjnej) i celu transakcji,
- Weryfikacja możliwych do zastosowania metod wyceny, a także dobór wyceny zdyskontowanych przepływów pieniężnych oraz metody porównawczej w celu weryfikacji ceny akcji Spółki w transakcji,
- Analiza historycznych notowań Grupy Żywiec S.A. w oparciu o dzienne notowania z okresu trzech i sześciu miesięcy przed ogłoszeniem Wezwania,
- Przegląd transakcji pakietowej pomiędzy Heineken International B.V a Harbin B.V. z dnia 18 października 2022 r.
- Przegląd publicznie dostępnych rekomendacji sporządzanych przez prywatnych inwestorów oraz domy maklerskie,
- Analiza założeń dotyczących projekcji wyników operacyjnych Spółki na lata 2022 – 2028,
- Analiza danych historycznych oraz zestawienie ich z projekcjami finansowymi Spółki na lata 2022 – 2028,
- Weryfikacja przedstawionych przez Zamawiającego projekcji wyników finansowych, ze szczególnym uwzględnieniem poziomu wiarygodności projekcji na lata 2022 – 2028,
- Dobór podmiotów porównywalnych dopasowanych do przedmiotu działalności Grupy Żywiec S.A.
- Analiza wskaźników dla podmiotów porównywalnych notowanych na giełdach zagranicznych,
- Analiza wskaźników dla transakcji dokonanych na rynku prywatnym,
- Przeprowadzenie wyceny Grupy Żywiec S.A. metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych oraz porównań rynkowych,
- Przeprowadzenie analizy wrażliwości wyceny metodą dochodową Grupy Żywiec S.A. na zmiany kluczowych parametrów wyceny w Okresie Projekcji. Analizie poddana została zmiana:
 - Poziomu projekcji wyników finansowych w kolejnych latach dla Grupy Żywiec S.A.,
 - Dynamiki wzrostu przychodów ze sprzedaży w Okresie Projekcji oraz okresie rezydualnym,
 - Stopy dyskontowej w całym Okresie Projekcji oraz stopy wzrostu w okresie rezydualnym,
- Uwzględnienie innych informacji, analiz oraz danych ekonomicznych i rynkowych, które zostały uznane przez Grant Thornton za istotne i właściwe z punktu widzenia przygotowywanego dokumentu.

Podsumowanie

Niniejsze pismo jest przeznaczone do użytku Zarządu Spółki, stanowiąc opinię zewnętrznego podmiotu (biegłego) w rozumieniu art. 80 ust. 3 Ustawy i w związku z tym Spółka jest uprawniona do ujawnienia niniejszej Opinii w wykonaniu obowiązku przewidzianego w tym przepisie.

Niniejsza Opinia nie stanowi rekomendacji dla akcjonariuszy Spółki w odniesieniu do decyzji inwestycyjnych związanych z Wezwaniem, w szczególności w odniesieniu do składania lub odstąpienia od składania zapisów do sprzedaży akcji Spółki w Wezwaniu.

Mając na względzie powyższe podstawy, założenia i zastrzeżenia, jak również uwzględniając przeprowadzone przez Grant Thornton analizy oraz inne kwestie uznane za istotne na dzień sporządzenia niniejszego pisma, wyrażamy Opinię, iż cena akcji zaproponowana akcjonariuszom Grupy Żywiec S.A. przez Wzywających w wysokości 486,12 PLN **znajduje się w górnej części przedziału wartości godziwej akcji Spółki będących przedmiotem Wezwania.**

Mariusz Maik



Partner

Corporate Finance

Departament Doradztwa

Tomasz Mleczak



Senior Menedżer

Corporate Finance

Departament Doradztwa

Poznań, 28.11.2022 r.