

Warszawa, 18 lipca 2019 roku

Zarząd  
Mostostal Warszawa S.A.  
ul. Konstruktorska 12A  
02-673 Warszawa  
Polska

**Dotyczy: Opinia na temat finansowych warunków wezwania do sprzedaży akcji Mostostal Warszawa S.A. ogłoszonego w dniu 2 lipca 2019 roku ("Wezwanie")**

Szanowni Państwo,

Zgodnie z warunkami umowy zawartej pomiędzy Mostostal Warszawa S.A. („Mostostal Warszawa” lub „Spółka”) i Deloitte Advisory sp. z o.o. sp.k. („Deloitte”), Deloitte został poproszony przez Spółkę o sporządzenie opinii („Fairness Opinion”, „Opinia”) na temat tego, czy cena zaproponowana przez Acciona Construcción S.A., z siedzibą w Madrycie („Acciona” lub „Wzywający”) w wezwaniu na akcje Spółki („Wezwanie”) odpowiada wartości godziwej („Wartość Godziwa”) akcji Mostostal Warszawa („Transakcja”). W dalszej części dokumentu, Spółka i Wzywający wspólnie określane są jako „Strony”.

Dla potrzeb niniejszej Opinii przyjęliśmy zgodnie z Art. 28 ust. 6 Ustawy z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości, iż *„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”*.

Należy być świadomym faktu, iż rzeczywista cena zaoferowana lub uzyskana w transakcji sprzedaży lub przyszłe notowania akcji Mostostal Warszawa mogą się różnić od oszacowanej Wartości Godziwej. Powodem tej różnicy mogą być takie czynniki, jak: motywacje i umiejętności negocjacyjne stron, struktura transakcji lub inne czynniki specyficzne obejmujące między innymi potencjalne synergiczne, indywidualną ocenę ryzyka transakcyjnych, czynniki strategiczne lub inne specyficzne dla danego nabywcy, jak i płynność akcji czy przyszła koniunktura giełdowa, w szczególności na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych („WGPW”). Czynniki te nie były przedmiotem naszej analizy. W związku z powyższym, niniejsza Opinia na temat Wartości Godziwej odnosi się do wartości akcji będących przedmiotem Wezwania, potencjału dochodowego Spółki oraz rynkowych stóp zwrotu dla aktywów o profilu ryzyka zbliżonym do Mostostal Warszawa.

Niniejsza Opinia odnosi się wyłącznie do ceny oferowanej w Wezwaniu i nie bierze pod uwagę żadnych innych warunków Transakcji. Zakłada ponadto, że nie ma żadnych porozumień lub ustaleń pomiędzy Stronami Transakcji, które mogą mieć wpływ na cenę proponowaną w Transakcji.

Poniżej przedstawiamy nasze zrozumienie warunków finansowych Wezwania, podsumowanie przeprowadzonych przez Deloitte analiz, ograniczenia i zastrzeżenia oraz wnioski naszej Opinii.

### **Warunki finansowe Wezwania**

W dniu 2 lipca 2019 r. („Data Wezwania”) Acciona ogłosiła wezwanie do sprzedaży wszystkich akcji spółki Mostostal Warszawa niebędących w posiadaniu Wzywającego według stanu na Datę Wezwania, tj. 9.981.267 (dziewięć milionów dziewięćset osiemdziesiąt jeden tysięcy dwieście sześćdziesiąt siedem) akcji Spółki, stanowiących 49,91% całkowitej liczby akcji Spółki i głosów na Walnym Zgromadzeniu Akcjonariuszy.

W wyniku Wezwania Acciona zamierza stać się posiadaczem 100% ogólnej liczby akcji Spółki, stanowiących 100% ogólnej liczby głosów na Walnym Zgromadzeniu Akcjonariuszy.

Wzywający zamierza nabyć akcje pod warunkiem, że zapisy w Wezwaniu obejmą co najmniej 3.181.267 (trzy miliony sto osiemdziesiąt jeden tysięcy dwieście sześćdziesiąt siedem) akcji, stanowiących 15,91% ogólnej liczby akcji i głosów na Walnym Zgromadzeniu Akcjonariuszy, tj. minimalna liczba akcji objętych zapisami, łącznie z akcjami Spółki należącymi do Wzywającego na Datę Wezwania, wyniesie 66%.

Okres subskrypcji rozpoczyna się 23 lipca 2019 r. i kończy 21 sierpnia 2019 r.

**Cena za akcję ogłoszona w Wezwaniu przez Acciona wynosi 3,45 PLN (słownie: trzy złote, 45/100 groszy) za każdą akcję („Cena w Wezwaniu”).**

Cena ta według treści Wezwania nie jest niższa niż cena minimalna określona zgodnie z przepisami prawa oraz spełnia kryteria wskazane w art. 79 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz. U. z 2013 r., poz. 1382 – tekst jednolity, ze zm.; dalej: „Ustawa”).

Według treści Wezwania:

- Średnia arytmetyczna ze średnich dziennych cen ważonych wolumenem obrotu w okresie sześciu (6) miesięcy poprzedzających Datę Wezwania, podczas których akcje Spółki były przedmiotem obrotu na rynku głównym WGPW, wynosi 2,68 PLN (dwa złote, 68/100 groszy);
- Średnia arytmetyczna ze średnich dziennych cen ważonych wolumenem obrotu w okresie trzech (3) miesięcy poprzedzających Datę Wezwania, podczas których akcje Spółki były przedmiotem obrotu na rynku głównym WGPW, wynosi 3,03 PLN (trzy złote, 3/100 groszy);
- W ciągu 12 (dwunastu) miesięcy poprzedzających Datę Wezwania ani Wzywający, ani jego podmioty dominujące lub podmioty zależne, nie nabyły akcji Spółki. Wzywający nie jest, i w okresie 12 (dwunastu) miesięcy poprzedzających Datę Wezwania nie był, stroną umów, o których mowa w art. 87 ust. 1 pkt 5 Ustawy o ofercie publicznej.

### **Źródła informacji oraz podsumowanie analiz przeprowadzonych przez Deloitte**

Sporządzając Opinię polegaliśmy na ograniczonych danych i analizach (opisanych poniżej), przyjmując kryteria i metodologię uwzględniające zakres i specyfikę zlecenia.

Nasza analiza objęła Mostostal Warszawa wraz ze spółkami zależnymi, tj. Mostostal Kielce S.A., AMK Kraków S.A., Mieleckie Przedsiębiorstwo Budowlane S.A., Mostostal Płock S.A., Mostostal Power Development sp. z o.o. (łącznie określane jako „Grupa Mostostal Warszawa” i spółki zależne zwane „Spółkami zależnymi”).

Opinię sporządziliśmy wyłącznie na podstawie informacji i dokumentów udostępnionych przez Spółkę oraz danych i informacji publicznie dostępnych (łącznie „Dane”).

Przeprowadzając nasze analizy („Analizy”), wzięliśmy pod uwagę następujące Dane i czynniki:

- Specyfikę działalności Grupy Mostostal Warszawa i jej historię;
- Ogólne perspektywy gospodarcze oraz w szczególności sytuację w sektorze budowlanym w Polsce;
- Sytuację finansową Grupy Mostostal Warszawa;
- Publicznie dostępne skonsolidowane i jednostkowe sprawozdania finansowe Mostostal Warszawa na dzień 31.12.2018 r. i 31.03.2019 r.;
- Sprawozdania finansowe Spółek zależnych na dzień 31.12.2018;
- Aktualny portfel zamówień Grupy Mostostal Warszawa oraz założenia dotyczące przyszłej sprzedaży i zysków oczekiwanych przez Zarząd Mostostal Warszawa na podstawie portfela zamówień;
- Portfel ofert, zarówno już złożonych, jak i planowanych do złożenia w najbliższej przyszłości, wraz z prawdopodobieństwem wygrania tych ofert i założeń dotyczących przyszłej sprzedaży i zysków oczekiwanych przez Zarząd Mostostal Warszawa w wyniku tych ofert;
- Kluczowe założenia dotyczące oczekiwanej długoterminowej sprzedaży i zysków dla każdego z segmentów działalności Grupy Mostostal Warszawa, tj. segmentu budownictwa ogólnego oraz segmentu inżynieryjno-przemysłowego;
- Dostępne linie gwarancyjne w bankach i towarzystwach ubezpieczeniowych oraz otrzymane gwarancje bankowe lub ubezpieczeniowe od limitów gwarancyjnych Acciona na dzień naszej analizy;
- Postępowania sądowe o najwyższej wartości sporu, w których Grupa Mostostal Warszawa jest stroną pozywającą lub / i pozwaną („Kluczowe Postępowania Sądowe”) wraz z opiniami prawnymi na temat tych postępowań sądowych od doradców prawnych współpracujących ze Spółką oraz szacunki Zarządu Mostostal Warszawa dotyczące prawdopodobnego wyniku tych postępowań na podstawie opinii prawnych;
- Mnożniki rynkowej wyceny dla spółek budowlanych notowanych na WGPW oraz dla szerszej grupy porównawczej spółek budowlanych notowanych na rynkach europejskich;
- Historyczne i aktualne notowania akcji Mostostal Warszawa oraz ich płynność;
- Wartość Godziwą akcji Mostostal Warszawa oraz porównanie Ceny w Wezwaniu z zakresem wyznaczonej przez nas Wartości Godziwej akcji Spółki;
- Dodatkowe analizy i czynniki uznane przez nas za istotne, uwzględniające cel i specyfikę naszych prac.

Nasze analizy i konkluzja zaprezentowana w niniejszej Opinii oparte są na informacjach dostarczonych lub udostępnionych przez Spółkę zakładając, bez niezależnej weryfikacji, ich prawdziwość, dokładność i kompletność.

Zakres naszych prac nie obejmował księgowego, finansowego, aktuarialnego, podatkowego, prawnego, komercyjnego, regulacyjnego i administracyjnego badania due diligence, ani oceny technicznej aktywów i zobowiązań Spółki, niezależnie od tego, czy dokonanych przez nas, czy niezależnego eksperta.

Przyjęliśmy, że przedłożone nam założenia odnośnie przyszłych wyników finansowych zostały właściwie opracowane przez Zarząd Spółki na podstawie najlepszych szacunków i oczekiwań Spółki na dzień sporządzania Opinii. W związku z tym, mimo wykonania prac z należytą starannością, fachową wiedzą i niezależnością, nie ponosimy żadnej odpowiedzialności i nie udzielamy żadnej gwarancji za Dane zawarte i/lub odzwierciedlone w Opinii.

Analizy i oceny zawarte w Opinii dotyczą Danych, warunków rynkowych i ekonomicznych istniejących i dostępnych do oceny przez nas do dnia publikacji niniejszego dokumentu. W związku z tym, nie ponosimy żadnej odpowiedzialności związanej z brakiem lub wadami analiz lub wniosków wynikających z upływu czasu od daty wydania Opinii i daty, w której Transakcja może zostać zrealizowana.

Z uwagi na fakt, że Opinia opiera się na Danych, warunkach ekonomicznych i rynkowych, ogólnych i szczegółowych, obecnie istniejących, wszelkie dalsze zmiany, które mogą nastąpić, nie będą nakładać na nas obowiązku aktualizowania, sprawdzania ani potwierdzania treści i wniosków Opinii.

Niniejsza Opinia opiera się na analizach, które są zazwyczaj wykonywane przez doradców finansowych przy przedstawianiu opinii o warunkach transakcji w tego typu zleceniach. Takie oceny są przeprowadzane poprzez stosowanie zwyczajowych, powszechnie przyjętych metod wyceny i mogą różnić się pod pewnymi względami od wyceny przeprowadzanej przez wykwalifikowanych audytorów, aktuariuszy i / lub generalnie wycen opartych o wartość aktywów.

Zostaliśmy zatrudnieni jako doradca finansowy i otrzymamy opłatę za wydanie niniejszej Opinii oraz inne prace związane z Transakcją. Jako Deloitte i spółki stowarzyszone mamy, i prawdopodobnie będziemy mieć w przyszłości, inne relacje biznesowe z Grupą Mostostal Warszawa i Acciona Construcción S.A.

## **Konkluzja**

Na podstawie naszego zrozumienia warunków Wezwania i wykonanych prac analitycznych oraz z zastrzeżeniem wskazanych warunków i ograniczeń, uważamy że z finansowego punktu widzenia proponowana przez Wzywającego cena nabycia akcji Mostostal Warszawa ogłoszona w Wezwaniu w wysokości 3,45 PLN za jedną akcję znajduje się w zakresie oszacowanego przedziału Wartości Godziwej akcji Spółki.

Należy być świadomym faktu, że nasze Wnioski opierają się, między innymi, na oczekiwanym wyniku Kluczowych Postępowań Sądowych, przekazanym nam przez Zarząd Spółki, w oparciu o opinie doradców prawnych współpracujących ze Spółką przy tych postępowaniach. Spółka spodziewa się pozytywnego wpływu finansowego netto z Kluczowych Postępowań Sądowych w latach 2019 - 2022.

Ze względu na niepewność związaną z możliwym rozstrzygnięciem sporów prawnych i ich potencjalnych konsekwencji finansowych dla Spółki, wszelkie próby oszacowania konkretnego wpływu toczących się sporów prawnych na Wartość Godziwą akcji są bardzo spekulacyjne. Szczegółowa analiza prawna Kluczowych Postępowań Sądowych nie była przedmiotem naszej pracy, w szczególności nie przeprowadzilibyśmy badania prawnego due diligence, w tym analizy dokumentów źródłowych i akt sądowych.

Nasze analizy i konkluzje zakładają, że Spółka będzie w stanie utrzymać limity gwarancji wystarczające do wsparcia przyszłej zdolności kontraktowania. Alternatywne założenia najprawdopodobniej wpłyną na oszacowany zakres wartości, a różnica w stosunku do oszacowanego przez nasz zakresu Wartości Godziwej może być istotna.

Na potrzeby niniejszej Opinii przyjęliśmy również, na podstawie informacji przekazanych przez Zarząd Mostostal Warszawa, że Spółka dokona dostosowania umów pożyczek właścicielskich w celu dopasowania harmonogramu spłat do możliwości płatniczych Spółki. Opieraliśmy się na opinii Zarządu Spółki, przedstawiającej jego najlepszą wiedzę na datę wydania naszej Opinii, bez niezależnej weryfikacji. Przyjęcie innego założenia mogłoby prowadzić do odmiennych wniosków w naszej Opinii.

## Ograniczenia i zastrzeżenia

Niniejsza Opinia jest przeznaczona wyłącznie dla Zarządu Spółki Mostostal Warszawa i nie może być wykorzystywana w sposób inny niż wynikający z Umowy, bez uprzedniej pisemnej zgody Deloitte. Zgodnie z Umową, stosownie do Art. 80 ust. 3 Ustawy, Zarząd Spółki będzie mógł opublikować kompletną treść niniejszej Opinii zgodnie z postanowieniami Art. 80 ust. 3 Ustawy. Opinia podlega wyłącznie przepisom prawa polskiego, tak jak jest ono stosowane przez polskie sądy na dzień sporządzenia Opinii.

Niniejsza Opinia nie jest przeznaczona do wykorzystania przez strony inne niż Zarząd Spółki i nie może być cytowana, publikowana zarówno w całości lub części, używana w żadnym innym celu niż wynikający z Umowy bez uprzedniej pisemnej zgody Deloitte.

Deloitte nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione przez strony inne niż Mostostal Warszawa w wyniku publikacji, dystrybucji, kopiowania ani wykorzystywania niniejszej Opinii.

Niniejsza Opinia nie dotyczy jakichkolwiek kwestii związanych z wpływem Wezwania na interes Spółki, strategiczne plany Wzywającego wobec Spółki i ich prawdopodobny wpływ na zatrudnienie w Spółce oraz na lokalizację prowadzenia jej działalności.

Niniejsza Opinia została przygotowana wyłącznie na zlecenie Zarządu Spółki i w żadnym przypadku nie stanowi ona rekomendacji odnośnie potencjalnej odpowiedzi akcjonariuszy Spółki na Wezwanie i realizacji Transakcji ani jakiegokolwiek porady inwestycyjnej.

Nasza Opinia opiera się na informacjach dotyczących warunków finansowych, gospodarczych, rynkowych oraz innych danych udostępnionych nam do dnia 15 lipca 2019 r. Zdarzenia występujące po przytoczonej dacie mogą mieć wpływ na wydaną przez nas Opinię oraz na założenia wykorzystane do jej opracowania. Nie podejmujemy żadnych zobowiązań dotyczących aktualizacji, rewizji ani potwierdzenia niniejszej Opinii.

W toku analiz i opracowywania Opinii Deloitte przyjął liczne założenia dotyczące wyników osiąganych przez branżę budowlaną, ogólnych warunków prowadzenia działalności oraz uwarunkowań gospodarczych, a także innych kwestii, z których wiele, (m.in. inflacja, produkt krajowy brutto, aktywność budowlana) pozostaje poza kontrolą Deloitte i stron zaangażowanych w Transakcję. W odniesieniu do danych prognozowanych, chcielibyśmy zaznaczyć, że zazwyczaj będą występować różnice między wynikami prognozowanymi i rzeczywistymi, ponieważ zdarzenia i okoliczności często nie występują zgodnie z oczekiwaniami, a różnice te mogą być istotne.

Deloitte założył, że z wyjątkiem szczególnych przypadków ujawnionych nam na piśmie lub omówionych w opublikowanych sprawozdaniach finansowych, wszystkie informacje dotyczące Spółki i transakcji przekazane nam pośrednio lub bezpośrednio, w formie ustnej lub pisemnej, przez Spółkę i/lub jej pełnomocników i doradców w związku z realizacją naszego zlecenia:

- (i) w odniesieniu do wszelkich historycznych danych finansowych dotyczących Spółki, na dzień sporządzenia były przedstawione w sposób kompletny i rzetelny we wszystkich istotnych aspektach oraz
- (ii) w odniesieniu do założeń do projekcji: (a) przedstawione przez Zarząd dane zostały przygotowane w oparciu o właściwe założenia i (b) członkowie Zarządu Spółki nie mieli powodów sądzić, że wprowadzają w błąd Deloitte w jakichkolwiek istotnych kwestiach.

Nasza Opinia nie obejmuje doradztwa prawnego, podatkowego, księgowego, regulacyjnego, w dziedzinie ochrony środowiska ani jakichkolwiek kwestii niewynikających z zakresu prac objętych Umową.

W zakresie problematyki prawnej dotyczącej składników majątku, nieruchomości, udziałów czy kwestii przestrzegania obowiązujących ustaw, przepisów i zasad, Deloitte

nie ponosi odpowiedzialności i w związku z takimi kwestiami zakłada, że w przypadkach nieobjętych przekazanymi nam informacjami:

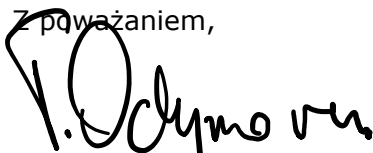
- (i) prawa do akcji będących w posiadaniu Spółki są ważne i zbywalne, że nie występują: sprzeczność interesów, obciążenia, ani żadne inne kwestie związane ze Spółką i jej akcjami oraz że Spółki zależne są wolne od zastawów, obciążeń i roszczeń, pozostają pod kompetentnym i odpowiedzialnym zarządem oraz nie ma ograniczeń prawnych w ich zbyciu;
- (ii) zachodzi pełna zgodność z ustawodawstwem krajowym i prawodawstwem lokalnym oraz Spółka posiada lub może otrzymać przedłużenie wszystkich wymaganych licencji, praw, zgód i zezwoleń od samorządu lub władz centralnych, jednostek prywatnych, organów regulacyjnych czy organizacji oraz;
- (iii) nie są prowadzone żadne istotne postępowania dotyczące działalności, składników majątku ani spraw Spółki, ani też składników majątku objętych Transakcją z wyjątkiem podanych do publicznej wiadomości, które mogłyby mieć materialny wpływ na wartość Spółki.

Zwracamy również uwagę, że w ramach naszych prac nie analizowaliśmy ani nie wyrażamy żadnej opinii ani żadnej innej formy zapewnienia dotyczącej:

- racjonalności i możliwości osiągnięcia jakichkolwiek przyszłych wyników przez Spółkę;
- strategicznego, handlowego, finansowego, prawnego, regulacyjnego lub jakiegokolwiek innego uzasadnienia przeprowadzenia Transakcji.

Niniejsza Opinia została przygotowana wyłącznie na zlecenie Zarządu Spółki i w żadnym przypadku nie stanowi ona rekomendacji odnośnie potencjalnej odpowiedzi akcjonariuszy Spółki na Wezwanie i realizacji Transakcji ani jakiegokolwiek porady inwestycyjnej. Nie wyrażamy również opinii na temat możliwego kursu akcji Mostostal Warszawa w wypadku niedojścia Wezwania do skutku.

Z poważaniem,



Tomasz Ochrymowicz

Wiceprezes Zarządu Komplementariusza

Deloitte Advisory sp. z o.o. sp. k.

(dawniej Deloitte sp. z o.o.)