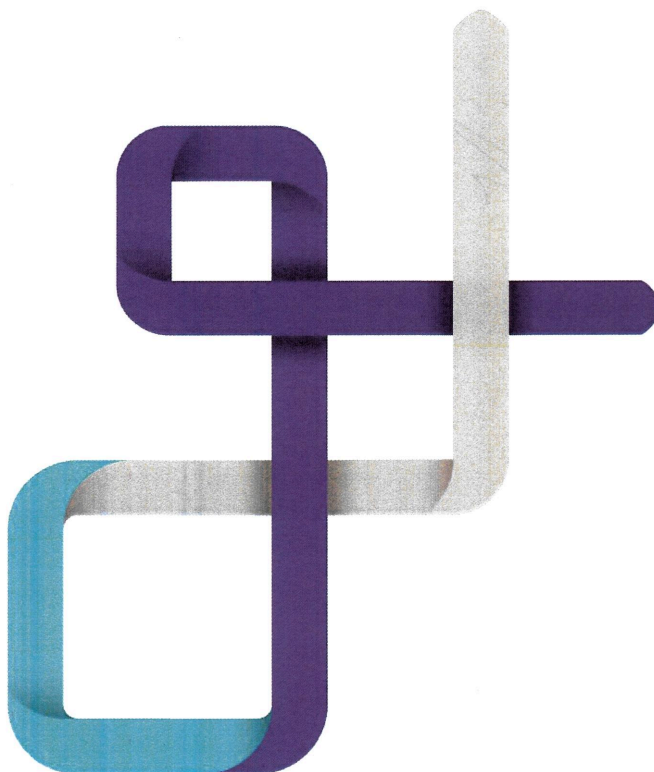


Fairness Opinion

w zakresie wartości godziwej akcji spółki BSC
Drukarnia Opakowań S.A. sporządzona na
zlecenie Zarządu BSC Drukarnia Opakowań
S.A. wg stanu na dzień 10.02.2020 roku

Poznań, 10.02.2020 r.





Grant Thornton

An instinct for growth™

Do Zarządu

BSC Drukarnia Opakowań S.A.

ul. Żmigrodzka 37

60-171 Poznań

Szanowni Państwo,

Mamy przyjemność przedstawić dokument zawierający opinię doradców finansowych Grant Thornton odnoszącą się do określenia wartości godziwej akcji spółki BSC Drukarnia Opakowań S.A. (dalej również Spółka lub BSC), która jest przedmiotem wezwania na zakup 39,18% akcji przez A&R Carton AB oraz Colorpack GmbH, od pozostałych akcjonariuszy Spółki, w celu osiągnięcia 100% udziału w kapitale zakładowym BSC.

Z poważaniem,

Mariusz Maik

Partner

Departament Doradztwa

Wprowadzenie

Niniejszy dokument został przygotowany zgodnie z warunkami kontraktu (Umowa o numerze 209/DD/19 zawarta w dniu 28 stycznia 2019 roku) zawartego pomiędzy Grant Thornton Frąckowiak Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością Sp. k. z siedzibą w Poznaniu (zwaną dalej Grant Thornton), a BSC Drukarnia Opakowań S.A. z siedzibą w Poznaniu.

Przedmiot kontraktu obejmuje sporządzenie Fairness Opinion w odniesieniu do wartości spółki BSC Drukarnia Opakowań S.A. na potrzeby ustalenia wartości godziwej akcji Spółki oraz oceny warunków finansowych w ramach ogłoszonego wezwania na zakup akcji przez A&R Carton AB z siedzibą w Lund (Szwecja) oraz Colorpack GmbH z siedzibą w Rüdersdorf (Niemcy) w związku z planowanym nabyciem akcji BSC uprawniających do posiadania 100% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu Spółki (dalej również Wezwanie). Wezwanie jest ogłaszane na podstawie Art. 73 ust. 2 pkt. 1 i 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 2019 r. poz. 623 z późn. zm.) („Ustawa”) oraz Rozporządzenia Ministra Rozwoju i Finansów z dnia 14 września 2017 r. w sprawie wzorów wezwań do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej, szczegółowego sposobu ich ogłaszania oraz warunków nabywania akcji w wyniku tych wezwań (Dz. U. z 2017 r., poz. 1748) („Rozporządzenie”).

Fairness Opinion definiujemy jako stwierdzenie w formie listu od doradcy finansowego do Zarządu i/lub Rady Nadzorczej i/lub akcjonariuszy (lub innego organu) spółki rozważającej przeprowadzenie znaczącej transakcji, czy oferowana cena transakcyjna znajduje się w przedziale wartości godziwej.

Wartością godziwą 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) oraz metodą porównawczą na podstawie danych o podmiotach podobnych notowanych na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych oraz giełdach zagranicznych, a także na podstawie transakcji porównywalnych.

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 Fairness Opinion 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 dokumencie.

Cel

Niniejsze Fairness Opinion zostało sporządzone z uwagi na planowaną transakcję kupna 39,18% udziałów spółki BSC Drukarnia Opakowań S.A. pomiędzy A&R Carton AB oraz Colorpack GmbH, a pozostałymi akcjonariuszami Spółki. Celem planowanej transakcji jest osiągnięcie 100% ogólnej liczby głosów na Walnym Zgromadzeniu i w ten sposób osiągnięcie 100% akcji w kapitale zakładowym Spółki, co odpowiada liczbie 9.807.516 akcji. Przedstawiona opinia stwierdza, czy cena akcji objętych wezwaniem odpowiada wartości godziwej Spółki.

Podstawowe założenia

W związku z koniecznością oszacowania wartości godziwej BSC Drukarnia Opakowań S.A. wykorzystano metodę dochodową zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz metodę porównawczą na podstawie podmiotów podobnych notowanych na GPW w Warszawie oraz giełdach zagranicznych, a także transakcjach porównywalnych. Wyceny powyższymi metodami zostały sporządzone według stanu na dzień 10.02.2020 r. (dalej również Dzień Wyceny) w oparciu o najbardziej aktualne dostępne publicznie dane finansowe, tj. 30.09.2019 r. Zastosowane metody zdaniem Grant Thornton są najlepszym odzwierciedleniem wartości godziwej Spółki.

Metody dochodowe najlepiej 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, prognozowanych danych 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 10.02.2020 r. w oparciu o dane finansowe Spółki z dnia 30.09.2019 roku. Okres projekcji objął okres od 1.10.2019 roku do końca 2023 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 2019 – 2023 przekazane przez Spółkę, zostały rzetelnie przygotowane przez Zarząd na podstawie jak najlepszej wiedzy dotyczącej szacunkowych wyników finansowych BSC Drukarnia Opakowań S.A.,
3. nie dokonano wyceny majątkowej składników majątku trwałego, w tym rzeczowych składników majątku trwałego ani wyceny wartości aktywów nieoperacyjnych

Wycena metodą porównawczą została oparta na spółkach porównywalnych notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, a także innych giełdach europejskich. Dodatkowo w wycenie uwzględniono transakcje porównywalne, przeprowadzone na przestrzeni 3 lat od Dnia Wyceny. W ramach przeprowadzonej analizy zidentyfikowano 16 spółek podobnych oraz 10 transakcji porównywalnych. Dla wybranych spółek oraz transakcji zaimportowane zostały mnożniki transakcyjne odpowiednio z portali Reuters oraz MergerMarket. Wartość Spółki została określona na podstawie iloczynu mediany mnożników oraz odpowiednich zmiennych osiąganych przez wycenianą Spółkę.

Przeprowadzone prace

Na potrzeby sporządzenia niniejszego Fairness Opinion przeprowadzone zostały następujące prace:

- Analiza finansowych warunków (tj. ceny transakcyjnej) i celu transakcji,
- Weryfikacja możliwych do zastosowania metod wyceny oraz dobór wyceny zdyskontowanych przepływów pieniężnych oraz metody porównawczej w celu weryfikacji ceny akcji Spółki w transakcji,
- Analiza historycznych notowań BSC Drukarnia S.A. w oparciu o dzienne notowania z okresu trzech i sześciu miesięcy przed ogłoszeniem Wezwania,
- Analiza założeń dotyczących prognozowanych wyników operacyjnych Spółki na lata 2019-2023,
- Omówienie specyfiki oraz uwarunkowań działalności z przedstawicielami Spółki,
- Przegląd analiz i trendów makroekonomicznych i zestawienie ich z planami finansowymi Spółki na lata 2019-2023,
- Analiza danych historycznych oraz zestawienie ich z planami finansowymi Spółki na lata 2019-2023,
- Weryfikacja przedstawionych przez Zamawiającego planowanych wyników finansowych oraz planów inwestycyjnych Spółki, ze szczególnym uwzględnieniem poziomu wiarygodności prognoz na lata 2019-2023,
- Przeprowadzenie wyceny BSC Drukarnia Opakowań S.A. metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych na bazie założeń przygotowanych przez Zamawiającego dotyczących prognoz wyników prowadzonej działalności w latach 2019-2023 oraz wyceny metodą porównawczą,
- Przeprowadzenie analizy wrażliwości wyceny metodą dochodową BSC Drukarnia Opakowań S.A. na zmiany kluczowych elementów wyceny w Okresie Projekcji. Analizie poddana została zmiana:
 - marży na poziomie EBITDA,
 - dynamiki wzrostu przychodów ze sprzedaży,
 - stopy dyskontowej pod kątem analizy wrażliwości współczynnika beta i struktury finansowania – tj. parametry wpływające na ocenę ryzyka realizacji prognoz.
- Uwzględnienie innych informacji, analiz oraz danych ekonomicznych i rynkowych, które zostały uznane przez Grant Thornton za istotne i właściwe z punktu widzenia przygotowywanego dokumentu.



Grant Thornton

An instinct for growth™

Podsumowanie

Niniejsze pismo jest przeznaczone do użytku Zarządu Spółki. Spółka jest uprawniona do ujawnienia niniejszej Opinii w wykonaniu obowiązku przewidzianego art. 80 ust. 3 Ustawy o Ofercie Publicznej.

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 BSC Drukarnia Opakowań S.A. przez A&R Carton AB oraz Colorpack GmbH w wysokości 40,38 PLN zawiera się w przedziale wartości godziwej akcji Spółki będących przedmiotem Wezwania.

Mariusz Maik

Partner

Departament Doradztwa

Tomasz Mleczak

Menedżer

Departament Doradztwa

Poznań, 10.02.2020 r.

Grant Thornton Frąckowiak
Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością Sp. k.
ul. Alpa Antoniego Barania 4 03-2
61-181 Poznań
NIP: 772-14-73-013 REGON: 301361100
KRS: 0000369008 (19)