

Warszawa, 2 marca 2020 roku

Zarząd
POLNORD S.A.
ul. Adama Branickiego 15
02-972 Warszawa
Polska

Dotyczy: Opinia na temat finansowych warunków wezwania do sprzedaży akcji POLNORD S.A. ogłoszonego w dniu 14 lutego 2020 roku ("Wezwanie")

Szanowni Państwo,

Zgodnie z warunkami umowy zawartej pomiędzy POLNORD S.A. („POLNORD” 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 Cordia International Ingatlanfejlesztő Zártkörűen Működő Részvénytársaság z siedzibą w Budapeszcie, („Cordia” lub „Wzywający”) w wezwaniu na akcje Spółki („Wezwanie”) odpowiada wartości godziwej („Wartość Godziwa”) akcji POLNORD („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 POLNORD 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 synergie, indywidualną ocenę ryzyk 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 POLNORD.

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 14 lutego 2020 r. („Data Wezwania”) Cordia ogłosiła wezwanie do sprzedaży wszystkich akcji spółki POLNORD niebędących w posiadaniu Wzywającego według stanu na Datę Wezwania, tj. 33.501.018 (trzydzieści trzy miliony pięćset jeden tysięcy osiemnaście) akcji Spółki, stanowiących ok. 34,34% całkowitej liczby akcji Spółki i głosów na Walnym Zgromadzeniu Akcjonariuszy.

Wzywający stał się podmiotem dominującym wobec Spółki w dniu 10 lutego 2020 r. w związku z rejestracją przez sąd rejestrowy podwyższenia kapitału zakładowego Spółki w drodze emisji akcji serii T. Wzywający posiada bezpośrednio 64.042.109 (sześćdziesiąt cztery miliony czterdzieści dwa tysiące sto dziewięć) akcji Spółki, stanowiących ok. 65,66% wszystkich akcji Spółki oraz uprawniających do 64.042.109 głosów, tj. ok. 65,66% ogólnej liczby głosów na Walnym Zgromadzeniu Spółki.

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

Nabywanie Akcji w Wezwaniu nie jest uzależnione od ziszczenia się jakichkolwiek warunków prawnych. Wzywający w dniu 24 stycznia 2020 r. otrzymał zgodę Prezesa Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumentów na dokonanie koncentracji.

Okres subskrypcji rozpoczyna się 5 marca 2020 r. i kończy 3 kwietnia 2020 r.

Cena za akcję ogłoszona w Wezwaniu przez Cordia wynosi 3,55 PLN (słownie: trzy złote, 55/100 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 3,55 PLN (trzy złote, 55/100 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 2,82 PLN (dwa złote, 82/100 groszy);
- Najwyższa cena, za jaką Wzywający nabył akcje Spółki w okresie 12 (dwunastu) miesięcy poprzedzających ogłoszenie Wezwania, wynosi 3,20 PLN (trzy złote 20/100 groszy) za jedną akcję Spółki. Podmiot dominujący wobec Wzywającego, ani podmioty od niego zależne, nie nabywały akcji Spółki w okresie 12 (dwunastu) miesięcy poprzedzających ogłoszenie Wezwania. 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.

Zgodnie z treścią Wezwania, Wzywający zamierza pozostać długoterminowym inwestorem Spółki i traktuje nabycie akcji Spółki jako inwestycję strategiczną, która umożliwi mu dalszą ekspansję w sektorze nieruchomości mieszkaniowych w Polsce.

Wzywający zamierza wspierać rozwój Spółki oraz w zakresie prawnie dozwolonym, umożliwić Spółce dostęp do swoich zasobów, doświadczenia, najlepszych praktyk oraz know-how. W najbliższej przyszłości Wzywający planuje przeprowadzić analizę m.in. działalności Spółki, jej portfela nieruchomości, wyników finansowych oraz strategii Spółki w świetle praktyk, strategii i działalności grupy Wzywającego, w szczególności w celu zidentyfikowania potencjalnych synergii i możliwości rozwoju/wzrostu.

Zwracamy uwagę, że na moment wydania naszej Opinii nie były znane plany Wzywającego wobec Spółki, oprócz wskazanych w treści Wezwania. W związku z tym dla potrzeb Opinii opieraliśmy się na bieżących planach Spółki przekazanych przez Zarząd, które nie uwzględniają potencjalnych planów Wzywającego.

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 POLNORD wraz ze spółkami zależnymi i stowarzyszonymi (łącznie określane jako „Grupa POLNORD”).

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 POLNORD i jej historię;
- Ogólne perspektywy gospodarcze oraz w szczególności sytuację w sektorze budownictwa mieszkaniowego w Polsce;
- Sytuację finansową Grupy POLNORD;
- Publicznie dostępne skonsolidowane i jednostkowe sprawozdania finansowe POLNORD na dzień 31.12.2018 r. i 30.09.2019 r.;
- Raporty bieżące Spółki opublikowane po 30.09.2019 r., w tym w szczególności raport bieżący Spółki z dnia 20 grudnia 2019 r. o dokonaniu przez inwestorów, którzy wzięli udział w ofercie emisji akcji serii T, wpłat o łącznej wartości 137.482.000,00 PLN tytułem objęcia łącznie 64 850 000 (słownie: sześćdziesiąt cztery miliony osiemset pięćdziesiąt tysięcy) akcji serii T;
- Aktualnie realizowane przez Grupę POLNORD projekty mieszkaniowe oraz założenia dotyczące przyszłej sprzedaży i zysków oczekiwanych przez Zarząd POLNORD z tych projektów;
- Portfel nieruchomości („Bank Ziemi”) wraz ze wskazaniem strategii Grupy POLNORD w stosunku do Banku Ziemi związanej z realizacją projektów deweloperskich na posiadanych gruntach lub ich sprzedażą;
- Kluczowe założenia dotyczące planowanych przepływów pieniężnych dla przyszłych, potencjalnych projektów deweloperskich, które będą realizowane w oparciu o posiadany Bank Ziemi;
- Operaty szacunkowe z wyceny nieruchomości zaklasyfikowanych jako nieruchomości inwestycyjne przygotowane na zlecenie Spółki przez zewnętrznych rzeczoznawców majątkowych;
- Stan prawny poszczególnych nieruchomości wchodzących w skład Banku Ziemi w zakresie pozyskanych pozwoleń, w tym pozwolenia na budowę;
- Aktualne zadłużenie netto Grupy POLNORD na datę zbliżoną do daty Opinii;
- Postępowania sądowe o najwyższej wartości sporu, w których Grupa POLNORD 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 POLNORD dotyczące prawdopodobnego wyniku tych postępowań na podstawie opinii prawnych;

- Mnożniki rynkowej wyceny dla spółek deweloperskich notowanych na WGPW;
- Historyczne i aktualne notowania akcji POLNORD oraz ich płynność;
- Pakiet akcji będący przedmiotem Wezwania, uprawniający do wykonywania 34,34% głosów na Walnym Zgromadzeniu Akcjonariuszy, którego nabycie nie daje prawa do sprawowania kontroli nad Spółką biorąc pod uwagę, że na moment Wezwania Cordia posiadała pozostały pakiet akcji (65,66%), a tym samym kontrolę nad Spółką;
- Wartość Godziwą akcji POLNORD 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 dla celów sprawozdawczości finansowej przez wykwalifikowanych audytorów i aktuariuszów.

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 POLNORD i Cordia.

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 POLNORD ogłoszona w Wezwaniu w wysokości 3,55 PLN za jedną akcję znajduje się w dolnym zakresie oszacowanego przez nas przedziału Wartości Godziwej akcji Spółki.

Zwracamy uwagę, że nasza Opinia bierze pod uwagę stan prawny nieruchomości, który warunkuje podejście do oszacowania Wartości Godziwej akcji Spółki, istniejący na moment opracowania naszej Opinii. Zmiana stanu prawnego nieruchomości, w tym pozyskanie odpowiednich pozwoleń czy też zmiana miejscowego planu zagospodarowania przestrzennego mogą wpływać w przyszłości na potencjał inwestycyjny tych nieruchomości i ich wartość.

Biorąc pod uwagę poprawę sytuacji finansowej Spółki po pozyskaniu środków z emisji akcji serii T i spłacie części zobowiązań założyliśmy, na podstawie informacji przekazanych przez Zarząd Spółki, w tym dotyczących uzyskanych wstępnie od instytucji finansowych parametrów finansowania projektów deweloperskich w formule „Project Finance”, że Spółka będzie miała dostęp do finansowania w zakresie realizacji nowych projektów deweloperskich. Zmiana tego założenia mogłaby mieć wpływ na oszacowaną Wartość Godziwą 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. 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 przeprowadziliśmy badania prawnego due diligence, w tym analizy dokumentów źródłowych i akt sądowych.

Zwracamy też uwagę, iż dalsze rozprzestrzenianie się wirusa 2019-nCov może mieć istotny wpływ na gospodarkę światową, jak również gospodarki lokalne, i w konsekwencji na wyceny aktywów. Wpływ wirusa 2019-nCov jest niemożliwy do wiarygodnego oszacowania i nie został on uwzględniony w naszych analizach.

Ograniczenia i zastrzeżenia

Niniejsza Opinia jest przeznaczona wyłącznie dla Zarządu Spółki POLNORD 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 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 POLNORD w wyniku publikacji, dystrybucji, kopiowania ani wykorzystywania niniejszej Opinii.

Niniejsza Opinia nie dotyczy jakichkolwiek kwestii związanych z wpływem Wezwania na interes Spółki, strategicznych planów Wzywającego wobec Spółki i ich prawdopodobnego wpływu 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 2 marca 2020 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 deweloperów w zakresie budownictwa mieszkaniowego i popyt na mieszkania) 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

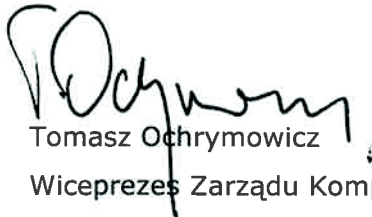
Transakcją z wyjątkiem podanych do publicznej wiadomości, które mogłyby mieć materialny wpływ na wartość Spółki.

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 POLNORD 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.)