



Grant Thornton

Zarząd Spółki
EKO HOLDING S.A.
ul. Paprotna 3
51-114 Wrocław

Grant Thornton Frąckowiak Spółka
z ograniczoną odpowiedzialnością sp. k.
ul. Abpa Antoniego Baraniaka 88 E
61-131 Poznań
Polska

T +48 61 62 51 100
F +48 61 62 51 101
www.GrantThornton.pl

Poznań, 25 września 2012 r.

FAIRNESS OPINION

Szanowni Państwo,

Zgodnie z warunkami umowy o numerze 51/2012/DG zawartej w dniu 17 września 2012 r. pomiędzy Grant Thornton Frąckowiak Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością Sp. k. z siedzibą w Poznaniu (zwana dalej Grant Thornton) a EKO Holding S.A. z siedzibą we Wrocławiu (zwana dalej EKO Holding lub Spółką) chcielibyśmy przedstawić opinię (dalej Opinia) odnoszącą się do finansowych warunków transakcji zaproponowanych w wezwaniu do sprzedaży akcji EKO Holding przez Ecorse Investments Sp. z o.o. (dalej Ecorse Investments lub Wzywający).

Wyrażenie Opinii związane jest z wezwaniem ogłoszonym przez Ecorse Investments w dniu 10 września 2012 r. (dalej Wezwanie) do sprzedaży 46.616.605 sztuk akcji zwykłych na okaziciela Spółki EKO Holding oraz treścią Raportu Bieżącego o numerze 49/2012 opublikowanego w dniu 22 września 2012 r. przez Spółkę. Celem ogłoszonego Wezwania jest chęć nabycia 100% akcji EKO Holding. Ponadto Ecorse Investments zamierza zrealizować wyżej wymienione Wezwanie jeżeli w jego ramach złożone zapisy będą reprezentować nie mniej niż 38.893.284 sztuk akcji, odpowiadających 80% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy EKO Holding. Przy czym Wzywający wskazuje, że może odstąpić od wyżej wymienionego wymogu nabycia minimalnej liczby akcji objętej zapisami i może nabyć akcje, nawet jeżeli na koniec okresu przyjmowania zapisów liczba Akcji objętych zapisami będzie mniejsza niż 38.893.284. Wzywający przewiduje ponadto wydzielenie ze Spółki części biznesu nie związanej z podstawową działalnością Spółki. Jedynym podmiotem nabywającym akcje w ramach Wezwania jest Ecorse Investments, którego podmiotem pośrednio kontrolującym jest fundusz Advent International. Zgodnie z warunkami Wezwania termin rozpoczęcia przyjmowania zapisów

na sprzedaż akcji EKO Holding przypada na dzień 28 września 2012 r., natomiast dniem zakończenia przyjmowania zapisów do sprzedaży akcji jest dzień 29 października 2012 r.

Wzywający na Wezwaniu zobowiązał się do zapłaty ceny na poziomie **4,10 PLN** (słownie: cztery złote dziesięć groszy) za każdą akcję Spółki objętą Wezwaniem. W wyniku porozumienia jakie osiągnięto pomiędzy Państwem Marzeną i Krzysztofem Gradeckimi (głównymi akcjonariuszami Spółki) oraz Ecorse Investments w dniu 22 września 2012 r. podwyższono cenę z Wezwania do poziomu **4,70 PLN** (słownie: cztery złote siedemdziesiąt groszy) za akcję.

Cena ogłoszona w Wezwaniu nie jest niższa niż cena minimalna określona zgodnie z wymaganiami Art. 79 ust. 1 i 2 Ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz spółkach publicznych (dalej Ustawa o Ofercie Publicznej). W szczególności cena za akcję zaproponowana w Wezwaniu nie jest niższa niż średnia cena rynkowa akcji EKO Holding notowanych na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie w okresie ostatnich 6 miesięcy bezpośrednio poprzedzających datę ogłoszenie Wezwania, która wynosi 3,79 PLN na akcję, obliczoną według kursów zamknięcia notowań.

Na potrzeby wydania niniejszej Opinii, Grant Thornton wykonał szereg analiz mających na celu wyznaczenie przedziału wartości godziwej akcji EKO Holding. Zgodnie z Art. 28 ust. 6 Ustawy o Rachunkowości z dnia 29 września 1994 roku wartość godziwą definiuje się jako *kwotę, za jaką dany składnik aktywów mógłby zostać wymieniony, a zobowiązanie uregulowane na warunkach transakcji rynkowej, pomiędzy zainteresowanymi, dobrze poinformowanymi i niepowiązanymi ze sobą stronami.*

Spółka EKO Holding notowana jest na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie, w związku z czym, Grant Thornton przeprowadził analizę historycznych notowań akcji Spółki w okresie poprzedzającym Wezwanie. Ustalono, co następuje:

- w okresie ostatnich sześciu miesięcy poprzedzających Dzień Wezwania średni obrót akcjami Spółki ukształtował się na poziomie 0,027% wszystkich wyemitowanych akcji;
- w okresie ostatnich sześciu miesięcy poprzedzających Dzień Wezwania kurs akcji Eko Holding, obliczony na podstawie kursu zamknięcia, zawierał się w przedziale od 3,23 - 4,95 PLN.

Zgodnie z art. 80 ust. 2 Ustawy o Ofercie Publicznej, w przypadku analizy warunków wezwania na akcje spółki publicznej, dotychczasowe notowania giełdowe akcji spółki nie mogą być jedynym miernikiem wartości godziwej. Z uwagi na powyższe w procesie szacowania przedziału wartości godziwej akcji Spółki wykorzystano następujące podejścia:

- zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF),
- porównywalnych spółek giełdowych.

EKO Holding prowadzi działalność na konkurencyjnym rynku oraz posiada stabilną sytuację finansową, więc istnieją podstawy do racjonalnego oszacowania jej przyszłych przepływów pieniężnych oraz porównania jej do innych spółek giełdowych (krajowych i zagranicznych) prowadzących zbliżoną działalność operacyjną. W celu wydania niniejszej Opinii wycena wartości akcji Spółki sporządzona została według stanu na dzień 30 czerwca 2012 r.

Opinia przygotowania przez Grant Thornton odnosi się do warunków Wezwania oraz zakłada, że nie ulegną one zmianie. Ponadto przyjęto, że poza Wezwaniem oraz informacjami, jakie zostały przekazane przez Spółkę w Raporcie Bieżącym o numerze 49/2012 nie istnieją żadne inne umowy oraz ustalenia mające wpływ na warunku finansowe transakcji, które nie zostały podane do publicznej wiadomości do dnia sporządzenia Opinii.

Wydanie niniejszej Opinii wiązało się z wykonaniem przez Grant Thornton poza sporządzeniem wyceny wartości godziwej akcji Spółki, również następujących działań:

1. dokonano przeglądu warunków finansowych Wezwania ogłoszonego przez Ecorse Investments;
2. dokonano przeglądu historycznych skonsolidowanych sprawozdań finansowych za lata 2010-2011 oraz sporządzonego wg stanu na dzień 30 czerwca 2012 roku zgodnie z MSR/MSSF. Ponadto w procesie przygotowywania niniejszej Opinii przeprowadzono analizę prognoz wykonania planów finansowych Spółki, sprawozdań zarządu z działalności oraz informacji uzupełniających do sprawozdań finansowych;
3. dokonano przeglądu analiz rynkowych oraz prognoz dotyczących rozwoju rynku detalicznego i hurtowego w Polsce, przeglądu tendencji rozwojowych w odniesieniu do rynku dóbr FMCG oraz zweryfikowano je z założeniami Zarządu EKO Holding odnośnie planów sprzedaży oraz planów finansowych na lata 2012-2016;
4. przeprowadzono analizę historycznych notowań cen akcji EKO Holding w okresie ostatnich sześciu miesięcy przed ogłoszeniem Wezwania;
5. dokonano przeglądu aktywów nieoperacyjnych;
6. wykonano przegląd informacji na temat liczby akcji EKO Holding na dzień 30 czerwca 2012 r. oraz emisji akcji do daty Wezwania.

Zgodnie z przyjętymi założeniami oraz na podstawie oświadczenia złożonego przez Zarząd Spółki:

1. polegano na rzetelności i kompletności informacji finansowych i innych informacji, które uzyskano od Zarządu i które były podstawą sporządzenia prognoz finansowych dla Grupy Kapitałowej EKO Holding;
2. przyjęto, że prognozy finansowe przekazane przez Spółkę, w tym informacje dotyczące prognoz sprzedaży, planów inwestycyjnych, marży na sprzedaży, zapotrzebowaniu na kapitał obrotowy netto i perspektyw rozwoju zostały rzetelnie



przygotowane przez Zarząd na podstawie jak najlepszej wiedzy dotyczącej planowanych wyników finansowych Spółki;

3. nie dokonano wyceny majątkowej składników majątku trwałego, w tym rzeczowych składników majątku trwałego ani wyceny wartości aktywów nieoperacyjnych, w tym również testów na utratę wartości zgodnych z MSR 36.

Niniejsze pismo jest przeznaczone do użytku Zarządu Spółki, w związku z oceną Wezwania oraz obowiązków, jakie nakładają na Zarząd przepisy Ustawy o Ofercie Publicznej. Wykorzystywanie niniejszego pisma lub poleganie na nim w innych celach lub przez inne osoby jest dopuszczone jedynie za zgodą Zarządu Spółki.

W niniejszym piśmie nie wyrażamy opinii na temat kwestii podatkowych, księgowych czy prawnych jakie mogą powstać w związku z Wezwaniem lub w wyniku zrealizowania Wezwania, a które nie są bezpośrednio związane z wydaniem niniejszej Opinii.

W szczególności niniejsza Opinia nie stanowi rekomendacji dla żadnego z akcjonariuszy Spółki odnośnie złożenia lub odstąpienia od złożenia zapisu do sprzedaży akcji w ramach Wezwania. Nie wyrażamy również opinii na temat możliwego kursu giełdowego akcji Spółki w wypadku niedojścia Wezwania do skutku. Ponadto niniejsza Opinia nie stanowi raportu z formalnej wyceny akcji Spółki.

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 Eko Holding przez Ecorse Investments (4,70 PLN) zawiera się w przedziale wartości godziwej akcji Spółki będących przedmiotem Wezwania.

Niniejsza Opinia została wydana według stanu wiedzy na dzień jej sporządzenia.

Z poważaniem

W imieniu Grant Thornton Frąckowiak Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością Sp. k.



Maciej Richter

Partner Zarządzający
Departament Doradztwa Gospodarczego