



Warszawa, 20 czerwca 2011r.

Szanowny Pan  
Ryszard Kunicki  
Prezes Zarządu  
Ciech SA  
ul. Puławska 182  
02-670 Warszawa

*dot. Skorygowana rekomendacja dotyczącej wyceny akcji spółek i ustalenia parytetów wymiany w transakcji podwyższenia kapitału Ciech SA w drodze emisji nowych akcji w zamian za wkłady niepieniężne w postaci akcji Zakładów Chemicznych Alwernia SA, Zakładów Chemicznych ZACHEM SA oraz Zakładów Chemicznych Organika-Sarzyna SA.*

Szanowny Panie Prezesie,

Niniejsza skorygowana rekomendacja („Rekomendacja”) prezentuje końcowe wyniki prac przeprowadzonych przez BRE Corporate Finance SA („BRECF”) dla Zarządu Ciech SA w związku ze świadczeniem usług doradczych świadczonych w związku z transakcją przejęcia akcji spółek Zakłady Chemiczne Alwernia SA (Alwernia), Zakładów Chemicznych ZACHEM SA (Zachem) oraz Zakładów Chemicznych Organika-Sarzyna SA (Organika-Sarzyna), łącznie („Spółki”).

Przedmiotem prac analitycznych BRE CF było przygotowanie wyceny Ciech SA metodą rynkową, przygotowanie wyceny Spółek oraz wydanie przedmiotowej Rekomendacji.

Rozumiemy, że niniejsza Rekomendacja zostanie udostępniona akcjonariuszom Ciech SA.

Zważywszy, że

- (1) Zamiarem Ciech SA jest zaoferowanie akcji nowej emisji do objęcia przez Skarb Państwa w drodze subskrypcji prywatnej, o której mowa w art. 431 § 2 pkt 1 KSH, z wyłączeniem prawa poboru.
- (2) Cena emisyjna nowych akcji Ciech SA, jako spółki notowanej na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, została wykonana przez BRECF poprzez zastosowanie średniej z notowań z ostatnich miesięcy poprzedzających transakcję. Fakt notowania kursu akcji Ciech SA implikuje ciągłą wycenę rynkową wartości Ciech SA przez inwestorów giełdowych. Zastosowanie średniej miało na celu przyjęcie okresu tożsamego z przyjmowanym do wyliczenia średniej ceny rynkowej akcji płaconej przez inwestorów w przypadku podejmowania kontroli nad spółkami znajdującymi się w obrocie na rynku regulowanym. Powyższa procedura pozwala ograniczyć wpływ krótkoterminowych tendencji i przypadkowych wahań notowań cen akcji na wyniki oszacowania godziwej ceny rynkowej.

W dniu 25 maja 2011r. przedstawiliśmy Zarządowi Ciech SA rekomendację opartą na cenie emisyjnej akcji Ciech SA w kwocie 23,50 PLN/akcję, wynikającej ze średniej 6-miesięcznej z dziennych cen akcji ważonych wolumenem. Jednakże, ze względu na zastrzeżenia zgłoszone przez kluczowych akcjonariuszy mniejszościowych po publicznym ogłoszeniu Sprawozdania Zarządu z dnia 26 maja 2011r., zostaliśmy poproszeni o podanie propozycji nowej ceny emisyjnej akcji Ciech SA uwzględniającej poprawę warunków finansowych z punktu widzenia inwestorów mniejszościowych, a zarazem zapewniającą utrzymanie godziwych warunków dla Skarbu Państwa.

Sądzimy, że akceptowalnym dla wszystkich stron sposobem poprawy warunków finansowych akcjonariuszy mniejszościowych powinno być zastąpienie poprzednio proponowanej ceny emisyjnej wynikającej ze średniej 6-miesięcznej poprzez wyższą o ok. 10% cenę wyznaczoną jako średnia z okresu 3 miesięcy w kwocie 26,06 PLN/akcję.

Jakkolwiek w opinii BRECF, z punktu widzenia ekonomicznego interesu Skarbu Państwa i akcjonariuszy mniejszościowych Ciech SA zarówno średnia 6-miesięczna jak i 3-miesięczna powinny być dopuszczalne (jako nie krzywdzące), wybór przez Zarząd Ciech SA wyższej ceny miałby charakter konsensusu zachęcającego akcjonariuszy mniejszościowych do zagłosowania za przeprowadzeniem realizowanej transakcji. W naszej opinii Skarb Państwa będzie mógł wnieść akcje po godziwej cenie otrzymując co prawda nieznacznie mniejszy udział w Spółce, ale przekazując pozytywny sygnał dla rynku, że akcjonariusz większościowy bierze pod uwagę interes pozostałych akcjonariuszy.

- (3) Średnia arytmetyczna ze średnich dziennych cen akcji Ciech SA ważonych wolumenem została wyznaczona za okres trzech miesięcy do dnia 30 kwietnia 2011 roku, tj. na dzień wyliczenia wartości akcji stanowiących wkład niepieniężny w transakcji.
- (4) Wkład niepieniężny w transakcji stanowią akcje:
- 571.826 akcji zwykłych spółki Alwernia,
  - 762.224 akcje zwykłe imienne spółki Zachem,
  - 429.388 akcji zwykłych imiennych spółki Organika-Sarzyna.
- (5) Wyceny wkładów niepieniężnych w postaci spółek nienotowanych na rynku publicznym wymagały ustalenia ich rynkowej wartości godziwej co BRECF wykonał z użyciem dwóch równoważnych podejść: metody dochodowej według podejścia zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz metody porównawczej według podejścia mnożników rynkowych (gieldowych). Opis zastosowanych metod zawiera załącznik do Rekomendacji.
- (6) BRECF uzyskał następujące wyniki wyceny wkładów niepieniężnych na dzień 30 kwietnia 2011r.:
- wycena pakietów akcji:

w mln PLN, z zaokrągleniami	<u>Alwernia</u>	<u>Zachem</u>	<u>Organika-Sarzyna</u>
Wycena dochodowa (DCF)	18,3	5,9	19,0
Wycena porównawcza (mnożnikowa)	19,0	7,3	20,1
Średnia z wycen dwiema metodami (konsensus)	18,6	6,6	19,5

- wycena jednej akcji:

w PLN, z zaokrągleniami	<u>Alwernia</u> (1 akcja)	<u>Zachem</u> (1 akcja)	<u>Organika-Sarzyna</u> (1 akcja)
Wycena dochodowa (DCF)	32,0	7,8	44,1
Wycena porównawcza (mnożnikowa)	33,2	9,6	46,9
Średnia z wycen dwiema metodami (konsensus)	32,6	8,7	45,5



- (7) Na podstawie informacji przedstawionych przez Ciech SA, BRECF rozważył następujące istotne okoliczności transakcji:
- a. na podstawie umów zawartych przez Ciech SA dnia 29 marca 2006 roku ze spółką Nafta Polska S.A., Ciech SA nabył od Nafty Polskiej S.A.: (i) 11.840.000 akcji spółki Zachem, stanowiących łącznie 80% kapitału zakładowego Zachem oraz (ii) 6.792.000 akcji spółki Organika-Sarzyna, stanowiących łącznie 80% kapitału zakładowego Organika-Sarzyna,
  - b. w umowach wymienionych powyżej, Ciech SA złożył Skarbowi Państwa nieodwołalne oferty nabycia wszystkich pozostałych akcji Zachem oraz wszystkich akcji Organika-Sarzyna, posiadanych przez Skarb Państwa do dnia upływu ich ważności, tj. do dnia 20 grudnia 2016 roku,
  - c. w dniu 5 stycznia 2010 roku, a następnie 28 grudnia 2010 roku, Ciech SA zawarł ze Skarbem Państwa porozumienia, na podstawie których dokonano w szczególności zmian w zakresie wskaźników i terminów waloryzacji ceny nabycia przez Ciech SA od Skarbu Państwa akcji Zachem i akcji Organika-Sarzyna,
  - d. dla Skarbu Państwa, objęcie akcji Ciech SA w zamian za wkłady niepieniężne w postaci akcji Zachem i Organika-Sarzyna stanowi alternatywę dla nabycia tych akcji przez Ciech SA od Skarbu Państwa na podstawie umów sprzedaży, które mogłyby być zawarte, w drodze przyjęcia ofert do złożenia których ma prawo Skarb Państwa niezależnie od woli Ciech SA,
  - e. w związku z zamiarem Skarbu Państwa zbycia akcji Alwernia oraz prowadzonym przez Ciech SA procesem dezinvestycji spółki Alwernia, w ramach którego Ciech SA dopuszcza czasowe zwiększenie zaangażowania w spółce Alwernia, strony dokonały uzgodnień, na podstawie których postanowiono wyemitować akcje Ciech SA również za wkład niepieniężny w postaci akcji Alwernia. Poprzez wniesienie do Ciech SA aportu w postaci akcji Alwernia, Ciech SA zdobędzie blisko stu procentowy udział w kapitale zakładowym Alwernia, co pozwoli swobodnie podejmować decyzje dotyczące działalności tej spółki lub dysponowania jej akcjami.
  - f. z Porozumienia zawartego w dniu 26 maja 2011r. pomiędzy Skarb Państwa i Ciech SA wynikają następujące poziomy cen, uzgodnione przez strony na potrzeby połączonej transakcji:
    - (i) łączna wartość pakietu 571.826 akcji Alwernia została ustalona na kwotę 18.332.741,56 PLN, tj. na 32,06 PLN za jedną akcję,
    - (ii) łączna wartość pakietu 762.224 akcji Zachem została ustalona na kwotę 6.494.148,48 PLN, tj. na 8,52 PLN za jedną akcję,
    - (iii) łączna wartość pakietu 429.388 akcji Organika-Sarzyna została ustalona na kwotę 19.472.745,80, tj. na 45,35 PLN za jedną akcję.
    - (iv) łączna wartość akcji stanowiących wkład niepieniężny wynosi 44.299.635,84 PLN
  - g. W opinii BRE Corporate Finance SA, wynikające ze wspomnianego powyżej Porozumienia poziomy cen Akcji Skarbu Państwa nie odbiegają od wycen godziwych ustalonych w wycenie wykonanej przez BRE Corporate Finance SA.

Niniejszym, uwzględniając proponowaną powyżej w pkt. (2) korektę ceny emisyjnej akcji Spółki, Corporate Finance SA rekomenduje Zarządowi Ciech SA:

- (1) utrzymanie wartości wkładów niepieniężnych w zgodzie z zapisami Porozumienia z 26 maja 2011r. pomiędzy Skarbem Państwa a Ciech SA:
- a. 32,06 PLN/akcję w przypadku akcji Alwernia, tj. 18.332.741,56 PLN łącznie
  - b. 8,52 PLN/akcję w przypadku akcji Zachem, tj. 6.494.148,48 PLN łącznie
  - c. 45,35 PLN/akcję w przypadku akcji Organika-Sarzyna, tj. 19.472.745,80 PLN łącznie

- (2) ustalenie wartości akcji nowej emisji Ciech SA na poziomie 26,06 PLN/akcję
- (3) w konsekwencji punktów powyżej, przyjęcie następujących parytetów wymiany akcji nowej emisji Ciech SA na akcje spółek stanowiących przedmiot wkładu niepieniężnego (z zaokrągleniami):
- a. 1,230 akcje Alwernia za 1 nową akcję Ciech SA,
  - b. 0,327 akcje Zachem za 1 nową akcję Ciech SA,
  - c. 1,740 akcji Organika-Sarzyna za 1 nową akcję Ciech SA.

Powyższa Rekomendacja zmienia rekomendację BRECF przedstawioną w dniu 25 maja 2011r.

Z poważaniem,



Piotr Gałązka  
Prezes Zarządu  
BRE Corporate Finance SA

Warszawa, 20.06.2011r.

*Materiały źródłowe zostały wykazane w załączniku do niniejszej Rekomendacji.*



## **Załącznik do Rekomendacji BRECF.**

### ***Materiały źródłowe***

Głównymi źródłami danych i informacji użytych przez BRECF podczas przeprowadzania prac były:

- audytowane sprawozdania finansowe Spółek za lata 2009-2010
- dane operacyjne za lata 2007-2010 roku w formie dokumentów pakietu MS Office
- nieaudytowane dane operacyjne za trzy oraz cztery miesiące 2011 roku w formie dokumentów pakietu MS Office
- ostatnie zatwierdzone przez Zarząd Ciech SA plany finansowe Alwernia, Zachem i Organika-Sarzyna na lata 2011-2015
- Porozumienie z dnia 5 stycznia 2010 roku i Porozumienie II z dnia 28 grudnia 2010 roku dotyczące waloryzacji cen akcji Zachem i Organika-Sarzyna
- projekt Porozumienia pomiędzy Skarbem Państwa a Ciech SA z dnia 23 maja 2011 roku dotyczącego przedmiotowej transakcji
- Porozumienie pomiędzy Skarbem Państwa a Ciech SA z dnia 26 maja 2011 roku dotyczące przedmiotowej transakcji
- dodatkowe wyjaśnienia i informacje pisemne i ustne przekazane przez Ciech SA
- bazy danych: Internet Securities, Bloomberg, Cedula GPW
- raporty analityczne domów maklerskich dotyczące Ciech SA oraz spółek branży chemicznej
- opracowania i prasa specjalistyczna dotyczące branży chemicznej
- prognozy makroekonomiczne banków, domów maklerskich, instytucji rządowych, niezależnych agencji informacyjnych, itp.
- informacje pisemne i ustne od kluczowych akcjonariuszy mniejszościowych Ciech SA

### ***Metoda dochodowa - podejście zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF)***

Metoda dochodowa oparta została na wycenie prognozowanych wolnych przepływów pieniężnych dla właścicieli kapitału (własnego i obcego), sprowadzanych do wartości bieżącej za pomocą średniego ważonego kosztu kapitału po opodatkowaniu (WACC - Weighted Average Cost of Capital). Cechą tej metody jest jej zorientowanie na przyszłe przepływy pieniężne generowane przez dane przedsiębiorstwo, co daje możliwość odzwierciedlenia potencjału przedsiębiorstwa i charakterystyki rynku, na którym ono działa. Metoda ta pozwala uwzględnić cechy specyficzne wycenianej spółki, a więc czynniki brane pod uwagę przez akcjonariuszy przy podejmowaniu decyzji o nabyciu akcji i o oferowanej za nie cenie. W wycenie zastosowano długoterminowe projekcje finansowe (2011-2019, + wartość rezydualna przy stopie wzrostu g na poziomie 2%) i koszt kapitału adekwatny do ryzyka danego podmiotu.

Przepływy pieniężne danego okresu określono według schematu:

- Przepływ do dyskonta (FCFF) = EBITDA - CAPEX + Amortyzacja +/- Zmiana kapitału obrotowego - Podatek dochodowy naliczony od EBIT (po uwzględnieniu rozliczenia strat lat ubiegłych)

Parametry średniego ważonego kosztu kapitału:

- Stopa wolna od ryzyka - na podstawie polskich 10 letnich obligacji skarbowych = 6,113%
- MRP - premia za ryzyko rynku kapitałowego = 5,0%



- Beta - systematyczne ryzyko firmy z dźwignią finansową, kalkulowane odrębnie dla każdej spółki na podstawie beta bez dźwigni finansowej = 0,842
- Koszt długu = WIBOR 3M plus 4,5 p.p.
- Średni ważony koszt kapitału w zakresie 10-11% w zależności od spółki i okresu prognozy

### **Metoda porównawcza (mnożników rynkowych)**

Wycena metodą porównawczą polega na wyznaczeniu wartości wycenianej spółki poprzez określenie relacji pomiędzy wycenami rynkowymi (notowania giełdowe) spółek porównywalnych a ich parametrami finansowymi i następnie użycie tych relacji (mnożników) w stosunku do parametrów finansowych spółki wycenianej. Takie podejście do wyceny wynika z założenia, że aktywa podobne do siebie powinny być wyceniane podobnie i być przedmiotem transakcji po zbliżonych do siebie cenach.

Metoda porównawcza pozwala odzwierciedlić sytuację na rynku kapitałowym oraz przewidywania inwestorów wobec podmiotów z branży, a więc czynniki brane pod uwagę przez akcjonariuszy przy podejmowaniu decyzji o nabyciu akcji i o oferowanej za nie cenie. Analizie poddano mnożniki historyczne, bieżące oraz wartości prognozowane mnożników dla podmiotów krajowych i zagranicznych.

W wycenie porównawczej wykorzystano typowe mnożniki rynkowe:

- (1) EV/S,
- (2) EV/EBITDA,
- (3) EV/EBIT,
- (4) P/E oraz
- (5) P/BV.

gdzie:

EV (Enterprise Value) - wartość firmy - wartość rynkowa kapitałów własnych spółki skorygowana o jej dług netto, P (Price) - cena rynkowa akcji spółki, S - przychody ze sprzedaży z działalności operacyjnej danej spółki, EBITDA - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i przed amortyzacją, EBIT - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi i opodatkowaniem, E (Earnings) - zysk netto, BV (Book Value) - wartość bilansowa kapitałów własnych spółki.

Spośród analizowanych relacji rynkowych w wycenie zostały uwzględnione mnożniki charakteryzujące się największą istotnością statystyczną.

Prognozowane mnożniki EV/EBITDA (od  $\times 6,4$  do  $\times 7,6$ ), EV/EBIT (od  $\times 7,9$  do  $\times 10,8$ ), P/E (od  $\times 10,8$  do  $\times 13,7$ ), P/BV (od  $\times 1,1$  do  $\times 1,3$ ) zostały skalkulowane osobno dla danej spółki i użyte w odniesieniu do prognozowanych danych finansowych spółek dla lat 2011-2013.

Mnożniki EV/S (od  $\times 0,25$  do  $\times 0,8$  w zależności od spółki) zostały skalkulowane (analiza regresji liniowej) na bazie średniej rentowności EBITDA dla lat 2010-2013.

Średnie historyczne wykorzystano w przypadku braku możliwości użycia danych finansowych z okresu 2011-2013. Średnie historyczne skalkulowano w oparciu o dane za lata 2007-2010 (EV/EBITDA  $\times 7,5$ , EV/EBIT  $\times 12,1$ , P/E  $\times 13,6$ ).