



**KPMG Advisory**  
**Spółka z ograniczoną**  
**odpowiedzialnością sp.k.**  
ul. Chłodna 51  
00-867 Warszawa  
Poland

Telefon +48 22 528 11 00  
Fax +48 22 528 10 09  
E-mail kpmg@kpmg.pl  
Internet www.kpmg.pl

Poufne

Szanowna Pani  
Miroslawa Achinger  
Prezes Zarządu

Szanowny Pan  
Paweł Nowakowski  
Prezes Zarządu

**Mispol S.A.**  
ul. Szafirowa 17  
16-400 Suwałki

**Makarony Polskie S.A.**  
ul. Podkarpacka 15  
35-082 Rzeszów

22 grudnia 2010

Szanowni Państwo,

### **Dotyczy: Opinia na temat parametrów finansowych Transakcji**

Zgodnie z warunkami umowy datowanej na 6 grudnia 2010 roku („Umowa”), zawartej pomiędzy KPMG Advisory Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością sp. k. („KPMG”) a Mispol S.A. („Mispol”) i Makarony Polskie S.A. („Makarony Polskie”) (łącznie „Zamawiający”), KPMG zostało poproszone przez Zamawiających o sporządzenie opinii („Opinia”) na temat proponowanych finansowych warunków transakcji („Transakcja”) połączenia spółek (dalej „Spółki”) Mispol, Makarony Polskie, PMB S.A. (dalej „PMB”) oraz aktywów lub zorganizowanej części przedsiębiorstwa spółki Gardenau Sp. z o.o. związanych z prowadzeniem działalności pod marką Tenczynek (dalej „Tenczynek”), rozważanej przez Zarządy Mispol i Makarony Polskie.

Poniżej przedstawiono nasze zrozumienie stanu faktycznego dotyczącego Transakcji, zastrzeżenia i ograniczenia związane z wydaniem niniejszej Opinii, podsumowanie przeprowadzonych przez KPMG analiz oraz treść niniejszej Opinii.

### **Nasze zrozumienie stanu faktycznego dotyczącego Transakcji**

Zarządy Mispol i Makarony Polskie uzgodniły w dniu 17 grudnia 2010 roku kluczowe parametry finansowe. Transakcji (dalej „Dokument KPT”).

W ramach Transakcji, Mispol zamierza przejąć PMB i Tenczynek oraz dokonać połączenia z Makarony Polskie w zamian za:

9.6.

- 1,3 nowych akcji Mispol za każdą dotychczasową akcję Makaronów Polskich, co daje łącznie 12 025 092 akcje Mispol wydane akcjonariuszom Makaronów Polskich
- 4 000 284 nowych akcji Mispol oraz 2 776 014 PLN w zamian za 174 605 akcji stanowiących 96,99% akcji spółki PMB
- 1 100 000 nowych akcji Mispol za wybrane składniki majątkowe Tenczynek

Niniejsza Opinia odnosi się do wyżej opisanych warunków Transakcji oraz zakłada, że zostaną one w całości utrzymane i nie ulegną zmianie. Ponadto niniejsza Opinia została oparta na założeniu, że poza wskazanymi powyżej warunkami Transakcji określonymi w Dokumencie KPT, nie istnieją żadne inne umowy ani porozumienia mające wpływ na warunki finansowe Transakcji.

### **Zastrzeżenia i ograniczenia**

Zgodnie z Umową, niniejsza Opinia została przygotowana na zlecenie i na potrzeby Zarządów Zamawiających. Opinia ta może być upubliczniana jedynie w kontekście i w związku z celem, w jakim została przygotowana. Z zastrzeżeniem powyższego, treść niniejszej Opinii nie może być cytowana ani stanowić odniesienia dla innych publikacji, zarówno w całości jak i w części, bez uprzedniej pisemnej zgody KPMG.

Niniejsza Opinia odnosi się do określonego przez Zarządy Spółek stosunku wymiany akcji Makarony Polskie na akcje Mispol w kontekście całości Transakcji („Parytet”) i nie obejmuje innych niż finansowe aspektów Transakcji.

Niniejsza Opinia nie stanowi raportu z formalnej wyceny akcji którejkolwiek ze Spółek ani rekomendacji odnośnie przeprowadzenia Transakcji. Niniejsza Opinia nie jest skierowana do stron trzecich i nie powoduje żadnych zobowiązań KPMG wobec stron trzecich, w związku z czym KPMG nie ponosi odpowiedzialności w stosunku do stron trzecich.

KPMG przygotowało niniejszą Opinię w oparciu o analizę dokumentów i informacje przekazane przez Zamawiających. W trakcie naszych prac założyliśmy, że wszelkie przekazane nam informacje reprezentują stan rzeczywisty oraz prognozy według najlepszej wiedzy Zamawiających, w związku z tym nie dokonywaliśmy niezależnej weryfikacji przekazanych nam informacji, jednakże dokonaliśmy krytycznej analizy tych informacji pod kątem matematycznej poprawności i wewnętrznej spójności.

Niektóre informacje przekazywane KPMG zostały na prośbę KPMG potwierdzone przez Zarządy Zamawiających na piśmie. KPMG wykorzystywało również informacje publicznie dostępne w źródłach powszechnie uznawanych za wiarygodne.

Prace KPMG związane z wydaniem niniejszej Opinii nie obejmowały analiz stanu finansowego lub prawno-podatkowego Spółek (tzw. due diligence), ewentualnych skutków finansowo-księgowo-podatkowych lub kwestii prawnych, które mogą być istotne przy realizacji Transakcji.

KPMG nie jest zobowiązane do aktualizacji niniejszej Opinii ani dokonania aktualizacji informacji w niej zawartych w wyniku wystąpienia zdarzeń lub transakcji, które zaszły po dacie sporządzenia Opinii.

Wynagrodzenie KPMG z tytułu sporządzenia niniejszej Opinii i analiz będących podstawą do jej sporządzenia nie jest uzależnione od treści Opinii ani realizacji Transakcji.

KPMG nie uczestniczyło w rozmowach pomiędzy akcjonariuszami Spółek i nie podejmowało kroków mających na celu określenie poziomu zainteresowania akcjami Spółek przez jakiegokolwiek strony trzecie.

### **Podsumowanie przeprowadzonych przez KPMG analiz**

Na potrzeby wydania niniejszej Opinii, KPMG sporządziło analizy mające na celu krytyczny przegląd i analizę parametrów finansowych Transakcji połączenia Spółek. W szczególności analizy KPMG obejmowały następujący zakres prac:

- analizę sytuacji finansowej podmiotów wchodzących w skład Transakcji
- analizę struktury Transakcji
- krytyczną analizę historycznych wyników finansowych podmiotów wchodzących w skład Transakcji
- krytyczną analizę metody ustalenia parytetów wymiany akcji w Transakcji, przyjętej w Dokumencie KPT
- analizę mnożników przyjętych przez Zamawiających w Dokumencie KPT na potrzeby wyznaczenia parytetów wymiany akcji w Transakcji
- analizę i wstępne oszacowanie synergii oczekiwanych z Transakcji na podstawie otrzymanych informacji od Zamawiających.

### **Opinia**

KPMG przeanalizowało uzgodniony przez Zarządy Mispol i Makarony Polskie Parytet w sposób bezstronny, według swojej najlepszej wiedzy i doświadczenia, z zachowaniem należytej staranności.

Naszym zdaniem obliczenia leżące u podstaw ustalenia Parytetu zostały sporządzone w sposób poprawny; zastosowane zostały spójne i porównywalne założenia metodologiczne dla spółek Mispol i Makarony Polskie, uwzględniając różnice w ich wielkości oraz profilu działalności.

Zgodnie z oświadczeniami Zarządów Zamawiających marże EBITDA wszystkich Spółek zostały skorygowane o wszystkie istotne pozycje jednorazowe. Przyjęty przez Zamawiających mnożnik EV/EBITDA na poziomie 8,9 znajduje potwierdzenie w analizie transakcji i/lub spółek porównywalnych sporządzonej przez KPMG.

Zdaniem KPMG zastosowana metodologia i założenia w żaden nieuzasadniony sposób nie zniekształcają określenia względnej wartości Spółek oraz nie uprzywilejowują akcjonariuszy którejkolwiek ze spółek Mispol i Makarony Polskie. W związku z powyższym, można uznać uzgodniony przez strony Parytet za racjonalny i znajdujący swoje potwierdzenie w danych finansowych wykorzystanych do jego określenia.

Niniejsza Opinia została wydana według stanu wiedzy na dzień Opinii.

Z poważaniem,



Krzysztof Klamut  
*Partner*  
*Grupa Corporate Finance*  
*Pełnomocnik*  
KPMG Advisory  
Spółka z ograniczoną  
odpowiedzialnością sp.k.