KPMG Advisory Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością sp.k.
ul. Inflancka 4A
00-189 Warszawa
Telefon +48 (22) 528 11 00
Fax +48 (22) 528 10 09
Email kpmg@kpmg.pl
Internet www.kpmg.pl

Zarząd
ZE PAK S.A.
ul. Kazimierska 45
62-510 Konin
KRS: 0000021374

10 listopada 2026 r.

Dotyczy: Opinia na temat ceny akcji oferowanej w wezwaniu do sprzedaży akcji ZE PAK S.A. ogłoszonym w dniu 28 października 2026 r.

Szanowni Państwo,

Zgodnie z warunkami umowy zawartej w dniu 19 października 2026 r. („**Umowa**"), pomiędzy ZE PAK S.A. („**ZE PAK**" lub „**Spółka**") a KPMG Advisory Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością sp.k. („**KPMG**"), KPMG zostało zaangażowane przez Zarząd Spółki do sporządzenia opinii („**Opinia**") na temat finansowych warunków wezwania do sprzedaży akcji Spółki, które zostało ogłoszone w dniu 28 października 2026 r. („**Wezwanie**" lub „**Transakcja**").

Podsumowanie stanu faktycznego dotyczącego Wezwania

Wezwanie zostało ogłoszone w dniu 28 października 2026 r. (**„Data Wezwania"**) przez Argumenol Investment Company Limited z siedzibą w Limassol, Cypr (**„Wzywający"** lub **„Argumenol"**), w następstwie zgłoszonego w dniu 2 października 2026 r. (**„Data Zawiadomienia"**) przez Argumenol do Komisji Nadzoru Finansowego zawiadomienia o zamiarze ogłoszenia Wezwania (**„Zawiadomienie"**).

Wezwanie stanowi „wezwanie dobrowolne" w rozumieniu art. 72a ust. 1 Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (t.j. Dz. U. z 2025 r. poz. 592, ze zm., **„Ustawa o Ofercie"**). Według stanu na Datę Zawiadomienia, Argumenol posiadał bezpośrednio akcje Spółki stanowiące 65,96% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu ZE PAK. Zgodnie z treścią Wezwania, zamiarem Wzywającego jest zakup wszystkich pozostałych akcji Spółki, uzyskanie 100% ogólnej liczby głosów w Spółce i następnie wycofanie akcji Spółki z obrotu publicznego.

Przedmiotem Wezwania są wszystkie wyemitowane akcje Spółki niebędące w posiadaniu Argumenol, tj. 17 299 636 akcji zwykłych na okaziciela, o wartości nominalnej 2,00 PLN (słownie:

KPMG Advisory Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością sp.k. polska spółka komandytowa i członek globalnej organizacji KPMG składającej się z niezależnych spółek członkowskich stowarzyszonych z KPMG International Limited, prywatną spółką angielską z odpowiedzialnością ograniczoną do wysokości gwarancji. Wszelkie prawa zastrzeżone.

Spółka zarejestrowana w Sądzie Rejonowym dla m.st. Warszawy w Warszawie, 12 Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego.

KRS: 0000285070
NIP: 527-254-88-78
REGON: 141054713

dwa złote 00/100) każda, będące przedmiotem obrotu na rynku regulowanym prowadzonym przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („**GPW**"), z których każda uprawnia do jednego głosu na walnym zgromadzeniu Spółki („**WZ**"), a łącznie uprawniają do 17 299 636 głosów (tj. 34,04% ogólnej liczby głosów) na WZ Spółki („**Akcje**").

Cena, po której Wzywający zamierza nabyć Akcje w ramach Wezwania wynosi 18,00 PLN (słownie: osiemnaście złotych 00/100) za każdą Akcję („Cena Nabycia").

Zgodnie z treścią Wezwania, Cena Nabycia nie jest niższa od minimalnej ceny ustalonej zgodnie z art. 79 i 79a Ustawy o Ofercie, tj. nie jest niższa od:

- średniej arytmetycznej ze średnich dziennych cen ważonych wolumenem obrotu Akcjami na rynku podstawowym GPW z ostatnich 3 miesięcy poprzedzających przekazanie Zawiadomienia, wynoszącej, po zaokrągleniu w górę, 17,74 PLN (słownie: siedemnaście złotych i siedemdziesiąt cztery grosze) za jedną Akcję,
- średniej arytmetycznej ze średnich dziennych cen ważonych wolumenem obrotu Akcji na rynku podstawowym GPW w okresie ostatnich 6 miesięcy poprzedzających przekazanie Zawiadomienia wynoszącej, po zaokrągleniu w górę, 17,98 PLN (słownie: siedemnaście złotych i dziewięćdziesiąt osiem groszy) za jedną Akcję.

Zgodnie z treścią Wezwania, w okresie 12 miesięcy poprzedzających przekazanie Zawiadomienia, Wzywający ani podmioty z nim powiązane, nie nabywały akcji Spółki, ani nie zobowiązywały się do nabycia akcji Spółki.

Zgodnie z treścią Wezwania, biorąc pod uwagę obroty akcjami Spółki w okresie ostatnich 3 i 6 miesięcy poprzedzających przekazanie Zawiadomienia, nie zachodzą przesłanki wskazujące na wskazany w art. 79 ust. 3a i 3b Ustawy o Ofercie obowiązek wyznaczenia wartości godziwej Akcji przez firmę audytorską.

Ponadto w Wezwaniu określono następujące terminy:

- termin rozpoczęcia przyjmowania zapisów na Akcje: 3 listopada 2026 r.
- termin zakończenia przyjmowania zapisów na Akcje: 2 grudnia 2026 r.
- przewidywany dzień zawarcia transakcji nabycia Akcji: 7 grudnia 2026 r.
- przewidywany dzień rozliczenia transakcji nabycia Akcji: 10 grudnia 2026 r.

Definicja Wartości Godziwej

Na potrzeby sporządzenia niniejszej Opinii, KPMG przeprowadziło analizy mające na celu oszacowanie przedziału wartości godziwej („**Wartość Godziwa**") akcji Spółki. Wartość Godziwa została zdefiniowana zgodnie z art. 28 ust. 6 ustawy z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości (t.j. Dz. U. z 2026 r. poz. 522, ze zm.) jak poniżej:

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, niepowiązanymi ze sobą stronami.

Przyjęto, że Wartość Godziwa zdefiniowana w powyższy sposób niekoniecznie stanowi cenę, jaka może w rzeczywistości zostać osiągnięta w transakcji sprzedaży akcji pomiędzy konkretnym kupującym i konkretnym sprzedającym. W praktyce transakcyjnej, każdy z potencjalnych sprzedawców jak i nabywców akcji może znajdować się w różnej pozycji negocjacyjnej, co może powodować, że niektórzy nabywcy są skłonni zapłacić premię za nabycie akcji lub zaoferować dyskonto. Na potrzeby sporządzenia Opinii nie wzięto pod uwagę żadnych takich premii i dyskont.

Zastrzeżenia i ograniczenia

Zgodnie z Umową, niniejsza Opinia została przygotowana przy założeniu, że jej treść jest przeznaczona wyłącznie dla Zarządu Spółki, jednakże stosownie do art. 80 ust. 3 Ustawy o Ofercie, w ramach przekazania własnego stanowiska wobec Wezwania, Zarząd Spółki będzie mógł opublikować kompletną treść niniejszej Opinii.

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 nie jest skierowana do stron trzecich (w tym akcjonariuszy Spółki) i nie powoduje żadnych zobowiązań KPMG wobec stron trzecich, w związku z czym KPMG nie ponosi odpowiedzialności w stosunku do stron trzecich.

Niniejsza Opinia jest oceną ekspercką, a nie stwierdzeniem faktów i nie stanowi raportu z formalnej wyceny akcji Spółki, porady inwestycyjnej ani rekomendacji odnośnie do przeprowadzenia Transakcji. KPMG nie wypowiada się na temat samej decyzji o przeprowadzeniu Transakcji, czy stanowi ona optymalne rozwiązanie dla Spółki bądź jej akcjonariuszy, momentu jej przeprowadzenia bądź jakiegokolwiek innego aspektu Transakcji.

Niniejsza Opinia odnosi się do wskazanych w punkcie „Podsumowanie stanu faktycznego dotyczącego Wezwania" finansowych warunków Wezwania oraz zakłada, że zostaną one w całości utrzymane i nie ulegną zmianie. Ponadto, niniejsza Opinia została oparta na założeniu, że poza wskazanymi powyżej finansowymi warunkami Wezwania, nie istnieją żadne umowy ani porozumienia mające wpływ na warunki finansowe Transakcji.

KPMG przygotowało niniejszą Opinię m.in. w oparciu o analizę dokumentów i rozmowy z przedstawicielami Spółki. W trakcie przeprowadzonych prac KPMG opierało się na założeniu, że wszelkie otrzymane od Spółki informacje, przekazane KPMG według uzgodnionej listy dokumentów, jak również wszelkie informacje przekazane KPMG podczas rozmów z przedstawicielami Spółki, reprezentują stan rzeczywisty oraz perspektywy rozwoju Spółki i jej grupy kapitałowej według najlepszej wiedzy kierownictwa Spółki, w związku z czym KPMG nie dokonywało niezależnej weryfikacji, audytu, jak również niezależnie nie potwierdzało przekazanych informacji. Informacje przekazywane KPMG przez Spółkę zostały na prośbę KPMG potwierdzone przez Zarząd Spółki na piśmie. KPMG wykorzystywało również informacje powszechnie dostępne w źródłach publicznych i przez KPMG uznawanych za wiarygodne.

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

Transakcji. KPMG przyjęło założenie, że poza informacjami przekazanymi do informacji publicznej (w sprawozdaniach finansowych) nie są prowadzone postępowania dotyczące Spółki lub jej majątku a prawa Spółki do jej majątku są ważne i zbywalne i nie istnieją istotne ograniczenia dotyczące praw Spółki lub jej majątku i jego zbywalności.

Na potrzeby oszacowania Wartości Godziwej akcji Spółki oraz wydania Opinii, KPMG nie przeprowadziło niezależnej wyceny ani oszacowania aktywów lub pasywów Spółki, nie przeprowadziło również badania sprawozdań finansowych Spółki.

Wynagrodzenie KPMG z tytułu sporządzenia niniejszej Opinii i analiz będących podstawą do jej wydania nie jest uzależnione od treści Opinii ani realizacji Transakcji. KPMG, jak również inne firmy członkowskie stowarzyszone z KPMG International Limited będącą prywatną spółką angielską z odpowiedzialnością ograniczoną do wysokości gwarancji, mogą świadczyć inne usługi dla Spółki, Wzywającego i jego grupy kapitałowej, jak również innych akcjonariuszy Spółki bądź ich grup kapitałowych. W takich przypadkach stosowane są odpowiednie procedury pozwalające na uniknięcie konfliktu interesów lub ujawnienia informacji poufnych, zapobiegające ewentualnemu naruszeniu interesów zainteresowanych stron.

KPMG nie uczestniczyło w rozmowach pomiędzy akcjonariuszami Spółki a Wzywającym i nie podejmowało kroków mających na celu określenie poziomu zainteresowania akcjami Spółki przez jakiekolwiek strony trzecie. KPMG nie wyraża opinii czy jakiekolwiek inne alternatywne transakcje okazałyby się bardziej korzystne dla Spółki i/lub jej akcjonariuszy.

Celem niniejszej Opinii jest wyłącznie określenie czy cena zaproponowana w Wezwaniu jest godziwa z finansowego punktu widzenia i tym samym Opinia nie odnosi się pod żadnym względem w szczególności do: (i) racjonalności przeprowadzenia Wezwania, (ii) innych niż finansowe warunków Wezwania lub (iii) racjonalnych przesłanek stojących za odpowiedzią na Wezwanie, bądź jej brakiem.

KPMG nie ponosi odpowiedzialności za jakiekolwiek działania stron zaangażowanych w Wezwanie. KPMG nie ponosi odpowiedzialności za zmianę kursu akcji Spółki w wyniku opublikowania niniejszej Opinii. KPMG nie wyraża opinii na temat kształtowania się kursu akcji Spółki w przyszłości w przypadku dojścia lub niedojścia Wezwania do skutku.

Niniejsza Opinia została wydana na podstawie informacji, które były znane KPMG lub udostępnione na dzień wydania niniejszej Opinii, uwzględniając między innymi spodziewaną przez Zarząd Spółki kondycję finansową Spółki i Grupy Kapitałowej ZE PAK w przyszłości, warunki rynkowe oraz otoczenie regulacyjne. Jakakolwiek zmiana dotycząca powyższych kwestii lub ujawnienie nowych informacji mogłoby mieć wpływ na wnioski zaprezentowane w niniejszej Opinii. KPMG nie jest zobowiązane do aktualizacji Opinii po dacie jej wydania.

Podsumowanie analiz przeprowadzonych przez KPMG

Stosownie do art. 80 ust. 2 Ustawy o Ofercie, w przypadku analizowania warunków wezwań, historyczne notowania akcji na rynku regulowanym nie stanowią wystarczającej podstawy do oszacowania Wartości Godziwej. Dlatego KPMG przeprowadziło wewnętrzne analizy zmierzające do oszacowania przedziału Wartości Godziwej akcji Spółki.

Biorąc pod uwagę specyfikę i złożoność działalności Spółki i Grupy Kapitałowej ZE PAK (**„GK ZE PAK"** lub **„Grupa"**), obecność GK ZE PAK na konkurencyjnym rynku oraz trwającą transformację Grupy z historycznego modelu biznesowego (wydobycie węgla brunatnego i wytwarzanie energii elektrycznej w blokach węglowych) w kierunku nisko- i zero-emisyjnych źródeł wytwarzania energii, zastosowano podejście „sumy części" (ang. „sum of the parts"). W ramach powyższego podejścia, poszczególne segmenty działalności Grupy (wydobycie węgla brunatnego, energetyka węglowa, blok parowo-gazowy w budowie, odnawialne źródła energii, usługi, planowane nowe przedsięwzięcia) zostały indywidualnie przeanalizowane i wycenione za pomocą podejścia adekwatnego do danego segmentu zgodnie z przytoczoną powyżej definicją Wartości Godziwej (np. podejście dochodowe – zdyskontowanych przepływów pieniężnych, podejście rynkowe – mnożnikowe), a następnie wartość poszczególnych segmentów została zsumowana i skorygowana o skonsolidowane saldo zadłużenia netto na poziomie GK ZE PAK. Biorąc pod uwagę istotne obszary niepewności w ramach GK ZE PAK, przeprowadzono dodatkowo analizę wrażliwości, na podstawie której oszacowano przedział Wartości Godziwej akcji Spółki.

Na potrzeby prowadzonych analiz uwzględniono informacje dostępne w ostatnich opublikowanych przed datą niniejszej Opinii sprawozdaniach finansowych Spółki (jednostkowych) i GK ZE PAK (skonsolidowanych), tj. sprawozdaniach finansowych na dzień 30 czerwca 2026 r., które były przedmiotem przeglądu przez biegłego rewidenta, jak również wzięto pod uwagę opublikowane roczne sprawozdania finansowe Spółki (jednostkowe) i GK ZE PAK (skonsolidowane) na dzień 31 grudnia 2025 r., które były przedmiotem badania przez biegłego rewidenta (łącznie **„Sprawozdania Finansowe"**).

W oparciu o oświadczenie Zarządu Spółki przyjęto, że w okresie od 30 czerwca 2026 r. do daty niniejszej Opinii, nie nastąpiły wydarzenia, które nie zostały uwzględnione przez Zarząd w przekazanych KPMG założeniach dotyczących rozwoju Spółki i Grupy w kolejnych latach, a które mogłyby mieć istotny wpływ na Wartość Godziwą akcji Spółki.

Poza analizą Sprawozdań Finansowych, na potrzeby sporządzenia niniejszej Opinii, KPMG:

- przeanalizowało opublikowaną treść dokumentu Wezwania;
- przeanalizowało kurs akcji Spółki na GPW w okresie poprzedzającym Wezwanie;
- przeprowadziło rozmowy z przedstawicielami kadry kierowniczej Spółki i Grupy dotyczące dotychczasowej i obecnej działalności GK ZE PAK, w tym Spółki, jej kondycji finansowej jak również założeń dotyczących możliwości działalności poszczególnych segmentów GK ZE PAK, w tym Spółki, w przyszłości;
- przeanalizowało główne wskaźniki makroekonomiczne i adekwatne informacje dotyczące porównywalnych spółek publicznych dostępne na Datę Wezwania;
- przeprowadziło inne analizy, uwzględniło inne informacje oraz dane rynkowe, które zostały uznane za stosowne na potrzeby wydania niniejszej Opinii.

Opinia

Biorąc pod uwagę wskazane w niniejszej Opinii kwestie dotyczące Transakcji, przeprowadzone przez KPMG analizy oraz zastrzeżenia i ograniczenia, proponowana w Wezwaniu cena nabycia Akcji Spółki w wysokości 18,00 PLN za jedną Akcję znajduje się w przedziale Wartości Godziwej 100% akcji Spółki (w przeliczeniu na jedną akcję Spółki) oszacowanym przez KPMG i tym samym odpowiada Wartości Godziwej akcji Spółki.

Niniejsza Opinia nie stanowi rekomendacji dla akcjonariuszy Spółki odnośnie do odpowiedzi na Wezwanie i realizacji Transakcji.

Niniejsza Opinia została wydana według stanu wiedzy na dzień wydania niniejszej Opinii i podlega prawu polskiemu.

Z poważaniem,

Signature Not Verified
Digitally signed by Tomasz Wiśniewski
Date: 2026.11.10 12:06:23 CET

Tomasz Wiśniewski
Partner
Deal Advisory
Pełnomocnik
KPMG Advisory
Spółka z ograniczoną
odpowiedzialnością sp.k.