

Warszawa, 5 lipca 2018 roku

Sz.P. Jacek Głowacki
Prezes Zarządu
Polenergia S.A.
ul. Krucza 24/26
00-526 Warszawa

Dotyczy: Opinia na temat finansowych warunków wezwania do sprzedaży akcji Polenergia S.A. ogłoszonego w dniu 22 maja 2018 roku

Szanowny Panie Prezesie,

Zgodnie z warunkami umowy zawartej pomiędzy Polenergia S.A. („Polenergia” lub „Spółka” lub „Grupa Polenergia”) i Deloitte Advisory sp. z o.o. („Deloitte”), Deloitte została poproszona przez Spółkę o sporządzenie opinii („Opinia”) na temat tego czy cena zaproponowana przez PGE Polska Grupa Energetyczna S.A. („Wzywający”, „Podmiot Nabywający”) w wezwaniu na akcje Spółki z dnia 22 maja 2018 r. („Wezwanie”) odpowiada wartości godziwej („Wartość Godziwa”) akcji Polenergii.

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 Polenergii 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.

Ocena wpływu czynników specyficznych dla danego nabywcy na cenę akcji jest wysoce spekulacyjna ze względu na brak dostępu do planów nabywcy wobec kupowanego aktywa. Ponadto, nawet jeśli kwantyfikacja czynników specyficznych dla danego nabywcy byłaby możliwa, istnieje znacząca niepewność w jakim stopniu potencjalny nabywca uwzględniłby w cenie premie lub dyskonta w stosunku do wartości godziwej z tytułu wyżej wymienionych czynników specyficznych. W związku z powyższym, niniejsza opinia na temat Wartości Godziwej odnosi się do wartości posiadanego przez Spółkę majątku, jego potencjału dochodowego oraz rynkowych stóp zwrotu dla aktywów o profilu ryzyka zbliżonym do Polenergii.

Poniżej przedstawiamy nasze zrozumienie warunków finansowych Wezwania, podsumowanie przeprowadzonych przez Deloitte analiz, ograniczenia i zastrzeżenia oraz wnioski naszej Opinii.

Warunki finansowe Wezwania

W dniu 22 maja 2018 r. PGE Polska Grupa Energetyczna S.A. ogłosiła wezwanie do sprzedaży 45.443.547 akcji spółki Polenergia. W wyniku Wezwania Podmiot Nabywający zmierza nabyć 45.443.547 akcji, stanowiących 100% ogólnej liczby akcji Spółki, stanowiących 100% ogólnej liczby głosów na Walnym Zgromadzeniu („Transakcja”).

Cena za akcję ogłoszona w Wezwaniu przez Podmiot Nabywający wynosi 16,29 PLN (słownie: szesnaście złotych, 29/100 groszy) za każdą akcję.

Cena ta według treści Wezwania nie jest niższa niż cena minimalna określona zgodnie z przepisami prawa oraz spełnia kryteria wskazane w art. 79 ust. 1, 2, 3 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 akcji Polenergii na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”) z okresu 6 miesięcy poprzedzających ogłoszenie Wezwania wynosi 14,24 PLN, natomiast z okresu 3 miesięcy poprzedzających ogłoszenie Wezwania wynosi 16,29 PLN.

Zgodnie z treścią Wezwania zapłata za akcje objęte Wezwaniem nastąpi w formie gotówkowej, a Wezwanie zostało zabezpieczone środkami z gwarancji bankowej wystawionej przez Bank Polska Kasa Opieki – Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie w łącznej wysokości 100% wartości akcji będących przedmiotem Wezwania.

Niniejsza Opinia odnosi się jedynie do ceny zaproponowanej w Wezwaniu i nie dotyczy jakichkolwiek innych warunków Wezwania oraz zakłada, iż nie istnieją jakiekolwiek umowy ani porozumienia mające wpływ na cenę zaproponowaną w Wezwaniu.

Podsumowanie analiz przeprowadzonych przez Deloitte

Na potrzeby wydania niniejszej Opinii wykonaliśmy następujące procedury:

1. przeanalizowaliśmy opublikowaną treść dokumentu Wezwania;
2. przeanalizowaliśmy kurs akcji Polenergii w okresie poprzedzającym ogłoszenie Wezwania;
3. dokonaliśmy analizy publicznie dostępnych sprawozdań finansowych i innych informacji finansowych i operacyjnych Polenergii;
4. dokonaliśmy przeglądu wybranych informacji zarządczych i innych danych finansowych i operacyjnych dotyczących działalności Polenergii;
5. omówiliśmy z przedstawicielami Polenergii przeszłą i bieżącą działalność i stan finansowy oraz perspektywy rozwoju Polenergii;
6. dokonaliśmy przeglądu założeń budżetowych oraz założeń do prognoz długoterminowych przedstawionych przez Zarząd Polenergii;
7. dokonaliśmy analizy najważniejszych założeń w zakresie oczekiwań co do przyszłego rozwoju Spółki w poszczególnych segmentach biznesowych („Założenia”) przedstawionych przez Zarząd Polenergii;
8. dokonaliśmy analizy zakresu Wartości Godziwej akcji Spółki oraz porównaliśmy zaoferowaną w Wezwaniu cenę z oszacowanym przez nas zakresem Wartości Godziwej akcji Polenergii;

9. omówiliśmy z Zarządem Polenergii aktualny stan spraw spornych wskazanych w raporcie bieżącym nr 12/2018 z dnia 1 maja 2018 r. oraz nr 10/2018 z dnia 27 kwietnia 2018 r.;
10. przeprowadziliśmy dodatkowe analizy i rozważyliśmy czynniki uznane przez nas za istotne biorąc pod uwagę cel naszej analizy.

Dokonując analizy polegaliśmy na informacjach dostarczonych lub udostępnionych przez Spółkę zakładając bez niezależnej weryfikacji ich prawdziwość, dokładność oraz kompletność.

Przyjęliśmy, że Założenia zostały właściwie opracowane przez Zarząd Spółki na podstawie najlepszych szacunków i oczekiwań Spółki na dzień sporządzania Opinii.

Wycenę Wartości Godziwej Polenergii przeprowadziliśmy jako sumę wyceny Wartości Godziwej poszczególnych spółek i/lub segmentów działalności wchodzących w skład Grupy Polenergia z uwagi na ich zróżnicowanie, inny etap rozwoju (projekty funkcjonujące, projekty w fazie rozwoju) oraz inne czynniki rynkowe i regulacyjne oddziałujące na ich przyszłe perspektywy generowania przepływów pieniężnych.

Przyszłe przepływy pieniężne Polenergii w dużej mierze determinowane są przez szereg czynników rynkowych i regulacyjnych, które mogą kształtować się w przyszłości inaczej niż przyjęte Założenia.

W zakresie czynników rynkowych istotny wpływ na oszacowaną Wartość Godziwą poszczególnych spółek i/lub segmentów mają Założenia dotyczące m.in. prognozy ścieżek cenowych w zakresie kształtowania się cen energii elektrycznej i świadectw pochodzenia energii elektrycznej (tzw. „zielonych certyfikatów”) w długim terminie. Naszą analizę przygotowaliśmy na podstawie ogólnodostępnych danych rynkowych, notowań kontraktów terminowych na Towarowej Gieldzie Energii oraz długoterminowych prognoz cen energii elektrycznej dostarczonych przez Spółkę w oparciu o raport: „Wholesale Electricity Market Report Country: Poland Update June 2018” wg stanu na czerwiec 2018, przygotowany przez Baringa Partners LLP. Podobnie w zakresie rynku mocy oparliśmy się na ogólnodostępnych prognozach, wzięliśmy pod uwagę raport „Assessment of the impact of the Polish capacity mechanism on electricity markets”, przygotowany przez Compass Lexecon, raport z dnia 11 września 2017 r.

Wniosek

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 Polenergii ogłoszona w Wezwaniu w wysokości 16,29 PLN za jedną akcję znajduje się poniżej oszacowanego przedziału Wartości Godziwej akcji Spółki.

Ograniczenia i zastrzeżenia

Niniejsza Opinia jest przeznaczona dla Zarządu Spółki i 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 nie może być cytowana, publikowana zarówno w całości lub części, 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 Polenergia w wyniku publikacji, dystrybucji, kopiowania ani wykorzystywania niniejszej Opinii.

Nasze usługi nie stanowiły ani nie mogą być uznawane za rodzaj audytu czy przeglądu sprawozdań finansowych, ani inne procedury dotyczące informacji finansowej, czy też finansowe, komercyjne, operacyjne, podatkowe lub prawne badanie due diligence. Usługi te nie stanowiły również usług prawnych, podatkowych ani księgowych jakiegokolwiek rodzaju i nie mogą stanowić dla nikogo podstawy do wskazania słabych stron kontroli wewnętrznej, błędów ani nieprawidłowości w sprawozdaniu finansowym.

Nasza Opinia opiera się z konieczności na informacjach dotyczących warunków finansowych, gospodarczych, rynkowych oraz innych i danych udostępnionych nam do dnia 29 czerwca 2018 r. Szacując Wartość Godziwą Polenergii uwzględniliśmy informacje dostępne w ostatnich opublikowanych sprawozdaniach finansowych na dzień 31 marca 2018 r., jak również wzięliśmy pod uwagę wstępne niezaudytowane sprawozdania finansowe na dzień 30 kwietnia 2018 r. Zdarzenia występujące po przytoczonych datach 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.

Polenergia oświadczyła i zagwarantowała Deloitte, 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 Projektacji: (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.

Niniejsza Opinia przedstawia jedynie nasze wnioski dotyczące tego, czy cena proponowana w Wezwaniu odpowiada Wartości Godziwej Spółki.

Nasza Opinia nie dotyczy jakichkolwiek kwestii związanych z wpływem Wezwania na interes Spółki, strategiczne plany Wzywającego wobec Spółki i ich prawdopodobny wpływ na zatrudnienie w Spółce oraz na lokalizację prowadzenia jej działalności.

Nie wydajemy też opinii ani interpretacji w kwestiach wymagających 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 składników majątku, nieruchomości czy udziałów stanowiących własność Polenergii są ważne i zbywalne, że nie występują: sprzeczność interesów, obciążenia, problemy techniczne, związane z ochroną środowiska, planowaniem przestrzennym czy innymi kwestiami dotyczącymi tych składników majątku, nieruchomości czy udziałów, i że wszystkie składniki majątku, nieruchomości i udziały są wolne od zastawów i 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 Polenergia 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.

Opieramy się na oświadczeniu Zarządu, że Spółka ujawniła nam w pełni wszystkie faktyczne i pozabilansowe aktywa i zobowiązania Polenergii.

W toku analiz i opracowywania Opinii Deloitte przyjął liczne założenia dotyczące wyników osiągniętych przez branżę, ogólnych warunków prowadzenia działalności oraz uwarunkowań gospodarczych, a także innych kwestii, z których wiele pozostaje poza kontrolą Deloitte i stron zaangażowanych w transakcję, w tym inflacji, kursów wymiany walut prognoz cen energii oraz innych praw majątkowych.

W trakcie przygotowania Opinii Deloitte dokonał analizy postępowań sądowych, których stroną jest Spółka, tj.:

- i. postępowania z powództwa Eolos Polska sp. z o.o. przeciw spółkom zależnym od Polenergii tj. spółkom Certyfikaty sp. z o.o. i Polenergia Obrót S.A. zgodnie z informacjami zawartymi w raporcie bieżącym nr 10/2018 z dnia 27 kwietnia 2018 r. oraz
- ii. postępowania z powództwa Amon i Talia przeciwko Tauron Polska Energia S.A. zgodnie z informacjami zawartymi w raporcie bieżącym nr 12/2018 z dnia 1 maja 2018 r.

W ramach postępowania, o którym mowa w pkt (i) powyżej Eolos Polska S.A. domaga się od wskazanych spółek oraz spółki Polenergia Usługi sp. z o.o. zapłaty kwoty 28,0 mln PLN wraz z odsetkami w związku z rzekomym niewykonaniem umów, które wygasły 5 stycznia 2016 r. Spółka ocenia spór jako bezzasadny.

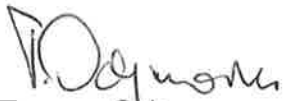
W ramach postępowania, o którym mowa w pkt (ii) powyżej Amon domaga się zapłaty od Tauron Polska Energia S.A. kwoty 47,6 mln PLN wraz z odsetkami i kosztami procesu oraz ustalenia odpowiedzialności Tauron Polska Energia S.A. za szkody przyszłe oszacowane na 158 mln PLN. Talia domaga się zapłaty 31,3 mln PLN tytułem odszkodowania wraz z odsetkami i kosztami procesu oraz ustalenia odpowiedzialności Tauron Polska Energia S.A. za szkody przyszłe, których wysokość została oszacowana na kwotę niecałych 107 mln zł. Pozwy przeciwko Tauron Polska Energia S.A. wynikają z podjętych przez ten podmiot decyzji o wypowiedzeniu długoterminowych umów na zakup energii elektrycznej oraz praw majątkowych wynikających ze świadectw pochodzenia potwierdzających wytworzenie energii w odnawialnych źródłach energii.

Z uwagi na fakt, iż Polenergia kwestionuje zasadność postępowania z powództwa Eolos Polska sp. z o.o. i nie utworzyła stosownej rezerwy w sprawozdaniach finansowych, które podlegały audytowi, a sprawa przeciw Tauron Polska Energia S.A. jest na wczesnym etapie (pозew został złożony 30 kwietnia 2018 r.), wartość sporów nie została uwzględniona w wycenie. Zwracamy jednak uwagę, iż w przyszłości mogą wystąpić zdarzenia, w wyniku których wynik opisanych powyżej sporów będzie skutkował materialnym wpływem na wycenę Polenergii. Ponadto zwracamy uwagę, że w ramach naszych prac nie przeprowadziliśmy prawnej oceny możliwego rozstrzygnięcia sporów, których stroną jest Polenergia, w związku z tym nie wyrażamy naszej opinii w tym zakresie.

Niniejsza Opinia została przygotowana wyłącznie na zlecenie Zarządu Spółki i żadnym przypadkiem 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 Polenergii w wypadku niedojścia Wezwania do skutku.

Z poważaniem,



Tomasz Ochrymowicz

Partner, Wiceprezes Zarządu

Deloitte Advisory Sp. z o.o.