

KPMG Advisory Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością sp.k.
ul. Inflancka 4A
00-189 Warszawa, Polska
Tel. +48 (22) 528 11 00
Faks +48 (22) 528 10 09
kpmg@kpmg.pl

Zarząd

„Paged” S.A.
ul. Emilii Plater 53
00-113 Warszawa

24 lipca 2017

Szanowni Państwo,

Dotyczy: Opinia na temat finansowych warunków wezwania do sprzedaży akcji „Paged” S.A. ogłoszonego w dniu 7 lipca 2017 roku

Zgodnie z warunkami umowy z dnia 12 lipca 2017 roku („Umowa”), zawartej pomiędzy „Paged” S.A. („Paged” lub „Spółka”) a KPMG Advisory Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością sp. k. („KPMG”), KPMG zostało zaangażowane przez Zarząd Spółki do sporządzenia opinii („Opinia”) na temat proponowanych finansowych warunków wezwania do sprzedaży akcji Spółki („Wezwanie”), ogłoszonego w dniu 7 lipca 2017 roku („Data Wezwania”) przez spółkę Mespila Investments Limited („Wzywający”).

Wezwanie dotyczy 5.438.391 akcji zwykłych na okaziciela wyemitowanych przez Spółkę, o wartości nominalnej 2,00 PLN każda, uprawniających do jednego głosu na Walnym Zgromadzeniu Akcjonariuszy Spółki („WZA”) każda, będących przedmiotem obrotu na rynku regulowanym Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”). Na Datę Wezwania, Wzywający, wraz z podmiotami zależnymi, posiadał 10.061.610 akcji Spółki, uprawniających do 10.061.610 głosów na WZA i stanowiących 64,91% ogólnej liczby głosów na WZA.

W wyniku Wezwania, Mespila BIS S.A., będący podmiotem nabywającym akcje Spółki w ramach Wezwania („Nabywający”), zamierza nabyć 5.438.391 akcji Spółki, stanowiących 35,09% wszystkich wyemitowanych akcji Spółki, uprawniających do wykonywania 5.438.391 głosów na WZA i stanowiących 35,09% ogólnej liczby głosów na WZA („Transakcja”).

Cena, po której Nabywający zamierza nabyć akcje Spółki w ramach Wezwania wynosi 57,63 PLN (słownie: pięćdziesiąt siedem złotych i 63/100) za każdą akcję.

Biorąc pod uwagę wskazane w niniejszej Opinii okoliczności Transakcji, zastrzeżenia i ograniczenia oraz przeprowadzone przez KPMG analizy, proponowana w Wezwaniu cena nabycia akcji Paged w wysokości 57,63 PLN mieści się w przedziale Wartości Godziwej (jak zdefiniowano w dalszej części Opinii) 100% akcji Paged (w przeliczeniu na jedną akcję Spółki), oszacowanym przez KPMG na dzień wydania niniejszej Opinii, z punktu widzenia mniejszościowych akcjonariuszy Spółki.

Niniejsza Opinia została sporządzona według stanu wiedzy na datę jej wydania i obejmuje następujące elementy:

- podsumowanie kluczowych informacji dotyczących Wezwania,
- definicję wartości godziwej,
- podsumowanie przeprowadzonych przez KPMG analiz oraz
- zastrzeżenia i ograniczenia związane z wydaniem niniejszej Opinii.

Kluczowe informacje dotyczące Wezwania

Na Datę Wezwania, Wzywający, wraz z podmiotami zależnymi, posiadał 10.061.610 akcji Spółki, uprawniających do 10.061.610 głosów na WZA i stanowiących 64,91% ogólnej liczby głosów na WZA, w tym w szczególności:

- Wzywający posiadał samodzielnie 2.713.978 akcji Spółki uprawniających do 2.713.978 głosów na WZA i stanowiących 17,51% ogólnej liczby głosów na WZA,
- Nabywający, będący podmiotem bezpośrednio zależnym od Wzywającego, posiadał 6.573.334 akcji Spółki uprawniających do 6.573.334 głosów na WZA i stanowiących 42,41% ogólnej liczby głosów na WZA,
- Spółka, będąca podmiotem pośrednio zależnym od Wzywającego, posiadała 774.298 akcji własnych uprawniających do 774.298 głosów na WZA i stanowiących 5,00% ogólnej liczby głosów na WZA. Prawo głosu z tych akcji, zgodnie z przepisem art. 364 § 2 Kodeksu Spółek Handlowych („KSH”), nie jest wykonywane.

Na Datę Wezwania, podmiot dominujący wobec Wzywającego nie posiadał akcji Spółki.

W ramach Transakcji Nabywający zamierza osiągnąć samodzielnie 12.011.725 głosów na WZA i stanowiących 77,49% ogólnej liczby głosów na WZA, co odpowiada 12.011.725 akcji Spółki, stanowiących 77,49% wszystkich wyemitowanych akcji Spółki. W efekcie, Wzywający zamierza osiągnąć stan, w którym Wzywający wraz z podmiotami zależnymi tj. Nabywającym i Spółką w wyniku przeprowadzenia Wezwania, łącznie będą posiadać 15.500.001 akcji Spółki (tj. wszystkie wyemitowane akcje Spółki), uprawniające do wykonywania 15.500.001 głosów na Walnym Zgromadzeniu (tj. 100% głosów na Walnym Zgromadzeniu).

Zgodnie z treścią Wezwania, cena zaproponowana w Wezwaniu:

- nie jest niższa od średniej arytmetycznej ze średnich dziennych cen ważonych wolumenem obrotu z okresu 6 miesięcy poprzedzających Datę Wezwania wynoszącej 55,82 PLN oraz
- nie jest niższa od średniej arytmetycznej ze średnich dziennych cen ważonych wolumenem obrotu z okresu 3 miesięcy poprzedzających Datę Wezwania wynoszącej 57,63 PLN.

Zgodnie z informacjami przedstawionymi w treści Wezwania, w okresie 12 miesięcy, którego zakończenie przypada na Datę Wezwania, zarówno Wzywający jak i żaden z jego podmiotów

dominujących lub spółek zależnych, nie nabywali akcji Spółki (w rozliczeniu gotówkowym lub bezgotówkowym) po cenie wyższej niż cena akcji w Wezwaniu.

Wzywający nie jest stroną porozumienia, o którym mowa w art. 87 ust. 1 pkt 5 Ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych („Ustawa o Ofercie”) w odniesieniu do akcji Spółki.

Określone w Wezwaniu terminy rozpoczęcia i zakończenia okresu przyjmowania zapisów na sprzedaż akcji Spółki to odpowiednio: 27 lipca 2017 roku oraz 25 sierpnia 2017 roku („Okres Przyjmowania Zapisów”).

Wezwanie jest ogłoszone pod warunkiem złożenia zapisów (w ramach Wezwania) na nie mniej niż 3.888.391 akcji Spółki, uprawniających do wykonywania 3.888.391 głosów na WZA i uprawniających ich posiadacza, łącznie z akcjami Spółki posiadanymi już przez Nabywającego, jego podmiot dominujący tj. Wzywającego i podmiot zależny Wzywającego tj. Spółkę, do 90% ogólnej liczby głosów na WZA.

Wzywający zastrzega sobie prawo do zmiany minimalnej liczby akcji Spółki objętych zapisami, po osiągnięciu której Nabywający zobowiązuje się nabyć te akcje.

Wzywający zastrzega sobie również prawo podjęcia decyzji o nabyciu akcji objętych zapisami w ramach Wezwania, pomimo nieziszczenia się powyższego warunku, tj. w sytuacji gdy w okresie przyjmowania zapisów, zapisami zostanie objęta liczba akcji mniejsza niż minimalna liczba akcji Spółki wskazana powyżej (tj. 3.888.391 akcji).

Zgodnie z treścią Wezwania, Wzywający poinformował, że w dniu 7 lipca 2017 roku zawarł umowy z poniższymi akcjonariuszami Spółki, zobowiązującymi ich do odpowiedzi na Wezwanie, tj. do sprzedaży w ramach Wezwania posiadanych przez nich akcji Spółki, do niewycofywania złożonego zapisu w żadnych okolicznościach oraz nieodpowiadania na inne wezwania dotyczące akcji Spółki. Wzywający zobowiązał się do spowodowania przez Nabywającego nabycia takich akcji w zamian za cenę nabycia, określoną w dokumencie Wezwania, z zastrzeżeniem ziszczenia się warunków określonych w Wezwaniu lub zrzeczenia się ich przez Wzywającego. Umowy te zostały zawarte z następującymi akcjonariuszami Spółki:

- panią Karoliną Mzyk-Callias, posiadającą 168.390 akcji Spółki, odpowiadających 1,09% kapitału zakładowego Spółki i takiej samej liczbie głosów na WZA,
- CC14 Funduszem Inwestycyjnym Zamkniętym, posiadającym 1.496.680 akcji Spółki, odpowiadających 9,66% kapitału zakładowego Spółki i takiej samej liczbie głosów na WZA oraz
- Spółkami Yawal S.A. i Final S.A., posiadającymi odpowiednio 449.999 i 450.000 akcji Spółki, odpowiadającymi odpowiednio 2,90% i 2,90% kapitału zakładowego Spółki i takiej samej liczbie głosów na WZA.

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 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, niepowiązаныmi ze sobą stronami.

Przyjęto, że Wartość Godziwa akcji 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. Zdarza się, że niektórzy nabywcy są skłonni zapłacić premię za nabycie akcji. Analogicznie, w niektórych przypadkach ceny transakcyjne mogą zawierać dyskonto.

Rozumiemy, że na datę niniejszej Opinii („Data Opinii”), Wzywający, łącznie z podmiotami zależnymi, tj. Nabywającym oraz Spółką, posiadali łącznie 10.061.610 akcji Spółki uprawniających do 10.061.610 głosów na WZA i stanowiących 64,91% ogólnej liczby głosów na WZA.

W związku z powyższym można założyć, że na Datę Opinii, Wzywający posiadał kontrolę nad działalnością Spółki. Dodatkowo, biorąc pod uwagę strukturę akcjonariatu Spółki na Datę Wezwania, w tym w szczególności fakt, iż żaden z pozostałych akcjonariuszy Spółki (poza Nabywającym), nie posiadał pakietu akcji Spółki, który uprawniałby do więcej niż 10% głosów na WZA, można założyć, iż przedmiotem Wezwania są akcje będące w posiadaniu akcjonariuszy mniejszościowych, które nawet łącznie, nie uprawniają do sprawowania kontroli nad Spółką.

W związku z powyższym, niniejsza Opinia odzwierciedla poziom wartości z punktu widzenia mniejszościowych akcjonariuszy Spółki (tj. nie posiadających pakietów akcji umożliwiających sprawowanie kontroli nad Spółką).

Podsumowanie analiz przeprowadzonych przez KPMG

Stosownie do Art. 80 ust. 2 Ustawy o Ofercie, w przypadku analizowania warunków wezwań, historyczne notowania akcji nie stanowią wystarczającej podstawy do oszacowania Wartości Godziwej.

Biorąc pod uwagę fakt, że Spółka prowadzi działalność operacyjną na konkurencyjnym rynku, znajduje się w stabilnej kondycji finansowej, jest możliwe racjonalne oszacowanie jej przyszłych

przepływów pieniężnych oraz istnieją porównywalne do niej publicznie notowane spółki, zastosowano dwa podejścia do oszacowania Wartości Godziwej:

- podejście dochodowe (metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych) oraz
- podejście rynkowe (porównawcze), w oparciu o notowania akcji spółek porównywalnych.

Na potrzeby prowadzonych analiz uwzględniono informacje dostępne w ostatnich opublikowanych przed Datą Wezwania jednostkowych i skonsolidowanych sprawozdaniach finansowych Spółki, tj. niezaudytowanych sprawozdaniach finansowych na dzień 31 marca 2017 roku, jak również wzięto pod uwagę jednostkowe i skonsolidowane sprawozdania zarządcze Spółki sporządzone według stanu na dzień 31 maja 2017 roku za okres 1 stycznia – 31 maja 2017 roku (również niezaudytowane). W oparciu o oświadczenie Zarządu Spółki przyjęto, że w okresie od 31 maja 2017 roku do Daty Opinii nie nastąpiły wydarzenia, które nie zostały uwzględnione przez Zarząd w przekazanych KPMG założeniach dotyczących rozwoju Spółki w kolejnych latach, a które mogłyby mieć istotny wpływ na Wartość Godziwą akcji Spółki.

Ponadto, w ramach przeprowadzonych analiz, wzięto pod uwagę m.in. następujące kwestie:

- Spółka wraz z podmiotami zależnymi i stowarzyszonymi („Grupa”) prowadzi zdywersyfikowaną działalność obejmującą różne sektory gospodarki, przy czym dominującym segmentem działalności pozostaje segment sklejkowy;
- działalność Grupy jest zróżnicowana pod względem poziomu i dynamiki przychodów, osiąganego i spodziewanego rentowności oraz spodziewanych w najbliższym czasie nakładów kapitałowych oraz rotacji poszczególnych składników majątku obrotowego;
- założono kontynuację prowadzonej na Datę Opinii działalności Spółki i Grupy w jej obecnym kształcie, biorąc jednak pod uwagę rozwój poszczególnych segmentów jej działalności.

Dodatkowo, na potrzeby sporządzenia niniejszej Opinii, KPMG:

- przeanalizowało opublikowaną treść dokumentu Wezwania;
- przeanalizowało kurs akcji Spółki w okresie poprzedzającym Wezwanie;
- przeprowadziło rozmowy z przedstawicielami kadry kierowniczej Spółki dotyczące obecnej i dotychczasowej działalności Spółki oraz Grupy, jej kondycji finansowej jak również prognoz jej działalności w przyszłości, w szczególności w zakresie możliwych scenariuszy rozwoju, przyjmując założenie, że otrzymane założenia dotyczące możliwości rozwoju jej poszczególnych segmentów działalności, zostały właściwie opracowane oraz, że pozostają aktualne, we wszystkich istotnych aspektach, na dzień sporządzenia Opinii;
- przeanalizowało historyczne wyniki Spółki oraz Grupy;
- przeanalizowało główne wskaźniki makroekonomiczne i adekwatne informacje dotyczące porównywalnych spółek notowanych dostępne na Datę Wezwania;
- przeanalizowało oczekiwania analityków dotyczących dynamiki wzrostu rynku, na którym działa Spółka oraz Grupa;

- przeprowadziło inne analizy, uwzględniło inne informacje oraz dane rynkowe, które zostały uznane za stosowne na potrzeby wydania niniejszej Opinii.

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 Publicznej, w ramach przekazania własnego stanowiska wobec Wezwania, Zarząd Spółki będzie mógł opublikować kompletną treść niniejszej Opinii – jedynie w wersji ostatecznej.

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 przeprowadzenia Transakcji (np. z punktu widzenia 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 wyłącznie do finansowych warunków Transakcji określonych w Wezwaniu i wskazanych powyżej, nie obejmuje zatem innych niż finansowe aspektów Transakcji.

Niniejsza Opinia odnosi się do powyższych 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 warunkami Wezwania, nie istnieją żadne inne umowy ani porozumienia mające wpływ na warunki finansowe Transakcji.

KPMG przygotowało niniejszą Opinię 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 Grupy 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 publicznie dostępne w źródłach powszechnie 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. Na potrzeby oszacowania Wartości Godziwej akcji Spółki oraz wydania Opinii, KPMG nie przeprowadziło niezależnej wyceny ani oszacowania aktywów lub pasywów Spółki. Na potrzeby wydania niniejszej Opinii, KPMG nie przeprowadziło również badania sprawozdań finansowych Spółki.

KPMG przyjęło założenie, że nie są prowadzone, postępowania dotyczące Spółki lub jej majątku a prawa Spółki do jej majątku są ważne i zbywalne.

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 Cooperative, podmiotem prawa szwajcarskiego, mogą świadczyć inne usługi dla Spółki, Wzywającego, Nabywającego i ich grup kapitałowych, jak również innych akcjonariuszy Spółki (i 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 i nie podejmowało kroków mających na celu określenie poziomu zainteresowania akcjami Spółki przez jakiegokolwiek strony trzecie. KPMG nie wyraża opinii czy jakiegokolwiek 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 nie odnosi się pod żadnym względem do: (i) racjonalności Wezwania, (ii) innych warunków Wezwania lub (iii) racjonalnych przesłanek stojących za odpowiedzią na Wezwanie, bądź jej brakiem.

KPMG nie ponosi odpowiedzialności za jakiegokolwiek działania stron zaangażowanych w Wezwanie i/lub Transakcję.

KPMG nie ponosi odpowiedzialności za zmianę kursu akcji Spółki w wyniku opublikowania niniejszej Opinii.

KPMG nie wyraża opinii na temat możliwego kursu akcji Spółki w przypadku dojścia lub niedojścia Wezwania do skutku.

Niniejsza Opinia została wydana na podstawie informacji, które były nam znane lub udostępnione na dzień wydania niniejszej Opinii, uwzględniając między innymi prognozowaną kondycję finansową Spółki 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.

Wydając niniejszą Opinię KPMG nie posiada wiedzy na temat jakichkolwiek umów pomiędzy akcjonariuszami Spółki, innych niż opisane powyżej, które mogłyby mieć jakikolwiek wpływ na posiadanie kontroli przez danych akcjonariuszy lub ich grup kapitałowych.

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

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

Z poważaniem,



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