

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

Zespół Elektrociepłowni Wrocławskich KOGENERACJA S.A.
ul. Łowiecka 24
50-220 Wrocław

15 lutego 2018

Szanowni Państwo,

Dotyczy: Opinia na temat finansowych warunków wezwania do sprzedaży akcji spółki Zespół Elektrociepłowni Wrocławskich KOGENERACJA S.A. ogłoszonego w dniu 1 lutego 2018 roku

Zgodnie z warunkami umowy z dnia 5 lutego 2018 roku („Umowa”), zawartej pomiędzy Zespołem Elektrociepłowni Wrocławskich KOGENERACJA S.A. („Kogeneracja” 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 1 lutego 2018 roku („Data Wezwania”) przez spółkę PGE Polska Grupa Energetyczna S.A. („PGE” lub „Wzywający”).

Podsumowanie stanu faktycznego dotyczącego Wezwania

W dniu 1 lutego 2018 roku PGE ogłosiła wezwanie do sprzedaży 2.383.999 akcji zwykłych na okaziciela wyemitowanych przez Spółkę, o wartości nominalnej 5,00 PLN każda, będących przedmiotem obrotu na rynku regulowanym Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), z których każda uprawnia do jednego głosu na Walnym Zgromadzeniu Akcjonariuszy Spółki („WZA”).

Na Datę Wezwania Wzywający, wraz z podmiotami zależnymi, posiadał 7.450.001 akcji Spółki uprawniających do 7.450.001 głosów na WZA i stanowiących w przybliżeniu do jednej setnej procenta 50,00% plus jeden głos ogólnej liczby głosów na WZA, w tym w szczególności:

- Wzywający nie posiadał samodzielnie akcji Spółki,
- Spółka PGE Energia Ciepła S.A., będąca podmiotem bezpośrednio zależnym od Wzywającego oraz nabywającym akcje Spółki w ramach Wezwania („Nabywający”), posiadała 2.642.869 akcji Spółki uprawniających do 2.642.869 głosów na WZA i stanowiących 17,74% ogólnej liczby głosów na WZA,

- Spółka Investment III B.V., będąca podmiotem pośrednio zależnym od Wzywającego, posiadała 4.807.132 akcji własnych uprawniających do 4.807.132 głosów na WZA i stanowiących 32,26% ogólnej liczby głosów na WZA.

W wyniku Wezwania Nabywający zamierza nabyć 2.383.999 akcji Spółki, stanowiących w przybliżeniu do jednej setnej procenta 16,00% wszystkich wyemitowanych akcji Spółki, uprawniających do wykonywania 2.383.999 głosów na WZA i stanowiących w przybliżeniu do jednej setnej procenta 16,00% ogólnej liczby głosów na WZA („Transakcja”).

W ramach Transakcji Nabywający zamierza osiągnąć samodzielnie 5.026.868 głosów na WZA i stanowiących 33,74% ogólnej liczby głosów na WZA, co odpowiada 5.026.868 akcji Spółki, stanowiących 33,74% wszystkich wyemitowanych akcji Spółki. W efekcie, Wzywający zamierza osiągnąć stan, w którym Wzywający wraz podmiotami zależnymi tj. Nabywającym i spółką Investment III B.V. w wyniku przeprowadzenia Wezwania, łącznie będą posiadać 9.834.000 akcji Spółki (tj. 66,00% wszystkich wyemitowanych akcji Spółki), uprawniających do wykonywania 9.834.000 głosów na Walnym Zgromadzeniu (tj. 66,00% głosów na Walnym Zgromadzeniu).

Cena, po której Nabywający zamierza nabyć akcje Spółki w ramach Wezwania wynosi 81,80 PLN (słownie: osiemdziesiąt jeden złotych i 80/100) za każdą akcję.

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 81,80 PLN.

Zgodnie z informacjami przedstawionymi w treści Wezwania, w okresie 12 miesięcy, którego zakończenie przypada na Datę Wezwania, zarówno Wzywający jak i żadna z jego spółek zależnych, nie nabywali akcji Spółki, przy czym podmioty, które stały się (bezpośrednio lub pośrednio) zależne od Wzywającego w wyniku nabycia od EDF International SAS oraz EDF Investment II B.V. 99,52% akcji, w przybliżeniu do jednej setnej procenta, w kapitale zakładowym spółki EDF Polska S.A. z siedzibą w Warszawie, obecnie działającej pod nazwą PGE Energia Ciepła S.A., dokonywały transakcji (pośredniego lub bezpośredniego) nabycia akcji Spółki przed datą tego nabycia. Jednakże, podmioty te dokonywały transakcji (pośredniego lub bezpośredniego) nabycia akcji Spółki w momencie, gdy nie były podmiotami zależnymi (pośrednio lub bezpośrednio) od Wzywającego.

Wzywający, w wyniku nabycia od EDF International SAS oraz EDF Investment II B.V. w dniu 13 listopada 2017 roku 99,52% akcji, w przybliżeniu do jednej setnej procenta, w kapitale zakładowym spółki EDF Polska S.A. z siedzibą w Warszawie, obecnie działającej pod nazwą PGE Energia Ciepła S.A., przekroczył pośrednio 33% ogólnej liczby głosów na Walnym Zgromadzeniu, w związku z czym Wezwanie ma charakter następczy.

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: 21 lutego 2018 roku oraz 6 marca 2018 roku („Okres Przyjmowania Zapisów”).

Zgodnie z treścią Wezwania, Nabywający oświadczył, iż nie istnieją żadne warunki prawne, których spełnienie byłoby wymagane w celu nabycia akcji w ramach Wezwania oraz nie są wymagane żadne decyzje właściwych organów w sprawie udzielenia zgody na nabycie akcji Spółki, ani nie są wymagane żadne zawiadomienia o braku zastrzeżeń wobec nabycia akcji Spółki.

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, niepowiązanymi 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, co może powodować, że niektórzy nabywcy są skłonni zapłacić premię za nabycie akcji lub zaoferować dyskonto.

Rozumiemy, że na datę niniejszej Opinii („Data Opinii”), Wzywający, łącznie z podmiotami zależnymi, posiadali łącznie 7.450.001 akcji Spółki uprawniających do 7.450.001 głosów na WZA i stanowiących w przybliżeniu do jednej setnej procenta 50,00% plus jeden głos 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, 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 30 września 2017 roku, jak również wzięto pod uwagę jednostkowe i skonsolidowane sprawozdania zarządcze Spółki sporządzone według stanu na dzień 31 grudnia 2017 roku za okres 1 stycznia – 31 grudnia 2017 roku (również niezaudytowane). W oparciu o oświadczenie Zarządu Spółki przyjęto, że w okresie od 31 grudnia 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.

Dodatkowo, na potrzeby sporządzenia niniejszej Opinii, KPMG:

- przeanalizowało opublikowaną treść dokumentu Wezwania;
- przeanalizowało kurs akcji Spółki na GPW w okresie poprzedzającym Wezwanie;
- przeanalizowało wolumen obrotu akcjami Spółki na GPW, który w okresie 12 miesięcy poprzedzających Datę Wezwania wyniósł łącznie ok. 330 tys. sztuk w całym powyższym okresie (tj. średnio poniżej 1,4 tys. sztuk dziennie), co stanowi ok. 2,2% wszystkich wyemitowanych akcji Spółki;
- przeprowadziło rozmowy z przedstawicielami kadry kierowniczej Spółki dotyczące obecnej i dotychczasowej działalności Spółki i jej grupy kapitałowej („Grupa”), jej kondycji finansowej jak również założeń dotyczących możliwości działalności Grupy w przyszłości;
- przeanalizowało historyczne wyniki Spółki;
- przeanalizowało główne wskaźniki makroekonomiczne i adekwatne informacje dotyczące porównywalnych spółek publicznych dostępne na Datę Wezwania;
- przeanalizowało oczekiwania analityków dotyczące rynku, na którym działa Spółka oraz postrzegania kluczowych czynników ryzyka sektora;

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

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

- możliwe scenariusze dotyczące funkcjonowania Grupy w kolejnych latach, w tym w kontekście rozliczenia kontraktów długoterminowych sprzedaży mocy i energii elektrycznej („KDT”), korzyści ekonomicznych z generowania tzw. żółtych certyfikatów oraz możliwości i warunków wykorzystywania przez Spółkę i jej podmioty zależne paliw kopalnych w kontekście aktualnych trendów cenowych, otoczenia regulacyjnego oraz warunków posiadanych na Datę Opinii umów na ich dostawę;
- oczekiwany przez Zarząd Spółki okres działalności poszczególnych zakładów;
- potrzeby inwestycyjne w kontekście prowadzenia dalszej działalności;
- założenie kontynuacji prowadzonej, na Datę Opinii, działalności Spółki, przy uwzględnieniu uwarunkowań sektorowych oraz specyficznych dla Spółki.

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 jej 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, które mogłyby mieć jakikolwiek wpływ na posiadanie kontroli przez dany akcjonariuszy lub ich grupy kapitałowe.

Opinia

Biorąc pod uwagę wskazane w niniejszej Opinii okoliczności Transakcji, zastrzeżenia i ograniczenia oraz przeprowadzone przez KPMG analizy, proponowana w Wezwaniu cena nabycia akcji Kogeneracji w wysokości 81,80 PLN mieści się w przedziale Wartości Godziwej 100% akcji Kogeneracji (w przeliczeniu na jedną akcję Spółki), oszacowanym przez KPMG na dzień wydania niniejszej Opinii, z punktu widzenia mniejszościowych akcjonariuszy Spółki.

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 Regulski
Dyrektor
Grupa Deal Advisory
Pełnomocnik
KPMG Advisory
Spółka z ograniczoną
odpowiedzialnością sp.k.