

Warszawa, 28 stycznia 2020 roku

Zarząd
Energia S.A.
Al. Grunwaldzka 472
80-309 Gdańsk
Polska

Dotyczy: Opinia na temat finansowych warunków wezwania do sprzedaży akcji Energia S.A. ogłoszonego w dniu 5 grudnia 2019 roku ("Wezwanie")

Szanowni Państwo,

Zgodnie z warunkami umowy zawartej pomiędzy Energia S.A. („Energia” lub „Spółka”) i Deloitte Advisory sp. z o.o. sp.k. („Deloitte”), Deloitte został poproszony przez Spółkę o sporządzenie opinii („Fairness Opinion”, „Opinia”) na temat tego, czy cena zaproponowana przez Polski Koncern Naftowy ORLEN S.A., z siedzibą w Płocku („PKN ORLEN” lub „Wzywający”) w wezwaniu na akcje Spółki („Wezwanie”) odpowiada wartości godziwej („Wartość Godziwa”) akcji Energia („Transakcja”). W dalszej części dokumentu, Spółka i Wzywający wspólnie określani są jako „Strony”.

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, niepowiązanymi ze sobą stronami”*.

Należy być świadomym faktu, iż rzeczywista cena zaoferowana lub uzyskana w transakcji sprzedaży lub przyszłe notowania akcji Energia 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 na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych. Wyżej wymienione czynniki nie były przedmiotem naszej analizy. W związku z powyższym, niniejsza Opinia na temat Wartości Godziwej odnosi się do wartości akcji będących przedmiotem Wezwania, potencjału dochodowego Spółki oraz rynkowych stóp zwrotu dla aktywów o profilu ryzyka zbliżonym do Energia.

Niniejsza Opinia odnosi się wyłącznie do ceny oferowanej w Wezwaniu i nie bierze pod uwagę żadnych innych warunków Transakcji.

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

Warunki finansowe Wezwania

W dniu 5 grudnia 2019 r. („Data Wezwania”) PKN ORLEN ogłosił wezwanie do sprzedaży wszystkich akcji spółki Energa, tj. 414.067.114 (czterysta czternaście milionów sześćdziesiąt siedem tysięcy sto czternaście), które uprawniają łącznie do wykonywania 558.995.114 (pięćset pięćdziesiąt osiem milionów dziewięćset dziewięćdziesiąt pięć tysięcy sto czternaście) głosów na WZA, stanowiących 100% (sto procent) ogólnej liczby głosów na WZA oraz reprezentujących 100% (sto procent) kapitału zakładowego Spółki.

Wzywający, jako podmiot nabywający akcje, zobowiązuje się nabyć akcje objęte zapisami pod warunkiem, że zapisami w Wezwaniu zostanie objęta liczba akcji uprawniających do wykonywania co najmniej 66% ogólnej liczby głosów. Wzywający, jako podmiot nabywający Akcje, zastrzega sobie prawo podjęcia decyzji o nabyciu Akcji objętych zapisami w ramach Wezwania pomimo nieziszczenia się powyższego warunku. Okres subskrypcji rozpoczyna się 31 stycznia 2020 r. i kończy 9 kwietnia 2020 r.

Cena za akcję ogłoszona w Wezwaniu przez PKN ORLEN wynosi 7,00 PLN (słownie: siedem złotych) za każdą akcję („Cena w Wezwaniu”).

Cena ta według treści Wezwania nie jest niższa niż cena minimalna określona zgodnie z przepisami prawa oraz spełnia kryteria wskazane w art. 79 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 w okresie sześciu (6) miesięcy poprzedzających Datę Wezwania, podczas których akcje Spółki były przedmiotem obrotu na rynku głównym WGPW, wynosi 6,92 PLN (sześć złotych, 92/100 groszy);
- Średnia arytmetyczna ze średnich dziennych cen ważonych wolumenem obrotu w okresie trzech (3) miesięcy poprzedzających Datę Wezwania, podczas których akcje Spółki były przedmiotem obrotu na rynku głównym WGPW, wynosi 6,51 PLN (trzy złote, 51/100 groszy);
- W ciągu 12 (dwunastu) miesięcy poprzedzających Datę Wezwania ani Wzywający, ani jego podmioty zależne, nie nabyły akcji Spółki. Wzywający nie jest, i w okresie 12 (dwunastu) miesięcy poprzedzających Datę Wezwania nie był, stroną umów, o których mowa w art. 87 ust. 1 pkt 5 Ustawy o ofercie publicznej.

Źródła informacji oraz podsumowanie analiz przeprowadzonych przez Deloitte

Sporządzając Opinię polegałismy na ograniczonych danych i analizach (opisanych poniżej), przyjmując kryteria i metodologię uwzględniające zakres i specyfikę zlecenia.

Nasza analiza objęła Energa wraz ze spółkami zależnymi operującymi w ramach segmentów biznesowych: Linia Biznesowa Wytwarzanie, Linia Biznesowa Dystrybucja, Linia Biznesowa Sprzedaż i Pozostałe (łącznie określane jako „Grupa Energa” i spółki zależne zwane „Spółkami zależnymi”).

Opinię sporządziliśmy wyłącznie na podstawie informacji i dokumentów udostępnionych przez Spółkę oraz danych i informacji publicznie dostępnych (łącznie „Dane”).

Przeprowadzając nasze analizy („Analizy”), wzięliśmy pod uwagę następujące Dane i czynniki:

- przeanalizowaliśmy opublikowaną treść dokumentu Wezwania;

- przeanalizowaliśmy kurs akcji Energa w okresie poprzedzającym ogłoszone Wezwanie;
- dokonaliśmy analizy publicznie dostępnych sprawozdań finansowych i innych informacji finansowych i operacyjnych Energa;
- dokonaliśmy analizy sprawozdań finansowych dla kluczowych Spółek zależnych;
- dokonaliśmy przeglądu wybranych informacji zarządczych i innych danych finansowych i operacyjnych dotyczących działalności Grupy Energa;
- omówiliśmy z przedstawicielami Grupy Energa przeszłą i bieżącą działalność i stan finansowy oraz perspektywy rozwoju Grupy Energa;
- zapoznaliśmy się ze strategią Grupy Energa na lata 2016 – 2025;
- dokonaliśmy przeglądu założeń budżetowych oraz założeń do prognoz długoterminowych przedstawionych przez Zarząd Energa, w tym oczekiwań odnośnie kształtowania się cen energii elektrycznej, energii ciepłej, praw majątkowych oraz głównych paliw i uprawnień do emisji CO₂;
- zapoznaliśmy się z planami inwestycyjnymi Spółek zależnych, dotyczących modernizacji i przyłączania nowych odbiorców w Linii Biznesowej Dystrybucja, modernizacji i dostosowania do standardów emisyjnych Linii Biznesowej Wytwarzanie, oraz obejmujących nowe projekty inwestycyjne;
- dokonaliśmy analizy najważniejszych założeń w zakresie oczekiwań co do przyszłego rozwoju Grupy Energa w poszczególnych segmentach biznesowych („Założenia”) przedstawionych przez Zarząd Energa;
- omówiliśmy z Zarządem Energa aktualny stan realizacji kluczowych projektów inwestycyjnych, w tym budowy elektrowni Ostrołęka C w ramach spółki celowej Elektrownia Ostrołęka Sp. z o.o.;
- na podstawie otrzymanych informacji od Zarządu Energa założyliśmy, że Grupa Energa będzie kontynuowała działalność jako Podatkowa Grupa Kapitałowa w dającej się przewidzieć przyszłości;
- uwzględniliśmy oszacowane przez Zarząd Energa skutki finansowe związane z toczącymi się sporami sądowymi, których stroną są spółki Grupy Energa;
- przeanalizowaliśmy kluczowe umowy o finansowanie, których stroną jest Grupa Energa;
- przeanalizowaliśmy mnożniki rynkowej wyceny dla spółek energetycznych notowanych na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych oraz dla szerszej grupy porównawczej spółek energetycznych notowanych na rynkach europejskich;
- przeprowadziliśmy dodatkowe analizy i wzięliśmy pod uwagę czynniki uznane przez nas za istotne, uwzględniające cel i specyfikę naszych prac;
- dokonaliśmy analizy zakresu Wartości Godziwej akcji Spółki oraz porównaliśmy zaoferowaną w Wezwaniu cenę z oszacowanym przez nas zakresem Wartości Godziwej akcji Energa.

Nasze analizy i konkluzja zaprezentowana w niniejszej Opinii oparte są na informacjach dostarczonych lub udostępnionych przez Spółkę zakładając, bez niezależnej weryfikacji, ich prawdziwość, dokładność i kompletność.

Zakres naszych prac nie obejmował księgowego, finansowego, aktuarialnego, podatkowego, prawnego, komercyjnego, regulacyjnego i administracyjnego badania due diligence, ani oceny technicznej aktywów i zobowiązań Spółki.

Przyjęliśmy, że przedłożone nam założenia odnośnie przyszłych wyników finansowych zostały właściwie opracowane przez Zarząd Spółki na podstawie najlepszych szacunków i oczekiwań Spółki na dzień sporządzania Opinii. W związku z tym, mimo wykonania prac z należytą starannością, fachową wiedzą i niezależnością, nie ponosimy żadnej odpowiedzialności i nie udzielamy żadnej gwarancji za Dane zawarte i/lub odzwierciedlone w Opinii.

Analizy i oceny zawarte w Opinii dotyczą Danych, warunków rynkowych i ekonomicznych istniejących i dostępnych do oceny przez nas do dnia publikacji niniejszego dokumentu. W związku z tym, nie ponosimy żadnej odpowiedzialności związanej z brakiem lub wadami analiz lub wniosków wynikających z upływu czasu od daty wydania Opinii i daty, w której Transakcja może zostać zrealizowana.

Z uwagi na fakt, że Opinia opiera się na Danych, warunkach ekonomicznych i rynkowych, ogólnych i szczegółowych, obecnie istniejących, wszelkie dalsze zmiany, które mogą nastąpić, nie będą nakładać na nas obowiązku aktualizowania, sprawdzania ani potwierdzania treści i wniosków Opinii.

Niniejsza Opinia opiera się na analizach, które są zazwyczaj wykonywane przez doradców finansowych przy przedstawianiu opinii o warunkach transakcji w tego typu zleceniach. Takie oceny są przeprowadzane poprzez stosowanie zwyczajowych, powszechnie przyjętych metod wyceny i mogą różnić się pod pewnymi względami od wyceny przeprowadzanej przez wykwalifikowanych audytorów, aktuariuszy i / lub generalnie wycen opartych o wartość aktywów.

Zostaliśmy zatrudnieni jako doradca finansowy i otrzymamy opłatę za wydanie niniejszej Opinii oraz inne prace związane z Transakcją. Jako Deloitte i spółki stowarzyszone mamy, i prawdopodobnie będziemy mieć w przyszłości, inne relacje biznesowe z Grupą Energa i PKN ORLEN.

Konkluzja

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 Energa ogłoszona w Wezwaniu w wysokości 7,00 PLN za jedną akcję znajduje się w zakresie oszacowanej Wartości Godziwej akcji Spółki.

Zwracamy uwagę, że na perspektywy Grupy Energa wpływ ma szereg czynników gospodarczych i regulacyjnych, które mogą w przyszłości różnić się od tych założonych w naszych analizach, a ta różnica może być znacząca.

Grupa Energa planuje realizację szeregu istotnych w skali Grupy Energa inwestycji, zarówno związanych z jej obecną działalnością (w szczególności w Linii Biznesowej Dystrybucja i Linii Biznesowej Wytwarzanie), jak i z nowymi przedsięwzięciami. W ramach naszych Analiz nie weryfikowaliśmy zasadności i racjonalności założonych programów inwestycyjnych w Grupie Energa.

W przypadku analizy projektu elektrowni Ostrołęka C („Projekt”) oparliśmy się jedynie na udostępnionych przez Spółkę informacjach na temat zaawansowania procesu pozyskania inwestora i finansowania dla tego Projektu. Na moment wydania naszej Opinii istnieje niepewność związana z pozyskaniem dalszych wkładów kapitałowych i w konsekwencji finansowania Projektu. Ze względu na brak uzgodnionej struktury finansowania Projektu, który to scenariusz mógłby być podstawą wyceny, rozważyliśmy dwa scenariusze różniące się stopniem odzyskania wniesionych i planowych do dalszego wniesienia wkładów kapitałowych i pożyczkowych do Projektu. Zwracamy uwagę, że analiza prawna umów i porozumień zawartych przez Energa w związku z Projektem Ostrołęka C nie była przedmiotem naszej pracy, w szczególności nie przeprowadzilibyśmy badania prawnego due diligence, w tym prawnej analizy dokumentów źródłowych. W związku z tym nie wypowiadamy się jakie mogą być

konsekwencje prawne i finansowe dla Energa wynikające ze wspomnianych umów i porozumień i opieramy się na stanie wiedzy na moment wydania naszej Opinii na podstawie ogólnodostępnych informacji oraz rozmów przeprowadzonych z przedstawicielami Energa i przekazanych informacji i dokumentów, w tym opinii prawnych.

Nie otrzymaliśmy pełnych i szczegółowych prognoz finansowych (z wyłączeniem Biznesplanu z ograniczoną i skróconą prognozą finansową) dla inwestycji Grupy Energa w Polską Grupę Górniczą S.A. („PGG”), w związku z tym nasze wnioski mogłyby się różnić gdybyśmy mieli dostęp do szczegółowych prognoz finansowych PGG.

Zwracamy uwagę, że w dniu 10 grudnia 2019 r., w związku z wezwaniem do zapisywania się na 100% akcji Spółki ogłoszonego przez PKN ORLEN, agencja Fitch Ratings poinformowała o umieszczeniu Spółki na liście obserwacyjnej ze wskazaniem negatywnym. Umieszczenie Energa na wskazanej liście Agencja Fitch Ratings uzasadnia m.in. ryzykiem ścisłego powiązania Spółki z grupą kapitałową o niższej ocenie ratingowej (BBB- w stosunku do ratingu Energa na poziomie BBB) w następstwie przejścia oraz ryzyka naruszenia klauzul zmiany kontroli w umowach o finansowanie.

Naszym zdaniem czynnikiem wspierającym dla oceny ryzyka kredytowego będzie, w przypadku nabycia akcji przez PKN ORLEN w wyniku Wezwania, utrzymanie pośrednio istotnej roli Skarbu Państwa w akcjonariacie Energa, jednakże nie można wykluczyć obniżenia ratingu Energa po Transakcji.

Zwracamy uwagę, że w przypadku obniżenia ratingu Grupy Energa do poziomu ratingu PKN ORLEN, pozostanie to rating na poziomie inwestycyjnym, w naszej ocenie akceptowalny dla banków komercyjnych i MIF finansujących Grupę Energa, z których większość finansuje również PKN ORLEN.

Umowy kredytowe zawarte z MIF oraz bankami komercyjnymi, jak również warunki emisji Euroobligacji, zawierają klauzule zmiany kontroli, które mogą być naruszone na skutek Wezwania. W takim przypadku, zmiana kontroli musiałaby zostać zaakceptowana przez MIF i banki komercyjne, lub te linie finansowania musiałyby być zrefinansowane z nowych źródeł.

Ograniczenia i zastrzeżenia

Niniejsza Opinia jest przeznaczona wyłącznie dla Zarządu Spółki Energa i nie może być wykorzystywana w sposób inny niż wynikający z Umowy, bez uprzedniej pisemnej zgody Deloitte. Zgodnie z Umową, 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 i 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 Energa w wyniku publikacji, dystrybucji, kopiowania ani wykorzystywania niniejszej Opinii.

Niniejsza 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.

Niniejsza Opinia została przygotowana wyłącznie na zlecenie Zarządu Spółki i w żadnym przypadku nie stanowi ona rekomendacji odnośnie potencjalnej odpowiedzi akcjonariuszy Spółki na Wezwanie i realizacji Transakcji ani jakiegokolwiek porady inwestycyjnej.

Nasza Opinia opiera się na informacjach dotyczących warunków finansowych, gospodarczych, rynkowych oraz innych danych udostępnionych nam do dnia 27 stycznia 2020 r. Zdarzenia występujące po przytoczonej dacie 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.

W toku Analiz i opracowywania Opinii Deloitte przyjął liczne założenia dotyczące wyników osiąganych przez branżę energetyczną, ogólnych warunków prowadzenia działalności oraz uwarunkowań gospodarczych, a także innych kwestii, z których wiele, (m.in. inflacja, produkt krajowy brutto, regulacje w sektorze energetycznym) pozostaje poza kontrolą Deloitte i stron zaangażowanych w Transakcję. W odniesieniu do danych prognozowanych, chcielibyśmy zaznaczyć, że zazwyczaj będą występować różnice między wynikami prognozowanymi i rzeczywistymi, ponieważ zdarzenia i okoliczności często nie występują zgodnie z oczekiwaniami, a różnice te mogą być istotne.

Deloitte założył, 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 projekcji: (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.

Nasza Opinia nie obejmowała 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 akcji będących w posiadaniu Spółki są ważne i zbywalne, że nie występują: sprzeczność interesów, obciążenia, ani żadne inne kwestie związane ze Spółką i jej akcjami oraz że Spółki zależne są wolne od zastawów, 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 Spółka 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.

Zwracamy również uwagę, że w ramach naszych prac nie analizowaliśmy ani nie wyrażamy żadnej opinii ani żadnej innej formy zapewnienia dotyczącej:

- racjonalności i możliwości osiągnięcia jakichkolwiek przyszłych wyników przez Spółkę;
- strategicznego, handlowego, finansowego, prawnego, regulacyjnego lub jakiegokolwiek innego uzasadnienia przeprowadzenia Transakcji.

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

Z poważaniem,



Tomasz Ochrymowicz

Wiceprezes Zarządu Komplementariusza

Deloitte Advisory sp. z o.o. sp. k.

(dawniej Deloitte sp. z o.o.)