

# Fairness Opinion

w zakresie wartości godziwej akcji spółki OEX  
S.A. sporządzona na zlecenie Zarządu wg stanu  
na dzień 13.07.2021 roku

Poznań, 13.07.2021 r.



Do Zarządu

OEX S.A.

ul. Klimczaka 1

02-797 Warszawa

Szanowni Państwo,

Mamy przyjemność przedstawić dokument zawierający opinię doradców finansowych Grant Thornton o charakterze tzw. *fairness opinion* („Opinia”), odnoszącą się do określenia wartości godziwej akcji spółki OEX S.A. z siedzibą w Warszawie („Spółka”, „Zamawiający” lub „OEX”), która jest przedmiotem ogłoszonego w dniu 11 czerwca 2021 r. przez OEX działającą w porozumieniu z grupą akcjonariuszy (dalej łącznie „Wzywający”) wezwania do zapisywania się na sprzedaż nie więcej niż 17,05% akcji OEX („Wezwanie”), skierowanego do pozostałych akcjonariuszy Spółki, w celu osiągnięcia przez strony tego porozumienia 100% udziału w kapitale zakładowym OEX, w którym to wezwaniu OEX jest jedynym podmiotem nabywającym te akcje jako akcje własne („Nabywający”).

Z poważaniem,

Mariusz Maik



Partner

Corporate Finance

Departament Doradztwa

## Wprowadzenie

Niniejszy dokument został przygotowany zgodnie z warunkami umowy zlecenia zawartej pomiędzy Grant Thornton Frąckowiak Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością Sp. k. z siedzibą w Poznaniu (zwaną dalej „Grant Thornton”), a OEX.

Przedmiot tej umowy obejmuje sporządzenie Opinii w odniesieniu do wartości spółki OEX na potrzeby ustalenia wartości godziwej akcji Spółki w kontekście ceny za akcje Spółki zaproponowanej przez Wzywających w ramach Wezwania.

Wezwanie zostało ogłoszone na podstawie art. 74 ust. 2 i art. 91 ust. 5 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 2020 r., poz. 2080 ze zm.) („Ustawa”) oraz Rozporządzenia Ministra Rozwoju i Finansów z dnia 26 listopada 2020 r. w sprawie wzorów wezwań do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej, szczegółowego sposobu ich ogłaszania oraz warunków nabywania akcji w wyniku tych wezwań (Dz. U. z 2020 r., poz. 2114) („Rozporządzenie”).

Wartością godziwą, zgodnie z art. 28 ust. 6 ustawy z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości (Dz. U. z 2021 r., poz. 217 ze zm.), jest kwota za jaką na warunkach rynkowych składnik aktywów mógłby zostać wymieniony pomiędzy niepowiązаныmi i dobrze poinformowanymi stronami. Na potrzeby stworzenia niniejszego dokumentu poziom wartości godziwej został zweryfikowany przy wykorzystaniu wyceny metodą dochodową – zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz metodą porównawczą na podstawie danych o podmiotach podobnych notowanych na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych oraz giełdach zagranicznych.

Opinia dotyczy wyłącznie adekwatności ceny wyznaczonej na potrzeby transakcji, natomiast doradca nie wypowiada się na temat sensu strategicznego transakcji.

Opinia zawiera niezależną ocenę ekspercką, sporządzoną zgodnie z najlepszą wiedzą i doświadczeniem zawodowym Grant Thornton, nie jest natomiast stwierdzeniem faktów.

Zastosowane przez Grant Thornton procedury wyceny nie oznaczają, że w ramach niniejszego projektu przeprowadzone zostało badanie sprawozdania finansowego ani jego przegląd lub inna usługa atestacyjna w odniesieniu do kwestii stanowiących przedmiot Opinii w rozumieniu obowiązujących w Polsce standardów zawodowych.

Grant Thornton nie ponosi odpowiedzialności za efekty wykorzystania niniejszego dokumentu (w części lub całości) przez osoby niebędące jego adresatem oraz nie ponosi odpowiedzialności za skutki jakichkolwiek decyzji podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszym dokumencie.

## Cel

Niniejsza Opinia została sporządzona z uwagi na planowaną transakcję kupna przez OEX akcji własnych w ramach Wezwania. Liczba akcji Spółki, jaką Nabywający zamierza samodzielnie osiągnąć w wyniku Wezwania wynosi 1.525.966 akcji zwykłych na okaziciela, reprezentujących 1.525.966 głosów na WZA, które stanowią 17,05% ogólnej liczby głosów na WZA, z zastrzeżeniem że Spółka nie będzie wykonywać prawa głosu z tych akcji jako akcji własnych.

W wyniku ogłoszonego Wezwania nastąpi nabycie akcji własnych Spółki w celu ich umorzenia, co stanowi element realizacji porozumienia z dnia 11 czerwca 2021 r., którego stronami są Spółka i jej 13 akcjonariuszy, mającego na celu doprowadzenie do wycofania akcji OEX z obrotu na rynku regulowanym GPW („Porozumienie”). Akcjonariusze będący stronami Porozumienia na datę Wezwania posiadają łącznie 6.042.966 akcji Spółki (w tym zarówno akcje zwykłe na okaziciela, jak i akcje imienne uprzywilejowane co do głosu w stosunku dwa głosy na akcję) uprawniających do 7.424.278 głosów na WZA, tj. 82,95% ogólnej liczby głosów na WZA.

**Cena po której OEX zamierza nabyć akcje własne spółki w ramach Wezwania wynosi 21,50 PLN (słownie: dwadzieścia jeden złotych pięćdziesiąt groszy), za każdą akcję Spółki.**

Zgodnie z treścią wezwania, cena przekracza ceny minimalne określone w ustawie o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz spółkach publicznych (Ustawa):

- Cenę średnią za ostatnie 6 miesięcy notowań do dnia Wezwania – wynoszącą 18,73 PLN (słownie: osiemnaście złotych siedemdziesiąt trzy grosze) oraz,
- Cenę średnią za ostatnie 3 miesiące notowań – 19,15 PLN (słownie: dziewiętnaście złotych piętnaście groszy).

Obie ceny minimalne zostały uzgodnione zgodnie z art. 79 ust. 7 Ustawy.

W okresie 12 (dwunastu) miesięcy poprzedzających ogłoszenie Wezwania, żaden z Wzywających, podmioty wobec nich dominujące lub od nich zależne, bądź będące stronami porozumień, o której mowa w art. 87 ust. 1 pkt 5 Ustawy, nie nabywały akcji Spółki po cenie wyższej niż cena akcji zaoferowana w Wezwaniu, ani też nie wydawały rzeczy lub praw w zamian za akcje Spółki o wartości wyższej niż cena akcji w Wezwaniu.

## Podstawowe założenia

W związku z koniecznością oszacowania wartości godziwej OEX wykorzystano metodę dochodową zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz metodę porównawczą na podstawie podmiotów podobnych notowanych na GPW w Warszawie oraz giełdach zagranicznych. Wyceny powyższymi metodami zostały sporządzone według stanu na dzień 13.07.2021 r. (dalej również Dzień Wyceny) w oparciu o najbardziej aktualne dostępne publicznie dane finansowe, tj. 31.03.2021 r. Zastosowane metody zdaniem Grant Thornton są najlepszym odzwierciedleniem wartości godziwej Spółki.

Przyjęto, że wartość godziwa akcji, zdefiniowana w ustawie niekoniecznie stanowi cenę, jaka może w rzeczywistości zostać osiągnięta w transakcji sprzedaży akcji pomiędzy konkretnymi sprzedającymi a nabywcami. W transakcyjnej rzeczywistości, każdy z potencjalnych nabywców i sprzedawców akcji znajduje się często w różnej pozycji negocjacyjnej. W wielu przypadkach potencjalni nabywcy skłonni są do zapłacenia dodatkowej premii za nabycie akcji, jeżeli spodziewają się dodatkowych korzyści w związku z wykonaniem transakcji. Alternatywnie w niektórych sytuacjach, nabywający może oczekiwać pewnego dyskonta z tytułu nabycia akcji. Wartość godziwa nie uwzględnia ewentualnych synergii, które mogą powstać w wyniku możliwego przejścia kontroli nad Spółką jako rezultatu wykonania Porozumienia.

Spółka OEX S.A. notowana jest na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie od końca 2005 roku, w związku z czym dokonano analizy historycznego kursu akcji w okresie poprzedzającym wezwaniu. Na podstawie analizy stwierdzono:

- W okresie ostatnich sześciu miesięcy przed dniem wezwania kurs akcji Spółki szacowany na podstawie średniej ceny w trakcie sesji, zawierał się w przedziale pomiędzy 15,00 a 21,20 PLN ze średnią na poziomie 18,73 PLN. Oferowana w wezwaniu cena, uwzględnia więc 14,79% premii dla akcjonariuszy.
- W tym samym okresie, średni dzienny obrót akcjami (wolumen) OEX S.A., wyniósł około 0,04% liczby wszystkich akcji.
- W latach 2018, 2019, 2020 średni kurs w ciągu roku (szacowany na bazie średniej ceny w trakcie sesji) wyniósł odpowiednio 17,79, 17,66, 16,07 PLN na akcję. Oznacza to, że cena oferowana w Wezwaniu jest wyższa o 20,87% - 33,77% od średnich notowań obserwowanych w latach poprzednich.
- Średni kurs w ostatnich 3 pełnych latach kalendarzowych wyniósł 17,09 PLN za akcję, przyjmując w tym okresie wartości z przedziału 13,41 – 19,93 PLN.

Zgodnie z art. 80 ust. 2 Ustawy, stanowisko zarządu spółki odnośnie stwierdzenia czy zdaniem zarządu, proponowana w wezwaniu cena odpowiada wartości godziwej spółki, nie powinno opierać się wyłącznie na bazie analizy dotychczasowych notowań podmiotu.

W związku z powyższym, na potrzeby stworzenia niniejszego dokumentu poziom wartości godziwej został zweryfikowany przy wykorzystaniu wyceny metodą porównawczą na podstawie danych o podmiotach o podobnym profilu działalności notowanych na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych oraz giełdach zagranicznych, jak również metody dochodowej – zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF).

Metody dochodowe określają zdolność firmy do generowania dochodów (korzyści i zysków) wynikających z połączenia umiejętności menedżerskich, wykorzystania dostępnych zasobów będących własnością firmy oraz innych dostępnych zasobów. W metodach porównawczych zakłada się, że jeśli zakres działalności dwóch spółek jest do siebie zbliżony, to generowane przez nie przepływy pieniężne będą zależały od tych samych czynników, czyli będą silnie skorelowane ze sobą.

Przygotowując wycenę metodą dochodową, opierano się na założeniach, projekcjach finansowych oraz innych informacjach i wyjaśnieniach, które uzyskano od Spółki. Grant Thornton przeprowadził wycenę opierając się na założeniu, że otrzymane informacje są prawidłowe, rzetelne i zostały przekazane zgodnie z najlepszą wiedzą Zamawiającego. Grant Thornton nie ponosi odpowiedzialności za ich prawidłowość i rzetelność. Z tym zastrzeżeniem stwierdzamy, że analizy przeprowadzone przez Grant Thornton na potrzeby przygotowania niniejszej Fairness Opinion nie wykazały żadnych istotnych niespójności otrzymanych informacji. Wycena opracowana została według stanu wiedzy na dzień 13.07.2021 r. w oparciu o dane finansowe Spółki z dnia 31.03.2021 roku (najnowsze dostępne na rynku). Okres projekcji objął okres od 1 kwietnia 2021 roku do 31 grudnia 2026 roku.

Zgodnie z przyjętymi założeniami:

1. polegano na rzetelności i kompletności informacji finansowych i innych informacji, które uzyskano od Spółki i które były podstawą sporządzenia projekcji finansowych,
2. przyjęto, że założenia dotyczące projekcji finansowych na lata 2021 – 2026 przekazane przez Spółkę, zostały rzetelnie przygotowane przez Zarząd na podstawie jak najlepszej wiedzy dotyczącej szacunkowych wyników finansowych OEX,
3. nie dokonano wyceny majątkowej składników majątku trwałego, w tym rzeczowych składników majątku trwałego ani wyceny wartości aktywów nieoperacyjnych.

Na potrzeby prac zastosowano także wycenę metodą porównawczą – na bazie spółek porównywalnych, notowanych na rynku GPW oraz giełdach zagranicznych. Jako punkt odniesienia uwzględniono zarówno portfel spółek zbliżonych działalnością do spółek operacyjnych wchodzących w skład grupy OEX, jak również benchmark w postaci spółek holdingowych zajmujących się zarządzaniem aktywami o zróżnicowanym profilu działalności. Szerokie spojrzenie na portfel spółek porównywalnych wynika z dotychczasowego sposobu postrzegania Spółki przez rynek, tj. systematycznie niższej wyceny spółki holdingowej OEX w porównaniu do podmiotów zajmujących się operacyjnie działalnością zbliżoną do spółek wchodzących w skład grupy OEX.

Wartość OEX szacowana była w odniesieniu do takich parametrów finansowych jak:

- a) zysk netto,
- b) wartość księgowa,
- c) zysk operacyjny powiększony o amortyzację (EBITDA).

W analizach uwzględniono fakt, że OEX nie posiada 100% udziałów w kontrolowanych przez siebie spółkach zależnych Divante S.A. oraz iPOS S.A.

## Przeprowadzone prace

Na potrzeby sporządzenia niniejszego Fairness Opinion przeprowadzone zostały następujące prace:

- Analiza specyfiki oraz uwarunkowań działalności OEX, na podstawie rozmów z Zarządem i przedstawicielami Spółki oraz dostarczonych informacji i dokumentów,
- Analiza finansowych warunków (tj. ceny transakcyjnej) i celu transakcji,
- Weryfikacja możliwych do zastosowania metod wyceny a także dobór wyceny zdyskontowanych przepływów pieniężnych oraz metody porównawczej w celu weryfikacji ceny akcji Spółki w transakcji,
- Analiza historycznych notowań OEX w oparciu o dzienne notowania z okresu trzech i sześciu miesięcy przed ogłoszeniem Wezwania,
- Przegląd publicznie dostępnych rekomendacji sporządzanych przez prywatnych inwestorów oraz domy maklerskie,
- Analiza założeń dotyczących projekcji wyników operacyjnych Spółki na lata 2021 – 2026,
- Analiza danych historycznych oraz zestawienie ich z projekcjami finansowymi Spółki na lata 2021 – 2026,
- Weryfikacja przedstawionych przez Zamawiającego projekcji wyników finansowych, ze szczególnym uwzględnieniem poziomu wiarygodności projekcji na lata 2021 – 2026,
- Dobór podmiotów porównywalnych dopasowanych do postrzegania przedmiotu działalności OEX przez akcjonariuszy,
- Analiza wskaźników dla podmiotów porównywalnych notowanych na giełdach polskich oraz zagranicznych,
- Przeprowadzenie wyceny OEX metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych oraz porównań rynkowych,
- Przeprowadzenie analizy wrażliwości wyceny metodą dochodową OEX na zmiany kluczowych parametrów wyceny w Okresie Projekcji. Analizie poddana została zmiana:
  - Poziomu projekcji wyników finansowych w kolejnych latach dla poszczególnych spółek wchodzących w skład grupy OEX,
  - Dynamiki wzrostu przychodów ze sprzedaży w Okresie Projekcji oraz okresie rezydualnym,
  - Stopy dyskontowej w całym Okresie Projekcji oraz stopy wzrostu w okresie rezydualnym,
  - Wartości spółek zależnych będących we wczesnej fazie rozwoju, które dotychczas nie osiągnęły jeszcze progu rentowności,
- Uwzględnienie innych informacji, analiz oraz danych ekonomicznych i rynkowych, które zostały uznane przez Grant Thornton za istotne i właściwe z punktu widzenia przygotowywanego dokumentu.

## Podsumowanie

Niniejsze pismo jest przeznaczone do użytku Zarządu Spółki. Spółka jest uprawniona do ujawnienia niniejszej Opinii w wykonaniu obowiązku przewidzianego art. 80 ust. 3 Ustawy.

Niniejsza Opinia nie stanowi rekomendacji dla akcjonariuszy Spółki w odniesieniu do decyzji inwestycyjnych związanych z Wezwaniem, w szczególności w odniesieniu do składania lub odstąpienia od składania zapisów do sprzedaży akcji Spółki w Wezwaniu.

Mając na względzie powyższe podstawy, założenia i zastrzeżenia, jak również uwzględniając przeprowadzone przez Grant Thornton analizy oraz inne kwestie uznane za istotne na dzień sporządzenia niniejszego pisma, wyrażamy Opinię, iż cena akcji zaproponowana akcjonariuszom OEX przez Wzywających w wysokości 21,50 PLN oscyluje w dolnych granicach przedziału wartości godziwej akcji Spółki będących przedmiotem Wezwania. Wynika to ze sposobu postrzegania Spółki przez inwestorów rynkowych na przestrzeni kilkunastu ostatnich miesięcy co pokazuje, że jej potencjał dochodowy nie jest kluczowy z perspektywy analizy wartości godziwej. Tym samym rynek ocenia, że ryzyko prowadzenia działalności operacyjnej OEX na przewidywalnym poziomie jest znaczne.

Mariusz Maik



Partner

Corporate Finance

Departament Doradztwa

Tomasz Mleczak



Senior Menedżer

Corporate Finance

Departament Doradztwa

Poznań, 13.07.2021 r.