



Warszawa, dnia 20 września 2018 r.

Do:

Zarząd

PROTEKTOR Spółka Akcyjna

ul. Vetterów 24 A-B

20 - 277 Lublin

**Dotyczy: Opinia na temat finansowych warunków wezwania do sprzedaży akcji Protektor S.A. ogłoszonego w dniu 6 września 2018 r.**

Szanowny Panie Prezesie,

Zgodnie z warunkami umowy zawartej pomiędzy Protektor S.A. („**Protektor**”, „**Spółka**”, „**Grupa**”) i Antares Corporate Finance Sp. z o.o. („**Doradca**”, „**Antares**”), Antares został poproszony przez Protektor o sporządzenie opinii („**Opinia**”) na temat: czy cena zaproponowana przez Luma Holding Limited („**Wzywający**”, „**Podmiot Nabywający**”) w wezwaniu na akcje Spółki z dnia 6 września 2018 r. („**Wezwanie**”) odpowiada wartości godziwej („**Wartość Godziwa**”) akcji Protektor S.A.

Dla potrzeb niniejszej Opinii przyjęto 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 zobowiązania uregulowane na warunkach transakcji rynkowej, pomiędzy zainteresowanymi i dobrze poinformowanymi, niepowiązаныmi ze sobą stronami”.

Należy mieć na uwadze, że rzeczywista cena oferowana lub uzyskana w transakcji kupna / sprzedaży akcji lub przyszłe notowania akcji Spółki mogą się różnić od oszacowanej wartości godziwej. Powodem tej różnicy mogą być między innymi: struktura transakcji, umiejętności negocjacyjne każdej ze stron transakcji, czy też czynniki specyficzne, jak np. korzyści płynące z transakcji, ocena ryzyk transakcji, czynniki strategiczne lub inne specyficzne dla danego podmiotu nabywającego, płynność akcji czy koniunktura na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.

Ocena wpływu czynników specyficznych dla danego nabywcy na cenę akcji jest wysoce indywidualna ze względu na brak informacji na temat planów Wzywającego wobec kupowanych aktywów. Nawet jeśli kwantyfikacja czynników specyficznych dla danego nabywcy byłaby możliwa, istnieje znaczna niepewność co do wysokości uwzględnionych w cenie przez nabywcę premii lub dyskont w stosunku do wartości godziwej z tytułu czynników specyficznych. W związku z tym niniejsza Opinia dotycząca Wartości Godziwej

[www.antares.biz.pl](http://www.antares.biz.pl)

Antares Corporate Finance Sp. z o.o.

Siedziba: ul. Gen. Andersa 37/60, 00-159 Warszawa

Tel/fax: +48 22 636 67 23

Email: [office@antares.biz.pl](mailto:office@antares.biz.pl)

Sąd Rejonowy Dla M.St. Warszawy, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego

nr KRS: 0000049591

• Kapitał założycielski 50 000 zł

• NIP: 526-25-75-64





odnosi się do wartości posiadanego przez Protektor majątku, jego potencjału dochodowego oraz rynkowych stóp zwrotu dla aktywów o profilu ryzyka zbliżonym do Spółki.

Poniżej zaprezentowaliśmy nasze rozumienie warunków finansowych ogłoszonego Wezwania, podsumowanie przeprowadzonych przez Doradcę analiz, ograniczeń i zastrzeżeń oraz wnioski.

### Warunki finansowe Wezwania

W dniu 6 września 2018 r. Luma Holding Limited ogłosiła wezwanie do sprzedaży 6.296.150 (sześć milionów dwieście dziewięćdziesiąt sześć tysięcy sto pięćdziesiąt) zdematerializowanych akcji zwykłych Spółki na okaziciela, stanowiących 33,10% kapitału zakładowego Spółki i odpowiadających 6.296.150 (sześć milionów dwieście dziewięćdziesiąt sześć tysięcy sto pięćdziesiąt) głosom na Walnym Zgromadzeniu Spółki, uprawniających do 33,10% ogólnej liczby głosów w Spółce („**Transakcja**”).

Cena za akcję ogłoszona w Wezwaniu przez Wzywającego wynosi 4,20 zł (cztery złote i dwadzieścia groszy złotych) za jedną akcję Spółki. Zgodnie z treścią Wezwania:

„Cena Wezwania wskazana w pkt 9 spełnia kryteria określone w art. 79 Ustawy.

Cena Wezwania nie jest niższa niż średnia cena rynkowa Akcji Spółki z okresu 6 miesięcy poprzedzających ogłoszenie Wezwania, w czasie których dokonywany był obrót tymi akcjami na rynku regulowanym GPW.

Średnia cena rynkowa (rozumiana jako cena będąca średnią arytmetyczną ze średnich dziennych cen ważonych wolumenem obrotu) akcji Spółki z okresu 6 miesięcy poprzedzających ogłoszenie Wezwania, w czasie których dokonywany był obrót tymi akcjami na rynku regulowanym GPW, zaokrąglona w górę do pełnych groszy, wynosi 3,64 zł (słownie: trzy złote, sześćdziesiąt cztery grosze).

Cena Wezwania nie jest również niższa od najwyższej ceny, jaką Wzywający lub podmioty od niego zależne lub wobec niego dominujące lub podmioty będące stronami zawartego z nim porozumienia, o którym mowa w art. 87 ust. 1 pkt 5 Ustawy, zapłaciły w okresie 12 miesięcy przed ogłoszeniem Wezwania za Akcje Spółki.

W okresie 12 miesięcy przed ogłoszeniem Wezwania, Wzywający lub podmioty od niego zależne lub wobec niego dominujące lub podmioty będące stronami zawartego z nim porozumienia, o którym mowa w art. 87 ust. 1 pkt 5 Ustawy, nabywały akcje Spółki po najwyższej cenie wynoszącej 4,20 zł (słownie: cztery złote, dwadzieścia groszy) za jedną akcję.

W okresie 12 miesięcy przed ogłoszeniem Wezwania, Wzywający lub podmioty od niego zależne lub wobec niego dominujące lub podmioty będące stronami zawartego z nim porozumienia, o którym mowa w art. 87 ust. 1 pkt 5 Ustawy, nie nabywały Akcji Spółki w zamian za świadczenia niepieniężne.”

Niniejsza opinia odnosi się jedynie do ceny zaoferowanej w Wezwaniu i nie dotyczy jakichkolwiek innych warunków Wezwania oraz zakłada, że nie istnieją jakiegokolwiek umowy ani porozumienia, mające wpływ na cenę zaproponowaną w Wezwaniu.





## Podsumowanie analiz przeprowadzonych przez Antares

Na potrzeby wydania niniejszej Opinii Antares przeprowadził:

- analizę treści Wezwania;
- analizę kursu akcji Protektor w okresie poprzedzającym ogłoszenie Wezwania;
- analizę publicznie dostępnych sprawozdań finansowych Protektor oraz innych informacji finansowych i operacyjnych;
- przegląd wybranych informacji zarządczych i innych danych operacyjnych i finansowych dotyczących Grupy;
- omówienie z reprezentacją Protektor bieżącą i przyszłą działalność, stan finansów, perspektywy i strategię rozwoju
- przegląd założeń prognoz finansowych przedstawionych przez Zarząd Spółki
- analizę założeń w zakresie oczekiwań co do przyszłego rozwoju Protektor przedstawionych przez Zarząd Spółki („Założenia”)
- analizę przedziału Wartości Godziwej akcji Protektor oraz porównanie zaoferowanej w wezwaniu ceny z oszacowanym przez Antares zakresem Wartości Godziwej akcji Spółki,
- analizy i rozważania czynników uznanych za istotne biorąc pod uwagę cel analiz.

Analizie podlegały informacje i dane dostarczone lub udostępnione przez Protektor bez niezależnej weryfikacji ich poprawności, dokładności oraz kompletności.

Przyjęliśmy, iż Założenia zostały opracowane przez Zarząd Spółki w sposób właściwy w oparciu o najlepsze szacunki i oczekiwania Protektor na dzień sporządzenia Opinii.

Oszacowanie Wartości Godziwej przygotowaliśmy w oparciu o skonsolidowane sprawozdania finansowe Grupy Protektor, w tym prognozę sytuacji finansowej Grupy sporządzoną i zaakceptowaną przez Zarząd Protektor. W prognozie nie zostały ujęte przyszłe zamierzenia inwestycyjne w zakresie transakcji kapitałowych, z uwagi na niepewność co do ich realizacji. W związku z powyższym nie zostały również uwzględnione w wycenie przepływy generowane w kolejnych latach z tytułu wdrożenia produktów opartych o nowe technologie.

Prognozowane przepływy pieniężne Protektor są uzależnione od szeregu czynników rynkowych, regulacyjnych, jak również innych, zależnych i niezależnych od Spółki, które mogą kształtować się w przyszłości inaczej niż przyjęto w Założeniach.

## Wnioski

Na podstawie naszego rozumienia warunków Wezwania i wykonanych analiz oraz z zastrzeżeniem wskazanych warunków ograniczeń uważamy, że z finansowego punktu widzenia proponowana przez Wzywającego cena nabycia akcji Protektor S.A. ogłoszona w Wezwaniu w wysokości 4,20 zł za jedną akcją znajduje się poniżej oszacowanego przedziału Wartości Godziwej akcji Protektor S.A.





### 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 jak i w części, używana w żadnym innym celu niż wynikający z Umowy bez uprzedniej pisemnej zgody Antares.

Antares nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione przez strony inne niż Protektor, na skutek publikacji, dystrybucji, kopiowania ani wykorzystania niniejszej Opinii.

Nasze usługi nie stanowiły ani nie mogą być uznawane za rodzaj audytu czy przeglądu sprawozdań finansowych, ani inne procedury dotyczące informacji finansowych, jak również za finansowe, komercyjne, operacyjne, podatkowe czy prawne badanie due dilligence. Usługi te nie stanowiły także usług prawnych, podatkowych i 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 19.06.2018 r. Szacując Wartość Godziwą Protektor uwzględniliśmy informacje dostępne w ostatnich opublikowanych skonsolidowanych sprawozdaniach finansowych na dzień 31 grudnia 2017 r., jak również we wstępnych niezaudytowanych skonsolidowanych sprawozdaniach finansowych na dzień 30 czerwca 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 naszej Opinii.

Protektor oświadczył i zagwarantował Antares, że z wyjątkiem szczególnych przypadków ujawnionych nam na piśmie lub omówionych w opublikowanych sprawozdaniach finansowych, wszelkie informacje dotyczące Spółki i transakcji przekazane nam pośrednio lub bezpośrednio, w formie ustnej lub pisemnej, przez Spółkę i/lub jej przedstawicieli w związku z realizacją naszego zlecenia:

- w odniesieniu do wszelkich historycznych danych finansowych dotyczących Spółki, na dzień sporządzenia były przedstawione w sposób kompletny i rzetelny we wszystkich istotnych aspektach oraz
- w odniesieniu do założeń do Projekcji: przedstawione przez Zarząd dane zostały przygotowane w oparciu o właściwe założenia, a członkowie Zarządu Spółki nie mieli powodów sądzić, że wprowadzają w błąd Antares 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 jakiegokolwiek 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, Antares nie ponosi odpowiedzialności i w związku z takimi kwestiami zakłada, że w przypadkach nieobjętych przekazanymi nam informacjami:

- prawa do składników majątku, nieruchomości czy udziałów stanowiących własność Protektor 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, obciążeń i roszczeń, pozostają pod kompetentnym i odpowiedzialnym zarządem oraz nie ma ograniczeń prawnych w ich zbyciu
- zachodzi pełna zgodność z ustawodawstwem krajowym i prawodawstwem lokalnym oraz Protektor posiada lub może otrzymać przedłużenie wszystkich wymagalnych licencji, praw, zgód i zezwoleń od samorządu lub władz centralnych, jednostek prywatnych, organów regulacyjnych czy organizacji oraz
- 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 Protektor.

W toku analiz i opracowania Opinii Antares 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 Antares i stron zaangażowanych w transakcję, w tym inflacji, kursów wymiany walut, prognoz cen energii oraz innych praw majątkowych.

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 rekomendacji inwestycyjnej. Nie wyrażamy również opinii na temat możliwego kursu akcji Protektor w wypadku niedościa Wezwania do skutku.

Marcin Lewandowski

ANTARES CORPORATE FINANCE  
Sp. z o.o.

00-159 Warszawa, ul. Gen. Andersa 37/60  
NIP: 526-25-75-649 KRS: 0000049591



Prezes Zarządu

[www.antares.biz.pl](http://www.antares.biz.pl)

Antares Corporate Finance Sp. z o.o.

Siedziba: ul. Gen. Andersa 37/60, 00-159 Warszawa

Tel/fax: +48 22 636 67 23 • Email: [office@antares.biz.pl](mailto:office@antares.biz.pl)

Sąd Rejonowy Dla M.St. Warszawy, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego  
nr KRS: 0000049591 • Kapitał założycielski 50 000 zł • NIP: 526-25-75-64