

## KOMISJA NADZORU FINANSOWEGO

Raport bieżący nr

35

/

2017

Data sporządzenia: 2017-07-27

Skrócona nazwa emitenta

KREDYT INKASO S.A.

Temat

Stanowisko Zarządu Kredyt Inkaso S.A. dotyczące wezwania do zapisywania się na sprzedaż akcji Kredyt Inkaso S.A., ogłoszonego przez Best S.A. z siedzibą w Gdyni.

Podstawa prawna

Art. 80 Ustawy o ofercie - stanowisko zarządu spółki dotyczące wezwania

Treść raportu:

Zarząd KREDYT INKASO z siedzibą w Warszawie („Spółka”, „Emitent”), działając na podstawie art. 80 ust. 1 ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz. U. z 2016 roku, poz. 1639 ze zm.) [„Ustawa o Ofercie”], niniejszym przedstawia swoje stanowisko dotyczące wezwania do zapisywania się na sprzedaż zdematerializowanych akcji zwykłych na okaziciela Spółki, ogłoszonego w dniu 10 lipca 2017 roku przez spółkę BEST S.A. z siedzibą w Gdyni („Wezwanie”, „Akcje”, „Akcja”, „Wzywający”), prezentujące opinię dotyczącą wpływu Wezwania na interes Spółki, w tym zatrudnienie w Spółce, strategicznych planów Wzywającego wobec Spółki i ich prawdopodobnego wpływu na zatrudnienie w Spółce oraz na lokalizację prowadzenia jej działalności.

Zgodnie z treścią Wezwania, zostało ono ogłoszone na podstawie art. 73 ust. 1 Ustawy o Ofercie, a jego przedmiotem jest 4.269.961 Akcji, które reprezentują 33,01% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu Spółki i taki sam udział w kapitale zakładowym Spółki. W wyniku Wezwania Wzywający, jako jedyny podmiot nabywający Akcje w ramach Wezwania, zamierza uzyskać, łącznie z akcjami Spółki posiadanymi przed ogłoszeniem Wezwania, 66% ogólnej liczby Akcji i głosów na walnym zgromadzeniu Spółki, tj. ogółem 8.538.095 Akcji, uprawniających do takiej samej liczby głosów na walnym zgromadzeniu Spółki, co pozwoli Wzywającemu osiągnąć w ten sposób status większościowego (dominującego) akcjonariusza Spółki, tj. posiadającego akcje uprawniające do wykonywania 66% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu Spółki. Jednocześnie, Wzywający zobowiązał się do nabycia Akcji w Wezwaniu jeżeli zapisami w Wezwaniu objęte zostanie co najmniej 3.493.772 Akcji uprawniających do takiej samej liczby głosów, co stanowi 27,01% ogólnej liczby Akcji oraz głosów na walnym zgromadzeniu Spółki, przy czym jednocześnie Wzywający zastrzegł sobie prawo do nabycia Akcji pomimo niespełnienia powyższego warunku.

Akcje będą nabywane w ramach Wezwania w okresie od dnia 1 sierpnia 2017 roku do dnia 14 sierpnia 2017 roku łącznie - po cenie za jedną Akcję wynoszącej 22,00 zł („Cena Akcji w Wezwaniu”).

Podmiotem dominującym wobec Wzywającego jest Pan Krzysztof Borusowski, będący jednocześnie Prezesem Zarządu Wzywającego (posiada akcje Wzywającego stanowiące 84,89% ogólnej liczby głosów).

Na datę ogłoszenia Wezwania Wzywający posiada 4.268.134 akcje reprezentujących 32,99% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu Spółki, natomiast jego podmiot dominujący oraz jego podmioty zależne nie posiadają żadnych akcji Spółki oraz odpowiadających im głosów na walnym zgromadzeniu Spółki. Poza tym, Wzywający ani którykolwiek z jego podmiotów zależnych nie jest w odniesieniu do akcji Spółki stroną żadnego porozumienia, o którym mowa w art. 87 ust. 1 pkt 5 Ustawy o Ofercie.

Wezwanie zostało ogłoszone pod warunkiem uzyskania bezwarunkowej zgody Prezesa Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumentów na dokonanie koncentracji polegającej na przejęciu przez Wzywającego kontroli nad Spółką w wyniku nabycia Akcji w ramach Wezwania, albo upływu terminu w jakim decyzja w tym zakresie powinna zostać wydana; uzyskanie tej zgody oczekiwane jest najpóźniej w ostatnim dniu przyjmowania zapisów w ramach Wezwania, tj. nie później niż w dniu 14 sierpnia 2017 roku, który to termin może zostać przedłużony maksymalnie do dnia 28 listopada 2017 roku. Niezależnie od tego, Wzywający zastrzegł sobie prawo podjęcia decyzji o nabyciu akcji Spółki objętych zapisami w ramach Wezwania pomimo niespełnienia się powyższego warunku prawnego w danym terminie.

## I. Podstawy stanowiska Zarządu Spółki

Niniejsze stanowisko zostało przygotowane w oparciu o analizę następujących informacji i dokumentów:

- 1) treść Wezwania;
- 2) wyceny rynkowe akcji Spółki wynikające z ich notowań giełdowych w okresie 6 miesięcy poprzedzających ogłoszenie Wezwania;
- 3) dostępne publicznie informacje o aktualnych wycenach spółek z segmentu zarządzania wierzycielami;
- 4) dostępne publicznie informacje o transakcjach dotyczących sprzedaży znacznych pakietów akcji Spółki w okresie 12 miesięcy poprzedzających ogłoszenie Wezwania;
- 5) będące w posiadaniu Zarządu Spółki dokumenty finansowe oraz inne informacje i dane dotyczące Spółki, w tym raporty okresowe opublikowane przez Spółkę do daty niniejszego stanowiska;

6) strategia grupy kapitałowej Spółki („Grupa Kapitałowa”) oraz stopień jej realizacji.

## II. Zastrzeżenia

1. Niniejsze stanowisko wyraża pogląd wyłącznie Zarządu Spółki.
2. W związku ze sporządzeniem niniejszego stanowiska Zarząd Spółki nie podejmował działań zmierzających do poszukiwania, gromadzenia lub analizy informacji nie pochodzących od Spółki, z wyjątkiem zapoznania się z informacjami wskazanymi w punkcie I powyżej.
3. Zarząd Spółki nie zlecał sporządzenia podmiotom zewnętrznym wobec Spółki żadnych dodatkowych opracowań, analiz czy opinii w związku z Wezwaniem lub jego treścią, w szczególności nie zasięgał opinii biegłego na temat ceny Akcji proponowanej w Wezwaniu.
4. Z wyłączeniem informacji dotyczących działalności i organizacji Spółki, Zarząd Spółki nie ponosi jakiegokolwiek odpowiedzialności za prawdziwość, rzetelność, kompletność i adekwatność informacji, na podstawie których niniejsze stanowisko zostało sformułowane.
5. Niniejsze stanowisko nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej, ani informacji rekomendującej lub sugerującej strategię inwestycyjną w rozumieniu przepisów Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) NR 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 roku w sprawie nadużyć na rynku oraz uchylającego dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE.
6. Każdy inwestor podejmujący decyzję inwestycyjną w związku z niniejszym stanowiskiem Zarządu powinien dokonać własnej oceny warunków Wezwania oraz ryzyka inwestycyjnego związanego ze zbyciem Akcji w ramach Wezwania na podstawie wszystkich informacji udostępnionych przez Wzywającego i przez Spółkę, mając na względzie również możliwość uzyskania od licencjonowanych, profesjonalnych doradców indywidualnej porady lub rekomendacji w zakresie niezbędnym do podjęcia właściwej decyzji. Decyzja dotycząca sprzedaży Akcji w odpowiedzi na Wezwanie powinna być niezależną decyzją akcjonariusza Spółki, który analizując tę kwestię powinien uwzględnić wszelkie znane mu aspekty sprawy.

## III. Odniesienie się do poszczególnych zagadnień objętych treścią Wezwania

1. Wpływ Wezwania na interes Spółki, w tym na zatrudnienie w Spółce, strategiczne plany Wzywającego wobec Spółki i ich prawdopodobny wpływ na zatrudnienie w Spółce oraz na lokalizację prowadzenia jej działalności.

Zgodnie z treścią Wezwania:

„Zamiarem Wzywającego jest przejęcie kontroli nad Spółką i stworzenie silnej polskiej grupy podmiotów działających na rynku wierzytelności w Europie. Celem jest doprowadzenie do zwiększenia skali działania i udziału w rynku, a w konsekwencji wzmocnienia pozycji na europejskim rynku windykacji należności. Przejęcie kontroli nad Spółką umożliwi optymalizację źródeł pozyskiwania kapitału, wzmocnienie oferty skierowanej do wierzycieli i dłużników (w szczególności dotyczy to wierzytelności pozabankowych) oraz udoskonalenie procesów windykacji, w tym w oparciu o nowoczesne rozwiązania teleinformatyczne. W dłuższej perspektywie Wzywający nie wyklucza połączenia ze Spółką poprzez przeniesienie całego majątku Spółki na Wzywającego jako spółkę przejmującą (łączenie przez przejęcie).

W celu realizacji powyższego Wzywający zamierza zwiększyć w wyniku Wezwania swój udział w Spółce do 66% oraz osiągnąć pozycję dominującą w Spółce, zwiększając swoją reprezentację w Radzie Nadzorczej Spółki, a w konsekwencji w Zarządzie.”.

Wzywający jest podmiotem z branży Spółki, bowiem funkcjonuje podobnie jak Spółka w branży obrotu wierzytelnościami z tytułu usług powszechnych (aktywność gospodarcza Wzywającego jest zbieżna z profilem biznesowym Spółki na terenie Polski m.in. w zakresie obrotu wierzytelnościami masowymi, w tym bankowymi) oraz zarządzania w/w wierzytelnościami.

W opinii Zarządu Spółki, powyższy fragment Wezwania literalnie wyraża intencje Wzywającego korzystnego oddziaływania na swoją działalność, choćby przez w/w optymalizację źródeł pozyskiwania kapitału, wzmocnienie oferty skierowanej do wierzycieli i dłużników (w szczególności dotyczy to wierzytelności pozabankowych) oraz udoskonalenie procesów windykacji, w tym w oparciu o nowoczesne rozwiązania teleinformatyczne. Realizacja tych zamierzeń, a w dalszej perspektywie także zasygnalizowana możliwość przeprowadzenia procesu połączenia Spółki z Wzywającym (poprzez przejęcie Spółki) jest warunkowana uzyskaniem w wyniku Wezwania, przez Wzywającego, statusu akcjonariusza dominującego w Spółce, zdolnego do kształtowania składu jej Rady Nadzorczej oraz Zarządu. Należy bowiem zauważyć, że próg wezwania tj. 66% akcji Spółki nie pozwala jeszcze na samodzielne podjęcie przez Wzywającego decyzji o połączeniu Spółki, bowiem zgodnie ze statutem Spółki decyzja ta wymaga uchwały Walnego Zgromadzenia podjętej większością  $\frac{3}{4}$  (słownie: trzech czwartych) głosów oddanych przy czym akcjonariusze głosujący za powzięciem uchwały o połączeniu z inną spółką muszą reprezentować jednocześnie co najmniej 50% kapitału zakładowego Spółki.

Wzywający nie przedstawił w Wezwaniu konkretnych informacji na temat możliwego wpływu Wezwania na zatrudnienie w Spółce, ani żadnych innych informacji, których treść odnosiłaby się do strategicznych planów Wzywającego wobec Spółki i ich prawdopodobnego wpływu na zatrudnienie w Spółce oraz na lokalizację prowadzonej przez Spółkę działalności. W opinii Zarządu, opierając się na treści Wezwania i zapowiadanych w niej zamierzeniach Wzywającego, jak również uwzględniając branżowy charakter działalności Wzywającego względem Spółki nie pozwala Zarządowi Spółki na jednoznaczną opinię czy Wezwanie oraz ewentualne przejęcie przez Wzwaiacego kontroli nad Spółka wolnie korzvnstnie czv niekorzvnstnie na zatrudnienie w Spółce i lokalizacie

prowadzenia działalności operacyjnej przez Spółkę, zwłaszcza w perspektywie ewentualnego połączenia spółek. W związku z tym, zdaniem Zarządu treść Wezwania i powyższe uwarunkowania nie pozwalają zająć jednoznacznego stanowiska w sprawie Wezwania i uznać, czy może ono wpłynąć negatywnie czy pozytywnie na interes Spółki tak w aspekcie jej bieżącej działalności, jak i lokalizacji tej działalności, realizowanej strategii czy poziomu zatrudnienia.

2. Ocena adekwatności proponowanej w Wezwaniu ceny za Akcję w odniesieniu do wartości godziwej Spółki. W treści Wezwania wskazuje się, że Cena Akcji w Wezwaniu jest zgodna z warunkami wskazanymi w art. 79 ust. 1 i 2 Ustawy o Ofercie, co oznacza, że Cena Akcji w Wezwaniu nie jest niższa: (i) od średniej ceny rynkowej rozumianej jako średnia arytmetyczna z dziennych średnich cen ważonych wolumenem obrotu Akcjami na rynku regulowanym organizowanym przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”) z okresu 6 miesięcy poprzedzających ogłoszenie Wezwania, która to średnia wyniosła 21,98 zł, oraz (ii) od najwyższej ceny, jaką za akcje będące przedmiotem Wezwania Wzywający zapłacił w okresie 12 miesięcy przed ogłoszeniem Wezwania.

Oceniając kwestię adekwatności Ceny za Akcję w Wezwaniu względem wartości godziwej Spółki należy odnosić pojęcie wartości godziwej do Akcji, przyjmując definicję tego pojęcia w rozumieniu obowiązujących przepisów o rachunkowości, zgodnie z którymi 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.

Mając powyższe na uwadze Zarząd Spółki przeprowadził analizy w zakresie oceny Ceny za Akcję w Wezwaniu względem wartości godziwej Spółki obejmujące swoim zakresem:

- Oszacowania wartości Spółki wynikające z zastosowania dostępnych publicznie mnożników transakcyjnych i giełdowych,
- Dostępne publicznie informacje o transakcjach dotyczących sprzedaży znacznych pakietów akcji Spółki w okresie 12 miesięcy poprzedzających ogłoszenie Wezwania,
- Analizy wskaźników charakteryzujących Emitenta na tle wskaźników referencyjnych spółek z branży notowanych na GPW,
- Dokumentację finansową Spółki i wynikającą z niej aktualną wartość księgową przypadającą na jedną akcję Spółki oraz strategię Spółki i poziom jej realizacji, a także najbliższe perspektywy rozwoju.

Przeprowadzone analizy wykazały, że:

- Wskaźniki Spółki wyliczone dla ceny Akcji w Wezwaniu - 22,00 zł – znacznie odbiegają od średniej arytmetycznej wskaźników wyliczonej dla spółek o zbliżonym profilu działalności notowanych na GPW w Warszawie. W przypadku wskaźnika C/WK -(przy cenie 22,00 zł za jedną akcję Spółki) jest on niższy o 60% od średniej arytmetycznej wyliczonej dla wyżej wymienionej grupy spółek. Wskaźniki dla Emitenta liczone są za okres 12 miesięcy kończących się 31 grudnia 2016 roku dla pozostałych spółek na podstawie wyników za ostatnie 12 miesięcy kończące się 31 marca 2017 roku.
- W dniu 6 września 2016 roku spółka WPEF VI Holding V.B.V. z siedzibą w Bossum, Holandia („WPEF”, „Akcjonariusz Bezpośredni”) nabyła, w wyniku wezwania do zapisywania się na sprzedaż akcji Spółki (ogłoszonego 26 lipca 2016 roku), 7.911.380 sztuk akcji Spółki stanowiących 61,16 % ogólnej liczby akcji Spółki i uprawniających do 7.911.380 głosów odpowiadających 61,16% ogólnej liczbie głosów na walnym zgromadzeniu Spółki za cenę 25,00 złotych za jedną akcję. Cena Akcji w Wezwaniu jest o ponad 13% niższa niż cena zapłacona przez WPEF w okresie 12 miesięcy poprzedzających ogłoszenie Wezwania.
- Oszacowania wartości Spółki wynikające z zastosowania dostępnych publicznie mnożników transakcyjnych i giełdowych nie mogą być w bezpośredni sposób zastosowane do Emitenta z uwagi na brak porównywalności podstawowych wyników EBIT i EBITDA pomiędzy spółkami w branży (z uwagi na stosowanie odmiennych zasad rachunkowości).
- Oszacowania wynikające z publicznie dostępnych mnożników nie mogą być zastosowane również z uwagi na obecne uwarunkowania, w jakich znajduje się Spółka do których należy:
  - a. stopień realizacji celów strategicznych zdefiniowanych w strategii Grupy Kapitałowej,
  - b. rekordowy poziom inwestycji w portfele wierzycielski, który w pierwszym okresie obsługi generuje wzrost kosztów działalności operacyjnej i za którym z opóźnieniem podąża wzrost przychodów,
  - c. nakłady związane z pozyskaniem nowych rynków zagranicznych takich jak rynek chorwacki gdzie nabyto już pierwszy pakiet wierzycielski,
  - d. dynamiczny i kosztochłonny proces usprawniania wewnętrznych procesów biznesowych w Spółce.
- Z uwagi na powyższe uwarunkowania w zakresie ograniczonych możliwości wykorzystania wyników wycen metodami dochodowymi i mnożnikowymi podstawową (oprócz bieżącej wyceny rynkowej) metodą wyceny wartości godziwej jest wycena na podstawie (i) aktualnej wartości księgowej Spółki, (ii) dokonanych transakcji sprzedaży znacznych pakietów akcji Spółki w okresie 12 miesięcy poprzedzających ogłoszenie Wezwania, (iii) poziomu realizacji celów strategicznych oraz (iv) najbliższych perspektyw rozwoju.
- Według stanu na dzień bilansowy 31 grudnia 2016 roku wartość księgową Spółki przypadająca 1 akcję Spółki wyniosła 20,22 zł.
- W związku z powyższym Cena Akcji w Wezwaniu jest o 8,83 % wyższa od wartości księgowej Spółki przypadającej na jedną akcję Spółki.
- Ponadto, Cena Akcji w Wezwaniu jest o 0,09% wyższa od średniej ceny rynkowej rozumianej jako średnia arytmetyczna z dziennych średnich cen ważonych wolumenem obrotu akcjami Spółki na rynku regulowanym prowadzonym przez GPW z okresu 6 miesięcy poprzedzających ogłoszenie Wezwania (która to średnia, zgodnie z treścią Wezwania, wynosi 21,98 zł).

W związku z powyższym Zarząd Spółki uważa zaproponowaną w Wezwaniu Cenę Akcji, uwzględniając omówioną powyżej obecną sytuację Spółki, za nieodzwoiercedlającą wartości godziwej Spółki.

### 3. Ocena możliwości realizacji celu Wezwania.

Zgodnie z treścią Wezwania, jego celem jest przejęcie kontroli nad Spółką poprzez uzyskanie statusu akcjonariusza dominującego, dysponującego większością głosów na walnym zgromadzeniu Spółki. W opinii Zarządu Spółki, według stanu wiedzy na datę niniejszego stanowiska, wynikającej z informacji otrzymanej od Akcjonariusza Bezpośredniego oraz Waterland Private Equity Investments B.V. („Akcjonariusz Pośredni”) w dniu 26 lipca 2017 roku (o czym Spółka powiadomiła w raporcie bieżącym nr 34/2017 z dnia 27 lipca 2017 roku), cel Wezwania może nie zostać osiągnięty bowiem Akcjonariusz Bezpośredni nie wyraził zamiaru zbycia jakichkolwiek posiadanych przez siebie akcji w odpowiedzi na Wezwanie, opowiadając się za utrzymaniem swojej pozycji dominującej w Spółce.

KREDYT INKASO SPÓŁKA AKCYJNA			
(pełna nazwa emitenta)			
KREDYT INKASO S.A.		Finanse inne (fin)	
(skrótowa nazwa emitenta)		(sektor wg. klasyfikacji GPW w W-wie)	
02-672	Warszawa		
(kod pocztowy)		(miejsowość)	
Domaniewska			39
(ulica)		(numer)	
22 212 57 00		22 212 57 57	
(telefon)		(fax)	
sekretariat@kredytinkaso.pl		www.kredytinkaso.pl	
(e-mail)		(www)	
922-254-40-99		951078572	
(NIP)		(REGON)	

### PODPISY OSÓB REPREZENTUJĄCYCH SPÓŁKĘ

Data	Imię i Nazwisko	Stanowisko/Funkcja	Podpis
2017-07-27	Paweł Szewczyk	Prezes Zarządu	
2017-07-27	Piotr Podlowski	Wiceprezes Zarządu	