

Opinia Rady Porozumienia Akcjonariuszy Spółki Akcyjnej Elektrim w przedmiocie zaproszenia Karswell Ltd. do składania ofert sprzedaży akcji spółki z dnia 22 grudnia 2020 r.

W związku z opublikowaniem w dniu 22 grudnia 2020 r. zaproszenia Karswell Ltd. (spółki kontrolowanej przez Pana Zygmunta Solorza) do składania ofert sprzedaży akcji spółki Elektrim S.A. (dalej „Spółka”) po proponowanej cenie zakupu wynoszącej 18 zł za akcję – poniżej przedstawiamy oficjalną opinię Rady Porozumienia Akcjonariuszy Spółki Akcyjnej Elektrim.

1. W opinii Rady Porozumienia sugerowana cena 18 zł jest rażąco zaniżona. Nieadekwatna, zarówno do wartości rynkowej akcji w oparciu o jej bieżące aktywa wynikające z raportów rocznych, a tym bardziej do wartości godziwej uwzględniającej sprawy sporne, gdzie uważamy, iż doszło do uszczuplenia majątku Spółki (kwoty z ugody / dywidenda PTC / wsteczne przewłaszczenie PAK / pożyczki wewnątrzgrupowe / podniesienie kapitału Pantanamo).

W konsekwencji oferowana cena 18 zł w opinii Rady Porozumienia w żaden sposób nie koresponduje z wartością Spółki, która w minimalnym zakresie jest możliwa do oszacowania przy uwzględnieniu poniżej przedstawionych okoliczności.

2. Jak zostało to potwierdzone w udostępnionej Państwu Opinii eksperckiej prof. SGH dr hab. Tomasza S. Berenta z dnia 2 czerwca 2019 r., odnoszącej się do oceny poprawności wyceny Spółki przedstawionej w raporcie DGA Audyt sp. z o. o., już uproszczona wycena aktywów netto Spółki na podstawie sprawozdania skonsolidowanego wg stanu na dzień 31 grudnia 2018 r. (która mogłaby stanowić jedynie podstawę do bardziej szczegółowych analiz) uzasadnia oszacowanie aktywów netto Grupy Kapitałowej Elektrim S.A. na poziomie 2.075 mln. zł, co przy 83 770 297 akcjach daje kwotę **24,78 zł na** jedną akcję.
3. Do kwoty z uproszczonej wyceny niewątpliwie dodać należy uwolnione z rezerwy środki w związku z pomyślnym dla Spółki zakończeniem postępowania podatkowego w przedmiocie określenia wysokości zobowiązania podatkowego w podatku dochodowym od osób prawnych za 2006 rok w wyniku wyroku NSA z dnia 23 października 2019 r. sygn. akt II FSK 3309/18. Wyrok oznacza bowiem dla Spółki korzystne zakończenie postępowania podatkowego, w wyniku którego Spółka nie będzie zobowiązana do zapłaty kwoty ponad 817 mln. zł tytułem zaległości podatkowych wraz z odsetkami.

Odnosząc powyższą okoliczność do potencjalnej wyceny Spółki – przyjąć należy, iż winna ona skutkować bezpośrednim wzrostem pojedynczej akcji Spółki o około **9,75 zł na** jedną akcję.

4. Wskazać również należy, iż wobec korzystnego rozstrzygnięcia sprawy podatku dochodowego za 2006 r. istnieje wysokie prawdopodobieństwo również korzystnego orzeczenia w sprawie podatku dochodowego za rok 2011 r. Ta sprawa również zmierza ku końcowi. W sprawie zawisłej przed NSA sygn. akt II FSK 1713/18 został już bowiem wyznaczony termin rozprawy na dzień 20 października 2020 r., który to termin został niestety zdjęty z wokandy z uwagi na wprowadzone ograniczenia w funkcjonowaniu NSA na podstawie przepisów przeciwepidemicznych.

Niemniej przyszłe pozytywne rozstrzygnięcie w omawianym zakresie skutkować będzie wygaśnięciem wobec Spółki zobowiązania podatkowego w kwocie z należnymi odsetkami wynoszącej łącznie około 572 mln zł. W takiej sytuacji wpływ wysoce prawdopodobnego korzystnego rozstrzygnięcia na jednostkową cenę akcji Spółki należy określić jako około **6,82 zł na** jedną akcję

5. Dla oceny rynkowej wartości akcji Spółki konieczne jest również uwzględnienie aktualnych wzrostów notowań w spółce Zespół Elektrowni „Pątnów-Adamów-Konin” S.A., w której Grupa Elektrim posiada 65,96 % oraz spółce Cyfrowy Polsat S.A., w której Grupa Elektrim posiada 10,01%.

Porównując aktualne notowania obu w/w spółek względem ostatnich dni grudnia 2018 r. (tj. okresu referencyjnego dla sprawozdań finansowych będących podstawą szacunków prof. Berenta) wskazać należy na wzrost wartości posiadanego przez Spółkę pakietu akcji o łączną kwotę około **7,99 zł** za 1 akcję. (ZE PAK: 9,20 - 7,55 = 1,65; Cyfrowy Polsat: 28,98 - 22,64 = 6,34; 6,34 + 1,65 = 7,99)

6. Uwzględniając kwoty wskazane w punktach poprzedzających – wskazać należy, iż minimalna wartość jednej akcji Spółki to **49,34 zł**. Oczywiście oszacowana w ten sposób wartość nie stanowi wartości godziwej lub rynkowej, czy też kwoty akceptowalnej przez Radę Porozumienia, a została przedstawiona wyłącznie dla wykazania, iż kwota 18 zł za akcję jest kwotą rażąco niską.
7. Abstrahując od minimalnej wartości akcji Spółki możliwej do ustalenia wyłącznie na podstawie ogólnodostępnych i niebudzących większych wątpliwości danych finansowych – nie sposób przy tym pominąć, iż wartość wskazana w zaproszeniu w żaden sposób nie koresponduje z zagadnieniami prowadzonego obecnie z inicjatywy Porozumienia postępowania sądowego w przedmiocie powołania rewidentów ds. szczególnych w zakresie sposobu rozdysponowania środków pieniężnych z ugody w sprawie PTC czy przewłaszczenia akcji ZEPAK S.A. Przypomnieć tymczasem należy, iż sam przychód Spółki z tytułu ugody w sprawie PTC to zgodnie z ustaleniami organów podatkowych kwota 1,45 mld EURO, nigdy nie rozliczona przez Spółkę, a wręcz utajniona.

Cena ofertowa nie uwzględnia również kwestii rzeczywistej rynkowej wartości Portu Praskiego (w tym w szczególności wartości nieruchomości, czy inwestycji w budowie). Ten składnik majątku w składanych sprawozdaniach wydaje się tymczasem niewystarczająco dowartościowany, biorąc pod uwagę nie tylko potencjał rozwojowy tej części biznesu Spółki (do tej pory sprzedanych 20 000 m2 powierzchni mieszkalnej), ale również samą aktualną wycenę gruntów Portu Praskiego oszacowaną na zlecenie PAE przez rzeczoznawcę majątkowego na kwotę 1.353 mld. zł (co daje 16,51 zł na jedną akcję).

Z powyższym zagadnieniem powiązana jest z kolei kwestia powiększenia kapitału zakładowego w zależnej spółce Pantanamo Ltd. Co również jest przedmiotem postępowania o powołanie rewidenta ds. szczególnych, przy czym dotychczas zapadło już w sprawie postanowienie, wciąż jeszcze nieprawomocne, lecz korzystne dla akcjonariuszy mniejszościowych. Podwyższenie kapitału zakładowego w Pantanamo Ltd. jest także przedmiotem postępowania przygotowawczego w sprawie zawiadomienia akcjonariuszy o podejrzeniu popełnienia przestępstwa działania na szkodę Spółki przez jej organy.

8. Odnosząc się natomiast do samej treści zaproszenia - wskazać należy, iż zaproszenie nie zawiera żadnego uzasadnienia zaproponowanej ceny. Brak zatem możliwości weryfikacji, co było podstawą ustalenia ceny w takiej wysokości.

Cena ofertowa wydaje się też rażąco niska, chociażby w kontekście ostatnich wzrostów wartości akcji Cyfrowego Polsatu i ZEPAK S.A., czy możliwości rozwiązania rezerw w kwocie ok. 817 mln. w związku z korzystnym rozstrzygnięciem sprawy podatku za 2006 r.

Dla zobrazowania jak rażąco niska pozostaje zaproponowana przez Karswell Ltd. cena ofertowa przywołać warto okoliczność, iż według notowań giełdowych wg stanu na dzień 23 grudnia 2020 r. sama wartość pakietu akcji Cyfrowego Polsatu należąca pośrednio do Spółki to kwota około 1.856 mln. zł, zaś wartość pakietu akcji ZEPAK S.A. to kwota około 312 mln. zł, co samodzielnie (bez Portu Praskiego, Enelka, środków z ugody PTC itp.) daje kwotę **25,88 zł** za akcję. Przypominam, iż mowa o akcjach spółek giełdowych, czyli płynnych składnikach majątku Spółki. Trzeba przy tym dodać, iż Cyfrowy Polsat S.A. to podmiot osiągający regularne zyski, dzięki któremu w latach 2019 i 2021 Spółka otrzyma prawie 170 mln. dywidendy.

Wątpliwości budzą też okoliczności i termin zaproszenia. Zaproszenie zostało złożone przez Karswell Ltd., tj. spółkę kontrolowaną przez Zygmunta Solorz, po uprzednim podjęciu głosami głównego akcjonariusza Spółki uchwały skreślającej uchwałę o powrocie Spółki na GPW z uwagi na rzekomo nieprzychylnie działania akcjonariuszy mniejszościowych. Nie można zatem wykluczyć, iż termin złożenia oferty nie został wybrany przypadkowo. Uzasadnione wydaje się również przypuszczenie, iż wybór tego terminu złożenia oferty pozostaje w związku z bardzo trudną obecnie sytuacją społeczno-gospodarczą w związku z epidemią SARS-COV-2. W świetle aktualnych uwarunkowań potencjalny nabywca być może liczy na szerszy odzew akcjonariuszy pozostających w trudnej sytuacji finansowej.

9. Mając na uwadze powyższe okoliczności Rada Porozumienia postrzega złożoną ofertę jako nieatrakcyjną. każdemu z Państwa pozostawia indywidualną jej ocenę.

Rozumiemy iż, każdy z akcjonariuszy ma inną sytuację finansową, zatem każdy musi rozważyć argumenty za i przeciw. Jeżeli ktoś w obecnym kryzysie potrzebuje środków do życia i nie może czekać, być może lepiej dla takiej osoby sprzedać akcje po zaniżonej wielokrotnie cenie, aby zrealizować najpilniejsze potrzeby. Zwracamy się z apelem, aby informację o planowanej sprzedaży przekazać Przewodniczącemu Porozumienia, zgodnie z regulaminem PAE, który każdy z nas akceptował przystępując do Porozumienia

Informuję przy tym, iż Porozumienie podejmuje liczne działania celem odwrócenia skutków niekorzystnych dla Spółki działań wyjaśnienia szeregu wątpliwych kwestii. Jeżeli zatem pozostaniemy solidarni i zachowamy posiadane dotychczas pakiety akcji – jestem przekonany, iż uda nam się zrealizować założone cele w znacznie większym stopniu niż rezygnując z dalszych działań na obecnym etapie.

Podkreślam przy tym, iż Porozumienie pozostaje w grze i będzie w dalszym ciągu podejmować działania celem doprowadzenia do pomyślnego zakończenia wspólnej sprawy na uczciwych warunkach.

Z poważaniem

Daniel Olechnowicz – Przewodniczący Porozumienia Akcjonariuszy Spółki Akcyjnej Elektrim