



**INFORMACJA ZARZĄDU WERTH-HOLZ SA („Spółka”)
DOTYCZĄCA PUNKTU NR 7 PORZĄDKU OBRAD NWZA
ZWOŁANEGO NA 11 LUTEGO 2021 r.**

Biorąc pod uwagę wniosek akcjonariusza Sovereign Capital SA (dalej także „Akcjonariusz”) o przedstawienie przez Zarząd Spółki informacji związanych z podwyższeniem kapitału poprzez emisję akcji serii F, która miała miejsce w sierpniu 2020 r., Zarząd Spółki przedstawia poniżej odpowiedzi na kwestie poruszone przez Akcjonariusza. W ocenie Zarządu niektóre sformułowania użyte przez pełnomocnika Akcjonariusza w swoim żądaniu mogą wynikać z braku zrozumienia procesu wyłaniania ceny emisyjnej w ramach budowania księgi popytu. Dotyczy to w szczególności zwrotu dotyczącego *„powodów obniżenia ceny emisyjnej akcji w stosunku do ceny rynkowych oraz powodów przyjęcia jako danych wyjściowych okresu 12 miesięcy poprzedzający podjęcie uchwały.”* Podkreślić należy bowiem, że (i) na żadnym etapie nie miało miejsce obniżenie ceny emisyjnej akcji serii F, (ii) pełnomocnik Akcjonariusza nie precyzuje, jakie dane wyjściowe ma na myśli, które miały wpływ na popyt na akcje serii F w procesie book-building lub przy podejmowaniu uchwały Zarządu związanej z ceną emisyjną akcji serii F. Niezależnie od powyższego, poniżej Spółka przedstawia informacje związane z kwestiami poruszonymi w żądaniu Sovereign Capital SA.

Powody dla których przeprowadzona została emisja akcji Spółki F

Emisja akcji serii F przeprowadzona została w celu pozyskania przez Spółkę kapitału na cele opisane w raportach bieżących nr 10/2020 z dnia 3 sierpnia 2020 r. oraz nr 14/2020 z dnia 20 sierpnia 2020 r. Jednym z celów emisji było zapewnienie Spółce kapitału obrotowego na prawidłowe przygotowanie magazynów wyrobów gotowych na sezon 2020/2021. Cechą branży, w której działa Spółka, jest konieczność corocznego budowania w okresie od października do lutego bardzo wysokich stanów magazynowych (według raportów finansowych z ostatnich trzech lat średni poziom kapitału obrotowego jaki firma potrzebowała w szczycie sezonu produkcyjnego to 25,4 mln zł). Jest oczywistym, że wraz z wzrostem sprzedaży Spółki rośnie jej zapotrzebowanie na kapitał obrotowy. Kolejnym celem emisji było pozyskanie środków na inwestycje, w tym na umaszynowanie tartaku oraz na rozwój nowej działalności w ramach spółki zależnej Werth-Holz Hausbau sp. z o.o. (poprzednia nazwa „Werth-Haus IBS sp. z o.o.”, dalej „WH Hausbau”) będącej producentem prefabrykowanych domów jednorodzinnych na szkieletcie drewnianym. WH Hausbau prowadzi obecnie kilka projektów na terenie Niemiec, które byłyby niemożliwe bez jej dofinansowania ponieważ kapitał zakładowy tej spółki wynosi jedynie 10.000 zł. Na przestrzeni ostatnich trzech lat Zarząd Werth-Holz SA kilkakrotnie zwracał się do swoich trzech największych akcjonariuszy, kontrolujących ponad 90% kapitału Spółki, o wsparcie finansowe dla WH Hausbau. Ostatnia taka próba miała miejsce w lutym 2020 r. kiedy Zarząd Spółki zaproponował podwyższenie kapitału WH Hausbau połączone z pożyczką od trzech największych akcjonariuszy. Plan ten nie powiódł się z powodu braku gotowości wsparcia projektu przez jednego z w/w akcjonariuszy (brak gotowości wsparcia WH Hausbau został zakomunikowany zarządowi przez członka rady nadzorczej z ramienia Akcjonariusza na posiedzeniu rady nadzorczej w czerwcu 2020 r. co zostało ujęte w protokole z posiedzenia). Akcjonariusz ten sprzeciwiał się także zaproszeniu do projektu



WH Hausbau inwestorów zewnętrznych. Biorąc powyższe pod uwagę, a także istniejące zadłużenie bankowe Werth-Holz SA, Zarząd wyczerpał wszystkie możliwości dofinansowania Spółki oraz WH Hausbau będące alternatywą do podwyższenia kapitału poprzez emisję akcji serii F.

Warto zaznaczyć, że pomimo swojej dziesięcioletniej obecności na GPW, przed rokiem 2020, Werth-Holz SA nigdy nie zwracała się do inwestorów z propozycją objęcia nowych akcji Spółki. Jednakże, aby dać Spółce w razie potrzeby możliwość szybkiej reakcji na sytuacje kryzysowe lub inne okoliczności wymagające dofinansowania, akcjonariusze Werth-Holz SA już w maju 2017 r. podjęli uchwałę o ustaleniu kapitału docelowego. Stosowne zapisy Umowy Spółki okazały się bardzo przydatne w dobie kryzysu związanego z COVID-19, kiedy nadrzędnym celem stało się utrzymanie płynności finansowej a przez to stabilności oraz wiarygodności w stosunku do dostawców, banków a także klientów. Emisja akcji serii F wynikała zatem zarówno z potrzeb bieżących Spółki (kapitał obrotowy) jak i strategicznych (prefabrykacja domów i tartak) a także miała na celu zapewnienie Spółce bezpieczeństwa w niepewnym okresie jakim jest kryzys związany z COVID-19. Zarząd Werth-Holz SA co najmniej od wiosny 2019 r. regularnie zgłaszał przedstawicielom Sovereign Capital SA w Radzie Nadzorczej konieczność dofinansowania Spółki lub co najmniej spółki zależnej WH Hausbau. Wyżej wymienione powody, dla których przeprowadzona została emisja akcji serii F są Akcjonariuszowi dobrze znane.

Powody przemawiające za wyłączeniem prawa poboru dotychczasowych akcjonariuszy

Biorąc pod uwagę powody, dla których Spółka zdecydowała się na podwyższenie kapitału, naturalnym było skorzystanie przez Zarząd z zaoferowanego mu przez Walne Zgromadzenie instrumentu jakim jest kapitał docelowy. Jak wynika z dokumentacji związanej z NWZA z 19 maja 2017 r. celem tego instrumentu było umożliwienie Spółce szybkie przeprowadzenie podwyższenia kapitału i pozyskanie w ten sposób w razie potrzeby środków finansowych w możliwie krótkim czasie. Ogólnie akceptowaną zaletą kapitału docelowego jest bowiem możliwość szybkiego podjęcie przez Zarząd decyzji o podwyższeniu kapitału poprzez emisję nowych akcji. Jeżeli zatem instrument ten miał umożliwić Spółce szybkie pozyskanie środków finansowych, niecelowe byłoby przeprowadzenie emisji akcji z prawem poboru, której wadą – w przeciwieństwie do emisji bez prawa poboru - jest czas oraz znacznie wyższe koszty związane z ilością niezbędnych formalności, szczególnie na rynku giełdowym. Kwestia ta została poruszona i wyjaśniona już w trakcie NWZA Spółki z dnia 19 maja, na którym Zarząd przedstawił swoją opinią w związku z projektem uchwały nr 9 w sprawie zmiany Umowy Spółki (kapitał docelowy) oraz wyłączenia, za zgodą Rady Nadzorczej, prawa poboru. Jest oczywistym, że w/w opinia ówczesnego Zarządu, jak każda inna opinia, może zostać uznana za niewyczerpującą, subiektywną lub wręcz błędną. Dlatego też akcjonariusze nie byli związani opinią Zarządu i nawet nie musieli się z nią zgadzać. Akcjonariusze mogli zatem mieć swoje własne argumenty i powody na poparcie lub na odrzucenie stosownej uchwały NWZA z 19 maja 2017 roku. Co więcej, dzisiejsi członkowie Zarządu lub Rady Nadzorczej mogą ale wcale nie muszą zgadzać się z opinią Zarządu z roku 2017 ponieważ wraz z upływem czasu zmieniło się otoczenie Spółki i mogły zmieniać się jej potrzeby.

Zgodnie z Umową Spółki, przed przeprowadzeniem emisji akcji serii F, Zarząd zwrócił się do Rady Nadzorczej aby pozyskać zgodę na wyłączenie prawa poboru. W kontekście pytania zadanego przez Sovereign Capital o powody przemawiające za wyłączeniem prawa poboru warto podkreślić, że



przedstawiciel Sovereign Capital SA w Radzie Nadzorczej nie tylko poparł stosowną uchwałę poddaną pod głosowanie w dniu 3 sierpnia 2020 r. lecz wręcz na piśmie zaznaczył, że „*pozbawienie dotychczasowych akcjonariuszy prawa poboru akcji serii F leży w interesie Spółki*” i potwierdził, że „*jako uzasadnienie wyłączenia prawa poboru dotychczasowych akcjonariuszy*” przyjmuje „*treść opinii przedłożonej przez Zarząd Spółki [...] z dnia 19 maja 2017 r.*” Latem 2020 r., zarówno dla Zarządu jak i dla Rady Nadzorczej kluczowym było, że emisja z wyłączeniem prawa poboru umożliwi Spółce pozyskanie gotówki w bardzo krótkim czasie, tj. w zaledwie 3 tygodnie.

Pytanie Akcjonariusza należy także rozpatrywać w kontekście innych spółek na rynku giełdowym. Warto bowiem zaznaczyć, że na przestrzeni ostatnich pięciu lat (2016-2020) wśród wszystkich spółek notowanych na rynku New Connect miały miejsce jedynie 3 emisje akcji z prawem poboru, co stanowi mniej niż 5% wszystkich emisji akcji przeprowadzonych w tym okresie przez spółki notowane na rynku New Connect. Co istotne, ostatnia emisja z prawem poboru spółki z rynku New Connect odbyła się w roku 2018. Oznacza to, że przeprowadzenie przez Werth-Holz SA emisji akcji z prawem poboru nie tylko wiązałoby się z dodatkowymi ryzykami i kosztami, lecz byłoby bardzo wyjątkowym przedsięwzięciem, rzadko spotykanym na New Connect.

	2016	2017	2018	2019	2020
ilość spółek notowanych na New Connect (NC)	406	408	387	375	373
ilość spółek z NC, które przeprowadziły emisję z prawem poboru	2	-	1	-	-
<i>źródło: GPW</i>					

Pomimo że formalnie emisja akcji serii F przeprowadzona została z pozbawieniem dotychczasowych akcjonariuszy prawa poboru, w praktyce wszyscy znani Spółce akcjonariusze otrzymali zaproszenia do wzięcia udziału w emisji i do uczestnictwa w procesie budowania księgi popytu. W praktyce oznacza to, że akcjonariusze reprezentujący 99,1% (!) kapitału otrzymali takie zaproszenie i mieli w rzeczywistości możliwość utrzymania swojego dotychczasowego udziału w kapitale Spółki składając zapis na akcje serii F. Także Sovereign Capital SA otrzymała w/w zaproszenie, lecz niestety nie złożyła żadnej oferty po żadnej cenie.

Sposób ustalenia ceny emisyjnej akcji Spółki serii F

Biorąc pod uwagę wielkość Spółki, jej plany oraz potrzeby finansowe związane z inwestycjami oraz kapitałem obrotowym, a także koszty i wysiłek związany z przeprowadzeniem emisji, jest oczywistym, że emisja nie miałaby sensu jeżeli wartość środków pozyskanych w ten sposób nie osiągnęłaby minimalnego progu (tj. 3 milionów zł). Wewnętrznym celem Zarządu było pozyskanie w ramach emisji pomiędzy 3 a 6 milionów złotych. Aby osiągnąć ten cel Zarząd podjął decyzję o emisji pomiędzy 25.000.000 a 39.500.000 akcji serii F. Jednocześnie oczywistym było, że popyt na akcje serii F wśród inwestorów o charakterze krótkoterminowym lub spekulacyjnym nie zapewni sukcesu emisji, w szczególności biorąc pod uwagę, że w całej 10-cio letniej historii notowań Spółki na New Connect, do 3 sierpnia 2020 r., łączny wolumen handlu akcjami Spółki na rynku wtórnym liczył jedynie 3.626.089



sztuk akcji, co daje łączny 10-cio letni obrót na poziomie ok.1,8 mln zł. Jak nietrudno wyliczyć, minimalna liczba akcji, które Werth-Holz SA zamierzała uplasować w ramach emisji serii F (tj. 25.000.000 sztuk) była ok.69 razy wyższa niż średni roczny wolumen akcji Spółki na New Connect w latach 2010-2020 (362.609 sztuk). Oznacza to, że warunkiem dla uplasowania co najmniej 25 mln nowych akcji było wygenerowanie wśród dużych inwestorów znacznie większego popytu na akcje Spółki niż relatywnie skromny popyt na rynku wtórnym, który istniał przez ostatnie 10 lat.

rok	liczba dni, w których odbył się obrót akcjami WHSA	wolumen handlu akcjami WHSA, w sztukach	średni dzienny wolumen, szt.	wartość obrotu akcjami WHSA, w zł.	średni dzienny obrót, zł.
2010	83	822 753	9 913	793 518	9 560
2011	187	588 846	3 149	362 828	1 940
2012	162	212 638	1 313	84 940	524
2013	48	46 311	965	16 567	345
2014	39	82 766	2 122	40 642	1 042
2015	50	82 998	1 660	43 132	863
2016	51	681 218	13 357	217 165	4 258
2017	48	117 834	2 455	50 210	1 046
2018	30	32 120	1 071	9 149	305
2019	54	364 498	6 750	53 692	994
2020, do 3 VIII	65	594 107	9 140	162 221	2 496
ŁĄCZNIE (10 lat)	817	3 626 089	4 438	1 834 066	2 245

źródło: GPW

Zarząd zdawał sobie sprawę z niskiego obrotu akcjami Spółki na New Connect a także z braku finansowych inwestorów instytucjonalnych wśród akcjonariuszy Spółki. Dlatego jednym z dodatkowych celów emisji było (a) zachęcenie polskich funduszy inwestycyjnych emisją serii F oraz (b) zwiększenie liczby akcji w wolnym obrocie (free-float). Latem 2020 r. free-float Spółki wynosił ok.480.000 akcji, co powodowało, że akcje Spółki były podatne na ataki spekulacyjne inwestorów krótkoterminowych, którzy w kilka dni, na relatywnie niskich obrotach potrafili wywindować w górę kurs akcji a następnie spowodować jego nagłe załamanie. Stało się tak np. pod koniec lipca 2020 r. kiedy to kapitalizacja Werth-Holz SA w zaledwie 3 sesje, tj. od 23 do 28 lipca wzrosła o ponad 100% przy łącznych obrotach na poziomie 65 tys zł. (!) Cena zamknięcia z 28 lipca wyniosła 57 groszy aby do dnia 20 sierpnia powrócić do 30 groszy. Bardzo mały free-float w powiązaniu z tak silnymi wahaniami kursu przy niskiej wartości obrotów wskazują na ograniczoną miarodajność kursu giełdowego i jego niewielką przydatność jako wskaźnik dla wyceny fundamentalnej Spółki.

Biorąc pod uwagę w/w ograniczenia Zarząd zdecydował, że przed emisją nie będzie z góry wyznaczał ceny emisyjnej, którą inwestorzy albo zaakceptują albo nie. Zamiast tego, aby zwiększyć szanse na sukces emisji akcji serii F, Zarząd postanowił, że pozwoli aby możliwie szerokie grono inwestorów w ramach budowania księgi popytu na akcje Spółki zaproponowało ceny, po których poszczególni



inwestorzy gotowi są objąć określoną liczbę akcji. W tym celu Zarząd, wraz ze swoim doradcą do rynku kapitałowego, skierował zaproszenia do udziału w procesie book-building (a) do 52 inwestorów instytucjonalnych, w tym do 47 TFI, oraz (b) do 37 osób fizycznych, które zostały zidentyfikowane przez Spółkę jako potencjalni inwestorzy bądź które w okresie od 4 do 15 sierpnia zgłosili się do Spółki informując o zainteresowaniu emisją akcji serii F, bądź w przeszłości inwestowali w obligacje emitowane przez Spółkę.

Ostatnie dane finansowe Spółki przed rozpoczęciem procesu budowania księgi popytu udostępnione zostały inwestorom raportem kwartalnym nr 13/2020 z 14 sierpnia 2020 r. Na tej podstawie każdy inwestor mógł przed złożeniem oferty samodzielnie dokonać wyceny fundamentalnej Spółki oraz ocenić ryzyka związane z inwestycją w akcje Werth-Holz SA.

W swoim komunikacie bieżącym z 3 sierpnia 2020 r. Zarząd Spółki bardzo szeroko określił przedział oczekiwanej od inwestorów oferty cenowej. Tym samym, Zarząd w sposób maksymalnie przejrzysty zakomunikował rynkowi, że ogranicza swoje oczekiwania cenowe do 30 groszy za jedną akcję, czego celem było (a) zachęcenie maksymalnej liczby inwestorów do złożenia swojej oferty w ramach budowania księgi popytu oraz (b) podkreślenie, że Spółce zależy na pozyskaniu inwestorów długoterminowych, którzy nie przywiązują większej wagi do krótkoterminowych wahań kursu. Wbrew oczekiwaniom Spółki oraz pomimo wstępnego zainteresowania żadne TFI nie zdecydowało się na złożenie deklaracji objęcia akcji serii F w ramach procesu book-building. Ostatecznie 10 podmiotów uczestniczyło w procesie budowania księgi popytu na akcje serii F składając deklaracje objęcia łącznie 30.800.000 akcji po cenach od 10 do 30 groszy, przy czym popyt po cenie przewyższającej 19 groszy ograniczał się do 400.000 akcji, powodując, że łączna wartość możliwych do pozyskania środków wyniosłaby 93 tys zł tj. mniej niż próg minimalny dojścia emisji do skutku. Największy akcjonariusz Spółki, Sovereign Capital SA posiadający przed emisją 30,9% kapitału zakładowego Spółki nie złożył żadnej oferty.

Ostateczna cena emisyjna ustalona została zatem na podstawie popytu inwestorów na akcje serii F, którego odzwierciedleniem były deklaracje zainteresowania w ramach procesu book-building. Podczas tego procesu Spółka wspierana była przez doświadczonego doradcę oraz renomowaną kancelarię prawną specjalizującą się w zagadnieniach rynku kapitałowego, w tym w emisjach akcji. Dla sukcesu emisji niezbędna była akceptacja złożonych Spółce przez inwestorów ofert na łącznie 30.800.000 akcji. Co istotne, pominięcie ofert z ceną na poziomie 10 groszy skutkowałoby niepowodzeniem emisji ponieważ Spółka nie sprzedałaby minimalnej ilości akcji wynoszącej 25.000.000.

Pomimo że podrzędny cel Zarządu polegający na poszerzeniu grona akcjonariuszy Spółki o finansowych inwestorów instytucjonalnych nie został osiągnięty, emisja akcji serii F była sukcesem. W okresie trudnym dla gospodarki światowej Spółka zabezpieczyła sobie finansowanie magazynów wyrobów gotowych na rok 2021 oraz na inwestycje w strategicznych dla niej obszarach. Ponadto, free-float prawie potroił się do ok. 1,3 mln akcji, co, po dopuszczeniu akcji serii F do obrotu giełdowego, powinno zwiększyć płynność akcji Spółki na New Connect a przez to doprowadzić do ich bardziej miarodajnej wyceny przez rynek giełdowy i do mniej drastycznych wahań kursu.



Załączniki do opinii:

1. Opinia Zarządu Werth-Holz SA do uchwał NWZA z dnia 19 maja 2017 r. w/s zmiany Umowy Spółki poprzez ustalenie kapitału docelowego
2. §7a Umowy Spółki Werth-Holz SA [Kapitał Docelowy]
3. Uchwała Zarządu Werth-Holz SA z dnia 3 sierpnia 2020 r. w/s podwyższenia kapitału zakładowego w granicach kapitału docelowego z wyłączeniem prawa poboru