



Raport z wyceny

Wycena 151 pakietów wierzytelności niepracujących stanowiących zabezpieczenie serii obligacji K1 na 31 marca 2025 r.

8 Maja 2025

forv/s
mazars

1. Wprowadzenie

1.1. Cel i zakres raportu

Na mocy umowy szczegółowej świadczenia usług doradczych (dalej „Umowa”) zawartej pomiędzy Mazars Polska sp. z o.o. (dalej „Forvis Mazars”, „My”) oraz Kredyt Inkaso S.A. (dalej „Kredyt Inkaso”) zawartej w dniu 16 września 2022, Kredyt Inkaso zleciła Forvis Mazars przeprowadzenie wyceny 151 pakietów wierzytelności wg stanu na dzień 31 marca 2025 roku (dalej „Dzień wyceny”).

Jednocześnie 2 kwietnia 2025 roku, otrzymaliśmy zawiadomienie o zmianie danych w związku z połączeniem BEST S.A. z Kredyt Inkaso, zgodnie z którym w skutek połączenia w trybie art. 492 §1 kodeksu spółek handlowych, od dnia połączenia tj. 1 kwietnia 2025 roku, BEST S.A. wstąpiła we wszystkie prawa i obowiązki Kredyt Inkaso w drodze sukcesji generalnej. Tym samym usługi świadczone na mocy Umowy, od 1 kwietnia 2025 świadczone są na rzecz BEST S.A. (dalej „Spółka”).

Niniejszy dokument (dalej „Raport”) stanowi produkt prac w rozumieniu Umowy, a jego celem jest przedstawienie wyników wyceny pakietów wg stanu na dzień 31 marca 2025 roku.

Zwracamy uwagę, że w ramach wycen wykonanych na mocy Umowy zmieniała się liczba wycenianych pakietów, szczegóły zawiera poniższa tabela:

	31 marca 2025	31 maja 2024 30 września 2024	30 kwietnia 2023 30 września 2023	30 czerwca 2022 30 września 2022
Liczba pakietów	151	151	140	129

1.2. Zastrzeżenia

Zespół Forvis Mazars przeprowadził wycenę na podstawie przekazanych przez Spółkę informacji. Przyjęto założenie, że przekazane informacje są rzetelne, prawidłowe oraz zgodne ze stanem faktycznym. Forvis Mazars nie przeprowadzał weryfikacji zgodności informacji ze stanem faktycznym i nie bierze odpowiedzialności za kompletność oraz poprawność informacji przekazanych przez Spółkę. Ewentualna niezgodność ze stanem faktycznym, może mieć istotny wpływ na wycenę.

Raport i wycena zostały przygotowane zgodnie z naszą najlepszą wiedzą i znaną Nam praktyką rynkową na dzień wydania Raportu. Jednocześnie wskazujemy, że wysokość wyceny zależy od przyjętych założeń oraz metodyki wyceny. Opis założeń i metodyki przyjętej do wyceny pakietów, został przedstawiony w sekcji metodycznej Raportu (sekcja 2.3).

Forvis Mazars nie odpowiada za decyzję podejmowane na bazie informacji zawartych w niniejszym Raporcie oraz na skutki tych decyzji i ich wpływ na strony trzecie.

Wycena została przeprowadzona na Dzień wyceny, żadne informacje powstałe po Dniu wyceny nie były brane pod uwagę i nie zostały uwzględnione w wycenie. Jednocześnie nie jesteśmy zobligowani do aktualizacji wyceny na Dzień wyceny w przypadku wystąpienia istotnych zdarzeń zmieniających tę wycenę, które miały miejsce po Dniu wyceny.

Spółka przyjęła do wiadomości i zaakceptowała fakt, że przeprowadzona przez nas wycena i ewentualna jej weryfikacja z informacjami prezentowanymi w sprawozdaniu finansowym, nie stanowi elementu badania sprawozdań finansowych, a pisemne wnioski i materiały nie są sprawozdaniem z badania sprawozdania finansowego w rozumieniu Ustawy o rachunkowości.

Wycena dokonana została w związku z wynikającym z art. 30 ust. 1 ustawy z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach (Tekst jednolity Dz. U. z 2015 r. poz. 238; dalej: „Ustawa o obligacjach”) obowiązkiem emitenta obligacji, w przypadku ustanowienia zastawu jako zabezpieczenia wierzytelności wynikających z obligacji, do poddania przedmiotu zastawu wycenie przez podmiot, który posiada doświadczenie i kwalifikacje zapewniające rzetelność wyceny oraz zachowuje

bezstronność i niezależność oraz do udostępnienia tej wyceny lub jej skrótu w warunkach emisji, o których mowa w art. 5 Ustawy o obligacjach. Obowiązek zlecenia wyceny został określony w przedstawionych Nam „Warunkach Emisji Obligacji Serii K1 o zmiennej stopie procentowej, rejestrowanych w Krajowym Depozycie Papierów Wartościowych (dalej „KDPW”) wyemitowanych przez Kredyt Inkaso S.A. z siedzibą w Warszawie”, w szczególności w pkt 18.11 tych warunków.

2. Wycena

2.1. Wysokość wyceny

Na bazie przekazanych informacji (sekcja 2.2), przy wykorzystaniu metodyki wyceny (sekcja 2.3), stwierdzono, że wycena do wartości godziwej 151 pakietów wierzytelności niepracujących (szczegóły przedmiotu wyceny – sekcja 2.4) na dzień 31 marca 2025 roku wynosi:

- Pakiety wierzytelności polskich: 78.373.285 zł.
- Pakiety wierzytelności rumuńskich: 59.436.387 zł.
- **Łącznie pakiety:** **137.809.672 zł.**

Wycenę pakietów stanowiących przedmiot wyceny określono na poziomie **137.809.672 zł (słownie: sto trzydzieści siedem milionów osiemset dziewięć tysięcy sześćset siedemdziesiąt dwa złote)**. Kwota wyznaczona w walucie lokalnej dla pakietów rumuńskich została przeliczona na złote przy zastosowaniu średniego kursu NBP dla leja rumuńskiego z dnia 31.03.2025 r. tj. 0,8405. Wskazujemy, że wycena pakietów wierzytelności związana jest z różnymi rodzajami ryzyka, które zostały opisane w sekcji 3.

Dodatkowo zaznaczamy, że poza zakresem naszej analizy pozostała kwestia prawidłowości prawnego ustanowienia zabezpieczenia na emisji obligacji. Celem raportu jest wyłącznie określenie wyceny pakietów wierzytelności, przy założeniu, że zabezpieczenie zostało ustanowione w sposób prawidłowy.

2.2. Przekazane informacje stanowiące podstawę wyceny

Wycena na Dzień wyceny została przeprowadzona w oparciu o następujące, przekazane Nam materiały:

- 1) Informacje na temat składu oraz historycznych spłat na portfelach (tzw. *data_tape*) aktualnych na dzień 31 marca 2025 roku.
- 2) Informacje na temat prognozy odzysków spodziewanych w okresie 309 miesięcy od Dnia wyceny.
- 3) Informacje na temat dotychczasowej realizacji historycznych prognoz oraz prognoz aktualnych na Dzień wyceny.
- 4) Informacje na temat portfeli nabytych przez grupę kapitałową Kredyt Inkaso w okresie 2023 i 2024 roku.

Dodatkowo w przypadku, gdy w ramach przeprowadzonych analiz wystąpiły wątpliwości w zakresie znaczenia poszczególnych informacji, zespół Forvis Mazars pozyskiwał dodatkowe wyjaśnienia w formie elektronicznej, pisemnej oraz ustnej.

2.3. Metodyka wyceny oraz przeprowadzone analizy

2.3.1. Przekazane informacje stanowiące podstawę wyceny

Zgodnie z postanowieniami warunków emisji obligacji wycena ma być przeprowadzona do wartości godziwej. Wartość godziwa została zdefiniowana w art. 28 ust. 6 Ustawy o rachunkowości z dnia 29 września 1994 r. (Dz. U. 1994 nr 121 poz. 591 z późn. zm. – dalej UoR):

„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, niepowiązanymi ze sobą stronami. Wartość godziwą instrumentów finansowych znajdujących się w obrocie na aktywnym rynku stanowi cena rynkowa pomniejszona o koszty związane z przeprowadzeniem transakcji, gdyby ich wysokość była znacząca. (...)”

Jednocześnie zgodnie z §24 ust. 1 Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 24 grudnia 2007 (Dz. U. 2007 nr 249 poz. 1859 z późn. zm. – dalej „Rozporządzenie MF”) w sprawie szczególnych zasad rachunkowości funduszy inwestycyjnych:

„Za wiarygodnie oszacowaną wartość godziwą składnika lokat uznaje się:

- 1) cenę z aktywnego rynku (poziom 1 hierarchii wartości godziwej);*
- 2) w przypadku braku ceny, o której mowa w pkt 1, cenę otrzymaną przy zastosowaniu modelu wyceny, gdzie wszystkie znaczące dane wejściowe są obserwowalne w sposób bezpośredni lub pośredni (poziom 2 hierarchii wartości godziwej);*
- 3) w przypadku braku ceny, o której mowa w pkt 1 i 2, wartość godziwą ustaloną za pomocą modelu wyceny opartego o dane nieobserwowalne (poziom 3 hierarchii wartości godziwej).”*

Pakiety wierzytelności niepracujących nie są notowane na aktywnym rynku, jednocześnie znaczące dane wejściowe również nie są obserwowane w sposób bezpośredni lub pośredni. W rezultacie do wyceny do wartości godziwej pakietów wierzytelności wykorzystano model wyceny oparty o dane nieobserwowalne tj. zgodnie z 3 poziomem hierarchii wartości godziwej.

Powyższe regulacje krajowe są spójne z regulacjami Międzynarodowych Standardów Sprawozdawczości Finansowej (dalej „MSSF”), w szczególności MSSF 13, który w pkt. B10 wskazuje *Podejście dochodowe* jako dopuszczalną metodę wyceny, a w ramach jego technikę *wartości bieżącej* opartą o zdyskontowane oczekiwane przepływy.

2.3.2. Ogólnie przyjęte założenia

Mając na uwadze uwarunkowania prawne wyceny (patrz 2.3.1) oraz fakt, że metodę zdyskontowanych przepływów pieniężnych (dalej „DCF”) identyfikujemy jako standard rynkowy w zakresie wyceny pakietów NPL, do wyceny pakietów zastosowano metodę DCF. Przy wycenie przyjęto następujące założenia:

- **Szacunki odzysków** – jako podstawę oczekiwanych odzysków przyjęto prognozę odzysków przekazaną Nam w horyzoncie 309 miesięcy, ograniczając ją do horyzontu 180 miesięcy tj. 15 lat. Horyzont 15 letni jest w naszej ocenie zgodny z obserwowaną praktyką rynkową. Prognoza ta, na poziomie pojedynczych pakietów, została poddana analizie porównawczej z historycznymi realizacjami i odpowiednio skorygowana, w przypadku stwierdzenia potencjalnego niedoszacowania bądź przeszacowania.
- **Szacunki kosztów** – jako podstawę oczekiwanych kosztów przyjęto prognozę Kredyt Inkaso w zakresie bezpośrednich kosztów windykacji. Kredyt Inkaso, w ramach szacunków kosztów, nie przekazała prognozy kosztów prawnych (Kosztów Zastępstwa Procesowego oraz Kosztów Zastępstwa Egzekucyjnego). Zgodnie z przekazanymi informacjami są one szacowane łącznie z kosztami obsługi pakietów przez podmioty serwisujące. W niniejszej wycenie przyjęto poziom kosztów podmiotów serwisujących wyznaczany jako procent spodziewanych przepływów brutto. Procent ten określono na podstawie obserwacji rynkowej stopy kosztów pobieranych przez podmioty serwisujące portfele wierzytelności na danym rynku.
- **Stopa dyskontowa** – jako stopę dyskontową przyjęto oczekiwaną stopę zwrotu zainteresowanego, dobrze poinformowanego, niepowiązanego inwestora. Szacunki stopy dyskonta określono na podstawie zrealizowanych przez Kredyt Inkaso transakcji rynkowych w okresie lat 2023-2024 przed Dniem wyceny,

które porównano z wewnętrznymi benchmarkami Forvis Mazars. Przy określaniu szacunku stopy dyskontowej wzięto pod uwagę kraj pochodzenia pakietu, rodzaj długu, liczbę obserwowanych transakcji dokonanych przez Kredyt Inkaso na podobnych rodzajach wierzytelności.

Szacunki dla pakietów polskich były szacowane w złotych, szacunki dla portfeli rumuńskich szacowane były w rumuńskich lejach. W wycenie nie uwzględniono aspektów podatkowych. Szacunki wyceny pakietów wierzytelności narażone są na ryzyko (patrz sekcja 3).

2.4. Szczegóły przedmiotu wyceny

Wycenie poddano łącznie 151 pakietów wierzytelności. Szczegółowe informacje zagregowane na temat pakietów zostały przedstawione w tabeli poniżej.

Kraj	Zadłużenie aktualne na dzień 31.03.2025	Liczba pakietów	Liczba wierzytelności w pakietach	Waluta
Polska	3 337 080 237	109	531 193	PLN
Rumunia	3 001 383 199	42	475 312	RON

Źródłem informacji na temat przedmiotu wyceny są data-tapy przekazane Nam na potrzeby realizacji zlecenia (patrz sekcja 2.2). W ramach niniejszej wyceny, Spółka przekazała informacje łącznie dla spraw zamkniętych oraz aktywnych, powyższe wartości uwzględniają zarówno sprawy zamknięte jak i aktywne. Wartość zadłużenia obejmuje kwotę kapitału oraz naliczonych odsetek i kosztów.

3. Ryzyko związane z wyceną pakietów

Wykonana wycena pakietów wierzytelności jest wartością szacunkową, która zależy od przyjętych założeń i metody wyceny. Poniżej wskazano kluczowe rodzaje ryzyka, które mają znaczenie dla obecnej oraz przyszłej wyceny pakietów:

- **Ryzyko walutowe** - Wyrażona w złotych wycena pakietów rumuńskich jest bezpośrednio narażona na ryzyko kursowe związane z kursem RON / PLN. W przypadku aprecjacji złotego względem leja pakiety rumuńskie będą warte mniej przy tej samej wycenie wyrażonej w lejach. Analogicznie, w przypadku deprecjacji złotego względem leja, wycena pakietów wyrażona w złotych wzrośnie. W przeprowadzonej wycenie, przekazane przez Spółkę przepływy z portfeli zagranicznych szacowane były w rumuńskich lejach, przeszacowanie na złote zostało wykonane w celach prezentacyjnych.
- **Ryzyko prawne** – Możliwość realizacji procesów windykacyjnych oraz ich koszty podlegają regulacjom prawnym z zakresu m. in. funkcjonowania wymiaru sprawiedliwości, działalności komorniczej, ochrony konsumentów oraz dochodzenia wierzytelności w procesie cywilnym. Zmiany w zakresie regulacji ze wskazanych obszarów mogą mieć istotny wpływ na prognozy odzysków oraz kosztów. Regulacje te na przestrzeni ostatnich lat ulegały istotnym zmianom, obejmującym m.in. zmiany w zakresie stawek związanych z egzekucją komorniczą, ustanowienie instytucji upadłości konsumenckiej, skrócenie okresu przedawnienia. Jednocześnie w orzecznictwie krajowym i międzynarodowym, obserwowany jest ostatnio istotny wzrost rozstrzygnięć prokonsumenckich, w szczególności w obszarze kredytów hipotecznych denominowanych do walut obcych oraz tzw. sankcji kredytu darmowego. O ile wskazane aspekty nie mają bezpośredniego przełożenia na wycenę portfeli, to rozwój prokonsumenckiej linii orzecznictwa, w szczególności w obszarze windykacji i dochodzenia należności, może stanowić czynnik ryzyka wpływający na wycenę portfeli wierzytelności.
- **Agresja Rosji w Ukrainie** - Sytuacja związana z konfliktem zbrojnym w Ukrainie istotnie zwiększyła niepewność na rynkach finansowych. Skutkiem wybuchu wojny jest istotny wzrost cen surowców oraz energii i pogorszenie sytuacji makroekonomicznej. Pomimo stabilizacji sytuacji makroekonomicznej, potencjalna

eskalacja konfliktu, poprzez ryzyko fizyczne może negatywnie wpłynąć na możliwości działalności windykacyjnej.

- **Sytuacja makroekonomiczna** – wskaźniki i prognozy makroekonomiczne obserwowane na Dzień wyceny, wskazują na to, że Polska znajduje się w fazie ożywienia koniunktury do czego przyczynia się stopniowe ustępowanie skutków wcześniejszych globalnych szoków podażowych. Obecny konsensus rynkowy wskazuje na spodziewane spowolnienie wzrostu gospodarczego w latach 2025-2027. Dodatkowa niepewność związana z działaniami nowej amerykańskiej administracji, może w dłuższej perspektywie wpłynąć na pogorszenie sytuacji gospodarczej.

Branża zarządzania wierzytelnościami niepracującymi wykazuje cechy antycykliczne, jednakże obecne sytuacja makroekonomiczna oraz perspektywy wskazują na niskie ryzyko transmisji wpływu otoczenia makro na wyceny wierzytelności w krótkim terminie.

4. Podpis pełnomocnika Forvis Mazars

Kontakty

Szymon Turkowski

Partner, Financial Services Audit and Advisory

Forvis Mazars w Polsce

szymon.turkowski@mazars.pl

Małgorzata Pek

Partner, Financial Services Audit and Advisory

Forvis Mazars w Polsce

malgorzata.pek@mazars.pl

Forvis Mazars Grupa (dawniej Mazars)

Jesteśmy Forvis Mazars Group SC, niezależnym członkiem Forvis Mazars Global, wiodącej globalnej sieci usług audytorsko-doradczych. Działając jako zintegrowane partnerstwo międzynarodowe w ponad 100 krajach i terytoriach, specjalizujemy się w usługach w dziedzinie audytu, podatków i doradztwa.

Opieramy się na wiedzy i znajomości uwarunkowań kulturowych ponad 35 000 specjalistów na całym świecie, aby wspierać klientów różnej wielkości na każdym etapie ich rozwoju.

O Forvis Mazars Global

Forvis Mazars jest wiodącą globalną siecią usług specjalistycznych działającą pod jedną marką z jedynie dwoma członkami: Forvis Mazars LLP w Stanach Zjednoczonych i Forvis Mazars Group SC, jako międzynarodowe zintegrowane partnerstwo działające w ponad 100 krajach i terytoriach.

Mając ponad 100-letnią tradycję, Forvis Mazars jest naturalnym przedłużeniem dziedzictwa obu firm. U podstaw naszej działalności leży zaangażowanie w zapewnienie innej perspektywy i bezkonkurencyjnego doświadczenia klienta, które jest odbierane jako odpowiednie, indywidualne i naturalne. Jako sieć tylko dwóch powiązanych organizacji działamy szybko, aby zapewnić spójne i sprawne usługi audytorskie, podatkowe i doradcze na całym świecie.

Dbamy o dogłębne zrozumienie branż naszych klientów, zapewniając lepszy ogłód sytuacji, głębszą specjalizację i dostosowane rozwiązania. Nasze połączone zespoły składające się z ponad 40 000 profesjonalistów mają doświadczenie i umiejętności, aby jak najlepiej obsługiwać organizacje różnej wielkości, zarówno lokalnie, jak i globalnie, teraz i w przyszłości.

www.forvismazars.com/pl