

**SPRAWOZDANIE ZARZĄDU
Z DZIAŁALNOŚCI GRUPY KAPITAŁOWEJ
GIEŁDA PRAW MAJĄTKOWYCH „VINDEXUS” S.A.
ZA OKRES 01.01.2011-30.06.2011**

Spis treści

1.	WYBRANE DANE FINANSOWE	4
1.1	WYBRANE SKONSOLIDOWANE DANE FINANSOWE	4
1.2	WYBRANE JEDNOSTKOWE DANE FINANSOWE	5
2.	PODSTAWOWE INFORMACJE O GRUPIE KAPITAŁOWEJ GIEŁDA PRAW MAJĄTKOWYCH „VINDEXUS”	6
3.	ORGANY JEDNOSTKI DOMINUJĄCEJ	7
3.1	AKCJONARIAT SPÓŁKI	7
3.2	WŁADZE SPÓŁKI	8
3.2.1	<i>Zarząd</i>	8
3.2.2	<i>Rada Nadzorcza</i>	9
4.	OPIS ORGANIZACJI GRUPY KAPITAŁOWEJ, ZE WSKAZANIEM JEDNOSTEK PODLEGAJĄCYCH KONSOLIDACJI	10
5.	CHARAKTERYSTYKA DZIAŁALNOŚCI GRUPY KAPITAŁOWEJ	11
5.1	INFORMACJA O PODSTAWOWYCH PRODUKTACH, TOWARACH I USŁUGACH, BĘDĄCYCH PRZEDMIOTEM SPRZEDAŻY GRUPY KAPITAŁOWEJ	11
5.2	INFORMACJE O RYNKACH ZAKUPU	14
5.2.1	<i>Najwięksi dostawcy</i>	15
6.	WYNIKI FINANSOWE GRUPY KAPITAŁOWEJ	16
6.1.	KONSOLIDACJA WYNIKÓW	16
6.2	WYBRANE ELEMENTY RACHUNKU ZYSKÓW I STRAT	17
6.3	WSKAŹNIKI RENTOWNOŚCI	18
6.4	AKTYWA I PASywa	18
6.5.	WSKAŹNIKI ZADŁUŻENIA	20
7.	WAŻNIEJSZE WYDARZENIA W OKRESIE 01.01.2011-30.06.2011 I DO DNIA SPORZĄDZENIA RAPORTU	20
	• EMISJA AKCJI SERII J	20
	• NOWE EMISJE OBLIGACJI I SPŁATA DOTYCHCZASOWYCH	21
	• POZOSTAŁE ISTOTNE ZDARZENIA	23
8.	WSKAZANIE SKUTKÓW ZMIAN W STRUKTURZE JEDNOSTKI GOSPODARCZEJ	24
9.	STANOWISKO ZARZĄDU DOTYCZĄCE MOŻLIWOŚCI ZREALIZOWANIA PUBLIKOWANYCH PROGNOZ WYNIKÓW NA 2011 ROK	24
10.	WSKAZANIE POSTĘPOWAŃ TOCZĄCYCH SIĘ PRZED SĄDEM, ORGANEM WŁAŚCIWYM DLA POSTĘPOWANIA ARBITRAŻOWEGO LUB ORGANEM ADMINISTRACJI PUBLICZNEJ	24
11.	INFORMACJA O ZAWARCIU PRZEZ SPÓŁKĘ LUB JEDNOSTKĘ OD NIEJ ZALEŻNĄ JEDNEJ LUB WIELU TRANSAKCJI Z PODMIOTAMI POWIĄZANYMI, JEŻELI POJEDYNCZO LUB ŁĄCZNIE SĄ ONE ISTOTNE I ZOSTAŁY ZAWARTE NA WARUNKACH INNYCH NIŻ RYNKOWE	25

11.1	WZAJEMNE ROZRACHUNKI SPÓŁKI DOMINUJĄCEJ I JEDNOSTKI ZALEŻNEJ W GRUPIE KAPITAŁOWEJ NA DZIEŃ 30.06.2011R. (W TYS. ZŁ)	25
11.2	PRZYCHODY I KOSZTY Z WZAJEMNYCH TRANSAKCJI W OKRESIE OBJĘTYM KONSOLIDACJĄ OD 01.04.2011 R. DO 30.06.2011 R. (W TYS. ZŁ).....	26
11.3	ROZRACHUNKI Z TYTUŁU TRANSAKCJI Z JEDNOSTKAMI POWIĄZANYMI OSOBOWO NA DZIEŃ 30.06.2011 R. (W TYS. ZŁ)	26
11.4	PRZYCHODY I KOSZTY Z TRANSAKCJI W OKRESIE 01.01.2011 - 30.06.2011 R. (W TYS. ZŁ) Z JEDNOSTKAMI POWIĄZANYMI OSOBOWO.....	26
12.	INFORMACJE O UDZIELENIU PRZEZ SPÓŁKĘ LUB PRZEZ JEDNOSTKĘ OD NIEGO ZALEŻNĄ PORĘCZEŃ KREDYTU LUB POŻYCZKI LUB UDZIELENIU GWARANCJI – ŁĄCZNIE JEDNEMU PODMIOTOWI LUB JEDNOSTCE ZALEŻNEJ OD TEGO PODMIOTU, JEŻELI ŁĄCZNA WARTOŚĆ ISTNIEJĄCYCH PORĘCZEŃ LUB GWARANCJI STANOWI RÓWNOWARTOŚĆ CO NAJMNIEJ 10% KAPITAŁÓW WŁASNYCH SPÓŁKI	27
13.	OPIS PODSTAWOWYCH ZAGROŻEŃ I RYZYKA ZWIĄZANYCH Z POZOSTAŁYMI MIESIĄCAMI ROKU OBROTOWEGO	27
13.1	RYZYO ZWIĄZANE Z SYTUACJĄ GOSPODARCZĄ.....	27
13.2.	RYZYO ZWIĄZANE Z DZIAŁALNOŚCIĄ FIRM KONKURENCYJNYCH.	27
13.3.	RYZYO ZWIĄZANE Z NIESTABILNOŚCIĄ POLSKIEGO SYSTEMU PRAWNEGO.....	28
13.4.	RYZYO ZWIĄZANE Z NIESTABILNOŚCIĄ SYSTEMU PODATKOWEGO.	28
13.5.	RYZYO ZWIĄZANE Z NABYWANIEM PAKIETÓW WIERZYTELNOŚCI.....	28
14.	INNE INFORMACJE, KTÓRE ZDANIEM GRUPY KAPITAŁOWEJ SĄ ISTOTNE DLA OCENY JEGO SYTUACJI KADROWEJ MAJĄTKOWEJ FINANSOWEJ, WYNIKU FINANSOWEGO ICH ZMIAN ORAZ INFORMACJE, KTÓRE SĄ ISTOTNE DLA OCENY MOŻLIWOŚCI REALIZACJI ZOBOWIĄZAŃ PRZEZ GRUPĘ KAPITAŁOWĄ.....	29
15.	WSKAZANIE CZYNNIKÓW, KTÓRE W OCENIE GRUPY KAPITAŁOWEJ BĘDĄ MIAŁY WPŁYW NA OSIĄGANE PRZEZ NIEGO WYNIKI W PERSPEKTYWIE NAJBLIŻSZEGO PÓŁROCZA.	30

1. Wybrane dane finansowe

1.1 Wybrane skonsolidowane dane finansowe

Tabela 1 Skonsolidowane dane finansowe za I półrocze 2011


Dane finansowe	I półrocze 2011		I półrocze 2010	
	PLN	EUR	PLN	EUR
Przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów	11 862	2 990	7 190	1 796
Koszt własny sprzedaży	4 199	1 058	1 506	376
Zysk (strata) na działalności operacyjnej	3 311	835	2 694	673
Zysk (strata) brutto	18 588	4 685	2 520	629
Zysk (strata) netto	18 477	4 657	2 065	516
Aktywa razem	130 744	32 796	79 277	19 122
Zobowiązania razem	40 273	10 102	9 243	2 230
Zobowiązania krótkoterminowe	11 965	3 001	6 925	1 670
Kapitał własny	90 242	22 636	69 320	16 721
Kapitał zakładowy	1 159	291	1 059	255
Liczba udziałów/akcji w sztukach	11 591 938	11 591 938	10 591 938	10 591 938
Wartość księgowa na akcję	7,78	1,95	6,54	1,58
Zysk (strata) netto na akcję zwykłą	1,59	0,40	0,19	0,05
Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej	-2 496	-629	696	174
Przepływy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej	-28 701	-7 234	-42	-11
Przepływy pieniężne netto z działalności finansowej	31 424	7 921	-714	-178


1.2 Wybrane jednostkowe dane finansowe

Tabela 2 Jednostkowe dane finansowe za I półrocze 2011


Dane finansowe	I półrocze 2011		I półrocze 2010	
	PLN	EUR	PLN	EUR
Przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów	8 310	2 095	7 190	1 796
Koszt własny sprzedaży	2 014	508	1 506	376
Zysk (strata) na działalności operacyjnej	2 390	602	2 694	673
Zysk (strata) brutto	755	190	2 520	629
Zysk (strata) netto	644	162	2 065	516
Aktywa razem	132 218	33 166	79 277	19 122
Zobowiązania razem	39 194	9 831	9 243	2 230
Zobowiązania krótkoterminowe	10 886	2 731	6 925	1 670
Kapitał własny	88 533	22 208	69 320	16 721
Kapitał zakładowy	1 159	291	1 059	255
Liczba udziałów/akcji w sztukach	11 591 938	11 591 938	10 591 938	10 591 938
Wartość księgowa na akcję	7,64	1,92	6,54	1,58
Zysk (strata) netto na akcję zwykłą	0,06	0,01	0,19	0,05
Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej	-2 261	- 570	696	174
Przepływy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej	-29 202	-7 360	-42	-11
Przepływy pieniężne netto z działalności finansowej	31 425	7 921	-714	-178


W celu przedstawienia wartości bilansowych w walucie EUR wykorzystano następujące kursy:

 kurs NBP z dnia 30 czerwca 2011 roku – 3,9866 zł/EUR,

 kurs NBP z dnia 30 czerwca 2010 roku – 4,1458 zł/EUR,

W celu przedstawienia pozycji rachunku zysków i strat oraz sprawozdania z przepływów pieniężnych wykorzystano średni kurs NBP za okres 6 miesięcy obliczony jako średnia kursów obowiązujących na ostatni dzień każdego miesiąca w danym okresie:

 średni kurs za okres 6 miesięcy zakończony 30 czerwca 2011 roku – 3,9673,

 średni kurs za okres 6 miesięcy zakończony 30 czerwca 2010 roku – 4,0042.

2. Podstawowe informacje o Grupie Kapitałowej Giełda Praw Majątkowych „Vindexus”.

Grupę Kapitałową tworzą Giełda Praw Majątkowych Vindexus SA oraz GPM VINDEXUS Niestandaryzowany Sekurytyzacyjny Fundusz Inwestycyjny Zamknięty. Jednostką Dominującą grupy kapitałowej Giełda Praw Majątkowych „Vindexus” (dalej w sprawozdaniu jako „Grupa”) jest Giełda Praw Majątkowych Vindexus S.A. (dalej w sprawozdaniu jako „Spółka dominująca” oraz „Spółka”). Dane dotyczące Spółki zostały zawarte w poniższej tabeli:

Tabela 3 Podstawowe informacje o Spółce

Firma:	Giełda Praw Majątkowych „Vindexus” S.A.
Siedziba:	Warszawa
Adres:	ul. Serocka 3 lok. B 2, 04-333 Warszawa
Sąd rejestrowy:	Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy XIII Wydział Gospodarczy
Nr KRS:	0000057576
Nr telefonu:	(022) 740 26 50 do 61
Nr fax.:	(022) 740 26 50 do 61
e-mail:	kontakt@gpm-vindexus.pl
Adres internetowy:	www.gpm-vindexus.pl

Głównym przedmiotem działalności Grupy jest obrót wierzytelnościami oraz świadczenie usług windykacyjnych, ujęte w Polskiej Klasyfikacji Działalności jako „Pozostała finansowa działalność usługowa, gdzie indziej nie sklasyfikowana, z wyłączeniem ubezpieczeń i funduszy emerytalnych” 64.99.Z.

Prawa do akcji Spółki Giełda Praw Majątkowych „Vindexus” S.A. zadebiutowały w dniu 23 marca 2009 roku na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych, akcje są notowane od 15 kwietnia 2009 roku. Według klasyfikacji GPW Spółka należy do sektora „Finanse-Inne”.

Jednostką zależną jest GPM Vindexus Niestandaryzowany Sekurytyzacyjny Fundusz Inwestycyjny Zamknięty z siedzibą w Warszawie, wpisany do rejestru funduszy inwestycyjnych 24.07.2007 r. prowadzonego przez Sąd Okręgowy Warszawie VII Wydział Cywilny Rejestrowy pod numerem RFI 312. Fundusz został otwarty na czas nieokreślony. Kapitały funduszu składają się z 68 certyfikatów inwestycyjnych, które w 100% posiadała Spółka dominująca na dzień przejęcia kontroli. Wartość aktywów netto na dzień przejęcia kontroli nad funduszem przez Spółkę dominującą wynosiła 45.119 tys. zł.

Celem Inwestycyjnym Funduszu jest realizacja należności z wierzytelności nabytych, praw do świadczeń z tytułu wierzytelności, w tym wynikających z umów o subpartycypację, oraz papierów wartościowych inkorporujących wierzytelności pieniężne.

GPM Vindexus NSFIZ jest zarządzany przez Idea Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. z siedzibą w Warszawie przy ulicy Złotej 59 lok.17p

3. Organy Jednostki Dominującej

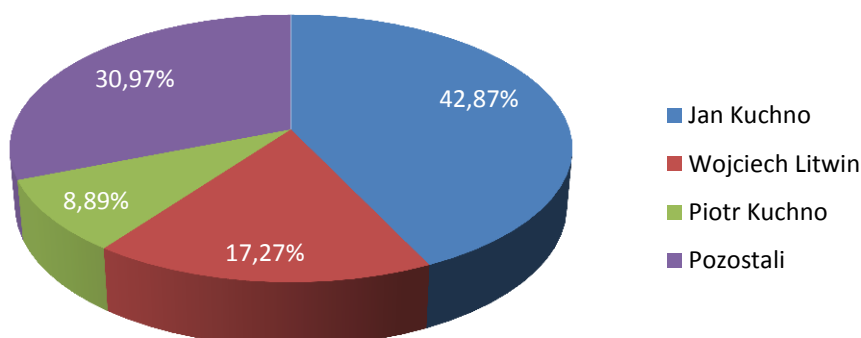
3.1 Akcjonariat Spółki.

Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy XIII Wydział Gospodarczy KRS w dniu 7 marca 2011 r. zarejestrował podwyższenie kapitału zakładowego Spółki o 100 000 złotych. Podwyższenie kapitału zakładowego odbyło się na mocy uchwały Zarządu z dnia 9 lutego 2011 roku (Raport bieżący 16/2011). Spółka przeprowadziła emisję imiennych warrantów subskrypcyjnych uprawniających do objęcia łącznej liczby akcji serii J w wysokości 1 000 000 szt. Akcje zostały objęte w całości, co doprowadziło do zmiany struktury akcjonariatu – udziały akcjonariuszy spadły proporcjonalnie do przyrostu liczby akcji. Jednocześnie nadal żaden podmiot poza wymienionymi nie przekracza progu 5% głosów lub udziałów. Liczba akcji w posiadaniu głównych akcjonariuszy nie uległa zmianie po dniu emisji. Na dzień złożenia sprawozdania akcjonariat Spółki Giełda Praw Majątkowych „Vindexus” S.A. przedstawiał się następująco:

Tabela 4 Akcjonariat Spółki na dzień 31.08.2011

Akcjonariusze	Ilość akcji (szt.)	Ilość głosów na WZA	Udział w kapitale zakładowym
Jan Kuchno	4 970 000	42,87%	42,87%
Wojciech Litwin	2 002 498	17,27%	17,27%
Piotr Kuchno	1 030 000	8,89%	8,89%
Jerzy Kulesza	254 000	2,19%	2,19%
Grażyna Jankowska-Kuchno	2 000	0,02%	0,02%
Pozostali	3 333 440	28,76%	28,76%
Ogółem	11 591 938	100,00%	100,00%

Wykres 1 Akcjonariat na dzień publikacji raportu śródrocznego



Przed przeprowadzeniem emisji struktura akcjonariatu przedstawiała się następująco (dane na dzień 31.12.2010):

Tabela 5 Stan akcjonariatu Spółki na dzień 31.12.2010

Akcjonariat	Liczba akcji	Udział w akcjonariacie	Głosy na WZA
Jan Kuchno	4 970 000	46,92%	46,92%
Wojciech Litwin	2 002 498	18,91%	18,91%
Piotr Kuchno	1 030 000	9,72%	9,72%
Jerzy Kulesza	254 000	2,40%	2,40%
Grażyna Jankowska-Kuchno	2 000	0,02%	0,02%
Pozostali	2 333 440	22,03%	22,03%
Łącznie	10 591 938	100,00%	100,00%

W ciągu I półrocza 2011 nie zaszły żadne zmiany w ilości posiadanych akcji Spółki przez osoby będące członkami Zarządu lub Rady Nadzorczej.

Według wiedzy Zarządu Spółki poza osobami wymienionymi w tabeli nr 4 żaden członek Rady Nadzorczej nie posiadał na dzień opublikowania raportu akcji Spółki.

3.2 Władze Spółki.

3.2.1 Zarząd.

Zarząd Spółki Giełda Praw Majątkowych „Vindexus” S.A. sprawuje swoje obowiązki na podstawie K.S.H., Statutu Spółki oraz Regulaminu Zarządu. Może składać się od jednej do trzech osób, a jego skład powoływany jest przez Radę Nadzorczą. Wspólna kadencja Zarządu trwa 3 lata, Rada Nadzorcza może w każdej chwili odwołać lub zawiesić Członków Zarządu.

W dniu 28 czerwca 2010 roku Rada Nadzorcza Spółki uchwalała nr 2 - na podstawie § 17 pkt 3 statutu Spółki – powołała Zarząd Spółki w składzie:








-  Prezes Zarządu - Jerzy Kulesza,
 Członek Zarządu - Grażyna Jankowska-Kuchno.

Tabela 6 Informacje dotyczące osób wchodzących w skład Zarządu Spółki.

Jerzy Kulesza	Prezes Zarządu	Politechnika Warszawska:  Studia magisterskie  Doktor nauk technicznych (1987)
Grażyna Jankowska-Kuchno	Członek Zarządu	 Studia magisterskie SGPiS  Podyplomowe Studium Rachunkowości (SGH)  Świadectwo kwalifikacyjne Ministerstwa Finansów nr 20768/00

Zarząd funkcjonował w tym samym składzie w trakcie następnego roku. W dniu 28 czerwca 2011 roku odbyło się Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy, które na mocy uchwał nr 9 i nr 10 udzieliło absolutorium odpowiednio Jerzemu Kuleszy oraz Grażynie Jankowskiej-Kuchno. Nie zachodziły żadne zmiany w składzie osobowym Zarządu w rozpatrywanym okresie, ani do momentu opublikowania sprawozdania za I półrocze.

3.2.2 Rada Nadzorcza

Rada Nadzorcza GPM Vindexus S.A działa w oparciu o Statut Spółki, Regulamin Rady Nadzorczej oraz powszechne przepisy prawa. Do jej obowiązków należy sprawowanie stałego nadzoru nad działalnością Spółki we wszystkich dziedzinach jej działalności. Liczy ona co najmniej 5 członków, powoływanych na 3 letnią kadencję przez WZA.

Na 01.01.2011 r. skład Rady Nadzorczej przedstawiał się następująco:













 Jan Kuchno – Przewodniczący Rady Nadzorczej,
 Piotr Kuchno – Sekretarz Rady Nadzorczej,
 Wojciech Litwin,
 Lech Fronckiel,
 Grzegorz Leszczyński.

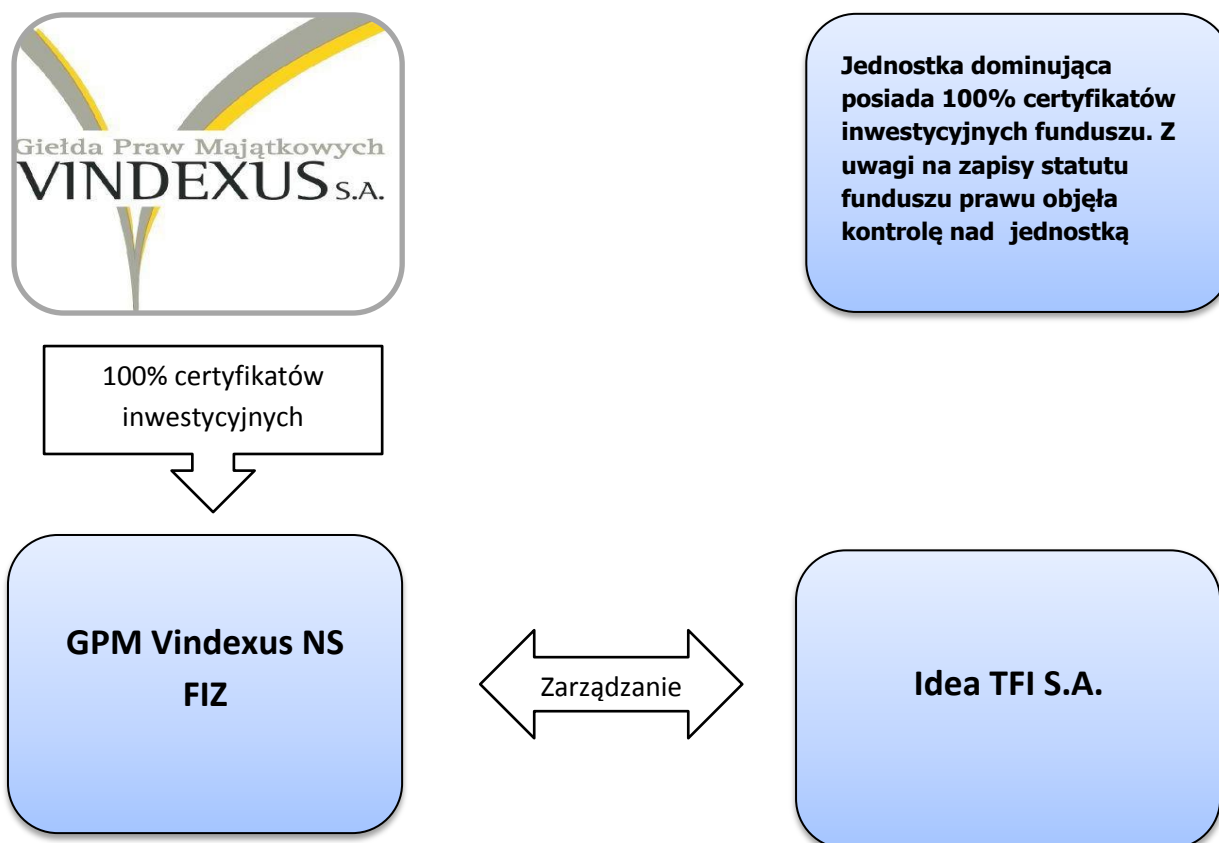
Tabela 7 Informacje dotyczące osób wchodzących w skład Rady Nadzorczej Spółki

Jan Kuchno	Przewodniczący Rady Nadzorczej	Politechnika Warszawska:  Studia magisterskie SGH:  Studia podyplomowe: Rachunkowość i Finanse
Piotr Kuchno	Sekretarz Rady Nadzorczej	Uniwersytet Warszawski:  Studia magisterskie SGH:  Studia magisterskie
Wojciech Litwin	Członek Rady Nadzorczej	Uniwersytet Warszawski:  Studia magisterskie
Lech Fronckiel	Członek Rady Nadzorczej	SGPiS:  Studia magisterskie
Grzegorz Leszczyński	Członek Rady Nadzorczej	SGH:  Studia magisterskie

Na dzień 1 stycznia 2011 Rada Nadzorcza działała w tym samym składzie. Na nową kadencję została powołana w dniu 28 czerwca 2011 uchwałą Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy. Nie zachodziły żadne zmiany w składzie osobowym Rady Nadzorczej w rozpatrywanym okresie, ani do momentu opublikowania sprawozdania za pierwsze półrocze.

4. Opis organizacji Grupy Kapitałowej, ze wskazaniem jednostek podlegających konsolidacji

Grupa Kapitałowa obejmuje Giełdę Praw Majątkowych „Vindexus” S.A. jako Spółka dominującą oraz fundusz sekurytyzacyjny GPM Vindexus Niestandaryzowany Sekurytyzacyjny Fundusz Inwestycyjny Zamknięty (dalej „GPM Vindexus NSFIZ”) jako jednostka zależna, z siedzibą w Warszawie. Jednostka dominująca jest posiadaczem 100% certyfikatów inwestycyjnych wyemitowanych przez fundusz.



GPM Vindexus Niestandaryzowany Sekurytyzacyjny Fundusz Inwestycyjny Zamknięty został utworzony w 2007 r. na podstawie decyzji Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 27 czerwca 2007 r. Dnia 24 lipca 2007 roku Sąd Okręgowy w Warszawie, VII Wydział Cywilny Rejestrowy wydał postanowienie o wpisaniu do rejestru funduszy inwestycyjnych podmiotu: GPM Vindexus Niestandaryzowany Sekurytyzacyjny Fundusz Inwestycyjny Zamknięty.

Głównym przedmiotem inwestycji funduszu są wierzytelności. Fundusz dokonał nabycia szeregu portfeli wierzytelności bankowych.

Od 28 stycznia 2008 roku Giełda Praw Majątkowych Vindexus S.A. obsługuje sekurytyzowane wierzytelności funduszu na podstawie podpisanej z IDEA TFI SA umowy na obsługę sekurytyzowanych wierzytelności.

5. Charakterystyka działalności Grupy Kapitałowej.

5.1 Informacja o podstawowych produktach, towarach i usługach, będących przedmiotem sprzedaży Grupy Kapitałowej

Jednostka dominująca Giełda Praw Majątkowych „Vindexus” S.A. działa na polskim rynku wierzytelności od 1995 roku. Profil biznesowy obejmuje obrót wierzytelnościami oraz windykację na zlecenie, przy czym Spółka koncentruje się na pierwszej kategorii. Doświadczenie oraz efektywność wypracowane przez lata działalności plasują spółkę pośród liderów rynku, zarówno pod względem jakości świadczonych usług jak i osiągniętych wyników rynkowych. Polskie prawodawstwo klasyfikuje działalność GPM „Vindexus” S.A. jako tzw. „Pozostałą finansową działalność usługową, gdzie indziej nie sklasyfikowaną, z wyłączeniem ubezpieczeń i funduszy emerytalnych”, o oznaczeniu kodowym 64.99.Z. Do podstawowej działalności operacyjnej spółki należą:

- Obrót wierzytelnościami
- Windykacja na zlecenie

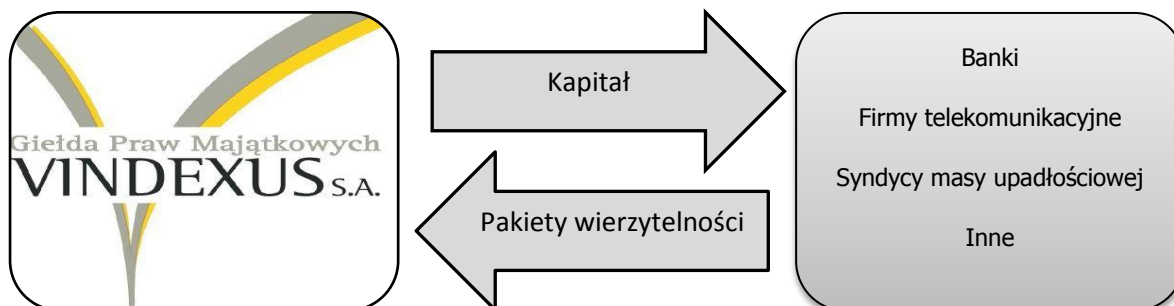
Obrót wierzytelnościami polega na zakupie pakietu wierzytelnościami, a następnie jego windykacji na rachunek Spółki lub dalszej odsprzedaży. Spółka dopuszcza także zakup pojedynczych wierzytelności, dominuje jednak obrót hurtowy. Wachlarz kupowanych wierzytelności jest bardzo szeroki i obejmuje m.in.:

- Niespłacone kredyty bankowe,
- Należności z tytułu wystawionych faktur,
- Należności wynikające z not odsetkowych,
- Należności z tytułu wystawionych not obciążeniowych,
- Wierzytelności zabezpieczone tytułami wykonawczymi,
- Długi objęte bankowym postępowaniem ugodowym,
- Należności objęte sądowym postępowaniem upadłościowym.

Kupowanie i zbywanie wierzytelności jest możliwe, ponieważ obie strony odnoszą wymierne korzyści z transakcji. Z punktu widzenia sprzedającego jest to dopływ kapitału. W przypadku windykacji we własnym zakresie podmiot musiałby liczyć się z często bardzo długim okresem dochodzenia roszczeń oraz wysokimi kosztami własnymi. Z uwagi na ich wysokość windykacja własna jest często nieopłacalna. Kształtuje to silne tendencje do *outsourcingu* usług windykacyjnych. Oprócz środków finansowych, sprzedający odnosi także korzyści w postaci oczyszczenia swojego bilansu z należności zalegających w aktywach Spółki. Jest to szczególnie istotne w przypadku banków, którym złe długi hamują akcję kredytową. Pozbywając się niespłaconych należności, bank może rozszerzyć swoją akcję kredytową. Trzecim istotnym czynnikiem są korzyści podatkowe. Od 2004 roku banki mogą zaliczyć do kosztów uzyskania przychodów straty poniesione na zbyciu wierzytelności na rzecz funduszy sekurytyzacyjnych do wysokości rezerwy utworzonej na pokrycie zbywanych wierzytelności i zaliczonej do kosztów uzyskania przychodu.

Korzyści nabywającego wiążą się z relatywnie niską ceną zakupu w stosunku do wartości nominalnej. Umożliwia to uzyskanie wysokiej marży na windykowanych wierzytelnościach. Jest to

często założenie optymistyczne, ponieważ nie wszystkie wierzytelności mogą być odzyskane (np. z powodu wad prawnych), a w razie braku rozwiązania polubownego czas egzekucji wydłuża się znacznie. Kluczowa jest tutaj wycena nabywanego portfela, ponieważ zbyt wysoka cena zakupu często stawia działalność na progu opłacalności. W momencie sprzedaży całe ryzyko jest przenoszone na kupującego. W związku z tym firmy windykacyjne często oczekują przy zakupie rokujących zwrot wierzytelności.



GPM „Vindexus” S.A. w segmencie obrotu wierzytelnościami działa według dwuetapowej procedury. Pierwszy etap dotyczy dogłębnej analizy nabywanego portfela a następnie podjęcia decyzji co do jego zakupu. Drugi etap to właściwa windykacja, na podstawie procedur wewnętrznych i prawnych.

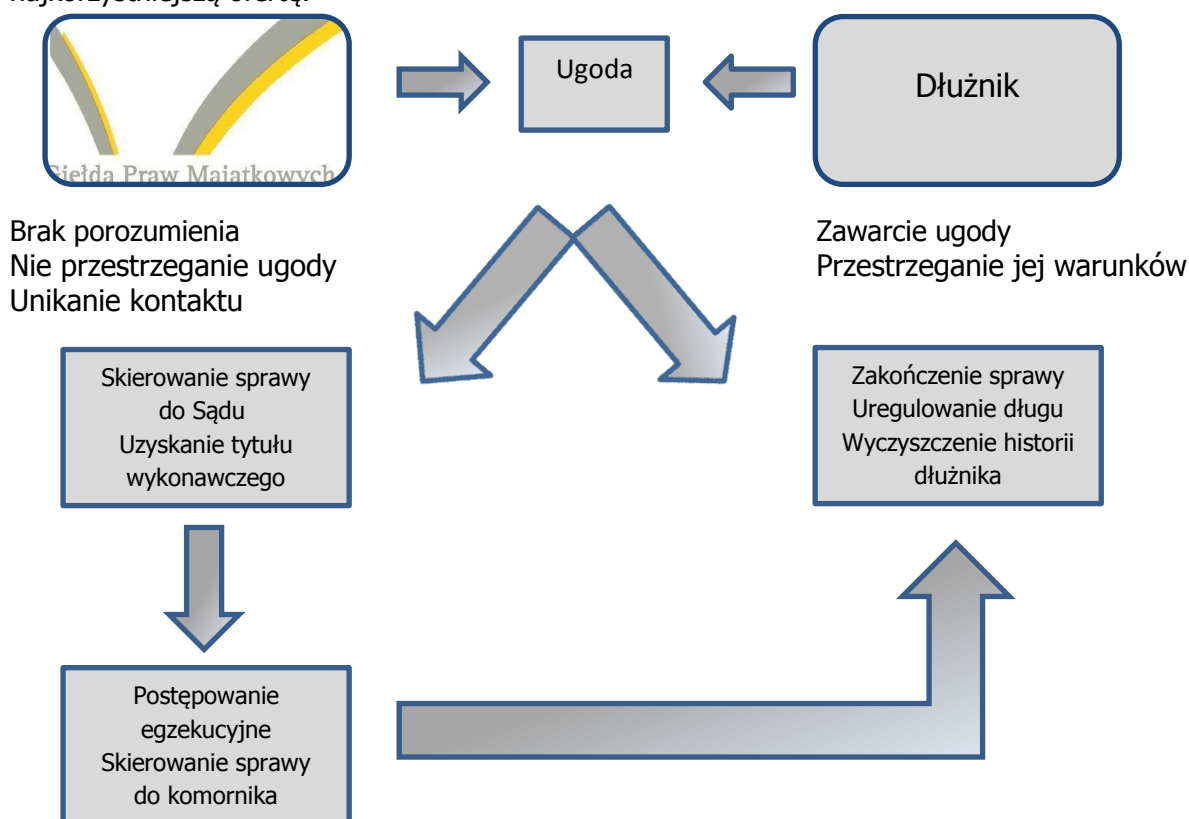
Procedura dotycząca nabycia pakietu wierzytelności jest uruchamiana w momencie rozpisania przetargu przez sprzedającego. Najczęściej taką formę sprzedaży wykorzystują banki oraz firmy telekomunikacyjne. Jeśli spółka uzna ofertę za interesującą, wszczyna tzw. *due diligence*. Jest to bardzo dokładna analiza prawna portfela na podstawie próby udostępnionej przez sprzedającego. Przy szacowaniu wartości portfela nasi pracownicy biorą pod uwagę następujące czynniki:

- wysokość zadłużenia (głównego, odsetkowego, należności ubocznych),
- rodzaj wierzytelności, z uwzględnieniem tytułu z jakiego wierzytelność powstała i rodzaju wierzyciela,
- termin wymagalności,
- historię spłat,
- okres przedawnienia,
- rodzaj dłużnika oraz jego indywidualnymi cechami,
- rodzaj i poziom zabezpieczeń oraz ich wartość rynkową,
- ocena prawdopodobieństwa ściągłości należności.
- wysokość zadłużenia (głównego, odsetkowego, należności ubocznych),
- rodzaj wierzytelności, z uwzględnieniem tytułu z jakiego wierzytelność powstała oraz rodzaj wierzyciela,
- termin wymagalności,
- historię spłat,
- okres przedawnienia,
- rodzaj dłużnika oraz jego indywidualne cechy,
- rodzaj i poziomem zabezpieczeń oraz ich wartością rynkową,
- ocenę prawdopodobieństwa ściągłości należności.

Opisane powyżej czynniki decydują o jakości portfela i jego wycenie. W jeszcze większym stopniu o zakupie decyduje stan prawny wierzytelności. Analizując stan prawny Spółka bierze pod uwagę następujące warunki:

- są bezsporne co do istnienia, wysokości, wymagalności i możliwości dochodzenia przed sądem,
- nie są obciążone lub zajęte na rzecz osób trzecich,
- sprzedaż wierzytelności nie może być sprzeczna z postanowieniami umowy zawartej między wierzycielem pierwotnym a dłużnikiem (ograniczenie prawa zbywania lub jego zakaz),
- dłużnikowi nie przysługują żadne wierzytelności, które mogłyby być potrącone z wierzytelnością oferowaną do sprzedaży,
- dokumentacja zobowiązania jest kompletna.

Po przeprowadzeniu *due diligence* Spółka jest w stanie oszacować wartość portfela i przedłożyć swoją ofertę. Dalszy przebieg oferty sprzedaży zależy od oferenta. Może on wybrać najlepszą ofertę i sprzedaż sfinalizować. Może także zorganizować kolejny etap, do którego dopuszcza podmioty, które przedłożyły najlepsze oferty. Wybrani mogą zapoznać się z ofertami konkurencji oraz ewentualnie przeszacować własne. Po złożeniu finalnych propozycji, sprzedający wybiera najkorzystniejszą ofertę.



W pierwszym etapie spółka dąży do nawiązania kontaktu z dłużnikiem. W razie powodzenia, wypracowywana jest ugoda satysfakcjonująca obie strony. Jeśli dłużnik jest rzetelny, to po uregulowaniu zobowiązania sprawa zostaje zakończona. W wypadku gdy nie chce zawrzeć ugody, nie przestrzega jej warunków, odmawia współpracy lub unika kontaktu, sprawa zostaje

skierowana na drogę sądową. Po uzyskaniu pozytywnego orzeczenia, rozpoczyna się postępowanie egzekucyjne, a sprawa trafia do egzekucji komorniczej.

W ofercie Spółki znajduje się także **windykacja należności na zlecenie**. GPM „Vindexus” S.A. nawiązuje współpracę z podmiotem, analizuje zlecone wierzytelności oraz uzgadnia warunki i stawki. Jeśli strony dojdą do porozumienia to Spółka rozpoczyna windykację wierzytelności, postępując zgodnie z analogiczną procedurą jak przy windykacji na własny rachunek.

Dodatkowym źródłem przychodów dla Spółki GPM „Vindexus” S.A. są prowizje będące wynagrodzeniem za obsługę wierzytelności funduszu sekurytyzacyjnego GPM Vindexus NSFIZ na podstawie umowy z 28 stycznia 2008 roku. Wynagrodzenie z tytułu windykacji wierzytelności funduszu sekurytyzacyjnego jest naliczane w kwocie 25% od uzyskanych wpływów.

Tabela 8 Struktura przychodów Grupy Kapitałowej

Przychody (tys. zł)	I półrocze 2011	I półrocze 2010
Przychody z windykacji	11 194	6783
Przychody z tytułu świadczenia usług windykacji	668	407
Przychody ogółem	11 862	7 190

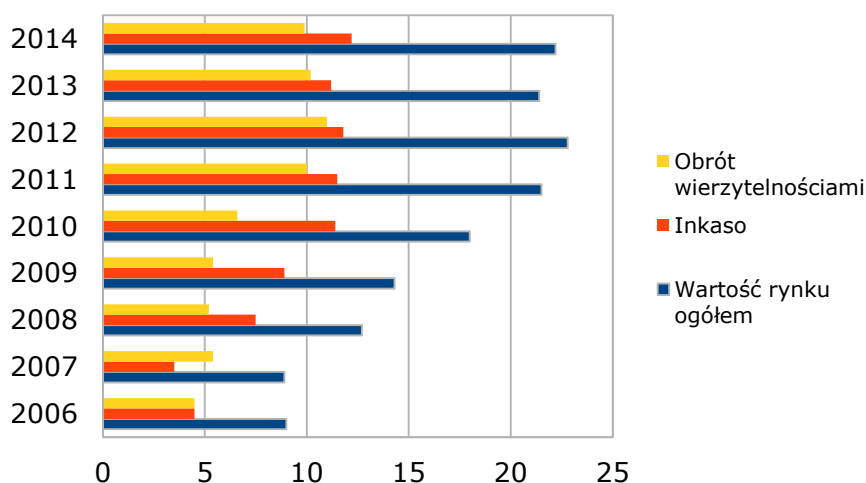
5.2 Informacje o rynkach zakupu

W Polsce można zaobserwować dynamiczny rozwój branży windykacyjnej. Według najnowszych badań¹ ten segment gospodarki był w 2009 roku warty blisko 14,3 mld złotych, a w 2014 roku osiągnie 22,2 mld zł. Oznacza to bardzo dobre perspektywy dla spółek działających w branży, ale także wzmożoną konkurencję na rynku. Pozostaje on podzielony na dwa segmenty – windykację na zlecenie oraz obrót wierzytelnościami. Tradycyjnie branżę identyfikuje się z tym pierwszym rodzajem usług i według Instytutu Badań nad Gospodarką Rynkową (IBnGR) stanowi on blisko 60% udział w rynku. Jednakże coraz większy udział zdobywa hurtowy handel wierzytelnościami, polegający na zakupie dużych portfeli i odzyskiwaniu ich na własny rachunek.

Swój wzrost branża zawdzięcza przede wszystkim dobrej koniunkturze gospodarczej oraz rozwojowi sektora bankowego. Zadłużenie Polaków rośnie w coraz szybszym tempie. Prowadzi to do wzrostu nieregulowanych zobowiązań. Jest to typowe zjawisko w realiach gospodarki rynkowej. Firmy windykacyjne egzekwują należności, przywracając drożność przepływów pieniężnych w otoczeniu ekonomicznym podmiotu, który popadł w kłopoty. Jest to szczególnie korzystne w warunkach gospodarki rozwijającej się, w której wiele podmiotów powstaje i z braku płynności upada. By nie pociągnęły za sobą pozostałych z powodów zatorów płatniczych, działalność firm windykacyjnych jest niezbędna.

¹ „Rynek zarządzania wierzytelnościami w Polsce oraz perspektywy jego rozwoju do 2014”, IBnGR 2010

Wykres 2 Rynek windykacji w Polsce 2006-2014 (mld zł)



Wachlarz potencjalnych sprzedających wierzytelności jest bardzo szeroki, najczęściej dotyczy podmiotów prowadzących działalność w systemie odroczonej płatności – przez co rozumie się np. umowy kredytowe, opłaty abonamentowe etc. Z tych powodów na rynku dominują instytucje finansowe, przede wszystkim banki oraz firmy telekomunikacyjne. Struktura rynku wymusiła profil działalności firm windykacyjnych i są nastawione one przede wszystkim na tych odbiorców.

5.2.1 Najwięksi dostawcy.

Tabela 9 Struktura przychodów operacyjnych Grupy Kapitałowej w zależności od źródła powstania (tys. zł)

Dostawcy	I półrocze 2011		I półrocze 2010	
	Przychody	%	Przychody	%
Banki	5 782	48,74%	2 629	36,56%
Telefonia	3 959	33,38%	2 396	33,33%
Inne usługi masowe	1 044	8,80%	973	13,53%
Syndycy	409	3,45%	785	10,92%
Pozostałe	668	5,63%	407	5,66%
Suma	11 862	100%	7 190	100%

Źródło: Spółka

Tabela 10 Cena zakupu wierzytelności przez Grupę Kapitałową (tys. zł)

Dostawcy	I półrocze 2011		I półrocze 2010	
	Cena zakupu	%	Cena zakupu	%
Syndycy			14	1%
Telefonia			0	0%
Banki	33 612	100%	1 375	98%
Pozostałe			13	1%
Suma	33 612	100%	1 402	100%

Źródła: Spółka

Tabela 11 Cena zakupu wierzytelności przez Grupę Kapitałową (tys. zł)

Dostawcy	GPM Vindexus S.A.		NSFIZ		Grupa Kapitałowa	
	I półrocze 2011		I półrocze 2011		I półrocze 2011	
	Cena zakupu	%	Cena zakupu	%	Cena zakupu	%
Syndycy						
Telefonia						
Banki	1762	100%	31 850	100%	33 612	100%
Pozostałe						
Suma	1 762	100%	31 850		33 612	100%

6. Wyniki finansowe Grupy Kapitałowej

6.1. Konsolidacja wyników.

Rachunek wyników.

Z uwagi na uzyskanie kontroli nad funduszem sekurytyzacyjnym 07 kwietnia 2011 r. konsolidacji podlegają wyniki funduszu GPM Vindexus NSFIZ za drugi kwartał z wynikami Spółki dominującej za pierwsze półrocze 2011 r.

W związku z faktem, że rachunkowość jednostki zależnej GPM Vindexus NSFIZ jest prowadzona zgodnie z Rozporządzeniem Ministra Finansów z dnia 24.12.2007 r. w sprawie szczególnych zasad rachunkowości funduszy inwestycyjnych, wyniki funduszu wymagały przekształcenia wg zasad stosowanych przez Spółkę dominującą (MSSF/MSR).

Wartość godziwa aktywów netto jednostki przejętej na dzień przejęcia wyniosła 45 119 tys. zł, po korektach z zastosowaniem zasad rachunkowości opartych na standardach MSSF/MSR Spółki dominującej, wartość aktywów netto funduszu wyniosła 50 665 tys. zł. Koszt przejęcia 33 663 tys. zł.

W wyniku kilkietapowego nabycia udziałów na dzień kontroli dokonano przeszacowania kosztu przejęcia do wartości godziwej w wysokości 17 002 tys. zł, przeszacowanie ujęto w rachunku zysków i strat jako jednorazowy zysk.

W skonsolidowanym rachunku zysków i strat wyłączono wzajemne przychody i koszty, powstałe w związku ze świadczeniem usług jednostki dominującej na rzecz zależnej, a także przychody i koszty odsetkowe.

Składniki aktywów i pasywów.

W skonsolidowanym bilansie wyłączono wartość godziwą certyfikatów inwestycyjnych w funduszu sekurytyzacyjnym, posiadanych przez Spółkę dominującą oraz kapitał podstawowy funduszu.


Korekty wyłączające objęły również pozycje wzajemnych rozrachunków.

6.2 Wybrane elementy rachunku zysków i strat

Tabela 12 Wybrane pozycje z rachunku zysków i strat Grupy kapitałowej

Kategoria	01 kwartał 2011	02 kwartał 2011	I półrocze 2011	I półrocze 2010	Dynamika
Przychody netto ze sprzedaży	4 231	7 631	11 862	7 190	165%
Zysk brutto na sprzedaży	3 187	4 476	7 663	5 684	135%
Zysk EBIT	1 463	1 848	3 311	2 694	123%
Zysk EBITDA	1 708	1 711	3 419	2 855	120%
Zysk przed opodatkowaniem	819	17 769	18 588	2 520	738%
Zysk netto	729	17 748	18 477	2 065	895%
Zysk w zł na 1 akcję	0,06	1,53	1,59	0,19	837%

Dane porównywalne za pierwsze półrocze 2010 r. obejmują wyniki jednostkowe Spółki Vindexus. Skonsolidowany rachunek zysków i strat na 30.06.2011 r. obejmuje:

 przychody, koszty i pozostałe rachunku wyników za pierwsze półrocze 2011 roku Spółki dominującej oraz

 przychody i koszty jednostki zależnej za drugi kwartał 2011 r.

Przychody z windykacji Grupy Kapitałowej wyniosły za pierwsze półrocze 11 862 tys. zł, w tym przychody Spółki dominującej 7 190 tys. zł po wyłączeniu kwoty przychodów z tytułu obsługi funduszu oraz 4 143 zł GPM Vindexus NSFIZ w drugim kwartale 2011 r. W ocenie Grupy przychody z windykacji będą miały tendencję rosnącą z uwagi na inwestycje dokonane w funduszu. Skonsolidowane wyniki dają rzeczywisty obraz inwestycji w fundusz sekurytyzacyjny, zwłaszcza że koszty finansowe z tytułu obsługi długu przeznaczonego na zakupy w funduszu obciążają wyniki jednostkowe Spółki dominującej.

Istotnym elementem skonsolidowanego rachunku zysków i strat są koszty odsetkowe, które za pierwsze półrocze 2011 r. wyniosły 2 005 tys. zł i były prawie 5,5 razy wyższe w porównaniu z porównywalnym półroczem 2010 r. Udział kosztów finansowych w uzyskanych przychodach z windykacji jest również znacząco wyższy. Wysokość kosztów finansowych będzie w istotny sposób korygowała wyniki w latach następnych.

	30.06.11	30.06.10
Zobowiązania finansowe	38 922	7 645
Przychody z windykacji	11 862	7 190
Koszty finansowe z tytułu obsługi długu poniesione w pierwszym półroczu	2 005	367
Udział kosztów finansowych w przychodach z windykacji w %	17%	5%

6.3 Wskaźniki rentowności.

Kategoria	I półrocze 2011	I półrocze 2010
Rentowność brutto na sprzedaży	65%	79%
Rentowność na działalności operacyjnej	28%	37%
Rentowność EBITDA	29%	40%
Rentowność netto	156%	29%

Wskaźniki rentowności za pierwsze półrocze 2011 r. za wyjątkiem rentowności netto zmniejszyły się w porównaniu do okresu porównywalnego. Wynikają ze wzrostu rozliczanych w rachunku zysków i strat nakładów na nabycie pakietów i dochodzenie roszczeń wynikających z pakietów (rentowność brutto na sprzedaży), wzrostu kosztów działalności operacyjnej. Poziom wskaźnika rentowność netto 156% na 30.06.2011 nie odzwierciedla rentowności działalności operacyjnej, gdyż powstał w wyniku zysków z przejęcia kontroli nad funduszem sekurytyzacyjnym.

6.4 Aktywa i pasywa.

Aktywa Grupy Kapitałowej wynoszą na 30.06.2011 r. 130 744 tys. zł i zwiększyły się w stosunku do aktywów jednostkowych za pierwsze półrocze 2011 r. o 51 467 tys. zł, co stanowi wzrost o 65%. Wzrost ten wynika z inwestycji w fundusz sekurytyzacyjny.





Aktywa skonsolidowane są niższe w porównaniu do jednostkowych aktywów Spółki dominującej na 30.06.11, które kształtują się w kwocie 132 218 tys. zł. Zmiana ta jest skutkiem wyłączenia odpowiednich pozycji aktywów wewnątrz grupy w skonsolidowanym bilansie, a przede wszystkim certyfikatów inwestycyjnych w wartości godziwej w korespondencji z odpowiednimi pozycjami pasywów. Zmieniła się także struktura aktywów, w szczególności aktywów obrotowych, których najistotniejszym składnikiem są portfele wierzytelności wycenione w wartości godziwej w kwocie 125 614 tys. zł, w tym portfele Spółki dominującej 64 771 tys. zł oraz portfele wierzytelności funduszu sekurytyzacyjnego 60 843 tys. zł. W strukturze aktywów portfele wierzytelności stanowią 96% ich sumy. Wycenione są w kwocie szacowanych strumieni pieniężnych z portfeli w ciągu 10 lat od dnia bilansowego, zdyskontowanych do wartości bieżącej.

Składniki aktywów	30.06.2011	30.06.2010	Dynamika w %
Aktywa trwałe	2 859	9 980	29%
Aktywa obrotowe	127 885	69 297	185%
Należności handlowe i pozostałe	1 827	1 489	123%
Należności z tytułu bieżącego podatku dochodowego	16		
Nabyte wierzytelności	125 614	64 765	194%
Pozostałe aktywa finansowe		2 881	0
Rozliczenia międzyokresowe	113	90	126%
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	315	72	438%

Aktywa razem	130 744	79 277	165%
---------------------	----------------	---------------	-------------

Składniki pasywów

Kapitały własne grupy wynoszą 90 242 tys. zł i wzrosły w stosunku pierwszego półrocza 2010 r o 20 922 tys. zł. Wzrost ten wynika z :

-  100 tys. zł -podwyższenie kapitału zakładowego w wyniku emisji akcji serii J Spółki dominującej,
-  4862 tys. zł - agio emisyjne po potrąceniu kosztów emisji,
-  -452 tys. zł - zmiana kapitałów pozostałych,
-  wzrostu zysku skonsolidowanego o 16 412 tys. zł w porównaniu do zysku jednostkowego za pierwsze półrocza 2010 r.

Zobowiązania skonsolidowane na 30.06.11r. wynoszą 40 502 tys. zł i zwiększyły się o około 30 545 tys. zł w stosunku do stanu odnotowanego na 30.06.2010 r. Wzrost zadłużenia Spółki dominującej jest skutkiem inwestycji w portfele wierzytelności w funduszu sekurytyzacyjnym, finansowanych oprocentowanym kapitałem obcym.

Składniki pasywów	30.06.2011	30.06.2010	Dynamika w %
Kapitał własny	90 242	69 320	130%
Kapitał zakładowy	1 159	1 059	109%
Kapitał zapasowy ze sprzedaży akcji powyżej wartości nominalnej	6 935	2 073	335%
Pozostałe kapitały, w tym:	65 727	66 179	99%
Zatrzymane zyski z lat ubiegłych	21 028	21 028	100%
Kapitał z aktualizacji wyceny	40 672	45 151	90%
Kapitał rezerwowy na wypłatę dywidendy	4 027		
Niepodzielony wynik finansowy	-2 056	-2 056	100%
Wynik finansowy bieżącego okresu	18 477	2 065	895%
Zobowiązania długoterminowe	28 454	2 999	949%
Zobowiązania finansowe	28 308	2 318	1221%
Rezerwy	146	681	21%
Zobowiązania krótkoterminowe	12 048	6 958	173%
Zobowiązania finansowe	10 468	5 159	203%
Zobowiązania handlowe	1 275	1 396	91%
Zobowiązania z tytułu bieżącego podatku dochodowego		128	0%
Pozostałe zobowiązania i rezerwy	305	275	111%
Pasywa łącznie	130 744	79 277	165%

6.5. Wskaźniki zadłużenia.

		30.06.2011	30.06.2010
Aktywa skonsolidowane		130 744	79 277
Skonsolidowane kapitały własne		90 242	69 320
Skorygowane kapitały własne	kapitały własne- kapitał z aktualizacji wyceny	49 570	24 169
Zobowiązania skonsolidowane		40 502	16 327
Zobowiązania skonsolidowane długoterminowe		28 454	2 958
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	zobowiązania ogółem / aktywa ogółem	31%	21%
Udział zobowiązań długoterminowych w zobowiązaniach ogółem	zobowiązania długoterminowe/ zobowiązania ogółem	70%	18%
Zadłużenie kapitału własnego	zobowiązania/ kapitały własne	45%	24%
Zadłużenie skorygowanych kapitałów własnych	zobowiązania/ skorygowane kapitały własne	82%	68%

7. Ważniejsze wydarzenia w okresie 01.01.2011-30.06.2011 i do dnia sporządzenia raportu

W pierwszym półroczu 2011 roku oraz do momentu opublikowania niniejszego raportu

Emisja akcji serii J.

W dniu 9 lutego podjęta została uchwała o podwyższeniu kapitału zakładowego w ramach kapitału docelowego, z wyłączeniem prawa poboru dotychczasowych akcjonariuszy w drodze emisji nie więcej niż 1 000 000 (słownie: jednego miliona) akcji serii J o wartości nominalnej 0,1 zł każda. Celem podwyższenia kapitału zakładowego w drodze emisji Akcji serii J było proponowanie nabycia i wydanie akcji Spółki w celu realizacji uprawnień posiadaczy imiennych warrantów subskrypcyjnych serii A, wyemitowanych przez Spółkę na podstawie uchwały Zarządu z dnia 9 lutego 2011 r. Cena emisyjna akcji serii J została ustalona w wysokości 5,20 zł za jedną akcję.

Prawa wynikające z posiadania imiennych warrantów subskrypcyjnych zostały wykonane w całości. W dniu 7 marca 2011 Sąd Rejonowy w Warszawie zarejestrował podwyższenia kapitału

zakładowego Spółki w drodze emisji akcji serii J. Po tej zmianie kapitał zakładowy Spółki wynosi 1 159 193,80 zł i dzieli się na 11 591 938 akcji.

W dniu 6 kwietnia 2011 KDPW S.A. podjęła uchwałę o rejestracji 1 000 000 akcji zwykłych na okaziciela serii J. Na mocy uchwały GPW w Warszawie nr 476/2011 akcje serii J zostały dopuszczone do obrotu na rynku równoległym. Na mocy tej samej uchwały akcje serii J zostały wprowadzone do obrotu na rynku równoległym na sesji giełdowej w dniu 19 kwietnia 2011. W dniu 19 kwietnia akcje serii J zostały zarejestrowane w KDPW S.A. w liczbie 1 000 000 sztuk.

W wyniku emisji akcji serii J pozyskano kapitał w kwocie 5 200 tys. zł. Agio emisyjne 5 100 tys. zł. Po potrąceniu kosztów emisji w kwocie 238 tys. zł Spółka uzyskała 4 962 tys. zł. Z pozyskanego kapitału sfinansowano częściowo nabycie certyfikatów inwestycyjnych serii F w kwocie 2 937 tys. zł. Pozostałą kwotę 2 263 tys. zł Spółka przeznaczyła na opłatę wpisów sądowych.



Objęcie emisji certyfikatów inwestycyjnych.

W I półroczu 2011 nastąpiły istotne zmiany w stanie posiadania Spółki dominującej. Zostały w całości objęte dwie kolejne emisje certyfikatów, serie E oraz F.

- Emisja certyfikatów inwestycyjnych serii E – zakup 7 certyfikatów za łączną kwotę 4 625 tys. zł, co przekłada się na cenę emisyjną jednego certyfikatu równą 660 736 zł. Środki z emisji zostały przeznaczone na zakup wierzytelności bankowych
- Emisja certyfikatów inwestycyjnych serii F – zakup 38 certyfikatów za łączną kwotę 25 297 tys. zł, co przekłada się na cenę emisyjną jednego certyfikatu równą 665 699 zł. Środki z emisji zostały przeznaczone na zakup wierzytelności bankowych.

Spółka dominująca po objęciu ostatnich emisji posiada 68 certyfikatów inwestycyjnych. Nabycie to wiązało się z inwestycją w pakiet wierzytelności Deutsche Banku. Aktywa netto funduszu GPM Vindexus NSFIZ wyniosły 53 623 tys. zł, a na jeden certyfikat inwestycyjny przypada 799 tys. zł aktywów netto funduszu (na dzień 30.06.2011r.).



Nowe emisje obligacji i spłata dotychczasowych .

Emisja obligacji serii T

Na podstawie uchwały Zarządu Spółki z dnia 12 stycznia 2011 wyemitowano 5 180 obligacji imiennych serii T o wartości nominalnej i cenie emisyjnej 1 tys. zł każda. Łączna cena emisyjna wyniosła 5 180 tys. zł. Obligacje są oprocentowane według stopy zmiennej wynoszącej WIBOR 6M + 8% w skali roku. Odsetki naliczane są w trzymiesięcznych okresach odsetkowych i wypłacane ostatniego dnia każdego okresu odsetkowego.

Spółka zobowiązana jest do wykupu obligacji 15 lipca 2013 roku, przy czym zastrzeżono możliwość wcześniejszego wykupu na żądanie obligatariusza.

Środki pozyskane w wyniku emisji dłużnych papierów wartościowych serii T wykorzystano w dniu 13 stycznia 2011 r. na objęcie certyfikatów inwestycyjnych serii E funduszu sekurytyzacyjnego GPM VINDEXUS NSFIZ w ilości 7 sztuk za kwotę 4 625 tys. zł. Pozostałe środki wykorzystano na koszty wpisów sądowych.

Emisja obligacji U

Na podstawie uchwały Zarządu Spółki z dnia 10 stycznia 2011 wyemitowano 270 obligacji imiennych serii U o wartości nominalnej i cenie emisyjnej 10 tys. zł każda. Łączna cena emisyjna wyniosła 2 700 tys. zł. Obligacje są oprocentowane według stopy wynoszącej 11,25% w skali roku. Odsetki naliczane są w trzymiesięcznych okresach odsetkowych i wypłacane ostatniego dnia każdego okresu odsetkowego.

Spółka zobowiązana jest do wykupu obligacji 12 stycznia 2012 roku, przy czym zastrzeżono możliwość wcześniejszego wykupu na żądanie obligatariusza lub emitenta. W dniu 21 marca Spółka skorzystała z tej możliwości i wykupiła 50 obligacji serii U na łączną kwotę 500 tys. zł.

Środki pozyskane w wyniku emisji dłużnych papierów wartościowych serii U wykorzystano na zapłatę zobowiązania w kwocie 2 969 tys. zł na rzecz Polskiej Telefonii Cyfrowej z tytułu umowy przelewu wierzytelności zawartej 22.12.2010 r. zł. Pozostałą kwotę uregulowano ze środków własnych.

Emisja obligacji W

Na podstawie uchwały Zarządu Spółki z dnia 2 lutego 2011 wyemitowano 22 560 obligacji imiennych serii W o wartości nominalnej i cenie emisyjnej 1 tys. zł każda. Łączna cena emisyjna wyniosła 22 560 tys. zł. Obligacje są oprocentowane według stopy zmiennej wynoszącej WIBOR 6M + 8% w skali roku. Odsetki naliczane są w trzymiesięcznych okresach odsetkowych i wypłacane ostatniego dnia każdego okresu odsetkowego.

Spółka zobowiązana jest do wykupu obligacji 12 sierpnia 2013 roku, przy czym zastrzeżono możliwość wcześniejszego wykupu na żądanie obligatariusza.

Środki pozyskane w wyniku emisji dłużnych papierów wartościowych serii W na objęcie 38 certyfikatów inwestycyjnych w funduszu sekurytyzacyjnym GPM VINDEUS NSFIZ o łącznej wartości 25 296 558,96 zł, przydzielonych 07 lutego 2011 r.

Wykup obligacji serii U

Wykupiono część obligacji serii U w kwocie nominalnej i wykupu 500 tys. zł w dniach 21.03.2011 -23.03.2011. 28 kwietnia 2011 r. wykupiono dalszą część obligacji serii U w kwocie 400 tys. zł. Łącznie 900 tys. zł. Środki na wykup uzyskano z działalności operacyjnej. Na dzień publikacji raportu za pierwsze półrocze 2011 r. zobowiązanie z tytułu obligacji serii U wynosi 1 600 tys. zł.

Wykup obligacji serii P

28 kwietnia 2011 r. wykupiono obligacje serii P o wartości nominalnej i wykupu 300 tys. zł, który to wykup został sfinansowany z własnych środków.

Saldo zobowiązań z tytułu obligacji serii P na dzień 31.08.2011 r. wynosi 270 tys. zł.

Wykup obligacji serii K

W dniach 30 czerwca i 1 lipca 2011 r. wykupiono obligacje serii K o łącznej kwocie wykupu 2 000 tys. zł. Wykup sfinansowano z własnych środków oraz emisji obligacji serii Z.

Emisja obligacji serii Z.

Na podstawie uchwały Zarządu Spółki z dnia 30 czerwca 2011 wyemitowano 140 obligacji imiennych serii Z o wartości nominalnej i cenie emisyjnej 10 tys. zł każda. Łączna cena emisyjna

wyniosła 1 400 tys. zł. Obligacje są oprocentowane według stopy wynoszącej 11,50% w skali roku. Odsetki naliczane są w trzymiesięcznych okresach odsetkowych i wypłacane ostatniego dnia każdego okresu odsetkowego.

Spółka zobowiązana jest do wykupu obligacji 07.07.2012 roku, przy czym zastrzeżono możliwość wcześniejszego wykupu na żądanie obligatariusza. W dniu 19 lipca Spółka wykupiła 100 obligacji serii Z na łączną kwotę 1 000 tys. zł.

Środki pozyskane w wyniku emisji dłużnych papierów wartościowych serii Z wykorzystano na wykup obligacji serii K dnia 01.07.2011r.

Emisja obligacji serii A1

Na podstawie uchwały Zarządu Spółki z dnia 18 lipca 2011 wyemitowano 50 obligacji imiennych serii A1 o wartości nominalnej i cenie emisyjnej 10 tys. każda. Łączna cena emisyjna wyniosła 500 tys. zł. Obligacje są oprocentowane według stałej stopy procentowej wynoszącej 11,50% w skali roku. Odsetki naliczane są w trzymiesięcznych okresach odsetkowych i wypłacane ostatniego dnia każdego okresu odsetkowego.

Spółka zobowiązana jest do wykupu obligacji 19.07.2012 roku, przy czym zastrzeżono możliwość wcześniejszego wykupu na żądanie obligatariusza.

Środki przekazane w wyniku emisji dłużnych papierów wartościowych serii A1 wykorzystano na częściowy wykup obligacji serii Z.

Wykup obligacji serii R.

17 sierpnia 2011 r. wykupiono obligacje serii R o wartości nominalnej i wykupu 500 tys. zł. Wykup sfinansowano ze środków własnych.

Emisja obligacji serii B1

Na podstawie uchwały Zarządu Spółki z dnia 30 sierpnia 2011 wyemitowano 2800 obligacji zwykłych na okaziciela serii B1 o wartości nominalnej i cenie emisyjnej 1 tys. każda. Łączna cena emisyjna wyniosła 2 800 tys. zł. Obligacje są oprocentowane według stopy wynoszącej 12,00% w skali roku. Odsetki naliczane są w trzymiesięcznych okresach odsetkowych i wypłacane ostatniego dnia każdego okresu odsetkowego.

Spółka zobowiązana jest do wykupu obligacji 03.09.2012 roku, przy czym zastrzeżono możliwość wcześniejszego wykupu na żądanie obligatariusza.



Pozostałe istotne zdarzenia

Zawarcie umowy przez fundusz sekurytyzacyjny GPM Vindexus NSFIZ na zakup portfela wierzytelności bankowych.

Umowa została zawarta 16 listopada, aneksowana 24 stycznia 2011 r., na zakup portfela wierzytelności. Dniem realizacji umowy była data, pod którą wpłynęły środki pieniężne z tytułu zapłaty na rachunek zbywcy. Wartość nominalna pakietu wynosi 230 099 361,28 zł i obejmuje 12 712 spraw w portfelu.

Umowa została zawarta przed dniem, w którym powstał obowiązek konsolidacji wyników obu jednostek. Jej zawarcie jest znaczącym zdarzeniem z uwagi na wielkość transakcji oraz szacowane w przyszłości przychody z windykacji.

Objęcie kontroli nad funduszem sekurytyzacyjnym GPM Vindexus NSFIZ.

1 lutego 2011 r. Komisja Nadzoru Finansowego wydała zezwolenie Spółce Giełda Praw Majątkowych Vindexus S.A. na zarządzanie sekurytyzowanymi wierzytelnościami funduszu sekurytyzacyjnego. Z uwagi na ten fakt zwiększyły się uprawnienia Spółki, co znalazło odzwierciedlenie w zmienionym w statucie funduszu sekurytyzacyjnego GPM Vindexus NSFIZ. Zmiany statutu funduszu zostały dokonane 07 kwietnia 2011 r. Skutkiem tych zmian oraz posiadania przez Spółkę dominującą 100% certyfikatów inwestycyjnych funduszu GPM Vindexus NSFIZ było objęcie kontroli Spółki Vindexus nad funduszem sekurytyzacyjnym. W momencie objęcia kontroli zwiększył się wpływ Spółki na politykę inwestycyjną funduszu.

Zgodnie z raportem bieżącym nr 35/2011 z 08.04.2011, Spółka GPM „Vindexus” S.A. począwszy od raportu śródrocznego na dzień 30.06.11 r. rozpoczyna publikowanie skonsolidowanych sprawozdań finansowych.

8. Wskazanie skutków zmian w strukturze jednostki gospodarczej

Grupa Kapitałowa Giełda praw Majątkowych Vindexus powstała poprzez objęcie kontroli nad funduszem sekurytyzacyjnym GPM Vindexus NSFIZ. Jednostki tworzące Grupę zachowały dotychczasową odrębność i osobowość prawną. Efektem objęcia przez Spółkę Dominującą kontroli nad funduszem jest konsolidowanie wyników uczestników Grupy, co umożliwia właściwą prezentację procesów zachodzących wewnątrz Grupy, ich skutki finansowe oraz prawidłową ocenę posiadanego majątku i rentowności.

9. Stanowisko Zarządu dotyczące możliwości zrealizowania publikowanych prognoz wyników na 2011 rok

Spółka nie publikowała prognoz wyników na rok 2011.

10. Wskazanie postępowań toczących się przed sądem, organem właściwym dla postępowania arbitrażowego lub organem administracji publicznej

Działalność operacyjna Spółki polega na nabywaniu pakietów wierzytelności i windykacja ich na własny rachunek w postępowaniu sądowym i komorniczym. Konieczność skierowania sprawy na drogę sądową wynika najczęściej z niemożności polubownego rozwiązania sprawy z dłużnikiem. Takie przypadki stanowią większość i skutkują dużą liczbą kierowanych do sądów spraw. W związku z tym należy dużą liczbę postępowań łączyć ze specyfiką działalności Spółki.

W swojej działalności Spółka intensywnie wykorzystuje instytucję e-sądu. Pozwala to na zwiększenie efektywności i przyspieszenie procedury odzyskiwania wierzytelności. W 2011 roku historia postępowań przedstawiała się następująco (łącznie z e-sądem):

Sprawy sądowe Grupy Kapitałowej w I półroczu 2011 roku.						
	GPM Vindexus S.A.		GPM Vindexus NSFIZ		Grupa kapitałowa ogółem	
Wyszczególnienie	ilość spraw	dochodzona kwota (tys.)	ilość spraw	dochodzona kwota (tys.)	ilość spraw	dochodzona kwota (tys.)
Stan spraw w sądzie na 01.01.2011	5 798	26 335	1 393	41 479	7 191	67 814
Sprawy skierowane na drogę sądową	8 427	17 349	13 763	262 030	22 190	279 379
Uzyskane tytuły wykonawcze	5 490	18 730	2 472	54 950	7 962	73 680
Oddalenie powództwa	21	68	17	313	38	381
Wycofane pozwy oraz postępowania umorzone	141	1 846	178	4 279	319	6 125
Stan spraw w sądzie na 30.06.2011	8 573	23 040	12 489	243 967	21 062	267 007

11. Informacja o zawarciu przez Spółkę lub jednostkę od niej zależną jednej lub wielu transakcji z podmiotami powiązanymi, jeżeli pojedynczo lub łącznie są one istotne i zostały zawarte na warunkach innych niż rynkowe

11.1 Wzajemne rozrachunki Spółki dominującej i jednostki zależnej w Grupie Kapitałowej na dzień 30.06.2011r. (w tys. zł)

Nazwa podmiotu	Zobowiązania handlowe	Należności handlowe	Należności z tytułu dłużnych papierów wartościowych	Naliczone odsetki
GPM Vindexus NSFIZ		1 212	5 000	173

W skonsolidowanym sprawozdaniu finansowym za pierwsze półrocze zostały wyłączone wzajemne rozrachunki z tytułu świadczonych przez Spółkę dominującą usług na rzecz funduszu sekurytyzacyjnego oraz należności z tytułu dłużnych papierów wartościowych.

11.2 Przychody i koszty z wzajemnych transakcji w okresie objętym konsolidacją od 01.04.2011 r. do 30.06.2011 r. (w tys. zł).

Nazwa podmiotu	Przychody ze sprzedaży usług windykacyjnych	Odsetki
GPM Vindexus NSFIZ	591	173

Zarówno przychody ze sprzedaży jak i przychody odsetkowe, które Spółka uzyskała od funduszu sekurytyzacyjnego zostały wyłączone ze skonsolidowanego rachunku zysków i strat.

11.3 Rozrachunki z tytułu transakcji z jednostkami powiązanymi osobowo na dzień 30.06.2011 r. (w tys. zł)

Nazwa podmiotu	Zobowiązania handlowe	Należności handlowe	Zobowiązania z tytułu dłużnych papierów wartościowych	Naliczone odsetki
FIZ Sp. z o.o.	16			
Kancelaria Prawna Grzegorza Lewandowskiego Spółka Komandytowa				
Agencja Inwestycyjna Estro Sp. z o.o.	23			
Dom Aukcyjny Mebis Sp. z o.o.		23	270	6
Mebis Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych Sp. z o.o.				
Adimo Egze S.A.	16	285		
Grażyna Jankowska - Kuchno				
ogółem	55	308	270	6

11.4 Przychody i koszty z transakcji w okresie 01.01.2011 - 30.06.2011 r. (w tys. zł) z jednostkami powiązanymi osobowo

Nazwa podmiotu	Przychody ze sprzedaży usług	Koszty usług	Zapłacone odsetki od dłużnych papierów wartościowych
FIZ Sp. z o.o.		102	

Kancelaria Prawna Grzegorza Lewandowskiego Spółka Komandytowa		122	
Agencja Inwestycyjna Estro Sp. z o.o.			4
Dom Aukcyjny Mebis Sp. z o.o.		1	16
Mebis Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych Sp. z o.o.			30
Adimo Egze S.A.		162	
Grażyna Jankowska - Kuchno			5
Ogółem		387	55

12. Informacje o udzieleniu przez Spółkę lub przez jednostkę od niego zależną poręczeń kredytu lub pożyczki lub udzieleniu gwarancji – łącznie jednemu podmiotowi lub jednostce zależnej od tego podmiotu, jeżeli łączna wartość istniejących poręczeń lub gwarancji stanowi równowartość co najmniej 10% kapitałów własnych Spółki

Nie udzielono poręczeń kredytu lub pożyczki. Nie udzielono żadnych gwarancji.

13. Opis podstawowych zagrożeń i ryzyka związanych z pozostałymi miesiącami roku obrotowego

13.1 Ryzyko związane z sytuacją gospodarczą.

Obecne spowolnienie w gospodarce oddziałuje na sytuację Grupy w sposób umiarkowany. Wzrosło ryzyko niewypłacalności dłużników. Obserwowana jest tendencja nie tylko wzrostu podaży pakietów wierzytelności przeterminowanych, ale także popytu, co wiąże się ze wzrostem hurtowych cen zakupu na rynku wierzytelności. W naszej ocenie wzrost cen zakupu ma charakter krótkoterminowy. Wraz ze wzrostem stóp procentowych Wibor i marży na rynku długu korporacyjnego wzrosła cena kredytu. Dalsze utrzymywanie się spowolnienia, czy też wystąpienia recesji może mieć wpływ na działalność Grupy. Z uwagi na wieloletnie doświadczenie spółki dominującej kontynuowana jest dotychczasowa strategia inwestycji w pakiety wierzytelności w atrakcyjnych cenach. Grupa utrzymuje bezpieczny poziom zadłużenia, jednocześnie zmienia strukturę finansowania wierzytelności poprzez zastąpienie zadłużenia krótkoterminowego zadłużeniem długoterminowym.

13.2. Ryzyko związane z działalnością firm konkurencyjnych.

Branża, w której działalność prowadzi Spółka, charakteryzuje się dużą konkurencyjnością. Konkurentami Spółki są podmioty finansowane przez inwestorów zagranicznych oraz podmioty,

które uzyskały finansowanie na skutek przeprowadzenia oferty publicznej swoich akcji. Na rynku działają również mniejsze spółki zajmujące się zakupem i windykacją wierzytelności. Jednocześnie Spółka obserwuje, iż co jakiś czas podmioty dotychczas niezwiązane z branżą podejmują decyzję o wejściu na rynek obrotu wierzytelnościami. Z uwagi na wzrost liczby podmiotów ubiegających się o zakup hurtowy pakietów wierzytelności, wzrosły ich ceny. Grupa kontynuuje współpracę z dotychczasowymi dostawcami wierzytelności oraz aktywnie poszukuje nowych pakietów wierzytelności. Budując zdywersyfikowany portfel wierzytelności zabezpiecza się przez wahaniami w podaży pakietów i zmianami cen zakupu. W związku z powyższym Spółka ocenia ryzyko związane z działalnością firm konkurencyjnych jako niewielkie.

13.3 Ryzyko związane z niestabilnością polskiego systemu prawnego.

Zmiany przepisów prawa mogą mieć wpływ na otoczenie prawne działalności gospodarczej, w tym także prowadzonej przez Spółkę. Dotyczy to między innymi uregulowań i interpretacji przepisów podatkowych oraz uregulowań dotyczących działalności przedsiębiorców. Każda zmiana przepisów może spowodować wzrost kosztów działalności Grupy i wpłynąć na wyniki finansowe oraz powodować trudności w ocenie skutków przyszłych zdarzeń i decyzji. Niniejsze ryzyko jest ograniczane poprzez bieżącą obserwację zachodzących zmian w otoczeniu prawnym i prowadzeniu działalności zgodnie z obowiązującymi przepisami.

13.4 Ryzyko związane z niestabilnością systemu podatkowego.

Polski system podatkowy charakteryzuje się stosunkowo dużą niestabilnością. Część przepisów podatkowych nie zostało sformułowanych w sposób dostatecznie precyzyjny i brak jest ich jednoznacznej wykładni. Przedsiębiorstwa działające w Polsce są zatem narażone na pojawianie się zastrzeżeń ze strony organów podatkowych. Istnieje zatem ryzyko, iż pomimo stosowania przez Spółkę aktualnych wykładni przepisów podatkowych, sprawdzonych przez Biegłego Rewidenta i potwierdzonych opiniami doradców podatkowych, organy skarbowe mogą przyjąć odmienną interpretację. Wskazane wyżej czynniki mogą negatywnie wpłynąć na sytuację grupy, w szczególności na jej wyniki finansowe oraz perspektywy rozwoju. Spółka ogranicza niniejsze ryzyko poprzez bieżącą obserwację zachodzących zmian w zagadnieniach związanych z przepisami podatkowymi i prowadzeniu działalności zgodnie z obowiązującymi przepisami.

13.5. Ryzyko związane z nabywaniem pakietów wierzytelności.

Jeżeli na rynku hurtowego zakupu wierzytelności utrzyma się dalszy wzrost cen, Grupa może być narażona na ograniczenie zakupów nowych portfeli, co w perspektywie długoterminowej będzie miało wpływ na tempo wzrostu Grupy. Czynnikiem ograniczającym zakupy jest również koszt kapitału oraz brak możliwości pozyskania go. W pierwszym półroczu odnotowano wzrost kosztów finansowych, spowodowany wzrostem zadłużenia. Mimo to obecna sytuacja Grupy jest dobra dzięki zbudowaniu w okresach wcześniejszych zdywersyfikowanego portfela, zawierającego wierzytelności nie tylko usług masowych i bankowych. Jednocześnie Spółka rozwija także usługę windykacji na zlecenie.

14. Inne informacje, które zdaniem Grupy Kapitałowej są istotne dla oceny jego sytuacji kadrowej majątkowej finansowej, wyniku finansowego ich zmian oraz informacje, które są istotne dla oceny możliwości realizacji zobowiązań przez Grupę Kapitałową.

W ocenie Grupy Kapitałowej jej sytuacja finansowa jest stabilna. Spółka dominująca posiada narzędzia informatyczne, procedury windykacji oraz zespół fachowców, który zapewnia osiąganie coraz wyższych wyników. Spółka dominująca nie przewiduje dalszego wzrostu zatrudnienia. Będzie korzystała z form czasowego zatrudnienia w przypadku spiętrzenia prac.

Następuje wzrost aktywów Spółki. Przychody w okresie objętym śródrocznym sprawozdaniem finansowym wzrosły. Spółka dominująca, na której ciężar zaciągnięte zobowiązania, w terminie spłaca odsetki oraz kapitał zobowiązań.

Na bazie portfeli wierzytelności, które posiada Grupa w łącznej kwocie wyceny wg wartości godziwej 125 614 tys. zł, szacuje się kwotę przychodów, która pokryje spłatę zaciągniętych zobowiązań w kwocie 37 153 tys. zł, odsetki ok. 8 000 tys. zł oraz koszty operacyjne ok. 14 000 tys. zł. Szacunki te mają uzasadnienie w fakcie, że portfele Grupy przeszły drogę sądową, zakończoną w 90% pozytywnym wyrokiem sądowym.

	Stan 30.06.2011	Splata do 30.09.2011	Splata do 31.12.2011	Splata do 31.12.2012	Splata do 30.09.2011	Stan na 30.09.2011
Kredyty (w tys. zł)	3 843		-3 843			0
Obligacje (w tys. zł)	34 933	-1 623*		-5 570	-27 740	0
	38 776	-1 623	-3 843	-5 570	-27 740	0

*Kwota obejmuje per saldo spłatę dotychczasowych zobowiązań i zaciągnięcie nowych.

W ciągu najbliższych dwóch lat Spółka dominująca umorzy część posiadanych certyfikatów inwestycyjnych w funduszu sekuryzacyjnym w celu pozyskania kwot na spłatę obligacji serii T i serii W.W celu pozyskania kapitału na sfinansowanie nowych zakupów portfeli i kosztów dochodzenia roszczeń z tych portfeli na drodze sądowej oraz egzekucji komorniczej jest planowane podwyższenie kapitału akcyjnego Spółki dominującej.

15. Wskazanie czynników, które w ocenie Grupy Kapitałowej będą miały wpływ na osiągnięte przez niego wyniki w perspektywie najbliższego półrocza.

Grupa Kapitałowa zamierza kontynuować dotychczasową działalność polegającą na nabywaniu i obsłudze pakietów wierzytelności. Przewidywany jest dalszy udział Grupy w przetargach organizowanych przez banki, firmy telekomunikacyjne oraz inne przedsiębiorstwa świadczące usługi masowe. Ze względu na dużą ilość ofert oraz wzrost cen oferowanych do sprzedaży pakietów wierzytelności Spółka będzie kupowała jedynie najbardziej atrakcyjne. Ich obsługa wpłynie dodatnio na wyniki finansowe. Gdyby nie zrealizowano dalszych nabyć, dzięki zakupom dokonywanym w ciągu ostatnich lat w szczególności do funduszu sekurytyzacyjnego, przychody z windykacji, generowane przez Grupę będą miały tendencję rosnącą i zapewnią płynność finansową.

Ograniczeniem działalności Grupy jest wzrost zadłużenia oraz wysokość oprocentowania, opartego na zmiennej stopie procentowej WIBOR. Skutkiem wzrostu oprocentowanego długu jest wzrost kosztów obsługi do ok. 2000 tys. zł w za pierwsze półrocze b.r. Przy takiej wysokości odsetek nie można oczekiwać zysku netto oraz rentowności netto działalności na poziomie lat ubiegłych. Z drugiej strony możliwe jest skorzystanie z efektu tarczy podatkowej w związku z uznaniem w przepisach podatkowych zapłaconych odsetek od zobowiązań finansowych za koszty uzyskania przychodu.

Grupa w ciągu najbliższego półrocza spłaci zobowiązania z tytułu obligacji serii S w kwocie 3 mln zł oraz kredyt obrotowy w kwocie 3,4 mln zł. Środki na wykup obligacji serii S zostaną pozyskane nowej emisji obligacji oraz z własnej działalności operacyjnej. Szacuje się, że w przypadku braku dalszych zakupów Grupa będzie posiadała środki na spłatę kredytu obrotowego w PKO BP.

Innym czynnikiem, który może mieć wpływ na wyniki osiągnięte przez Grupę oraz płynność finansową jest sytuacja gospodarcza. Spowolnienie gospodarcze wpływa na podmioty zobowiązane. W przypadku dalszego pogarszania sytuacji gospodarczej ewentualnie wystąpienia recesji możliwe jest pogorszenie wyników finansowych Grupy. W warunkach rosnących cen sprzedaży hurtowej długów dokonywanie dalszych zakupów, sfinansowanych kapitałem zewnętrznym nie jest rentowne.