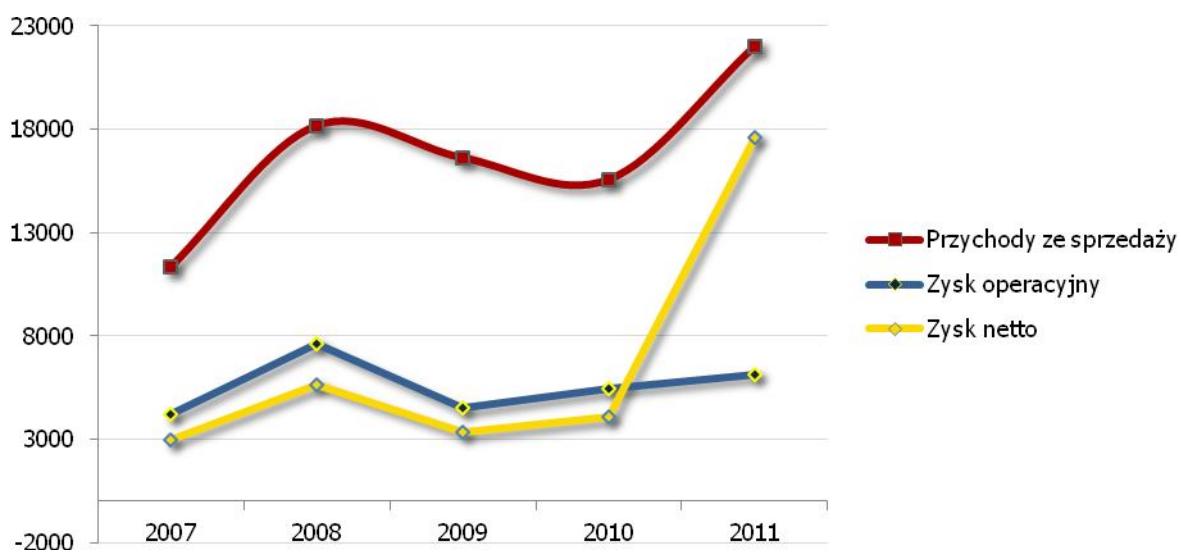




**SPRAWOZDANIE ZARZĄDU Z DZIAŁALNOŚCI  
GRUPY KAPITAŁOWEJ  
GIEŁDA PRAW MAJĄTKOWYCH „VINDEXUS”  
ZA OKRES 01.01.2012-30.06.2012**



*„KONSEKWENCJA TO ZYSK”*

## Spis treści

|  |           |
|--|-----------|
| <b>I. Podstawowe informacje o Grupie Kapitałowej Giełdy Praw Majątkowych „Vindexus”</b>  | <b>4</b>  |
| I.1 Struktura Grupy Kapitałowej Giełdy Praw Majątkowych „Vindexus”   | 4         |
| I.2 Podstawowe informacje o Spółce dominującej   | 4         |
| I.3 Podstawowe informacje o jednostce zależnej GPM Vindexus NSFIZ  | 5         |
| I.4 Podstawowe informacje o jednostce stowarzyszonej Mebis 1 NSFIZ   | 5         |
| <b>II. Organy Spółki dominującej</b>   | <b>7</b>  |
| II.1.1 Zarząd  | 7         |
| II.1.2 Rada Nadzorcza  | 7         |
| II.1.3 Akcjonariat Spółki dominującej  | 8         |
| <b>III. Charakterystyka działalności Grupy Kapitałowej GPM „Vindexus”</b>  | <b>9</b>  |
| III.1 Informacja o podstawowych produktach, towarach i usługach, będących przedmiotem sprzedaży Grupy Kapitałowej GPM Vindexus   | 9         |
| III.2 Informacje o rynkach zbytu   | 11        |
| III.2.1 Najwięksi dostawcy wierzytelności dla Grupy  | 12        |
| <b>IV. Aktualna sytuacja finansowa i majątkowa Grupy</b>   | <b>15</b> |
| IV.1 Wyniki finansowe Grupy Kapitałowej  | 15        |
| IV.2 Skonsolidowane aktywa i pasywa  | 16        |
| IV.3 Ocena rentowności   | 18        |
| IV.4 Ocena zarządzania zasobami finansowymi Grupy, ze szczególnym uwzględnieniem zdolności wywiązywania się z zaciągniętych zobowiązań                                     | 20        |
| IV.4.1 Ocena zadłużenia  | 20        |
| IV.4.2 Zarządzanie kapitałem   | 21        |
| IV.5 Stanowisko Zarządu dotyczące możliwości zrealizowania publikowanych prognoz wyników na 2012 rok   | 21        |
| IV.6 Opis czynników i zdarzeń, w tym o nietypowym charakterze, mających znaczący wpływ na działalność Grupy i osiągnięte przez nią zyski lub poniesione straty w 2012 roku | 21        |
| <b>V. Istotne informacje z działalności Grupy Kapitałowej w pierwszym półroczu roku 2012</b>   | <b>23</b> |
| V.1 Informacje o zawartych w okresie sprawozdawczym i do dnia sporządzenia niniejszego raportu umowach znaczących dla działalności Grupy Kapitałowej                       | 23        |
| V.2 Opis zdarzeń istotnie wpływających na działalność Grupy jakie nastąpiły w pierwszym półroczu 2012 roku oraz do dnia publikacji sprawozdania                            | 23        |
| V.3 Główne inwestycje krajowe i zagraniczne  | 23        |
| V.4 Emisja i wykup dłużnych papierów wartościowych   | 24        |
| V.5 Wskazanie postępowań toczących się przed sądem, organem właściwym dla postępowania arbitrażowego lub organem administracji publicznej                                  | 25        |
| V.5.1 Postępowanie dotyczące zobowiązań albo wierzytelności emitenta lub jednostki od niego zależnej, których wartość stanowi co najmniej 10% kapitałów własnych emitenta  | 25        |

|  |           |
|--|-----------|
| V.5.2 Wskazanie dwóch lub więcej postępowań dotyczących zobowiązań oraz<br>wierzycelności, których łączna wartość stanowi odpowiednio co najmniej 10 %<br>kapitałów własnych emitenta..... | 25        |
| <b>VI. Powiązania kapitałowe. ....</b>   | <b>27</b> |
| VI.1 Informacje o powiązaniach organizacyjnych lub kapitałowych Grupy. ....  | 27        |
| VI.2 Informacje o istotnych transakcjach zawartych przez Grupę z podmiotami powiązanymi<br>na warunkach innych niż rynkowe.....  | 28        |
| <b>VII. Ryzyka i zagrożenia oraz perspektywy rozwoju Grupy. ....</b>   | <b>29</b> |
| VII.1 Opis istotnych czynników ryzyka i zagrożeń.....  | 29        |
| VII.2 Czynniki istotne dla perspektywy rozwoju działalności Grupy.....   | 31        |
| <b>VIII. Informacje dla inwestorów. ....</b>   | <b>33</b> |
| VIII.1 Kurs akcji w I półroczu 2012 roku. ....   | 33        |
| VIII.2 Kurs akcji GPM „Vindexus” S.A. na tle indeksu WIG. ....   | 34        |
| VIII.3 Polityka dywidendy. ....  | 34        |

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

### I.1 Struktura Grupy Kapitałowej Giełda Praw Majątkowych „Vindexus”.

Grupa Kapitałowa Giełda Praw Majątkowych „Vindexus” powstała w wyniku przejęcia kontroli jednostki dominującej Giełda Praw Majątkowych Vindexus S.A. z/s w Warszawie nad jednostką zależną GPM Vindexus Niestandaryzowanym Sekurytyzacyjnym Funduszem Zamkniętym. Data przejęcia kontroli 07.04.2011 r. Jednostką stowarzyszoną w Grupie jest Mebis 1 Niestandaryzowany Sekurytyzacyjny Fundusz zamknięty.

Wykres 1 Schemat struktury Grupy Kapitałowej Giełda Praw Majątkowych „Vindexus”.



Grupa Kapitałowa Giełda Praw Majątkowych „Vindexus” zwana jest dalej Grupą lub Grupą GPM Vindexus.

### I.2 Podstawowe informacje o Spółce dominującej.

| 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            | <a href="mailto:kontakt@gpm-vindexus.pl">kontakt@gpm-vindexus.pl</a> |
| Adres internetowy | <a href="http://www.gpm-vindexus.pl">www.gpm-vindexus.pl</a>         |

Głównym przedmiotem działalności Spółki dominującej Giełda Praw Majątkowych „Vindexus” S.A. 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.

Akcje Spółki dominującej są notowane od 15 kwietnia 2009 roku na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych. Według klasyfikacji GPW Spółka należy do sektora „Finanse-Inne”.

### I.3 Podstawowe informacje o jednostce zależnej GPM Vindexus NSFIZ.

GPM Vindexus Niestandaryzowany Sekurytyzacyjny Fundusz Inwestycyjny Zamknięty został utworzony przez Giełdę Praw Majątkowych Vindexus S.A. we współpracy z IDEA Towarzystwem Funduszy Inwestycyjnych S.A. na podstawie porozumienia zawartego w dniu 31 stycznia 2007 r.

Fundusz GPM Vindexus NSFIZ powstał na podstawie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego z czerwca 2007 roku i zarejestrowany jest pod numerem RFI 312. Funduszem zarządza Idea Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

Giełda Praw Majątkowych Vindexus S.A. posiada 100% certyfikatów inwestycyjnych funduszu. Certyfikaty były obejmowane w następujący sposób:

| Emisja        | Liczba certyfikatów | Cena nabycia | Data objęcia     | Wartość emisji       |
|---------------|---------------------|--------------|------------------|----------------------|
| Seria A       | 5                   | 200 000      | 17 lipca 2007    | 1 000 000,00         |
| Seria C       | 10                  | 152 594      | 21 sierpnia 2008 | 1 525 940,00         |
| Seria D       | 8                   | 151 962      | 9 września 2008  | 1 215 696,00         |
| Seria E       | 7                   | 660 736      | 13 stycznia 2011 | 4 625 152,00         |
| Seria F       | 38                  | 665 699      | 7 lutego 2011    | 25 296 562,00        |
| <b>ogółem</b> | <b>68</b>           |              |                  | <b>33 663 350,00</b> |

Wartość aktywów netto na 30.06.2012 r. wynosi 59 008 tys. zł. Wartość aktywów netto na jeden certyfikat inwestycyjny wynosi 868 tys. zł.

Przedmiotem inwestycji funduszu GPM Vindexus NSFIZ są wierzytelności. Celem funduszu jest wzrost wartości aktywów funduszu inwestycyjnego w wyniku wzrostu wartości lokat oraz ochrona realnej wartości aktywów funduszu inwestycyjnego.

Sekurytyzowane wierzytelności funduszu GPM Vindexus NSFIZ są obsługiwane przez Spółkę GPM Vindexus S.A. na podstawie umowy o obsługę sekurytyzowanych wierzytelności z dnia 28 stycznia 2008 r.

| Nazwa:            | GPM Vindexus NSFIZ   |
|-------------------|--|
| Siedziba          | Warszawa   |
| Adres             | ul. Złota 59; 00-120 Warszawa  |
| Sąd rejestrowy    | Sąd Rejestrowy dla m. st. Warszawy, XII Wydział Gospodarczy KRS      |
| Nr RFI            | 312  |
| Nr telefonu       | (022) 740 26 50 do 61  |
| Nr fax.           | (022) 740 26 50 do 61  |
| e-mail            | <a href="mailto:kontakt@gpm-vindexus.pl">kontakt@gpm-vindexus.pl</a> |
| Adres internetowy | <a href="http://www.gpm-vindexus.pl">www.gpm-vindexus.pl</a>         |

### I.4 Podstawowe informacje o jednostce stowarzyszonej Mebis 1 NSFIZ.

Mebis 1 Niestandaryzowany Sekurytyzacyjny Fundusz Inwestycyjny Zamknięty powstał na podstawie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego udzielonego 19 lipca 2011 roku Towarzystwu Funduszy Inwestycyjnych na utworzenie funduszu.

Mebis 1 NSFIZ został wpisany do Rejestru Funduszy Inwestycyjnych prowadzonego przez Sąd Okręgowy w Warszawie VII Wydział Cywilny Rejestrowy pod pozycją RFI 671. Przedmiotem działalności Funduszu jest lokowanie środków pieniężnych w drodze niepublicznego proponowania nabycia certyfikatów inwestycyjnych w wierzytelności, papiery wartościowe, instrumenty rynku pieniężnego oraz inne prawa majątkowe. Fundusz został utworzony na czas nieokreślony.

Kapitał funduszu wpłacony 600 tys. zł. Wartość aktywów netto na dzień 30.06.2012 r. wynosi 552 tys. zł.

Wartość aktywów netto na jeden certyfikat inwestycyjny wynosi 184 tys. zł.

Fundusz Mebis 1 NSFIZ jest zarządzany przez Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych Mebis S.A.

3 kwietnia 2012 roku jednostka dominująca nabyła jeden certyfikat inwestycyjny i posiada 33,33% w kapitale funduszu. Mebis 1 NSFIZ jest także powiązany osobowo z jednostką dominującą z uwagi na osoby pełniące funkcje członków Zarządu oraz Rady Nadzorczej jednostki dominującej. Dotyczy to pani Grażyny Jankowskiej – Kuchno oraz pana Piotra Kuchno, którzy w Towarzystwie Funduszy Inwestycyjnych Mebis S.A. pełnią funkcje członków Zarządu.

## II. Organy Spółki dominującej.

### II.1.1 Zarząd.

Zarząd Spółki GPM „Vindexus” S.A. sprawuje swoje obowiązki na podstawie przepisów Kodeksu Spółek Handlowych, Statutu Spółki oraz Regulaminu Zarządu. Składa 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 pierwszym półroczu 2012 r. i do dnia opublikowania raportu rocznego Zarząd Spółki dominującej działał w składzie:

| Osoba                    | Funkcja         | Wykształcenie  |
|--------------------------|-----------------|--|
| Jerzy Kulesza            | Prezes Zarządu  | Politechnika Warszawska:<br>Studia magisterskie<br>Doktor nauk technicznych (1987)                                   |
| Grażyna Jankowska-Kuchno | Członek Zarządu | SGPiS:<br>Studia magisterskie<br>Podyplomowe studium Rachunkowości (SGH)<br>Świadectwo kwalifikacyjne MF nr 20768/00 |

### II.1.2 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 trzyletnią kadencję przez WZA.

- W pierwszym półroczu 2012 r. i do dnia opublikowania raportu skład Rady Nadzorczej przedstawiał się następująco:

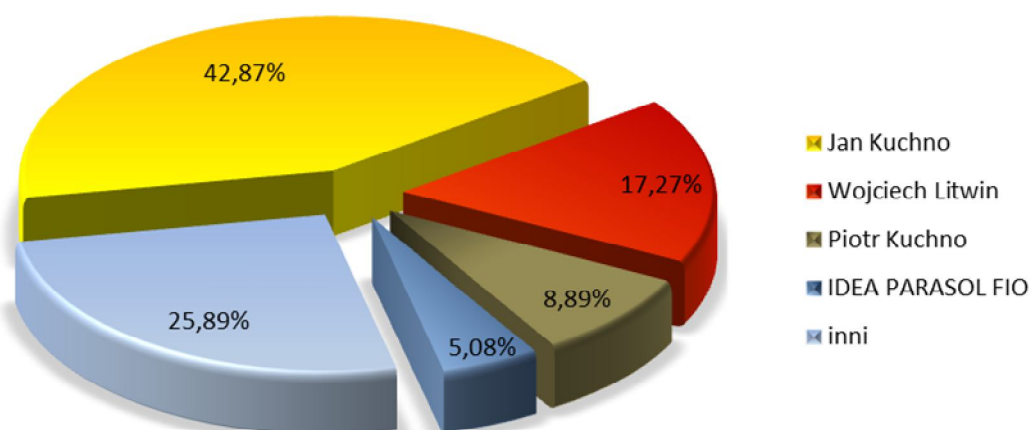
| Osoba                | Funkcja                        | Wykształcenie   |
|----------------------|--------------------------------|---|
| Jan Kuchno           | Przewodniczący Rady Nadzorczej | Politechnika Warszawska:<br>Studia magisterskie<br>SGH:<br>Studia podyplomowe: Rachunkowość i Finanse |
| Piotr Kuchno         | Sekretarz Rady Nadzorczej      | Uniwersytet Warszawski:<br>Studia magisterskie<br>SGH:<br>Studia magisterskie                         |
| Wojciech Litwin      | Członek Rady Nadzorczej        | Uniwersytet Warszawski:<br>Studia magisterskie  |
| Lech Fronckiel       | Członek Rady Nadzorczej        | SGPiS:<br>Studia magisterskie   |
| Grzegorz Leszczyński | Członek Rady Nadzorczej        | SGH:<br>Studia magisterskie   |

### II.1.3 Akcjonariat Spółki dominującej.

Głównymi akcjonariuszami Spółki dominującej na dzień 30 czerwca 2012 r. oraz do dnia publikacji raportu byli członkowie Rady Nadzorczej. Łącznie w posiadaniu Jana Kuchno (Przewodniczący Rady Nadzorczej), Wojciecha Litwina (Członek Rady Nadzorczej) oraz Piotra Kuchno (Sekretarz Rady Nadzorczej) znajdowało się 69,03% akcji Spółki. W posiadaniu Członków Zarządu znajdowało się odpowiednio 2,19% akcji (Jerzy Kulesza – Prezes Zarządu) oraz 0,02% akcji (Grażyna Jankowska-Kuchno – Członek Zarządu). Pozostali Członkowie Rady Nadzorczej nie posiadają akcji Spółki. Ponadto Idea Parasol FIO posiada 5,08% akcji. Żaden inny podmiot nie posiada powyżej 5% głosów i akcji. W pierwszym półroczu roku 2012 nie zachodziły także zmiany w stanie posiadania akcji wśród członków Zarządu oraz Rady Nadzorczej.

Spółka GPM „Vindexus” S.A. nie wyemitowała żadnych papierów wartościowych dających ich właścicielom dodatkowe uprawnienia. Jednocześnie Spółka nie wprowadziła żadnych ograniczeń w obrocie akcjami lub w wykonywaniu z nich prawa głosu. Członkowie Zarządu oraz Rady Nadzorczej nie posiadają opcji na akcje Spółki.

Wykres 10 Akcjonariat Spółki na dzień 30.06.2012 r.



| Akcjonariat              | Liczba akcji | Udział w akcjonariacie | Głosy na WZA |
|--------------------------|--------------|------------------------|--------------|
| 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%        |
| Idea Parasol FIO         | 588 810      | 5,08%                  | 5,08%        |
| Pozostali                | 2 744 630    | 23,68%                 | 23,68%       |
| Łącznie                  | 11 591 938   | 100%                   | 100%         |



### III. Charakterystyka działalności Grupy Kapitałowej GPM „Vindexus”.

#### III.1 Informacja o podstawowych produktach, towarach i usługach, będących przedmiotem sprzedaży Grupy Kapitałowej GPM Vindexus.

Spółka dominująca Giełda Praw Majątkowych „Vindexus” S.A. działa na polskim rynku wierzytelności od 1995 roku. Profil działalności obejmuje obrót wierzytelnościami oraz windykację na zlecenie, przy czym Spółka dominująca koncentruje się na pierwszej działalności. Doświadczenie oraz efektywność wypracowane przez lata plasują Spółkę dominującą pośród liderów rynku, zarówno pod względem jakości świadczonych usług jak i osiąganych wyników finansowych. Także pod względem kapitalizacji Spółka dominująca należy do największych podmiotów z branży windykacyjnej notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.

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 PKD: 64.99.Z.

Do podstawowej działalności operacyjnej Grupy należą:

- Obrót wierzytelnościami
- Windykacja na zlecenie

Obrót wierzytelnościami polega na zakupie portfeli wierzytelności, a następnie ich windykacji na rachunek własny lub dalszej odsprzedaży. Grupa realizuje w mniejszym zakresie również zakup pojedynczych wierzytelności.

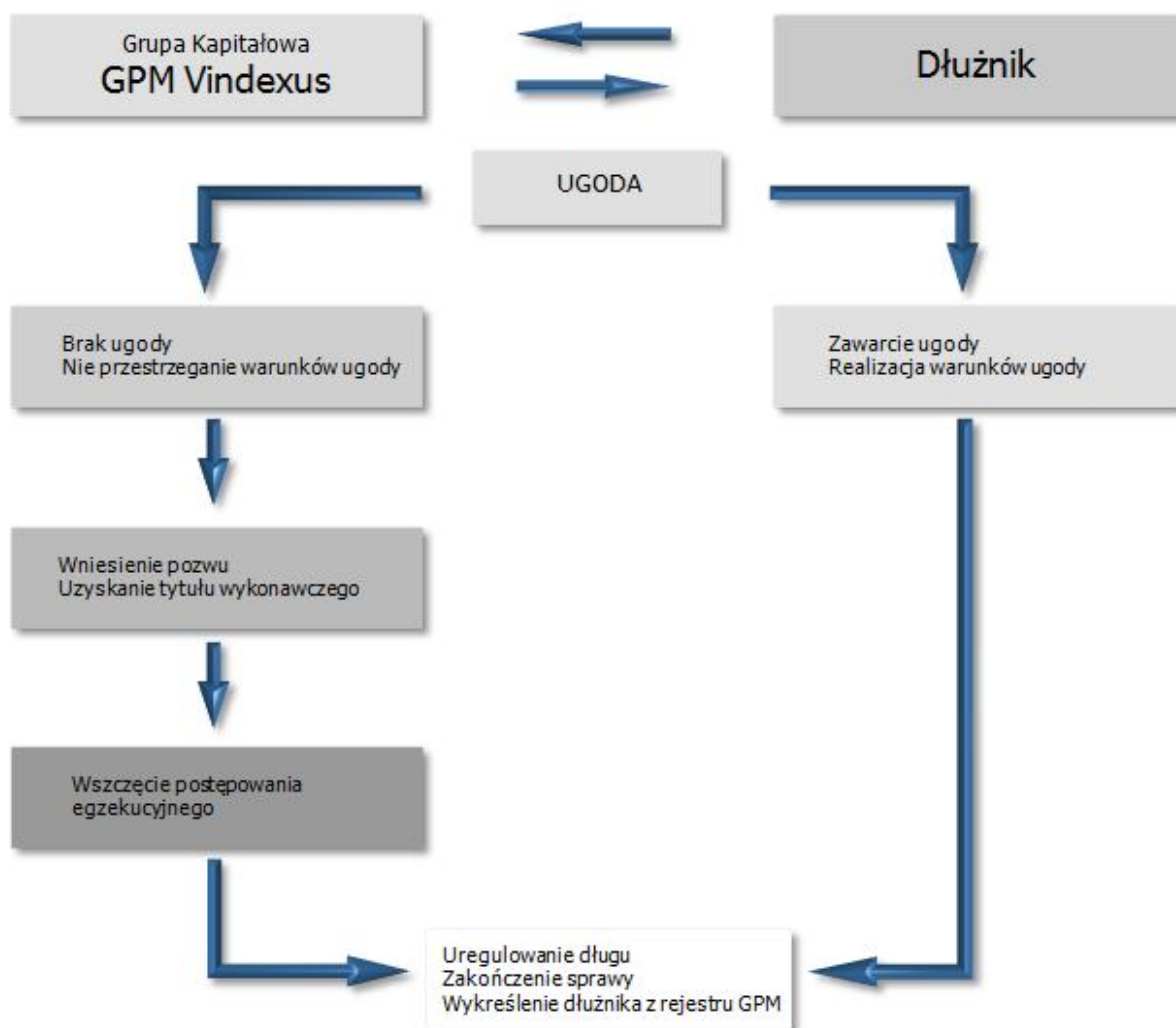
- Grupa nabywa i obsługuje różnorodne wierzytelności, w szczególności:
  - niespłacone kredyty bankowe,
  - należności z tytułu wystawionych faktur,
  - należności wynikające z not odsetkowych,
  - należności z tytułu wystawionych not obciążeniowych,
  - wierzytelności zabezpieczone tytułami wykonawczymi,
  - długi objęte bankowym postępowaniem ugodowym,
  - należności objęte sądowym postępowaniem upadłościowym.

Obrót wierzytelnościami przynosi korzyści zarówno dla zbywcy jak również dla nabywcy wierzytelności. Zbywca otrzymuje dodatkowy kapitał, który może przeznaczyć na swoją podstawową działalność. Zbycie wierzytelności pozwala jednocześnie zbywcy zredukować koszty obsługi wierzytelności. Nabywca osiąga korzyści natomiast dzięki nabywaniu dużych portfeli wierzytelności z odpowiednim dyskontem – za cenę poniżej wartości nominalnej wierzytelności. Nabywca wierzytelności specjalizuje się w ich obsłudze, posiada odpowiednie zasoby organizacyjne oraz ludzkie, co pozwala mu na osiąganie odpowiednich zysków z działalności. Grupa nabywa portfele wierzytelności głównie w przetargach organizowanych przez banki, firmy telekomunikacyjne oraz inne firmy świadczące usługi masowe. Przed podjęciem decyzji o nabyciu wierzytelności Grupa dokonuje wyceny portfela wierzytelności oraz przeprowadza due diligence portfela.

- Przy szacowaniu wartości portfela brane są pod uwagę następujące czynniki:
  - wysokość zadłużenia (głównego, odsetkowego, należności ubocznych),
  - rodzaj wierzytelności, z uwzględnieniem tytułu z jakiego wierzytelność powstała i rodzaj wierzyciela,
  - termin wymagalności,

- historia spłat,
  - okres przedawnienia,
  - rodzaj dłużnika oraz jego indywidualne cechy,
  - rodzaj i poziom zabezpieczeń oraz ich wartość rynkowa,
  - ocena prawdopodobieństwa ściągalności należności.
- Przy analizie stanu prawnego istotnym jest, czy wierzytelności spełniają w szczególności następujące warunki:
- są bezsporne co do istnienia, wysokości, wymagalności i możliwości dochodzenia przed sądem,
  - nie są obciążone lub zajęte na rzecz osób trzecich,
  - ich sprzedaż nie jest 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 dotycząca wierzytelności jest kompletna.

Po nabyciu portfela wierzytelności lub przyjęciu ich do obsługi Grupa przystępuje do windykacji wierzytelności. W pierwszym etapie windykacji Grupa dąży zawsze do zawarcia z dłużnikiem ugody, która satysfakcjonowałaby obie strony postępowania. W przypadku braku pozytywnych efektów spory kierowane są na drogę sądową, a w konsekwencji komorniczą. Poniżej przedstawiony został schemat windykacji.

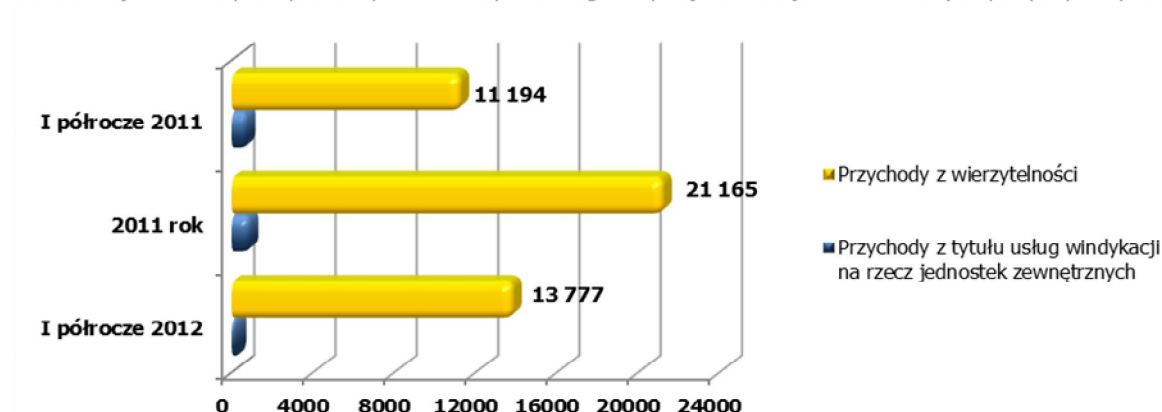


Grupa poza nabywaniem wierzytelności na własny rachunek, prowadzi również w mniejszym zakresie obsługę wierzytelności podmiotom zewnętrznym na zlecenie. W takiej sytuacji wierzyciel pierwotny przekazuje Grupie pakiet wierzytelności do obsługi i Grupa podejmuje działania wyżej wskazane.

Spółka dominująca prowadzi obsługę wierzytelności m.in. funduszu sekurytyzacyjnego GPM Vindexus NSFIZ na podstawie umowy z 28 stycznia 2008 roku. Wynagrodzenie z tytułu windykacji wierzytelności funduszu sekurytyzacyjnego jest naliczane jako procent od uzyskanych wpływów. Spółka dominująca jest właścicielem 100% certyfikatów w GPM Vindexus Niestandaryzowanym Funduszu Zamkniętym.

| Przychody (tys. zł)   | I półrocze 2012 |        | 2011 rok |        | I półrocze 2011 |        |
|---|-----------------|--------|----------|--------|-----------------|--------|
| Przychody z wierzytelności  | 13 777          | 98,82% | 21 165   | 96,29% | 11 194          | 94,37% |
| Przychody z tytułu usług windykacji na rzecz jednostek zewnętrznych | 164             | 1,18%  | 816      | 3,71%  | 668             | 5,63%  |
| Przychody ogółem  | 13 941          | 100%   | 21 981   | 100%   | 11 862          | 100%   |

**Wykres 1** Przychody z wierzytelności i z tytułu usług windykacji na rzecz jednostek zewnętrznych (w tys. zł.).



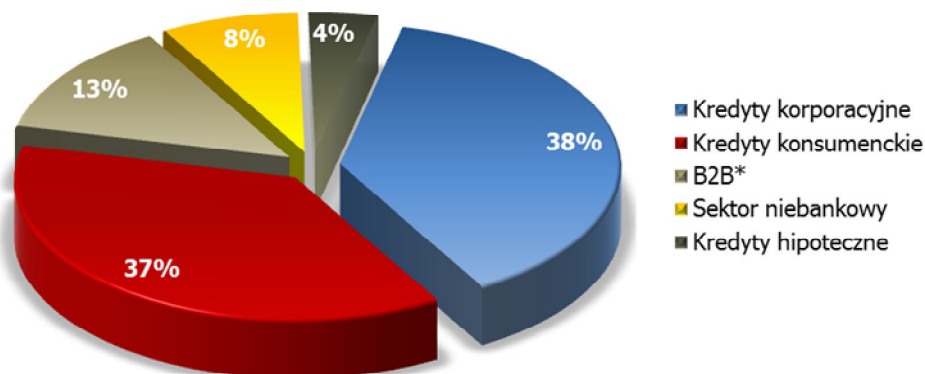
Spółka dominująca wskazuje iż w dniu 1 lutego 2011 r. Komisja Nadzoru Finansowego udzieliła Spółce zezwolenia na zarządzanie wierzytelnościami funduszy sekurytyzacyjnych. Dzięki wyżej wskazanemu zezwoleniu Spółka dominująca może zawierać umowy o zarządzanie sekurytyzowanymi wierzytelnościami również z innymi funduszami sekurytyzacyjnymi.

### III.2 Informacje o rynkach zbytu.

Branża windykacyjna rozwija się w Polsce dynamicznie. Według badań<sup>1</sup> przeprowadzonych w 2010 r. wartość rynku wierzytelności wynosiła 14,3 mld złotych, a w 2014 roku osiągnie ponad 22,2 mld zł. Rynek można podzielić na dwa segmenty – windykację na zlecenie oraz obrót wierzytelnościami. Tradycyjnie branżę identyfikują się z tym pierwszym rodzajem usług i według Instytutu Badań nad Gospodarką Rynkową (IBnGR) stanowi on blisko 60% udziału w rynku. Jednakże coraz większy udział

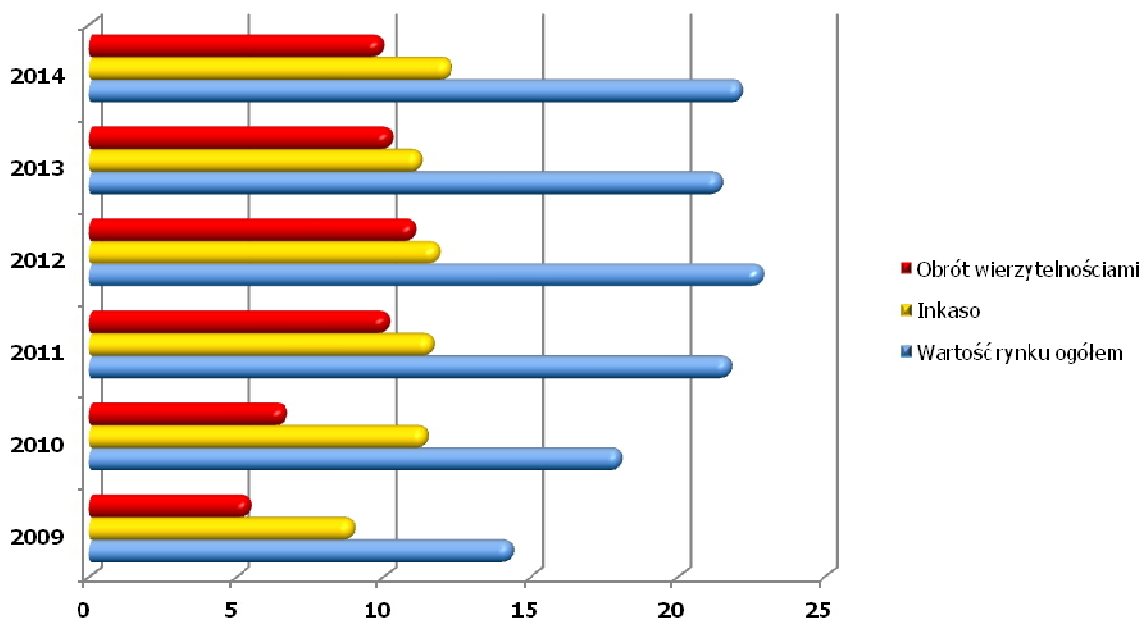
zdobywa segment, w którym działa Grupa - nabywanie portfeli wierzytelności i ich odzyskiwanie na własny rachunek.

Wykres 2 Struktura segmentowa rynku obrotu wierzytelnościami.



<sup>1</sup>Źródło: „Rynek zarządzania wierzytelnościami w Polsce oraz perspektywy jego rozwoju do 2014 roku”, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Warszawa 2010. \*B2B – wierzytelności pomiędzy przedsiębiorstwami

Wykres 3 Rynek windykacji w Polsce 2006-2014 (mld. zł.).



<sup>1</sup>Źródło: „Rynek zarządzania wierzytelnościami w Polsce oraz perspektywy jego rozwoju do 2014 roku”, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Warszawa 2010.

### III.2.1 Najwięksi dostawcy wierzytelności dla Grupy.

W pierwszym półroczu 2012 roku zakupiono wierzytelności telekomunikacyjne o wartości nominalnej 3 404 tys. zł., których wierzycielem pierwotnym była Telefonia Dialog Sp. z o.o.

Na wartość nominalną wierzytelności składają się należność główna w wysokości 2 715 tys. zł. oraz koszty w wysokości 689 tys. zł. Cena zakupu wierzytelności 340 tys. zł. Pakiet zawiera 1 351 spraw.

Do umów, których wartość nie przekroczyła 10% przychodów Spółki, ale które Grupa uznaje za istotne z punktu widzenia swojej działalności i rozwoju, zaliczone zostały również:

- zakupy wierzytelności od Swarzędz Kontrakt Sp. z o.o. w likwidacji. Pakiet o wartości nominalnej 388 tys. zł. składa się z należności głównej w kwocie 373 tys. zł. i należności innej w wysokości 15 tys. zł. Cena zakupu wierzytelności 20 tys. zł.

#### Nabycia Grupy Kapitałowej

| Dostawcy wg. ceny zakupu ( w tys. zł) | I półrocze 2012 |        | I półrocze 2011 |      |
|---------------------------------------|-----------------|--------|-----------------|------|
| Banki                                 |                 |        | 33 612          | 100% |
| Telefonia                             | 340             | 94,44% |                 |      |
| Inne usługi masowe                    |                 |        |                 |      |
| Syndycy                               |                 |        |                 |      |
| Pozostałe                             | 20              | 5,56%  |                 |      |
| Suma                                  | 360             | 100%   | 33 612          | 100% |

Struktura przychodów z podziałem na pochodzenie wierzytelności (w tys. zł.).

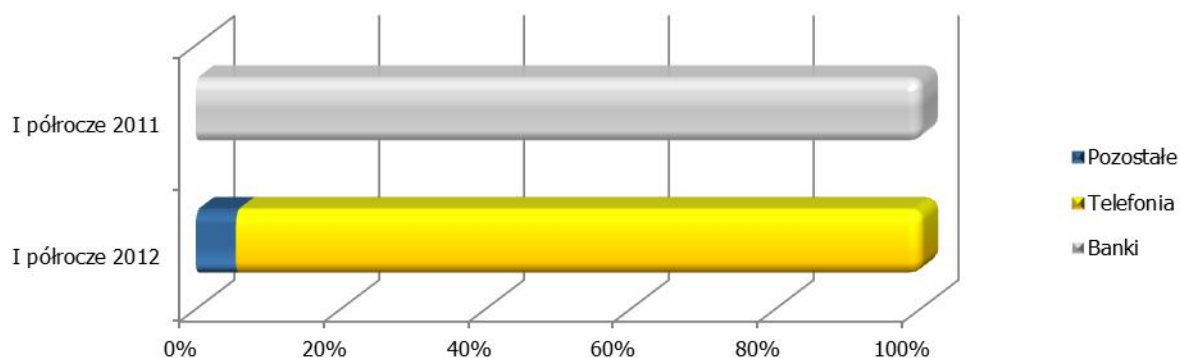
| Wyszczególnienie  | I półrocze 2012 |        | 2011 rok |        | I półrocze 2011 |        |
|---|-----------------|--------|----------|--------|-----------------|--------|
| Wierzytelności bankowe                                    | 9 691           | 69,51% | 11 538   | 52,49% | 5 782           | 48,74% |
| Wierzytelności telefonii i inne masowe                    | 3 025           | 21,70% | 7 370    | 33,53% | 3 959           | 33,38% |
| Portfele upadłości  | 313             | 2,24%  | 822      | 3,74%  | 409             | 3,45%  |
| Pozostałe wierzytelności                                  | 748             | 5,37%  | 1 435    | 6,53%  | 1 044           | 8,80%  |
| Przychody z wierzytelności ogółem                         | 13 777          | 98,82% | 21 165   | 96,29% | 11 194          | 94,37% |
| Sprzedaż usług windykacji na rzecz jednostek zewnętrznych | 164             | 1,18%  | 816      | 3,71%  | 668             | 5,63%  |
| Przychody ze sprzedaży ogółem                             | 13 941          | 100%   | 21 981   | 100%   | 11 862          | 100%   |

W strukturze przychodów Grupy dominują przychody z wierzytelności bankowych. Udział przychodów z wierzytelności bankowych w przychodach ogółem wzrósł z poziomu 48,74% w pierwszym półroczu 2011 r. do poziomu 69,51% w pierwszym półroczu 2012 r. Jest to wynik znaczących inwestycji w wierzytelności bankowe, dokonanych przez jednostki Grupy w latach 2008-2011. Ze względu na duży portfel posiadanych przez Grupę wierzytelności bankowych Grupa szacuje iż w kolejnych latach przychody z wierzytelności bankowych będą w dalszym ciągu generowały największy udział w przychodach ogółem Grupy.

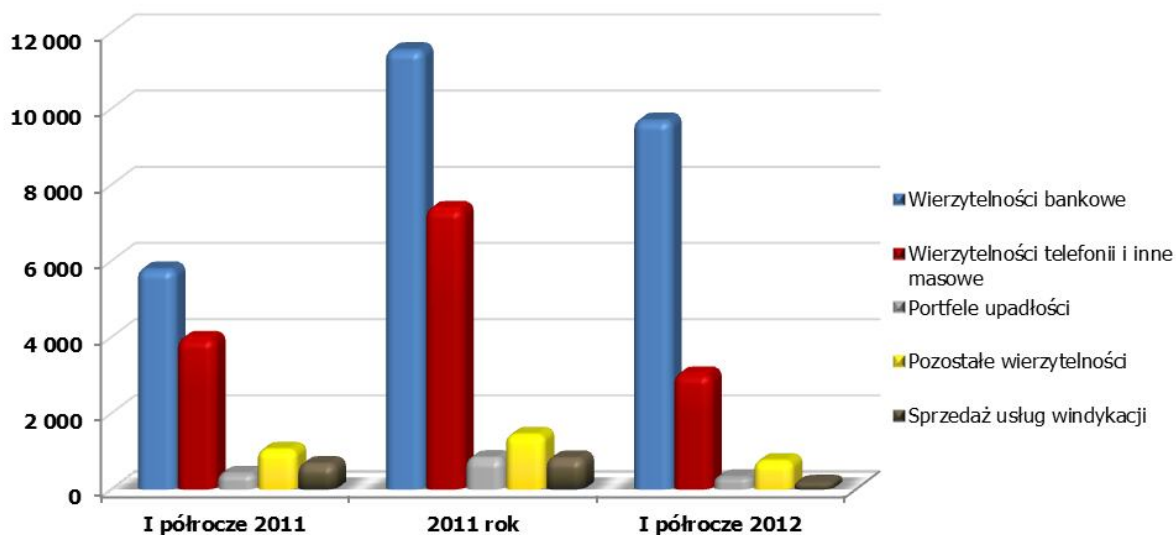
W strukturze przychodów Grupy istotną pozycją są również przychody z wierzytelności telekomunikacyjnych. Udział przychodów z wierzytelności telekomunikacyjnych zmniejszył się z poziomu 33,38% w pierwszym półroczu 2011 r. do poziomu 21,70% w pierwszym półroczu 2012 r. Taka zmiana w strukturze przychodów Grupy wynika głównie z powodu dokonywania zakupów wierzytelności bankowych w ostatnich latach na rzecz funduszu GPM Vindexus NSFIZ. Spółka dominująca natomiast koncentruje swoją działalność na obsłudze wierzytelności funduszu GPM Vindexus NSFIZ.

Grupa szacuje, iż w kolejnych latach przychody z obsługi wierzytelności sekurytyzowanych funduszu GPM Vindexus NSFIZ będą rosły, podczas gdy przychody z wierzytelności bankowych nabywanych bezpośrednio przez Spółkę dominującą będą się utrzymywać na niezmiennym poziomie lub będą malały.

**Wykres 4** Struktura zakupów Grupy według dostawców.



**Wykres 5** Struktura przychodów z wierzytelności Grupy (w tys. zł.).



## IV. Aktualna sytuacja finansowa i majątkowa Grupy.

### IV.1 Wyniki finansowe Grupy Kapitałowej.

Grupa konsoliduje wyniki finansowe od 01.04.2011 r. W przedmiotowym skonsolidowanym sprawozdaniu finansowym ujęte są wyniki jednostkowe Spółki dominującej i jednostki zależnej za okres 01.01.2012-30.06.2012. W skonsolidowanym sprawozdaniu Grupy ujęto wycenę metodą praw własności jednostki stowarzyszonej Mebis 1 NSFIZ.

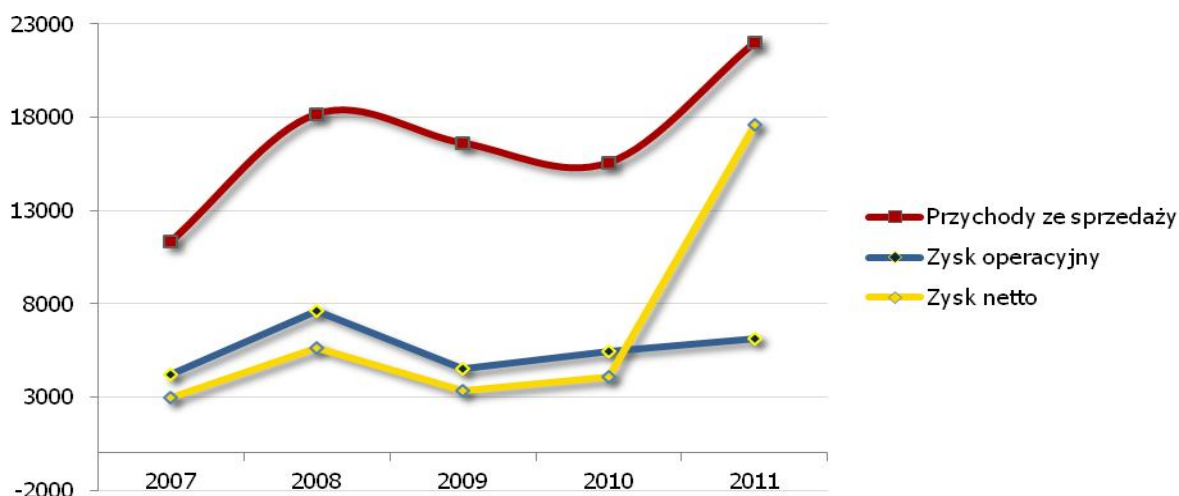
W skonsolidowanym rachunku wyników poszczególne pozycje przychodów i kosztów zostały zsumowane, wyłączono natomiast te wartości, powstałe w wyniku transakcji pomiędzy Spółką dominującą a jednostką zależną GPM Vindexus NSFIZ. Z uwagi na stosowanie jednolitych zasad rachunkowości w Grupie, rachunek wyniku z operacji NSFIZ został przekształcony z zastosowaniem zasad obowiązujących w Grupie dla uzyskania porównywalności danych.

| Elementy skonsolidowanego rachunku zysków i strat<br>( w tys. zł) | 30.06.2012 | 30.06.2011 | Zmiana  | Zmiana % |
|---|------------|------------|---------|----------|
| Przychody ze sprzedaży  | 13 941     | 11 862     | 2 079   | 17,53%   |
| Koszty wierzytelności i inne koszty własne                        | 4 920      | 4 199      | 721     | 17,17%   |
| Zysk brutto ze sprzedaży  | 9 021      | 7 663      | 1 358   | 17,72%   |
| Koszty ogólnego zarządu   | 3 602      | 4 121      | -519    | -12,59%  |
| Pozostałe przychody operacyjne                                    | 150        | 101        | 49      | 48,51%   |
| Pozostałe koszty operacyjne                                       | 523        | 332        | 191     | 57,53%   |
| EBIT  | 5 046      | 3 311      | 1 735   | 52,40%   |
| EBITDA  | 5 138      | 3 419      | 1 719   | 50,28%   |
| Przychody finansowe   | 295        | 17 282     | -16 987 | -98,29%  |
| Koszty finansowe  | 2 382      | 2 005      | 377     | 18,80%   |
| Zysk z działalności gospodarczej                                  | 2 952      | 18 588     | -15 636 | -84,12%  |
| Wynik zdarzeń nadzwyczajnych                                      |            |            |         |          |
| Zysk brutto   | 2 952      | 18 588     | -15 636 | -84,12%  |
| Podatek dochodowy   | 127        | 111        | 16      | 14,41%   |
| Zysk netto  | 2 825      | 18 477     | -15 652 | -84,71%  |

Grupa uzyskuje przychody z windykacji wierzytelności nabytych na własny rachunek od wierzycieli pierwotnych. Przychody z windykacji ujmowane są w momencie i kwocie faktycznie uzyskanego wpływu (kasowa kwalifikacja przychodu). Grupa uznaje za koszt wierzytelności bezpośrednio związany z uzyskanymi przychodami tę część aktywowanych nakładów poniesionych na zakup i dochodzenie roszczeń, która odpowiada proporcjonalnie udziałowi uzyskanych przychodów w oszacowanej kwocie wartości możliwej do odzyskania z pakietu. W pierwszym półroczu 2012 r. Grupa uzyskała przychody 13 941 tys. zł., w tym wpływy z windykacji własnych pakietów w kwocie 13 777 tys. zł. oraz 164 tys. zł. pozostałych przychodów. Rozliczono w koszty roku aktywowane nakłady na nabycie i dochodzenie roszczeń w kwocie 4 896 tys. zł. Zysk brutto ze sprzedaży wyniósł 9 021 tys. zł. W kosztach ogólnego zarządu ujęto koszty działalności operacyjnej Spółki dominującej w kwocie 3 089 tys. zł. oraz koszty operacyjne NSFIZ w kwocie 513 tys. zł. W pozostałych kosztach operacyjnych ujmowane są odpisy aktualizujące tę część aktywowanych nakładów, która odpowiada niezrealizowanym w danym roku prognozowanym wpływom w przypadku, gdy prawdopodobieństwo ich wystąpienia w okresach przyszłych jest niskie.



Wykres 6 Wyniki Spółki w latach 2007-2010 oraz Grupy kapitałowej w 2011 r.



## IV.2 Skonsolidowane aktywa i pasywa.

Odpowiednie pozycje aktywów i pasywów jednostek tworzących Grupę Kapitałową zostały zsumowane, wyłączono natomiast wartość certyfikatów inwestycyjnych wycenionych w wartości godziwej, wartość kapitału zakładowego NSFIZ, wartość kapitału z aktualizacji wyceny odpowiadającego kwocie certyfikatów oraz rezerwy z tytułu podatku odroczonego, pozycje rozrachunków, powstałe w wyniku transakcji między jednostkami, obligacje wyemitowane przez NSFIZ, a objęte przez Spółkę. Natomiast z zobowiązań wyłączono obligacje wyemitowane przez Spółkę, a nabyte przez GPM Vindexus NSFIZ.

| Aktywa ( w tys. zł.)  | 30.06.2012     | 30.06.2011     | Zmiana        | Zmiana %      |
|---|----------------|----------------|---------------|---------------|
| <b>Aktywa trwałe</b>  | <b>3 709</b>   | <b>2 859</b>   | 850           | 29,73%        |
| Rzeczowe aktywa trwałe  | 1 851          | 1 860          | -9            | -0,48%        |
| Wartości niematerialne  | 216            | 83             | 133           | 160,24%       |
| Akcje i udziały w jednostkach podporządkowanych wycenionych metodą praw własności | 194            |                | 194           | 100%          |
| Aktywa finansowe dostępne do sprzedaży  | 92             | 125            | -33           | -26,40%       |
| Pozostałe aktywa finansowe  |                |                |               |               |
| Aktywa z tytułu podatku odroczonego   | 1 356          | 791            | 565           | 71,43%        |
| <b>Aktywa obrotowe</b>  | <b>119 117</b> | <b>127 885</b> | <b>-8 768</b> | <b>-6,86%</b> |
| Należności handlowe i pozostałe   | 1 344          | 1 827          | -483          | -26,44%       |
| Należności z tytułu bieżącego podatku dochodowego                                 |                | 16             | -16           | -100%         |
| Nabyte wierzytelności   | 111 183        | 125 614        | -14 431       | -11,49%       |
| Pozostałe aktywa finansowe  |                |                |               |               |
| Rozliczenia międzyokresowe  | 108            | 113            | -5            | -4,42%        |
| Środki pieniężne i ich ekwiwalenty  | 4 753          | 315            | 4 438         | 1 408,89%     |
| Aktywa zaklasyfikowane jako przeznaczone do sprzedaży                             | 1 729          |                | 1 729         | 100%          |
| <b>Łącznie</b>  | <b>122 826</b> | <b>130 744</b> | <b>-7 918</b> | <b>-6,06%</b> |



Grupa posiada pakiety wierzytelności wycenione w wartości godziwej w kwocie 111 183 tys. zł., w tym pakiety Spółki dominującej 51 377 tys. zł oraz NSFIZ 59 806 tys. zł. Na koniec pierwszego półrocza 2012 roku Grupa posiadała łącznie środki pieniężne w wysokości 4 753 tys. zł.

| Pasywa ( w tys. zł.)   | 30.06.2012     | 30.06.2011     | Zmiana        | Zmiana %       |
|--|----------------|----------------|---------------|----------------|
| <b>Kapitał własny, w tym:</b>  | <b>85 839</b>  | <b>90 242</b>  | <b>-4 403</b> | <b>-4,88%</b>  |
| Kapitał zakładowy  | 1 159          | 1 159          |               |                |
| Kapitał zapasowy ze sprzedaży akcji powyżej ceny nominalnej                                  | 6 935          | 6 935          |               |                |
| Pozostałe kapitały, w tym:   | 56 125         | 65 727         | -9 602        | -14,61%        |
| <i>Zatrzymane zyski z lat ubiegłych</i>  | <i>19 609</i>  | <i>21 028</i>  | <i>-1 419</i> | <i>-6,75%</i>  |
| <i>Kapitał z aktualizacji wyceny</i>   | <i>32 489</i>  | <i>40 672</i>  | <i>-8 183</i> | <i>-20,12%</i> |
| <i>Fundusz rezerwowany na wypłatę dywidendy</i>  | <i>4 027</i>   | <i>4 027</i>   |               |                |
| Niepodzielony wynik finansowy  | 18 795         | (2 056)        | 20 851        | -1014,15%      |
| Wynik finansowy bieżącego okresu   | 2 825          | 18 477         | -15 652       | -84,71%        |
| <b>Zobowiązania długoterminowe, w tym;</b>   | <b>26 853</b>  | <b>28 454</b>  | <b>-1 601</b> | <b>-5,63%</b>  |
| Kredyty i pożyczki   |                |                |               |                |
| Pozostałe zobowiązania finansowe, w tym:   | 26 689         | 28 308         | -1 619        | -5,72%         |
| <i>Obligacje długoterminowe</i>  | <i>26 689</i>  | <i>28 287</i>  | <i>-1 598</i> | <i>-5,65%</i>  |
| Rezerwy z tytułu odroczonego podatku dochodowego   | 10             | 40             | -30           | -75,00%        |
| Rezerwa na świadczenia pracownicze   | 154            | 106            | 48            | 45,28%         |
| <b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>  | <b>10 134</b>  | <b>12 048</b>  | <b>-1 914</b> | <b>-15,89%</b> |
| Kredyty i pożyczki   | 3 437          | 3 843          | -406          | -10,56%        |
| Pozostałe zobowiązania finansowe, w tym:   | 4 092          | 6 625          | -2 533        | -38,23%        |
| <i>Obligacje krótkoterminowe</i>   | <i>4 063</i>   | <i>6 577</i>   | <i>-2 514</i> | <i>-38,22%</i> |
| Zobowiązania handlowe  | 421            | 1 275          | -854          | -66,98%        |
| Zobowiązania z tytułu bieżącego podatku dochodowego  | 114            |                |               |                |
| Pozostałe zobowiązania   | 325            | 222            | 103           | 46,40%         |
| Rozliczenia międzyokresowe przychodów  | 77             |                |               |                |
| Rezerwa na świadczenia pracownicze   | 85             | 32             | 53            | 165,63%        |
| Pozostałe rezerwy  | 83             | 51             | 32            | 62,75%         |
| Zobowiązania bezpośrednio związane z aktywami klasyfikowanymi jako przeznaczone do sprzedaży | 1 500          |                |               |                |
| <b>Pasywa łącznie</b>  | <b>122 826</b> | <b>130 744</b> | <b>-7 918</b> | <b>-6,06%</b>  |

Kapitały własne Grupy wynoszą 85 839 tys. zł, zobowiązania 35 078 tys. zł. ( po wyłączeniu rezerw, przychodów okresów przyszłych oraz zobowiązań związanych z aktywami przeznaczonymi do sprzedaży). Suma rezerw wynosi 332 tys. zł., w tym 10 tys. zł. rezerwa z tytułu odroczonego podatku. Łączne zobowiązania z tytułu obligacji w wartości wykupu na dzień bilansowy 30.06.2012 wynoszą 30 281 tys. zł. Do dnia opublikowania raportu za pierwsze półrocze 2012 r. wykupiono 1 320 tys. zł. obligacji krótkoterminowych. Do dnia 3 września 2012 r. pozostała do spłaty kwota 2 300 tys. zł. oraz 400 tys. zł. do dnia 12.01.2013 r. Posiadany kredyt obrotowy w kwocie 3 400 tys. zł. jest wymagalny w terminie do 31.12.2012 r.

### IV.3 Ocena rentowności.

| Elementy rachunku zysków i strat oraz bilansu<br>( w tys. zł.) | I półrocze 2012 | 2011 rok | I półrocze 2011 |
|--|-----------------|----------|-----------------|
| Przychody operacyjne   | 13 941          | 21 981   | 11 862          |
| Zysk netto   | 2 825           | 19 544   | 18 477          |
| Zysk brutto na sprzedaży                                       | 9 021           | 15 226   | 7 663           |
| EBIT   | 5 046           | 6 131    | 3 311           |
| EBITDA   | 5 138           | 6 330    | 3 419           |
| Kapitał własny   | 85 839          | 81 785   | 90 242          |
| Przeciętny kapitał własny                                      | 83 812          | 79 915   | 84 144          |
| Korekta kapitału / kapitał z aktualizacji wyceny               | -32 489         | -31 185  | -40 672         |
| Kapitał własny skorygowany                                     | 53 350          | 50 600   | 49 570          |
| Przeciętny skorygowany kapitał własny                          | 51 975          | 38 390   | 37 876          |
| Aktywa   | 122 826         | 120 746  | 130 744         |
| Przeciętne aktywa  | 121 786         | 107 559  | 112 558         |

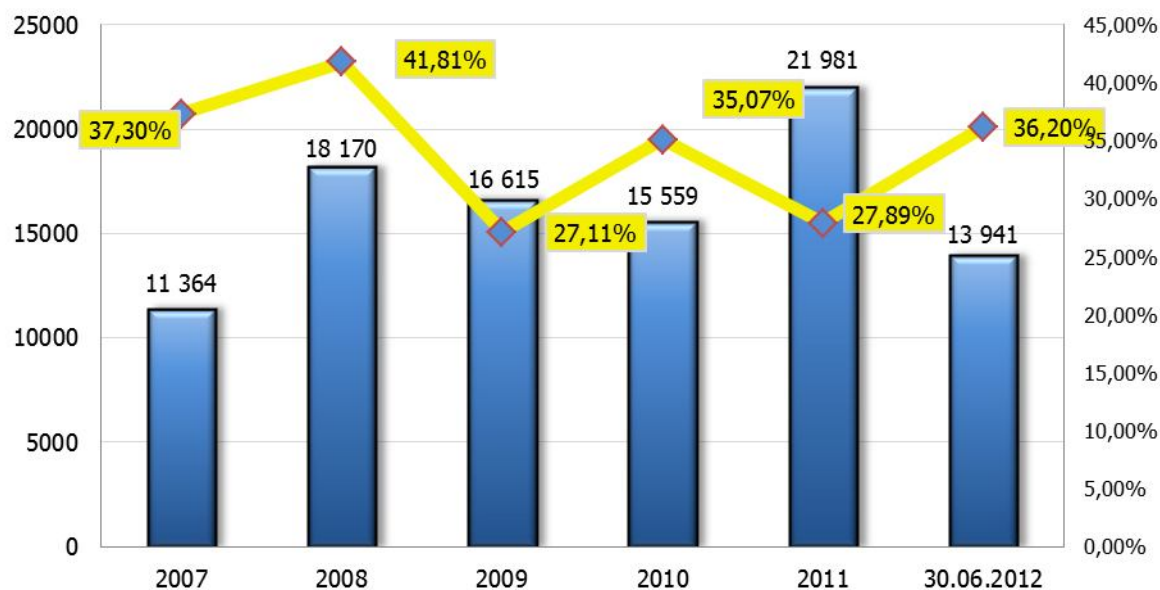
- Przychody operacyjne** – przychody uzyskane z podstawowej działalności operacyjnej, w tym przychody z windykacji nabytych wierzytelności oraz przychody ze świadczenia usług windykacji.

| Wskaźnik                       | I półrocze 2012 | 2011 rok | I półrocze 2011 |
|--------------------------------|-----------------|----------|-----------------|
| Rentowność brutto na sprzedaży | 64,71%          | 69,27%   | 64,60%          |
| Rentowność EBIT                | 36,20%          | 27,89%   | 27,91%          |
| Rentowność EBITDA              | 36,86%          | 28,80%   | 28,82%          |
| Rentowność netto               | 20,26%          | 88,91%   | 155,77%         |
| ROA*                           | 4,67%           | 18,17%   | 33,11%          |
| ROE*                           | 6,78%           | 24,46%   | 44,28%          |
| ROE/skorygowany kapitał*       | 10,94%          | 50,91%   | 98,37%          |

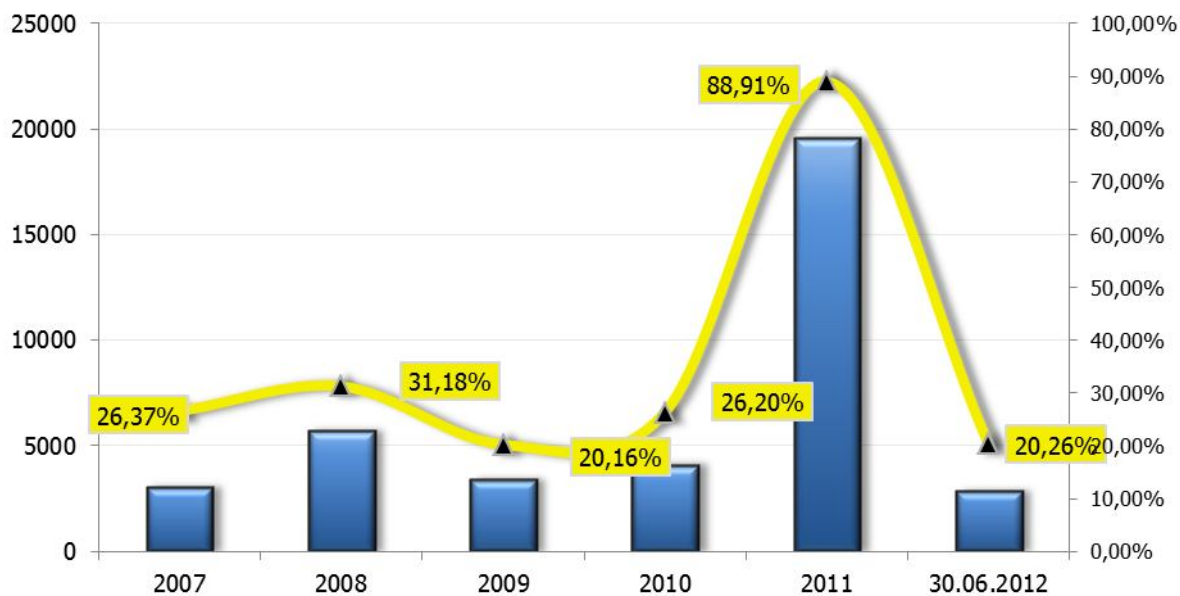
\*W ujęciu rocznym

- wskaźnik rentowności brutto na sprzedaży** – stosunek zysku (straty) brutto ze sprzedaży do przychodów operacyjnych,
- wskaźnik rentowności netto** – stosunek zysku (straty) netto do przychodów operacyjnych,
- wskaźnik rentowności EBIT** – stosunek zysku (straty) na działalności operacyjnej (EBIT) do przychodów operacyjnych,
- wskaźnik rentowności EBITDA** – stosunek EBITDA (wynik operacyjny + amortyzacja) do przychodów operacyjnych,
- ROA - wskaźnik rentowności aktywów** – stosunek zysku netto za dany okres do średniej wartości aktywów na koniec okresu oraz na początek okresu,
- ROE - wskaźnik rentowności kapitału własnego ROE** – stosunek zysku netto za dany okres do średniej wartości kapitałów na dzień obliczenia wskaźnika oraz stanu kapitałów rok wcześniej.
- Kapitał własny skorygowany** – stan kapitału własnego na koniec roku pomniejszony o korektę z tytułu kapitału z aktualizacji wyceny

**Wykres 7** Rentowność EBIT na tle przychodów ze sprzedaży.



**Wykres 8** Rentowność netto na tle zysków netto.



#### IV.4 Ocena zarządzania zasobami finansowymi Grupy, ze szczególnym uwzględnieniem zdolności wywiązywania się z zaciągniętych zobowiązań.

##### IV.4.1 Ocena zadłużenia.

| Składniki pasywów ( w tys. zł)   | I półrocze 2012 | % w strukturze | 2011 rok       | % w strukturze | I półrocze 2011 | % w strukturze |
|--|-----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|----------------|
| <b>Kapitał własny</b>  | <b>85 839</b>   | <b>69,89%</b>  | <b>81 785</b>  | <b>67,73%</b>  | <b>90 242</b>   | <b>69,02%</b>  |
| <b>Zobowiązania długoterminowe</b>   | <b>26 853</b>   | <b>21,86%</b>  | <b>28 244</b>  | <b>23,39%</b>  | <b>28 454</b>   | <b>21,76%</b>  |
| Zobowiązania finansowe długoterminowe  | 26 689          | 21,73%         | 28 098         | 23,27%         | 28 308          | 21,65%         |
| Rezerwa z tytułu odroczonego podatku   | 10              | 0,01%          | 9              | 0,01%          | 40              | 0,03%          |
| Rezerwy na zobowiązania  | 154             | 0,12%          | 137            | 0,11%          | 106             | 0,08%          |
| <b>Zobowiązania krótkoterminowe, w tym:</b>  | <b>10 134</b>   | <b>8,25%</b>   | <b>10 717</b>  | <b>8,88%</b>   | <b>12 048</b>   | <b>9,22%</b>   |
| Zobowiązania finansowe   | 7 529           | 6,13%          | 9 036          | 7,48%          | 10 468          | 8,01%          |
| Zobowiązania z tytułu bieżącego podatku dochodowego  | 114             | 0,09%          |                |                |                 |                |
| Zobowiązania handlowe oraz pozostałe   | 746             | 0,61%          | 1 510          | 1,25%          | 1 497           | 1,15%          |
| Rozliczenia międzyokresowe przychodów  | 77              | 0,06%          |                |                |                 |                |
| Rezerwy na zobowiązania  | 168             | 0,14%          | 171            | 0,14%          | 83              | 0,06%          |
| Zobowiązania bezpośrednio związane z aktywami klasyfikowanymi jako przeznaczone do sprzedaży | 1 500           | 1,22%          |                |                |                 |                |
| <b>Suma pasywów</b>  | <b>122 826</b>  | <b>100%</b>    | <b>120 746</b> | <b>100%</b>    | <b>130 744</b>  | <b>100%</b>    |

W pierwszym półroczu 2012 r. nastąpił spadek udziału kapitałów zewnętrznych w finansowaniu działalności Grupy. Zwiększył się udział pokrycia majątku kapitałami własnymi. Stan zobowiązań finansowych w stosunku do pierwszego półrocza 2011 r. zmniejszył się o 4 558 tys. zł. tj o 11,75%. Spółka dominująca uzyskała zwiększenie kredytu udzielonego przez PKO Bank Polski S.A. o 6 mln zł. z której to kwoty do dnia opublikowania sprawozdania wykorzystano 366 tys. zł.

Nadal istnieje możliwość zadłużenia Grupy. Ograniczeniem może być jedynie niepewność, której źródłem są czynniki zewnętrzne, co do stopnia płynności zysków przyszłych, wynikających z posiadanych wierzytelności.

| Wskaźniki                                     | I półrocze 2012 | 2011 rok | I półrocze 2011 |
|---|-----------------|----------|-----------------|
| Wskaźnik ogólnego zadłużenia*                 | 28,56%          | 32,00%   | 30,80%          |
| Wskaźnik zadłużenia kapitałów własnych*       | 40,86%          | 47,25%   | 44,63%          |
| Wskaźnik pokrycia majątku kapitałami własnymi | 69,89%          | 67,74%   | 69,02%          |
| Wskaźnik zadłużenia długoterminowego          | 31,09%          | 34,36%   | 31,37%          |

\*Z kwoty zobowiązań wyłączono rezerwy (332 tys. zł.) rozliczenia międzyokresowe przychodów (77 tys. zł.) oraz zobowiązania związane z aktywami przeznaczonymi do sprzedaży (1 500 tys. zł.). Wartość zobowiązań na dzień 30.06.2012 r. przyjęta do obliczenia wskaźników zadłużenia wynosi 35 078 tys. zł.

- **Wskaźnik ogólnego zadłużenia** – stosunek łącznej wartości zobowiązań do ogólnej sumy pasywów na dzień obliczania wskaźnika,
- **Wskaźnik zadłużenia kapitałów własnych** – stosunek łącznej wartości zobowiązań do stanu kapitału własnego na dzień obliczenia wskaźnika,
- **Wskaźnik pokrycia majątku kapitałami własnymi** – stosunek kapitałów własnych do sumy aktywów

- **Wskaźnik zadłużenia długoterminowego** – stosunek łącznej wartości zobowiązań długoterminowych do stanu kapitału własnego na dzień obliczenia wskaźnika.

#### IV.4.2 Zarządzanie kapitałem.

Głównym celem zarządzania kapitałem Grupy jest zapewnienie płynności, w tym celu wykorzystuje obok kapitału zewnętrznego długoterminowego, instrumentów dłużnych krótkookresowych (termin spłaty 3-4 miesiące). Istotną rolę jest zachowanie wskaźników kapitałowych na dobrym poziomie. Narzędziem, który Spółka stosuje do kontroli stanu kapitałów jest wskaźnik dźwigni.

Grupa nie wypłaca dywidendy, wszystkie środki angażuje w inwestycje w pakiety wierzytelności.

Zasady Grupy stanowią, by wskaźnik ten nie przekroczył wartości 50%. Do zadłużenia netto Grupa wlicza oprocentowane kredyty i pożyczki, zobowiązania z tytułu dostaw i usług i inne zobowiązania, pomniejszone o środki pieniężne i ekwiwalenty środków pieniężnych. Kapitał obejmuje kapitał własny należny akcjonariuszom jednostki dominującej.

| Wyszczególnienie ( w tys. zł)                     | 30.06.2012     | 2011 rok       | 30.06.2011     |
|---|----------------|----------------|----------------|
| Oprocentowane kredyty                             | 3 437          | 3 432          | 3 843          |
| Zobowiązania handlowe oraz pozostałe zobowiązania | 746            | 1 410          | 1 497          |
| Obligacje   | 30 752         | 33 652         | 34 864         |
| Zobowiązanie z tytułu leasingu                    | 29             | 50             | 69             |
| Minus środki pieniężne i ich ekwiwalenty          | 4 753          | 1 084          | 315            |
| <b>Zadłużenie netto</b>                           | <b>30 211</b>  | <b>37 460</b>  | <b>39 958</b>  |
| Kapitał własny                                    | 85 839         | 81 785         | 90 242         |
| <b>Kapitał razem</b>                              | <b>85 839</b>  | <b>81 785</b>  | <b>90 242</b>  |
| <b>Kapitał i zadłużenie netto</b>                 | <b>116 050</b> | <b>119 245</b> | <b>130 200</b> |
| Wskaźnik dźwigni*                                 | 26,03%         | 31,41%         | 30,69%         |

\*Wskaźnik dźwigni policzono jako iloraz zadłużenia netto do sumy kapitału własnego i zadłużenia netto. Zadłużenie netto jest to suma zobowiązań z tytułu kredytu, obligacji, zobowiązań handlowych i pozostałych, z tytułu leasingu, pomniejszona o stan środków pieniężnych.

#### IV.5 Stanowisko Zarządu dotyczące możliwości zrealizowania publikowanych prognoz wyników na 2012 rok.

Grupa nie publikowała prognoz na rok 2012.

#### IV.6 Opis czynników i zdarzeń, w tym o nietypowym charakterze, mających znaczący wpływ na działalność Grupy i osiągnięte przez nią zyski lub poniesione straty w 2012 roku.

W 2012 r. rynek wierzytelności ulega dalszym zmianom. Wzrosły ceny portfeli wierzytelności, w szczególności portfeli nabywanych od instytucji bankowych. Sprzedawane są duże portfele wierzytelności o łącznej wartości nominalnej ok. 300 - 500 mln zł. Po stronie kupujących w przetargach o takie portfele wierzytelności najczęściej występują podmioty dysponujące znaczącym kapitałem. Spółka zamierza kontynuować dotychczasową działalność polegającą na nabywaniu i obsłudze pakietów wierzytelności. Przewidywany jest dalszy udział Spółki 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.

Grupa podjęła wszelkie działania w zakresie zabezpieczenia finansowania działalności oraz dalszych inwestycji w portfele wierzytelności. Analiza rynku i oferowanych portfeli wierzytelności oraz własnych zasobów finansowych pozwala na podejmowanie ostrożnych decyzji inwestycyjnych. Przed podjęciem decyzji inwestycyjnej rozważana jest sytuacja makroekonomiczna i jej potencjalny wpływ na zwiększenie ryzyka kredytowego Spółki, a także ryzyka płynności. W dniu 31.01.2012 roku został podpisany aneks do umowy kredytu z PKO BP, zwiększający limit kredytowy do 10 mln zł., w tym jego część długoterminowa 6,6 mln zł. Grupa uruchomi do dnia 31.12.2012 r. pozyskany kredyt na zakup nowych pakietów wierzytelności. Do dnia opublikowania sprawozdania za pierwsze półrocze 2012 r. środki zostały wykorzystane w kwocie 366 tys. zł.

Nie wystąpiły inne zdarzenia, które będą miały istotny wpływ na wyniki Grupy.

## V. Istotne informacje z działalności Grupy Kapitałowej w pierwszym półroczu roku 2012.

### V.1 Informacje o zawartych w okresie sprawozdawczym i do dnia sporządzenia niniejszego raportu umowach znaczących dla działalności Grupy Kapitałowej.

- Aneksowanie umowy kredytu

Na mocy aneksu nr 6 do umowy kredytowej z dnia 02 grudnia 2008 r. z PKO Bank Polski SA, zawartego 31 stycznia 2012 r. Bank zwiększył Spółce dominującej limit kredytowy wielocelowy z 4 000 000 zł do 10.000.000,00 zł. z terminem spłaty do 31.12.2014 r.

### V.2 Opis zdarzeń istotnie wpływających na działalność Grupy jakie nastąpiły w pierwszym półroczu 2012 roku oraz do dnia publikacji sprawozdania.

- Nabycie certyfikatu inwestycyjnego Mebis NSFIZ

3 kwietnia 2012 roku na mocy umowy sprzedaży certyfikatów inwestycyjnych Spółka dominująca nabyła 1 certyfikat funduszu Mebis 1 Niestandaryzowany Fundusz Inwestycyjny Zamknięty za kwotę 200 tys. zł.

- Nabycie i sprzedaż nieruchomości

W pierwszym półroczu Spółka dominująca nabyła nieruchomość położoną w Dziekanowie Leśnym, gm. Łomianki. W śródrocznym sprawozdaniu finansowym na dzień 30.06.2012 r. nieruchomość ujęto według ceny nabycia w pozycji „aktywa zaklasyfikowane jako przeznaczone do sprzedaży” z uwagi na sprzedaż w bliskim terminie.

2 lipca 2012 roku Spółka dominująca dokonała sprzedaży nieruchomości w Dziekanowie Leśnym za kwotę 1 830 tys. zł.

### V.3 Główne inwestycje krajowe i zagraniczne.

- Inwestycja w aktywa obrotowe.

| Wyszczególnienie ( w tys. zł.)         | I półrocze 2012 | I półrocze 2011 |
|--|-----------------|-----------------|
| Wartość nominalna zakupionych pakietów | 3 792           | 253 367         |
| Cena nabycia wierzytelności            | 360             | 33 612          |
| Ilość transakcji                       | 3               | 4               |
| Ilość wierzytelności                   | 1 352           | 13 634          |



**Wykres 9** Wartość nominalna i cena nabycia pakietów (w tys. zł oraz jako procent wartości nominalnej).



- Nakłady poniesione na nabycie wartości niematerialnych i prawnych oraz rzeczowych aktywów trwałych oraz nieruchomości

Grupa poniosła pierwszym półroczu 2012 r. wydatki na nakłady związane z zakupami środków trwałych i wartości niematerialnych.

| Wyszczególnienie (w tys. zł.)                    | I półrocze 2012 | I półrocze 2011 |
|--|-----------------|-----------------|
| <b>Wartości niematerialne i prawne</b>           | 176             | 57              |
| <b>Rzeczowe aktywa trwałe</b>                    | 95              | 21              |
| grunty, w tym wieczyste użytkowanie              |                 |                 |
| budynki i lokale                                 | 39              |                 |
| urządzenia techniczne i maszyny biurowe          | 44              | 14              |
| środki transportu                                |                 |                 |
| garaż  |                 |                 |
| wieczyste użytkowanie                            |                 |                 |
| pozostałe środki trwałe                          | 12              | 7               |
| <b>Inwestycje długoterminowe w nieruchomości</b> |                 |                 |
| <b>Łącznie</b>                                   | 271             | 78              |

#### V.4 Emisja i wykup dłużnych papierów wartościowych.

W okresie sprawozdawczym i do dnia sporządzenia niniejszego raportu miały miejsce następujące wydarzenia związane z emisjami akcji i obligacji Spółki dominującej:

- Wykup obligacji serii Z.**

13 stycznia 2012 roku wykupiono 5 sztuk obligacji serii Z na łączną kwotę 50 tys. zł. W dniu 11 czerwca 2012 wykupiono 15 sztuk obligacji serii Z na łączną kwotę 150 tys. zł. Dnia 17 lipca 2012 roku



wykupiono 20 sztuk obligacji o wartości nominalnej 200 tys. zł. Wykup sfinansowano ze środków własnych. Na dzień publikacji śródrocznego sprawozdania finansowego obligacje serii Z zostały spłacone.

- **Wykup obligacji serii A1.**

27 stycznia 2012 roku wykupiono 7 sztuk obligacji serii A1 na łączną kwotę 70 tys. zł. Dnia 19 lipca 2012 roku wykupiono 35 obligacji o wartości nominalnej 350 tys. zł. Wykup sfinansowano ze środków własnych. Na dzień publikacji śródrocznego sprawozdania finansowego obligacje serii A1 zostały w całości wykupione.

- **Wykup obligacji serii U.**

10.02.2012 wykupiono 10 sztuk obligacji serii U w kwocie 100 tys. zł. Dnia 29.03.2012 roku wykupiono 100 sztuk obligacji serii U w kwocie 1 000 tys. zł. Spółka dnia 25.05.2012 wykupiła kolejne 10 sztuk obligacji na kwotę 100 tys. zł. Na dzień publikacji śródrocznego sprawozdania za pierwsze półrocze 2012 roku zobowiązanie z tytułu obligacji serii U wynosi 400 tys. zł.

- **Wykup obligacji serii P.**

12.07.2012 roku wykupiono 27 sztuk obligacji serii P o wartości nominalnej 270 tys. zł. Wykup sfinansowano ze środków własnych. Na dzień publikacji śródrocznego sprawozdania finansowego obligacje serii P zostały w całości wykupione.

- **Wykup obligacji serii B1.**

08.08.2012 roku wykupiono 500 sztuk obligacji serii B1 w kwocie 500 tys. zł. Na dzień publikacji śródrocznego sprawozdania za pierwsze półrocze 2012 roku zobowiązanie z tytułu obligacji serii B1 wynosi 2 300 tys. zł. i zostanie spłacone zgodnie z umownym terminem do 3 września 2012 r.

## **V.5 Wskazanie postępowań toczących się przed sądem, organem właściwym dla postępowania arbitrażowego lub organem administracji publicznej.**

### **V.5.1 Postępowanie dotyczące zobowiązań albo wierzytelności emitenta lub jednostki od niego zależnej, których wartość stanowi co najmniej 10% kapitałów własnych emitenta.**

W pierwszym półroczu 2012 roku Grupa nie była stroną postępowań sądowych spełniających powyższy warunek.

### **V.5.2 Wskazanie dwóch lub więcej postępowań dotyczących zobowiązań oraz wierzytelności, których łączna wartość stanowi odpowiednio co najmniej 10 % kapitałów własnych emitenta.**

Działalność operacyjna Grupy 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 spraw kierowanych do sądów. W związku z tym dużą liczbę postępowań należy łączyć ze specyfiką działalności Grupy.

W swojej działalności Grupa wykorzystuje instytucję e-sądu. Pozwala to na zwiększenie efektywności i przyspieszenie procedury odzyskiwania wierzytelności.

W pierwszym półroczu 2012 roku statystyka prowadzonych postępowań sądowych przedstawiała się następująco (łącznie z e-sądem).

- Na dzień 1 stycznia 2012 roku Grupa prowadziła 8 143 spraw sądowych na kwotę 144 907 tys. zł,
- W pierwszym półroczu 2012 roku Grupa skierowała na drogę postępowania sądowego 84 sprawy na łączną kwotę 1 074 tys. zł,
- W pierwszym półroczu 2012 roku Grupa uzyskiwała tytuły wykonawcze w 5 958 sprawach na łączną kwotę 105 773 tys. zł,
- W pierwszym półroczu 2012 roku oddalono powództwa w 49 sprawach na łączną kwotę 579 tys. zł, a 218 postępowań na łączną kwotę 4 695 tys. zł zakończyło się bez uzyskania tytułu wykonawczego z innych przyczyn,
- Na dzień 30 czerwca 2012 roku ilość spraw w sądzie wynosiła 2 002 sprawy Grupy, łączna wartość dochodzonych roszczeń 34 934 tys. zł.

W 2012 roku Grupa wykorzystywała możliwości instytucji Elektronicznego Postępowania Upominawczego (e-sądu).

## VI. Powiązania kapitałowe.

### VI.1 Informacje o powiązaniach organizacyjnych lub kapitałowych Grupy.

| Podmiot powiązany                                 | Osoba powiązana                           | Sposób powiązania  |
|---|---|--|
| FIZ Sp. z o.o.                                    | Grażyna Jankowska-Kuchno                  | Członek Zarządu FIZ Sp. z o.o.                                       |
| Agencja Inwestycyjna Estro Sp. z o. o.            | Jan Kuchno                                | 99,61% udziałów w Agencji Inwestycyjnej Estro Sp. z o.o.             |
| Dom Aukcyjny Mebis Sp. z o.o.                     | Jan Kuchno                                | AI Estro – 100% udziałów w Dom Aukcyjny Mebis sp. z o.o.             |
| Kancelaria Prawna Grzegorza Lewandowskiego Sp. K. | Jan Kuchno                                | AI Estro – 50 % udziałów Kancelarii Prawnej Grzegorza Lewandowskiego |
| Adimo Egze S.A.                                   | Jerzy Kulesza                             | Przewodniczący Rady Nadzorczej Adimo Egze S.A.                       |
| Mebis 1 NSFIZ                                     | Grażyna Jankowska –Kuchno<br>Piotr Kuchno | Członek Zarządu Mebis TFI S.A.<br>Członek Zarządu Mebis TFI S.A.     |
| Mebis 1 NSFIZ                                     |   | Powiązanie kapitałowe - 33,33 % kapitału funduszu                    |
| Mebis Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.    | Grażyna Jankowska –Kuchno<br>Piotr Kuchno | Członek Zarządu Mebis TFI S.A.<br>Członek Zarządu Mebis TFI S.A.     |

#### Warunki transakcji z podmiotami powiązanymi:

- FIZ Sp. z o.o.**

Obciążenie z tytułu kosztów najmu powierzchni biurowej 99 tys. zł stanowią 3,20% kosztów operacyjnych Spółki dominującej w pierwszym półroczu 2012 r. Należności w kwocie 1 tys. zł oraz przychody w kwocie 2 tys. zł.

- Kancelaria Prawna Grzegorza Lewandowskiego Spółka Komandytowa**

Koszty obsługi prawnej 31 tys. zł stanowią 1% kosztów operacyjnych Spółki dominującej w pierwszym półroczu 2012 r.

- Agencja Inwestycyjna ESTRO Sp. z o.o.**

Obciążenie z tytułu zapłaconych odsetek od obligacji serii A1 wynosi 3 tys. zł, co stanowi 0,13% kosztów finansowych. Zobowiązanie 100 tys. zł powstało z tytułu obligacji serii A1.

- Dom Aukcyjny Mebis Sp. z o.o.**

Zobowiązanie 370 tys. zł powstało z tytułu obligacji serii P oraz A1. Do dnia opublikowania raportu zobowiązanie zostało w całości uregulowane. Należność w kwocie 133 tys. zł z tytułu umowy zbycia wierzytelności. Przychody na kwotę 144 tys. zł z tytułu sprzedaży wierzytelności.

Koszty 20 tys. zł, z tytułu zapłaconych odsetek od obligacji serii P w kwocie 14 tys. zł. oraz A1 w kwocie 6 tys. zł co stanowi 0,83% kosztów finansowych. Ponadto obciążenie na kwotę 34 tys. zł z tytułu kosztów najmu oraz zakupu miejsca postojowego.

- [Mebis Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.](#)

Koszty 200 tys. zł z tytułu nabycia certyfikatu inwestycyjnego w Mebis 1 NSFIZ. Zobowiązanie na kwotę 50 tys. zł z tytułu nabycia certyfikatu. Zobowiązanie uregulowano w całości 30 lipca 2012 r.

- [Adimo Egze S.A.](#)

Koszty z tytułu świadczenia usług windykacji na rzecz Spółki wynoszą 97 tys. zł stanowią 3,14% kosztów operacyjnych. Należność z tytułu umowy przelewu wierzytelności 285 tys. zł. Zobowiązanie z tytułu windykacji wynoszą 5 tys. zł.

- [Zarząd Spółki:](#)

Zobowiązanie w kwocie 40 tys. zł. wobec członków Zarządu z tytułu nagrody za wyniki 2011 roku, w tym dla Prezesa Zarządu Jerzego Kuleszy 20 tys. zł i dla Członka Zarządu Grażyny Jankowskiej – Kuchno 20 tys. zł.

## **VI.2 Informacje o istotnych transakcjach zawartych przez Grupę z podmiotami powiązanymi na warunkach innych niż rynkowe.**

Nie wystąpiły transakcje inne niż zawarte na warunkach rynkowych.

## VII. Ryzyka i zagrożenia oraz perspektywy rozwoju Grupy.

### VII.1 Opis istotnych czynników ryzyka i zagrożeń.

- Ryzyko związane z działalnością firm konkurencyjnych.

Rynek obrotu wierzytelnościami jest branżą mocno konkurencyjną. Istnieje około 20 podmiotów o silnej pozycji rynkowej i stabilnej bazie kapitałowej. Na rynku działa także wiele małych spółek, o zasięgu lokalnym. Największe podmioty pozyskują kapitał dzięki funduszom typu *private equity* bądź poprzez emisję obligacji lub zaciąganie pożyczek lub kredytów. Wraz z poprawą koniunktury na rynku giełdowym wiele spółek zdecydowało się na pozyskanie finansowania bezpośrednio na rynku kapitałowym, wprowadzając akcje na GPW w Warszawie. Spółki konkurują pomiędzy sobą także przy przetargach na zakupy portfeli wierzytelności. Podwyższony popyt rodzi tym samym wzrost cen wierzytelności, która częściowo jest rekompensowana przez wyższą podaż ze strony sprzedających. Mimo zwiększonej konkurencji, rentowność GPM „Vindexus” S.A. pozostaje na wysokim poziomie. Grupa notuje bardzo dobre wyniki dzięki odpowiedzialnej polityce kosztowej oraz wysokiej efektywności windykacji. Grupa posiada jednocześnie duży portfel wierzytelności, który zgromadziła na przestrzeni wielu lat swojej działalności i którego obsługa pozwala jej na utrzymywaniu wysokich wyników, bez dokonywania zakupów kolejnych portfeli wierzytelności.

- Ryzyko związane z wpływem na Grupę potencjalnych fuzji i przejęć.

Rynek obrotu wierzytelnościami oraz firm windykacyjnych jest bardzo rozdrobniony. Jednocześnie, po wstąpieniu w struktury Unii Europejskiej, znacznie wzrosło zagrożenie ze strony zagranicznych konkurentów. Wymusza to na polskich przedsiębiorcach konsolidację. Grupa nie wyklucza udziału w przyszłych fuzjach lub przejęciach, więc istnieje ryzyko związane z niepewnością funkcjonowania podmiotu. Grupa nie podjęła jednak żadnych zobowiązań w sprawie ewentualnych fuzji i przejęć innych podmiotów. Grupa może stać się także celem wrogiego przejęcia i nie będzie mogła wtedy w pełni realizować założonej strategii. Grupie nie są znane żadne informacje wskazujące, by mogła się ona stać obiektem wrogiego przejęcia. Niezależnie od działań Grupy, wpływ na jej działalność mogą mieć również fuzje podmiotów konkurencyjnych wobec niej. Podmioty konkurencyjne poprzez konsolidacje mogą uzyskać efekt skali oraz większą siłę rynkową, a być tym samym utrudnić pozyskiwanie wierzytelności dotychczasowych dostawców wierzytelności. Grupa w celu ograniczenia ryzyka dywersyfikuje źródła przychodów. Jednocześnie ze względu na obecny kryzys gospodarczy i utrudniony dostęp do źródeł finansowania fuzji i przejęć wskazane wyżej ryzyko spółka ocenia jako niskie.

- Ryzyko związane z otoczeniem prawnym.

Regulacje prawne w Polsce zmieniają się bardzo często. Dotyczy to między innymi uregulowań i interpretacji przepisów podatkowych oraz uregulowań dotyczących działalności przedsiębiorców. Pewne utrudnienie mogą stanowić nie tylko zmiany przepisów prawa, ale również różne jego interpretacje. Prawo polskie obecnie znajduje się wciąż w okresie dostosowawczym, związanym z przystąpieniem Polski do Unii Europejskiej. Zmiany przepisów prawa z tym związane mogą mieć wpływ na otoczenie prawne działalności gospodarczej, w tym także prowadzonej przez Grupę. Wejście w życie nowych regulacji obrotu gospodarczego może wiązać się z problemami interpretacyjnymi, niejednorodnym orzecznictwem sądów, niekorzystnymi interpretacjami przyjmowanymi przez organy administracji publicznej. Każda zmiana przepisów może spowodować wzrost kosztów działalności Grupy i wpłynąć na wyniki finansowe oraz powodować trudności w ocenie skutków przyszłych zdarzeń i decyzji. Grupa ogranicza niniejsze ryzyko

poprzez bieżącą obserwację zachodzących zmian w otoczeniu prawnym i prowadzeniu działalności zgodnie z obowiązującymi przepisami.

- **Ryzyko związane z potencjalnymi zmianami przepisów podatkowych i różnicami w ich interpretacji.**

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 dominującą aktualnych wykładni przepisów podatkowych, sprawdzonych przez Biegłego Rewidenta i potwierdzonych opiniami doradców podatkowych, organy skarbowe mogą przyjąć odmienną interpretację. Ponadto, wobec zapowiadanej od wielu lat gruntownej reformy zmieniającej system podatkowy, istnieje ryzyko, że wprowadzenie nowych regulacji może mieć negatywny wpływ na prowadzenie działalności gospodarczej. Jednocześnie istnieje ryzyko, iż zmiany przepisów podatkowych wprowadzane w dalszej lub bliższej przyszłości mogą opierać się na rozwiązaniach, które spowodują wzrost obciążeń podatkowych Spółki dominującej. Wskazane wyżej czynniki mogą negatywnie wpłynąć na sytuację Grupy, w szczególności na jej wyniki finansowe oraz perspektywy rozwoju. Grupa ogranicza niniejsze ryzyko poprzez bieżącą obserwację zachodzących zmian w zagadnieniach związanych z przepisami podatkowymi i prowadzeniu działalności zgodnie z obowiązującymi przepisami.

- **Ryzyko związane z obniżeniem wysokości odsetek ustawowych.**

Wysokość odsetek ustawowych wpływa w pewnym stopniu na dochody Grupy. W ciągu ostatnich lat zmiany wysokości odsetek ustawowych nie były jednak znaczące, w związku z czym niniejsze ryzyko jest niewielkie. Za powyższym przemawia również fakt, iż wysokość odsetek ustawowych powinna być ustalona w wysokości powyżej oprocentowania dostępnych na rynku kredytów bankowych.

- **Ryzyko związane z upadłością znaczącego dłużnika.**

Grupa posiada zdywersyfikowany portfel wierzytelności, w związku z czym opisywane ryzyko jest niskie i dotyczy tylko wierzytelności w stosunku do spółek kapitałowych. Upadłość dużej liczby dłużników mogłaby jednak negatywnie wpłynąć na wyniki Grupy. W celu ograniczania ryzyka Grupa nie inwestuje znacznych środków w wierzytelności tej grupy dłużników.

- **Ryzyko związane z upadłością konsumentką.**

Od 31 marca 2009 r. obowiązuje nowelizacja prawa upadłościowego i naprawczego, która wprowadza tzw. upadłość konsumentką. Ogłoszenie upadłości konsumentkiej nie oznacza jednakże braku spłaty zobowiązań. Przeciwnie, częściowe umorzenie długów będzie możliwe po wydaniu syndykowi przez upadłego całego majątku i po jego sprzedaży. Istnieje ryzyko, że zakresem działania ustawy w praktyce zostanie objęty zbyt szeroki krąg osób, które dokonają spłaty mniejszej części swojego zadłużenia. Grupa zakłada, że ustawodawca oraz sądy dążyć będą do zapewnienia bezpieczeństwa sektora finansowego. Jednocześnie od momentu wprowadzenia przepisów o „upadłości konsumentkiej” w skali całego kraju ogłoszono niewiele upadłości konsumentów. W związku z powyższym Grupa ocenia ryzyko związane z „upadłością konsumentką” jako niskie. Grupa nie ma wpływu na występowanie powyższego ryzyka.

- **Ryzyko związane z polityką dostawców wierzytelności w zakresie sprzedaży pakietów wierzytelności.**

Grupa zakłada, że zarówno banki jak i operatorzy telekomunikacyjni będą sprzedawać swoje wierzytelności w pakietach spółkom windykacyjnym oraz funduszom sekurytyzacyjnym. Ewentualna zmiana może dotyczyć

wielkości sprzedawanych pakietów wierzytelności oraz preferowania modelu stałej współpracy z wybranymi podmiotami. Ze względu na swoją wieloletnią obecność na rynku Grupa ocenia to ryzyko jako niskie. Nie można jednak wykluczyć zmiany sposobu sprzedaży pakietów wierzytelności firmom windykacyjnym. Niekorzystna dla Grupy zmiana obecnych praktyk rynkowych miałaby negatywny wpływ na wyniki Grupy. W celu ograniczenia ryzyka Grupa prowadzi działania w celu dywersyfikacji źródeł pozyskiwania wierzytelności.

- [Ryzyko związane z zakończeniem współpracy z Kancelarią Prawną Grzegorza Lewandowskiego spółka komandytowa.](#)

Obsługę prawną wierzytelności Grupa zapewnia współpracującą ze Spółką Kancelaria Prawna Radcy Prawnego Grzegorza Lewandowskiego. Zerwanie współpracy, mogłoby czasowo utrudnić proces skutecznej windykacji wierzytelności, co może wpłynąć na wyniki finansowe Grupy. Kancelaria wspomaga Grupę w prawidłowej ale przede wszystkim skutecznej i ekonomicznej obsłudze wierzytelności od strony prawnej na każdym etapie windykacji.

## **VII.2 Czynniki istotne dla perspektywy rozwoju działalności Grupy.**

- [Zwiększenie wielkości działu windykacji.](#)

Grupa rozwija działalność, głównie poprzez nabywanie kolejnych pakietów wierzytelności lub przyjmowanie wierzytelności do obsługi. W związku z tym konieczne jest zwiększanie efektywności pracy zespołów zatrudnionych w Grupie. Możliwe jest to przede wszystkim dzięki udoskonaleniu systemu informatycznego cyklicznie przeprowadzonym szkoleniom oraz poprawie organizacji pracy.

- [Rozwój oferty.](#)

Grupa dąży do zabezpieczenia przychodów przyszłych okresów. W tym celu wykorzystuje dywersyfikację dostawców wierzytelności. Dzięki temu zmniejsza ryzyko braku nabycia kolejnych portfeli wierzytelności. Grupa kładzie nacisk na rozwój funduszu sekurytyzacyjnego - GPM Vindexus NSFIZ z uwagi na pozytywne wyniki windykacji wierzytelności bankowych. Skala działalności zwiększa się z roku na rok, co pozwala Grupie na poprawienie rentowności.

- [Korzyści skali.](#)

Grupa w nadchodzących okresach będzie kontynuowała zakupy kolejnych pakietów wierzytelności masowych (telekomunikacyjnych oraz bankowych), a także od syndyków masy upadłościowej. Oznacza to wzrost liczby pakietów wierzytelności obsługiwanych na bieżąco. Wraz ze wzrostem skali działalności Grupa może dokonywać zakupów portfeli o coraz wyższej wartości nominalnej, nabywając je przy korzystniejszych cenach. Dzięki temu możliwa będzie poprawa rentowności Grupy.

- [Perspektywy rozwoju działalności.](#)

Dzięki dużym inwestycjom w kolejne portfele wierzytelności, Grupa zabezpieczyła sobie źródła generowania przychodów na kilka nadchodzących lat. Nie oznacza to rezygnacji z polityki zakupowej, Grupa będzie kontynuowała powiększanie swojego portfela wierzytelności. Według szacunków, w nadchodzących okresach należy spodziewać się wzrostu cen nabywanych pakietów, ale jednocześnie większej ilości portfeli wierzytelności przeznaczonych przez wierzycieli pierwotnych do zbycia. W związku z powyższym Grupa zamierza kontynuować dotychczasową strategię zakupów pakietów wierzytelności bankowych, telekomunikacyjnych oraz od syndyków, które będzie finansować z własnych przychodów, kredytów

bankowych lub z emisji instrumentów dłużnych. Przewiduje także dalsze porządkowanie stanu prawnego posiadanych aktywów w celu bardziej efektywnego zarządzania nimi.



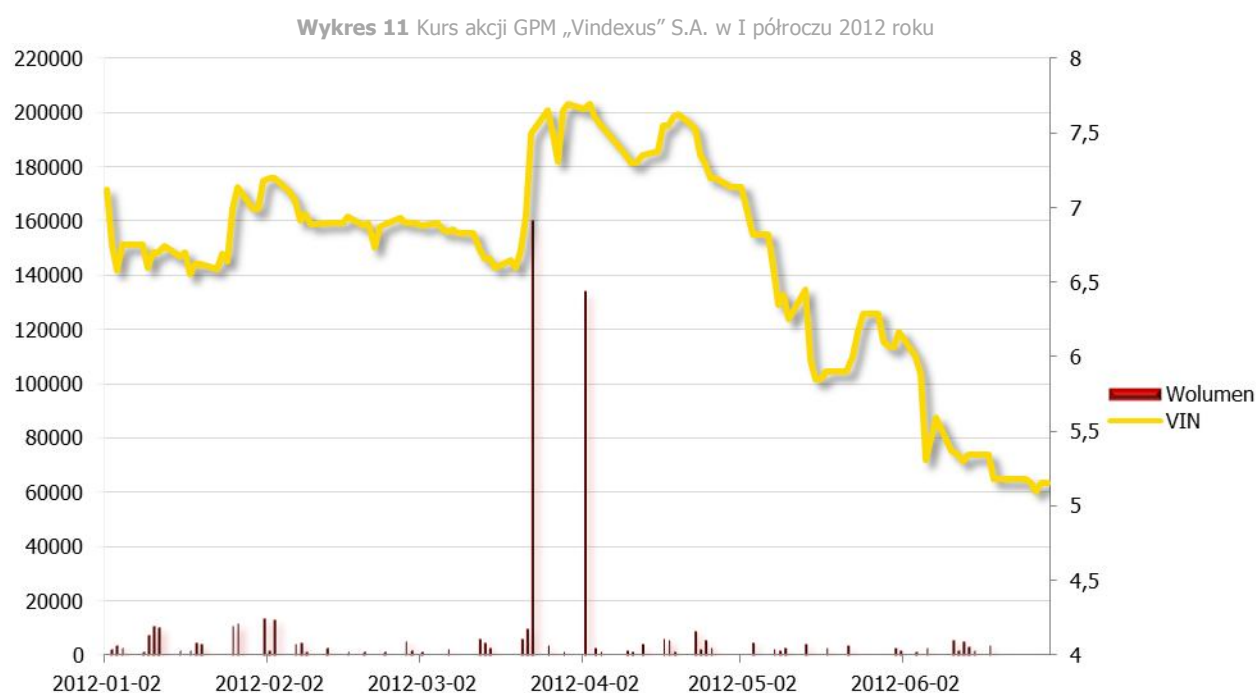
## VIII. Informacje dla inwestorów.

GPM „Vindexus” S.A. zadebiutowała na rynku głównym warszawskiego parkietu w dniu 23 marca 2009 r. Cena emisyjna została ustalona na 6 zł., a na pierwszej sesji za walor płacono nawet 9 zł., co oznaczało wzrost o blisko 33%.

W 2011 r. kurs poruszał się w trendzie w granicach 6 zł. - 8 zł. za wyjątkiem okresu styczeń – luty 2011 r., kiedy to kurs znajdował się w trendzie wzrostowym i wychodził z poziomu 5 zł.

W pierwszym półroczu 2012 roku kurs akcji kształtował się na poziomie 5 zł. – 8 zł. Średni kurs w okresie wyniósł 6,63 zł.

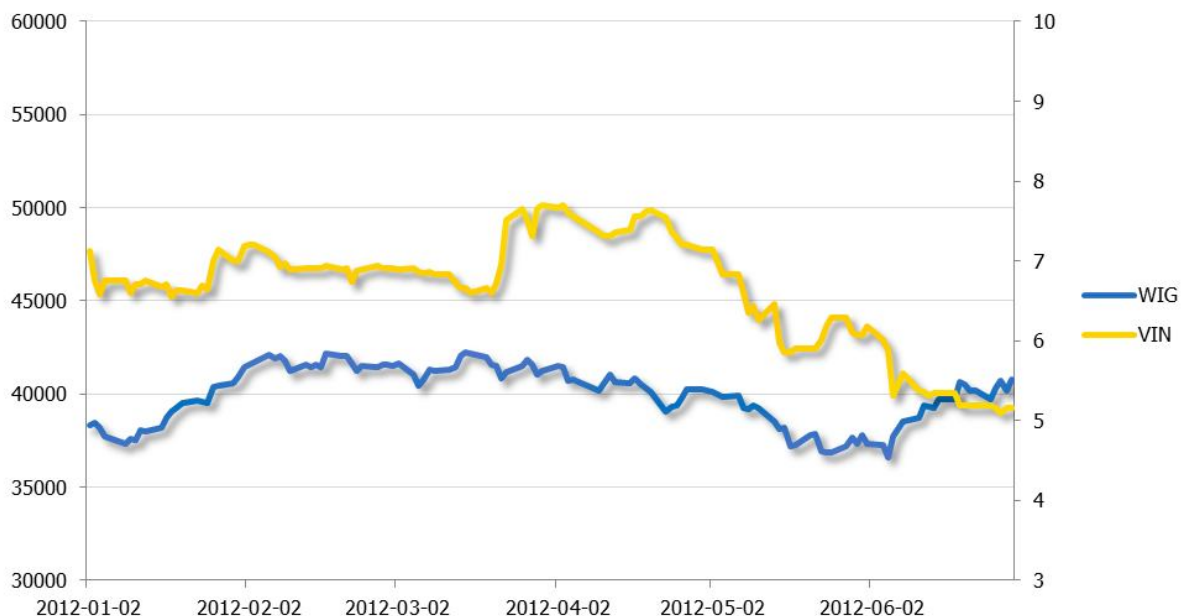
### VIII.1 Kurs akcji w I półroczu 2012 roku.



|                 | 29.06.2012 | Średnia cena | Cena minimalna | Cena maksymalna |
|-----------------|------------|--------------|----------------|-----------------|
| GPM Vindexus SA | 5,15       | 6,63         | 5,10           | 7,70            |

## VIII.2 Kurs akcji GPM „Vindexus” S.A. na tle indeksu WIG.

Wykres 12 Porównanie WIG vs Vindexus w I półroczu 2012 roku



## VIII.3 Polityka dywidendy.

Utworzono 28 czerwca 2011 roku uchwałą Zwyczajnego Zgromadzenia Akcjonariuszy fundusz rezerwowy przeznaczony na wypłatę dywidendy w latach przyszłych w wysokości 4 027 tys. zł. (z podziału zysku netto wypracowanego w 2010 roku), pozostał bez zmian do dnia 30.06.2012 r., a dywidenda – do dnia opublikowania niniejszego raportu - nie została podzielona.

Zarząd Spółki GPM „Vindexus” S.A. rekomendował Walnemu Zgromadzeniu Akcjonariuszy nie wypłacanie dywidendy z zysku za rok 2011. W ocenie Zarządu przeznaczenie zysków na prowadzoną dotychczas działalność, w szczególności na zakupy portfeli wierzytelności jest bardziej korzystne i opłacalne z punktu widzenia GPM Vindexus S.A. oraz akcjonariuszy.

Nie jest wykluczone jednak, że w kolejnych latach będzie rozważał wypłatę dywidendy. Każdorazowo Zarząd rozważy wypłatę dywidendy, uwzględniając potrzeby finansowe, rentowność potencjalnych inwestycji oraz wzrost wartości jaki GPM Vindexus S.A. osiąga, dokonując reinwestycji zysków.

Jerzy Kulesza  
Prezes Zarządu

.....

Grażyna Jankowska-Kuchno  
Członek Zarządu

.....