

GIEŁDA PRAW MAJĄTKOWYCH „VINDEXUS” S.A. z siedzibą w Warszawie



## ***Raport analityczny***

Analityk

Krzysztof Masalski, [k.masalski@idmsa.pl](mailto:k.masalski@idmsa.pl), +48 501 519 775

30 grudnia 2008 r.

INFORMACJE I OPINIE ZAWARTE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE ZOSTAŁY ZEBRANE LUB UZYSKANE PRZEZ DM IDMSA ZE ŹRÓDEŁ UWAŻANYCH ZA WIARYGODNE. DM IDMSA NIE PRZYJMUJE JEDNAK ODPOWIEDZIALNOŚCI Z TYTUŁU JAKICHKOLWIEK SZKÓD WYNIKAJĄCYCH Z ICH WYKORZYSTANIA ANI NIE SKŁADA ŻADNYCH OŚWIADCZEŃ CO DO ICH RZETELNOŚCI I KOMPLETNOŚCI. NINIEJSZY DOKUMENT SAM W SOBIE NIE POWINIEN BYĆ TRAKTOWANY JAKO PODSTAWA PODEJMOWANYCH DECYZJI ANI WYKORZYSTANY ZAMIAST WYPRACOWANIA NIEZALEŻNEJ OPINII.

NINIEJSZY DOKUMENT NIE STANOWI OFERTY ANI ZAPROSZENIA DO ZAPISYWANIA SIĘ LUB DO NABYWANIA JAKICHKOLWIEK PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH ORAZ ANI NINIEJSZY DOKUMENT, ANI ŻADNE ZAWARTE W NIM POSTANOWIENIA NIE BĘDĄ STANOWIŁY PODSTAWY JAKIEJKOLWIEK UMOWY LUB ZOBOWIĄZANIA. NINIEJSZY DOKUMENT ZOSTAJE PAŃSTWU UDOSTĘPNIONY WYŁĄCZNIE W CELACH INFORMACYJNYCH I ZAKAZUJE SIĘ JEGO POWIELANIA LUB PRZEKAZYWANIA JAKIEJKOLWIEK INNEJ OSOBE. NINIEJSZY DOKUMENT NIE MOŻE BYĆ BEZPOŚREDNIO LUB POŚREDNIO ROZPOWSZECHNIANY W STANACH ZJEDNOCZONYCH

AMERYKI PÓŁNOCNEJ, W KANADZIE, AUSTRALII ANI JAPONII, ANI NA RZECZ JAKIEGOKOLWIEK OBYWATELA LUB REZYDENTA STANÓW ZJEDNOCZONYCH AMERYKI PÓŁNOCNEJ, KANADY, AUSTRALII LUB JAPONII, NA RZECZ ŻADNEJ OSOBY AMERYKAŃSKIEJ ANI ŻADNEJ OSOBY W ZJEDNOCZONYM KRÓLESTWIE WIELKIEJ BRYTANII I IRLANDII PÓŁNOCNEJ. ROZPOWSZECHNIANIE NINIEJSZEGO RAPORTU ANI JAKIEJKOLWIEK JEGO KOPII NIE MOŻE BYĆ PROWADZONE W JAKIEJKOLWIEK JURYSDYKCJI POZA POLSKĄ, GDZIE TAKIE ROZPOWSZECHNIANIE MOŻE BYĆ OGRANICZONE PRZEPISAMI PRAWA. OSOBY, KTÓRE OTRZYMAJĄ NINIEJSZY RAPORT POWINNY BYĆ ŚWIADOME I PRZESTRZEGAĆ TAKICH OGRANICZEŃ.

NINIEJSZY DOKUMENT NIE ZOSTAŁ SPORZĄDZONY PRZEZ ANI WE WSPÓŁPRACY Z GPM VINDEUX S.A. INFORMACJE ZAWARTE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE NIE POWINNY BYĆ POSTRZEGANE JAKO UPOWAŻNIONE LUB ZATWIERDZONE PRZEZ GPM VINDEUX S.A. OPINIE TUTAJ WYRAŻONE STANOWIĄ WYŁĄCZNIE OPINIE DM IDMSA. WSZYSTKIE ISTOTNE INFORMACJE DOTYCZĄCE EMITENTA I PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH, KTÓRE BĘDĄ OFEROWANE PUBLICZNIE LUB DOPUSZCZONE DO OBROTU NA RYNKU REGULOWANYM W POLSCE BĘDĄ UWZGLĘDNIONE W PROSPEKCIE GPM VINDEUX S.A., KTÓRY STANOWI JEDYNY PRAWNIE WIAŻĄCY DOKUMENT ZAWIERAJĄCY TAKIE INFORMACJE. DECYZJA O NABYCIU JAKICHKOLWIEK PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH GPM VINDEUX S.A. POWINNA ZOSTAĆ PODJĘTA WYŁĄCZNIE NA PODSTAWIE PROSPEKTU. DM IDMSA WIAŻE Z GPM VINDEUX S.A. UMOWA DOTYCZĄCA POŚREDNICTWA W PRZYGOTOWANIU PUBLICZNEJ OFERTY ORAZ PEŁNIENIA FUNKCJI INSTYTUCJI FINANSOWEJ POŚREDNICZĄCEJ W OFEROWANIU AKCJI W PUBLICZNEJ OFERCIE. AKCEPTUJĄC NINIEJSZY RAPORT WYRAŻAJĄ PAŃSTWO ZGODĘ ABY OBOWIĄZYWAŁY PAŃSTWA POWYŻSZE OGRANICZENIA.



Szacuje się, że wartość wierzytelności w skali kraju może osiągać nawet 500 mld zł w przeciągu kilku następnych lat. Wartość rynku jest jednym z elementów świadczących o dużym potencjale wzrostu dla spółek działających w branży. Na perspektywy rynku sekurytyzacji wpływa wartość zagrożonych wierzytelności w sektorze bankowym. Na rynku pojawiają się nowe produkty będące pochodną masowych kredytów hipotecznych. Strategia GPM Vindexus zakłada zwiększenie wartości Spółki oraz umocnienie pozycji na rynku poprzez dostarczanie rozwiązań w obszarze obrotu wierzytelnościami, świadczenia usług windykacyjnych oraz obsługi funduszy sekurytyzacyjnych.

GPM „Vindexus” S.A. oferuje szeroki zakres usług finansowych, ze szczególnym uwzględnieniem sektora wierzytelności. Firma specjalizuje się w następujących dziedzinach:

- obrót wierzytelnościami,
- windykacja należności,
- obrót prawami majątkowymi,
- doradztwo i pośrednictwo finansowe.

Strategia Emitenta zakłada zwiększenie wartości Spółki oraz umocnienie pozycji na rynku poprzez dostarczanie rozwiązań w obszarze obrotu wierzytelnościami oraz świadczenia usług windykacyjnych. Powyższe cele zostaną osiągnięte poprzez:

1. Zwiększenie przychodów z dotychczasowych źródeł (w szczególności poprzez zwiększenie skali działalności) oraz
2. Rozwój oferty (wejście w nowe segmenty rynku wierzytelności i współpracę z funduszem sekurytyzacyjnym).

Wartość kapitału własnego Spółki po uwzględnieniu wpływów z emisji akcji serii I wyceniona przez nas metodą dochodową DCF wynosi 131,1 mln zł (10,24 zł na akcję), a wyceną porównawczą zestawiającą GPM Vindexus z odpowiednikami Spółki notowanymi na GPW w Warszawie – 116,6 mln zł (9,11 zł na akcję). Na podstawie średnich wartości obu wycen wyceniliśmy jedną akcję Spółki na poziomie 9,86 zł.

#### Podstawowe dane

	2009E	2010E	2011E	2012E
Przychody ze sprzedaży (mln zł)	26,6	45,2	72,3	101,2
Zysk operacyjny (mln zł)	11,4	19,0	29,6	40,5
EBITDA (mln zł)	11,8	19,1	29,9	41,0
Zysk netto (mln zł)	8,0	13,3	20,7	28,4
EPS (zł)	0,63	1,04	1,62	2,22
zmiana rok-na-rok	36%	66%	56%	37%
P/E	15,8	9,5	6,1	4,4
P/BV	3,1	2,3	1,7	1,2
EV/EBIT	12,1	7,7	5,4	4,3
EV/Przychody	5,2	3,2	2,2	1,7
Liczba akcji (mln szt.)	12,8	12,8	12,8	12,8

Mnożniki skalkulowane w oparciu o wycenę akcji na poziomie 9,86 zł  
 Źródło: szacunki własne

Silne strony:	Słabe strony:
<ol style="list-style-type: none"> <li>1. ugruntowana pozycja w sektorze wierzytelności pozyskiwanych od firm telekomunikacyjnych,</li> <li>2. obsługa sekurytyzowanych wierzytelności,</li> <li>3. doświadczenie w sektorze wierzytelności masowych,</li> <li>4. efektywne procedury dochodzenia wierzytelności z wykorzystaniem nowoczesnych systemów informatycznych,</li> <li>5. wykorzystanie efektu skali działalności,</li> <li>6. łatwiejszy dostęp do kapitału w przypadku powodzenia emisji publicznej</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. wysokie zapotrzebowanie na kapitał w celu zwiększania skali działalności,</li> <li>2. ryzyko utraty specjalistycznej kadry</li> </ol>
Szanse:	Zagrożenia:
<ol style="list-style-type: none"> <li>1. dynamicznie rozwijający się rynek,</li> <li>2. duża podaż wierzytelności,</li> <li>3. odporność branży na cykle gospodarcze,</li> <li>4. udział w restrukturyzacji przedsiębiorstw</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. rosnąca konkurencja,</li> <li>2. ryzyko zmian w ustawodawstwie,</li> <li>3. ryzyko wydłużenia cyklu odzyskiwania wierzytelności, a tym samym zwiększenie zapotrzebowania na kapitał</li> </ol>

---

## Spis treści

1.	OPINIA INWESTYCYJNA.....	5
2.	SZCZEGÓŁY OFERTY I JEJ CELE.....	6
3.	PROGNOZY FINANSOWE.....	7
4.	WYCENA.....	8
5.	STRATEGIA ROZWOJU GPM VINDEXUS S.A. NA LATA 2008-2010.....	12
6.	HISTORIA I PODSTAWOWE INFORMACJE O SPÓŁCE.....	13
7.	PROFIL DZIAŁALNOŚCI, PRODUKTY I USŁUGI ŚWIADCZONE PRZEZ SPÓŁKĘ.....	14
8.	RYNKI ZBYTU I GŁÓWNE ŹRÓDŁA ORAZ STRUKTURA PRZYCHODÓW SPÓŁKI.....	17
9.	OTOCZENIE SPÓŁKI.....	19
10.	SPRAWOZDANIA FINANSOWE.....	21

## 1. Opinia inwestycyjna

Szacuje się, że wartość wierzycelności w skali kraju może osiągać nawet 500 mld zł

Ze względu na brak opracowań dotyczących wielkości rynku nie jest możliwe podanie dokładnej wartości wszystkich wierzycelności w polskiej gospodarce. Szacuje się, że wartość wierzycelności w skali kraju może osiągać nawet 500 mld zł. Wartość rynku jest jednym z elementów świadczących o dużym potencjale wzrostu dla spółek działających w branży.

Rynek docenił narzędzie służące zarządzaniu aktywami, jakim jest sekurytyzacja

Problem nieregulowania należności będzie narastał, ponieważ rozwój gospodarczy owocuje większą liczbą transakcji, co powoduje więcej nieregulowanych zobowiązań. Do 2010 r. wartość spraw przyjętych do windykacji będzie rosła o ok. 30% rocznie. Należy również zaznaczyć, że od kilku lat wzrost rynku wierzycelności utrzymuje się na podobnym poziomie.

Rynek oczekuje również zmian w prawie, które pozwolą na uproszczenie regulacji m.in. części rynku powiązanego z sekurytyzacją wierzycelności – co powinno korzystnie wpłynąć na działalność Spółki. Rynek docenił narzędzie służące zarządzaniu aktywami, jakim jest sekurytyzacja. Ten fragment rynku wierzycelności może w najbliższych latach rozwinąć się w sposób znaczący m.in. ze względu na wzrost akcji kredytowej, przyczyniającej się do powstawania wierzycelności bankowych. Istotnym jest również fakt, iż banki zakończyły już z powodzeniem pierwsze transakcje sekurytyzacyjne, co dodatkowo przyczynia się do popularności sekurytyzacji. Już w 2006 r. zrealizowano kilkanaście transakcji sekurytyzacyjnych, spośród których w kilku transakcjach przedmiotem sprzedaży były portfele większe niż 500 mln zł.

GPM Vindexus rozwija współpracę z funduszem sekurytyzacyjnym

Na perspektywy rynku sekurytyzacji wpływa wartość zagrożonych wierzycelności w sektorze bankowym. Na rynku pojawiają się nowe produkty będące pochodną masowych kredytów hipotecznych. Według szacunków z 2007 r. w ciągu najbliższych czterech-pięciu lat łączna wartość udzielonych kredytów wzrośnie do 190 mld zł. Wg szacunków co najmniej 10-15 proc. wierzycelności, pochodzących z powyższych kredytów hipotecznych, zostanie sprzedana funduszom sekurytyzacyjnym.

Strategia GPM Vindexus zakłada zwiększenie wartości Spółki oraz umocnienie pozycji na rynku poprzez dostarczanie rozwiązań w obszarze obrotu wierzycelnościami oraz świadczenia usług windykacyjnych. Powyższe cele mają zostać osiągnięte poprzez w szczególności obsługę większej liczby wierzycelności, wejście w nowe segmenty rynku wierzycelności oraz współpracę z funduszem sekurytyzacyjnym.

Wyceniamy jedną akcję GPM Vindexus (po IPO) na poziomie 9,86 zł

Wartość kapitału własnego Spółki po uwzględnieniu wpływów z emisji akcji serii I wyceniona przez nas metodą dochodową DCF wynosi 131,1 mln zł (10,24 zł na akcję), a wyceną porównawczą zestawiającą GPM Vindexus z odpowiednikami Spółki notowanymi na GPW w Warszawie – 116,6 mln zł (9,11 zł na akcję). Na podstawie średnich wartości obu wycen wyceniliśmy jedną akcję Spółki na poziomie 9,86 zł (P/E na rok 2008 na poziomie 21,4).

## 2. Szczegóły oferty i jej cele

**GPM Vindexus oferuje do objęcia 2.500.000 akcji zwykłych na okaziciela serii I**

GPM Vindexus S.A. oferuje do nabycia 2.500.000 akcji zwykłych na okaziciela serii I. Emitent planuje pozyskanie w publicznej ofercie środków pieniężnych w wysokości 15 mln zł (przy ustalonej cenie emisyjnej równej 6 zł i przy założeniu objęcia przez inwestorów wszystkich oferowanych akcji serii I oraz bez uwzględnienia kosztów emisji).

### Cel emisji

Pozyskane środki zostaną przeznaczone na zakup pakietów wierzytelności w przetargach organizowanych przez dostawców usług masowych, zakup wierzytelności nabywanych w drodze bezpośrednich negocjacji prowadzonych z działami wierzytelności, a także na pokrycie kosztów dochodzenia wierzytelności. Emitent nie podjął decyzji o podziale łącznej kwoty pozyskanej z emisji na poszczególne rodzaje pakietów wierzytelności, ponieważ ostateczna cena transakcji oraz szczegóły nabywanego pakietu wierzytelności znane są w końcowej fazie transakcji.

W związku z faktem, iż cele emisji pokrywają się z działalnością prowadzoną przez Emitenta źródłem finansowania będzie również wypracowany przez Emitenta wynik finansowy, który będzie stanowił ok. 10% wydatków na wierzytelności w 2008 r.

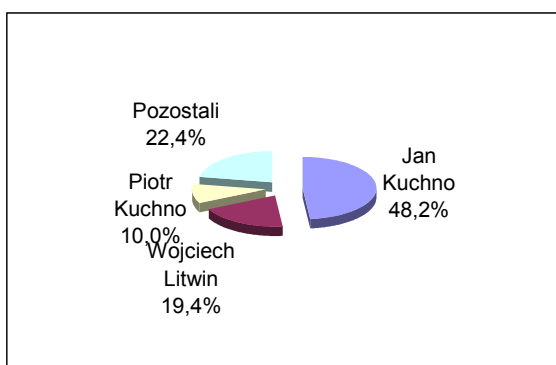
Emitent przygotował również alternatywny cel emisji. Dnia 28 stycznia 2008 r. Spółka zawarła umowę na obsługę wierzytelności sekurytyzowanych z GPM Vindexus NS FIZ. Umowa z funduszem została zatwierdzona przez Komisję Nadzoru Finansowego.

Zarząd Spółki przewiduje, iż całość środków z emisji zostanie wykorzystana do końca 2009 r.

### Akcjonariat

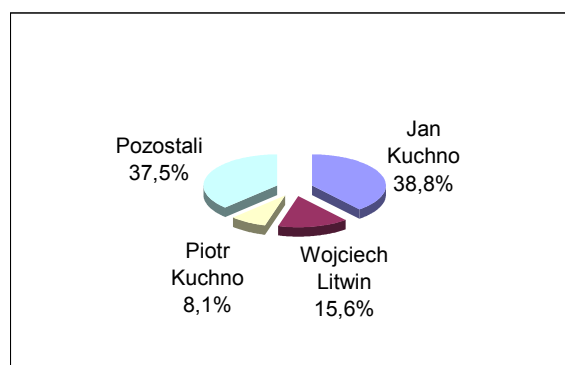
Na poniższych wykresach została przedstawiona struktura akcjonariatu GPM Vindexus S.A. przed publiczną emisją akcji serii I oraz po publicznej emisji akcji serii I w przypadku objęcia przez inwestorów wszystkich 2 500 000 akcji serii I.

**Wykres 2.1** Struktura akcjonariatu przed IPO



Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych Spółki

**Wykres 2.2** Struktura akcjonariatu po IPO



Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych Spółki

### 3. Prognozy finansowe

**Spółka osiągnie w 2008 roku zysk w wysokości 5,9 mln zł przy przychodach 17,7 mln zł**

Przy sporządzaniu prognozy na rok 2008 Zarząd Spółki przyjął założenie, że w okresie tym nie zmienią się warunki prowadzenia działalności gospodarczej, a w szczególności uregulowania prawne, podatkowe i administracyjne, wystąpi podobny wzrost PKB, a także nie wystąpią zdarzenia, które w sposób znaczący mogłyby ograniczyć działalność Spółki.

Założenia Zarządu Spółki, podzielone na czynniki zależne oraz niezależne od Spółki zostały przedstawione w Prospekcie emisyjnym GPM „Vindexus” S.A. zatwierdzonym przez Komisję Nadzoru Finansowego 24 września 2008 r., opublikowanym 4 grudnia 2008 roku, dostępnym w wersji elektronicznej na stronach Emitenta - [www.gpm-vindexus.pl](http://www.gpm-vindexus.pl) oraz Oferującego - [www.idmsa.pl](http://www.idmsa.pl).

W świetle przyjętych założeń prognozowane wyniki Spółki za 2008 rok kształtują się wg poniższej tabeli:

**Tabela 3.1** Prognoza wyników na rok 2008 (w tys. zł)

Wyszczególnienie	Dane historyczne 2007	Dane prognozowane 2008
Przychody ze sprzedaży netto	11.431	17.705
Zysk operacyjny	4.239	8.070
EBITDA	4.469	8.368
Zysk brutto	3.867	7.555
Zysk netto	2.997	5.893
Podatek dochodowy od osób prawnych	870	1.662
Efektywna stopa podatkowa	22,50%	22,00%

Źródło: Spółka

---

#### 4. Wycena

##### **Wycena metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF)**

**Wycena ostateczna ustala  
wartość jednej akcji GPM  
Vindexus S.A. na poziomie  
9,86 zł**

Do konstrukcji modelu DCF przyjęliśmy następujące założenia:

- nominalny wzrost wolnych przepływów  
pieniężnych na poziomie 1%;
- beta na poziomie 1,2;
- premia za ryzyko dla rynku akcji na poziomie 6%.

Zakładamy stałą średnioroczną stopę wolną od ryzyka na poziomie 6%.

Oszacowany przez nas średni ważony koszt kapitału (WACC) w okresie rezydualnym wynosi 13,3%.

W wyniku zastosowania metody DCF wyceniliśmy Spółkę na **131,1 mln zł**, co daje **10,24 zł** za akcję.



Tabela 4.1 Wycena DCF

mln zł	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	>2018E
Przychody ze sprzedaży	26,6	45,2	72,3	101,2	131,6	142,1	153,5	165,8	179,1	193,4	
zmiana rok-na-rok	50%	70%	60%	40%	30%	8%	8%	8%	8%	8%	
Marża operacyjna	43%	42%	41%	40%	38%	36%	34%	32%	30%	28%	
Zysk operacyjny	11,4	19,0	29,6	40,5	50,0	51,2	52,2	53,1	53,7	54,2	
zmiana rok-na-rok	43%	67%	56%	37%	23%	2%	2%	2%	1%	1%	
Efektywna stopa podatkowa (T)	21,5%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%
Zysk operacyjny * (1-T)	8,9	15,0	23,4	32,0	39,5	40,4	41,2	41,9	42,4	42,8	
zmiana rok-na-rok	44%	69%	56%	37%	23%	2%	2%	2%	1%	1%	
EBITDA	11,8	19,1	29,9	41,0	50,6	51,9	53,0	54,0	54,7	55,3	
zmiana rok-na-rok	42%	62%	57%	37%	23%	3%	2%	2%	1%	1%	
Marża EBITDA	44%	42%	41%	41%	38%	37%	35%	33%	31%	29%	
Amortyzacja	0,4	0,1	0,3	0,5	0,6	0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	
Zysk operacyjny * (1-T) + Amortyzacja	9,3	15,1	23,7	32,5	40,1	41,1	42,0	42,8	43,4	43,9	
zmiana rok-na-rok	42%	63%	57%	37%	23%	2%	2%	2%	1%	1%	
Nakłady inwestycyjne	-0,4	-0,5	-0,6	-0,7	-0,8	-0,9	-1,0	-1,1	-1,2	-1,3	
Zmiana stanu należ. i zob.	-5,7	-8,5	-12,1	-17,1	-15,6	-16,6	-17,0	-22,1	-26,7	-28,7	
Wpływy z emisji akcji	13,8										
Free Cash Flow	17,0	6,1	11,0	14,7	23,7	23,6	24,0	19,6	15,5	13,9	
Koszt kapitału własnego	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	
Stopa wolna od ryzyka w kategoriach nominalnych	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Premia za ryzyko na rynku akcji	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Beta	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Szacowany koszt kapitału własnego	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%
Koszt długu											
Koszt długu przed opodatkowaniem	7,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	
Efektywna stopa podatkowa	21,5%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	
Koszt długu po opodatkowaniu	5,9%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	
Średni ważony koszt kapitału (WACC)											
Udział długu	16%	18%	18%	18%	17%	16%	15%	13%	12%	12%	12%
Udział kapitału własnego	84%	82%	82%	82%	83%	84%	85%	87%	88%	88%	
Koszt kapitału własnego	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%	
Koszty długu po opodatkowaniu	5,9%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	
Średni ważony koszt kapitału (WACC)	13,0%	12,7%	12,7%	12,8%	12,8%	13,0%	13,0%	13,2%	13,3%	13,3%	
Składana stopa dyskontowa	1,13	1,27	1,43	1,62	1,83	2,08	2,36	2,69	3,07	3,48	
Współczynnik dyskonta	1,00	0,89	0,79	0,70	0,62	0,55	0,48	0,43	0,38	0,33	
Wartość bieżąca wolnych przepływów pieniężnych	17,0	5,4	8,7	10,3	14,7	12,9	11,6	8,4	5,9	4,6	
Suma wartości bieżącej wolnych przepływów pieniężnych											<b>99,5</b>
Waga długu w okresie rezydualnym											12%
Waga kapitału własnego w okresie rezydualnym											88%
Średni ważony koszt kapitału własnego w okresie dokładnych prognoz											14,4%
Średni ważony koszt kapitału w okresie dokładnych prognoz											13,0%
Średni ważony koszt kapitału w okresie rezydualnym											13,3%
Nominalny wzrost wolnych przepływów pieniężnych											1,0%
Wartość rezydualna											112,9
Wartość bieżąca wartości rezydualnej											37,7
Wartość działalności											137,2
Dług netto											-6,1
Wartość spółki											<b>131,1</b>
Liczba akcji (mln szt.)											12,8
Wartość spółki (zł/akcję)											<b>10,24</b>

Źródło: szacunki własne

Prognozy przychodów zakładają wzrost zaangażowania w obrocie wierzytelnościami z pomocą środków pozyskanych w Publicznej Ofercie Akcji. Wysoka dynamika wzrostu przychodów w pierwszych czterech latach prognozy wynika między innymi z dobrego przygotowania Spółki do pozyskiwania wierzytelności oraz aktualnej sytuacji na rynku wierzytelności.

Zakładamy, że Spółka w pełni wykorzysta pozyskane środki w latach 2009-2010 i że będzie reinwestować wypracowane zyski.

Zakładamy, że Spółce nie uda się w dłuższym okresie utrzymać tak wysokiej dynamiki wzrostu przychodów, tak wysokiej rentowności i tak wysokiego zwrotu na kapitale w związku ze stopniowym nasycaniem się rynku i rosnącą konkurencją.

Na potrzeby niniejszej wyceny zakładamy, że Spółka w kolejnych latach będzie się posiłkować długiem na poziomie nieprzekraczającym 18% (niewiele wyższym niż obecnie).

Zakładana efektywna stopa podatkowa wynosi w pierwszym roku prognozy 21,5%, a w kolejnych 21%, chociaż ze względu na specyfikę działalności Spółki może ona być nieznacznie wyższa od stawki ustawowej.

### **Wycena metodą porównawczą**

Do wyceny metodą porównawczą przyjęliśmy parametry EV/EBIT, EV/EBITDA oraz P/E.

Bardzo specyficzny profil działalności Spółki i niewielka liczba spółek o takim profilu notowanych na WGPW, znacząco utrudnia wybór podmiotów do bazy porównawczej. Dla potrzeb wyceny zdecydowaliśmy się przyjąć do porównania spółki notowane na GPW z sektora finansowego: Kredyt Inkaso S.A., Grupa Finansowa Premium S.A. i Cash Flow S.A.

Ze względu na specyfikę działalności przyjęliśmy za najistotniejszy parametr P/E przypisując mu wagę 1/2, natomiast pozostałym parametrom (EV/EBITDA, EV/EBIT) wagi równe 1/4.

Wycena Spółki metodą porównawczą ustala wartość **116,6 mln zł** do daje **9,11 zł** za akcję.

**Tabela 4.2** Wycena metodą porównawczą

	<b>2008 E</b>		
	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E
Kredyt Inkaso	24,52	26,11	19,36
GF Premium	18,69	19,72	8,98
Cash Flow	5,01	5,62	23,68
<b>Średnia</b>	<b>16,07</b>	<b>17,15</b>	<b>17,34</b>
EBITDA, EBIT, Zysk netto GPM Vindexus	8,4	8,1	5,9
Implikowana wartość Spółki GPM Vindexus (mln zł)	135,0	138,9	102,3
Dług netto Spółki GPM Vindexus (mln zł)	6,1	6,1	
Implikowana wartość kapitału własnego Spółki GPM Vindexus (mln zł)	128,9	132,8	102,3
<b>Średnia wartość Spółki GPM Vindexus (mln zł)</b>	<b>116,6</b>		
Liczba akcji (mln szt.)	12,8		
<b>Średnia wartość akcji Spółki GPM Vindexus (zł)</b>	<b>9,11</b>		

Źródło: Dane dot. 2008 r. – Spółka, szacunki własne

### Wycena ostateczna

Ze względu na aktualną sytuację na rynku za bardziej wiarygodną uznaliśmy wycenę metodą DCF, która jest bardziej odporna na koniunkturalne wahania wyceny rynkowej. Dlatego też, w ostatecznej wycenie, przypisujemy jej wagę 2/3, natomiast wycenie porównawczej wagę 1/3.

**Tabela 4.3** Wycena ostateczna

	<b>Dane dot. 2008 roku</b>
Wycena DCF (mln zł)	131,1
Wycena porównawcza (mln zł)	116,6
Średnia wartość z uwzględnieniem poszczególnych wag (mln zł)	126,3
Liczba akcji (mln szt.)	12,8
<b>Cena 1 akcji (zł)</b>	<b>9,86</b>
Przychody ze sprzedaży (mln zł)	17,7
EBIT	8,1
Zysk netto (mln zł)	5,9
P/S	7,1
P/EBIT	15,6
P/E	21,4

Źródło: Szacunki własne

**Wycena ostateczna ustala wartość jednej akcji Spółki, na poziomie 9,86 zł.**

## 5. Strategia rozwoju GPM Vindexus S.A. na lata 2008-2010

Strategia Emitenta zakłada zwiększenie wartości Spółki oraz umocnienie pozycji na rynku poprzez dostarczanie rozwiązań w obszarze obrotu wierzytelnościami oraz świadczenia usług windykacyjnych. Powyższe cele zostaną osiągnięte poprzez:

**GPM Vindexus zwiększy skalę działalności, wejdzie w nowe segmenty rynku wierzytelności, rozwinię współpracę z funduszem sekurytyzacyjnym, a także będzie brał udział w restrukturyzacji przedsiębiorstw**

1. Zwiększenie przychodów z dotychczasowych źródeł poprzez:
  - a) zwiększenie skali działalności - kontynuowanie zakupów wierzytelności masowych (telekomunikacyjnych i bankowych) oraz od syndyków w kolejnych latach,
  - b) obsługę większej liczby wierzytelności - w związku ze zwiększonymi zakupami pakietów,
  - c) wprowadzenie nowego systemu informatycznego zarządzania wierzytelnościami - Emitent zakończył pierwszy etap prac nad nowym systemem informatycznym i planuje wprowadzenie kolejnych funkcji zwiększających efektywność zarządzania wierzytelnościami,
  - d) zmianę systemu wynagrodzeń - większe powiązanie wynagrodzenia z wynikami,
  - e) doskonalenie procedur dotyczących zakupów pakietów wierzytelności, postępowań sądowych, windykacyjnych - stosowanych w Spółce.
2. Rozwój oferty poprzez:
  - a) wejście w nowe segmenty rynku wierzytelności - w związku ze wzrostem konkurencji Spółka poszukuje nowych atrakcyjnych segmentów rynku wierzytelności,
  - b) współpracę z funduszem sekurytyzacyjnym - Emitent podpisał umowy na obsługę sekurytyzowanych wierzytelności z GPM Vindexus NS FIZ. Współpraca z funduszem sekurytyzacyjnym zapewni Emitentowi dodatkowe przychody z tytułu obsługi wierzytelności bankowych. Przyczyni się to do zwiększenia skali działalności oraz wzrostu rentowności z uwagi na obsługę wierzytelności lepszych gatunkowo, często zabezpieczonych hipotecznie,
  - c) restrukturyzację przedsiębiorstw - we współpracy z instytucjami finansowymi Emitent zamierza brać udział w restrukturyzacji spółek. Rolą Emitenta będzie zarządzanie płynnością restrukturyzowanych podmiotów,
  - d) windykacja międzynarodowa - z uwagi na emigrację zarobkową Polaków Emitent planuje dochodzenie zapłaty należności również za granicą.

## 6. Historia i podstawowe informacje o Spółce

GPM Vindexus działa od  
1995 roku

Spółka została zawiązana jako spółka z ograniczoną odpowiedzialnością pod firmą „Unipetrol” Sp. z o.o. dnia 10 grudnia 1991 r. i wpisana do rejestru RHB przez Sąd Rejonowy w Ostrołęce w dniu 21 lutego 1992 r. W 1995 Spółka rozpoczęła działalność na rynku obrotu wierzytelnościami. Spółka wysłała pierwszy pozew o zapłatę, a w 1996 uzyskała pierwszy tytuł egzekucyjny, na podstawie którego rozpoczęto egzekucję komorniczą. W 1996 roku Spółka połączyła się z Merlot Sp. z o.o. 5 maja 1998 r. dokonano zmiany firmy Spółki na Giełda Praw Majątkowych „Vindexus” Sp. z o.o. 10 grudnia 1998 r. dokonano przekształcenia formy prawnej spółki na spółkę akcyjną

Dnia 30 października 2001 r. Spółka została wpisana do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego na mocy Postanowienia Sądu Rejonowego dla m. st. Warszawy w Warszawie XIX Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000057576.

W 2002 roku Spółka zakupiła pierwszy większy portfel wierzytelności od Banku Przemysłowo-Handlowego PBK S.A. I Oddział w Ostrzeszowie o łącznej wartości nominalnej ok. 1,7 mln zł.

W latach 2003-2005 nastąpił dalszy dynamiczny rozwój Spółki poprzez zakupy nowych pakietów wierzytelności, w tym:

- 7045 wierzytelności o łącznej wartości nominalnej ok. 19,5 mln zł od BPH PBK S.A.,
- przedsiębiorstwa od syndyka masy upadłości Towarzystwa Ubezpieczeniowo-Reasekuracyjnego „Polisa” S.A. z siedzibą w Warszawie,
- zakup 3130 wierzytelności o łącznej wartości nominalnej ok. 18,4 mln zł do BPH PBK S.A.

W 2005 roku Spółka przeprowadziła się do nowej siedziby przy ul. Serockiej 3 w Warszawie.

W kolejnych latach Spółka weszła na rynek wierzytelności telekomunikacyjnych oraz rozwijała strukturę firmy poprzez utworzenie działów: inwestycji kapitałowych oraz windykacji, a także wdrożyła system informatyczny, który przyczynił się do uproszczenia procedur zarządzania wierzytelnościami.

## 7. Profil działalności, produkty i usługi świadczone przez Spółkę

**GPM Vindexus specjalizuje się w windykacji wierzytelności**

Głównym przedmiotem działalności Spółki Giełda Praw Majątkowych „Vindexus” S.A. jest obrót wierzytelnościami oraz świadczenie usług windykacyjnych, ujęte w Polskiej Klasyfikacji Działalności jako pozostałe pośrednictwo finansowe.

GPM „Vindexus” S.A. oferuje szeroki zakres usług finansowych, ze szczególnym uwzględnieniem sektora wierzytelności. Firma specjalizuje się w następujących dziedzinach:

- obrót wierzytelnościami,
- windykacja należności,
- obrót prawami majątkowymi,
- doradztwo i pośrednictwo finansowe.

Spółka zatrudnia specjalistów dysponujących odpowiednią wiedzą prawniczą i ekonomiczną w zakresie oceny wierzytelności oraz sposobu ich dochodzenia. Dobór kadr w dużej mierze stanowi o istnieniu przewagi konkurencyjnej Spółki.

Spółka działa na rynku wierzytelności nieregularnych, stanowiącym istotny element życia gospodarczego w Polsce. Każda usługa masowa pociąga za sobą zjawisko występowania zobowiązań, co powoduje zatory płatnicze.

Firmy windykacyjne regulują przepływy finansowe, stając się nieodzowną częścią rynku finansowego. Do głównych dostawców niespłaconych wierzytelności należą m.in. instytucje finansowe, w tym banki, ubezpieczyciele oraz operatorzy telefonii stacjonarnej i komórkowej.

### Opis działalności Spółki

Spółka prowadzi zakup, windykację oraz sprzedaż wierzytelności wynikających m.in.:

- z niespłaconych kredytów,
- z należności z tytułu wystawionych faktur,
- z not odsetkowych,
- z należności zabezpieczonych tytułami wykonawczymi,
- z długów objętych bankowym postępowaniem ugodowym,
- z wierzytelności przedsiębiorców objętych sądowym postępowaniem upadłościowym, powstałych przed postawieniem ich w stan upadłości.

**Głównymi dostawcami wierzytelności są banki, operatorzy telefonii komórkowych i syndycy**

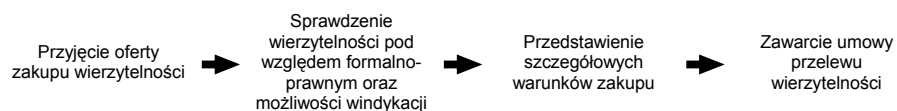
Spółka nabywa wierzytelności zarówno w pakietach jak i pojedyncze, uznane przez pierwotnych wierzycieli za trudne do odzyskania. Sprzedaż wierzytelności na rzecz Spółki pozwala pierwotnemu wierzycielowi odzyskać częściowo należność oraz poprawić jego płynność finansową. Unika on również problemów związanych z prowadzeniem postępowania sądowego i egzekucyjnego, zmniejsza koszty działalności z tytułu zatrudniania własnych specjalistów do spraw windykacji oraz przenosi na cesjonariusza ryzyko związane z nieściągnięciem należności.

Główni dostawcy wierzytelności to w zależności od stanu koniunktury instytucje finansowe, syndycy oraz operatorzy telefonii komórkowych. Spółka w okresie objętym historycznymi informacjami finansowymi nabywała wierzytelności od banków (w tym: PBK BPH S.A.), a także od syndyków. W 2007 r. w związku z poszukiwaniem innych, rentownych usług windykacyjnych poszerzyła swoją działalność i dokonała zakupów pakietów wierzytelności telefonii komórkowych – w tym m.in. od operatora sieci telefonii komórkowych (ERA). Celem Spółki jest szersza dywersyfikacja dostawców i w związku z tym eliminowanie czynników ryzyka. Spółka, w okresie osłabionej koniunktury, nabywała od syndyków upadłe przedsiębiorstwa, w tym wierzytelności, które następnie windykowała na własny rachunek. Tego rodzaju działalność prowadzona przez Spółkę ma szczególne znaczenie w warunkach rosnącej liczby przedsiębiorstw postawionych w stan upadłości.

Działalność prowadzona obecnie przez Spółkę dzieli się na dwa etapy. Pierwszy z nich to zakup wierzytelności, drugi to windykacja lub sprzedaż zakupionej wierzytelności.

W pierwszym etapie istotna jest stosowana przez Spółkę procedura zakupu. Pozwala ona na prawidłową ocenę wierzytelności, przez co ma znaczący wpływ na przyszłe przychody.

Procedurę zakupu wierzytelności przedstawia poniższy schemat:



#### **GPM Vindexus posiada szczegółowe procedury zakupu i odzyskiwania wierzytelności**

Wierzytelności telekomunikacyjne oraz bankowe sprzedawane są w przetargach. Po zawarciu umowy o zachowaniu poufności Spółce przekazywane są dane zbiorcze dla całego pakietu oraz część dokumentacji do wglądu w siedzibie organizatora przetargu. Po przeprowadzeniu due diligence pakietu oferenci składają ostateczną ofertę. Część dostawców wierzytelności organizuje przetarg w kilku etapach, do kolejnych zostają dopuszczone najkorzystniejsze oferty. Występuje również dogrywka, w trakcie której oferenci mają możliwość zapoznania się z wysokością innych ofert i skorygowania własnej

Drugi etap działalności polega na windykacji przez Spółkę zakupionych wierzytelności. Windykacja obejmuje:



GPM „Vindexus” S.A. prowadzi wielostronne działania w celu odzyskania wierzytelności w ramach postępowania polubownego, a gdy ono nie przynosi rezultatu – postępowania sądowego, i jeśli zachodzi taka konieczność – egzekucyjnego.

Spółka nabywa pakiety wierzytelności i windykuje je we własnym zakresie. Spółka dokonuje również jednostkowych transakcji sprzedaży wierzytelności wybranym podmiotom. Obecnie sprzedaż wierzytelności nie stanowi jednak istotnej części przychodów uzyskiwanych z działalności operacyjnej.

**GPM Vindexus osiąga prawie wszystkie przychody z obsługi wierzytelności**

W przypadku świadczenia usług windykacyjnych na zlecenie innych jednostek gospodarczych wierzytelności objęte są również dwuetapową procedurą. Etap pierwszy obejmuje analizę wierzytelności oraz określenie warunków współpracy. Spółka pobiera opłatę wstępną (negocjowaną – zależną od ilości zleconych spraw) oraz prowizję uzależnioną od wartości odzyskiwanych kwot.

W poniższej tabeli przedstawiono strukturę przychodów Spółki. Znaczną część z uzyskiwanych przez Spółkę przychodów stanowią przychody z wierzytelności, co potwierdza, że Spółka koncentruje swoją uwagę na głównej działalności.

**Tabela 7.1. Wartość przychodów Spółki w latach 2005 – 2007 r. (w tys. zł)**

WYSZCZEGÓLNIENIE	2007		2006		2005	
	tys. zł	%	tys. zł	%	tys. zł	%
Przychody z wierzytelności (przychody ze sprzedaży produktów)	11.342	99%	6.147	98%	5.502	99%
Przychody ze sprzedaży towarów	0	0%	10	0%	5	0%
Przychody z najmu pomieszczenia biurowego + media	67	1%	61	1%	30	1%
Przychody z usług windykacji na zlecenie	22	0%	24	0%	8	0%
<b>Przychody ogółem</b>	<b>11.431</b>	<b>100%</b>	<b>6.242</b>	<b>100%</b>	<b>5.545</b>	<b>100%</b>

Źródło: Spółka



## 8. Rynki zbytu i główne źródła oraz struktura przychodów Spółki

GPM Vindexus większość przychodów osiąga z wierzytelności odkupionych od banków

### Struktura przychodów oraz ceny zakupu wierzytelności przez Spółkę

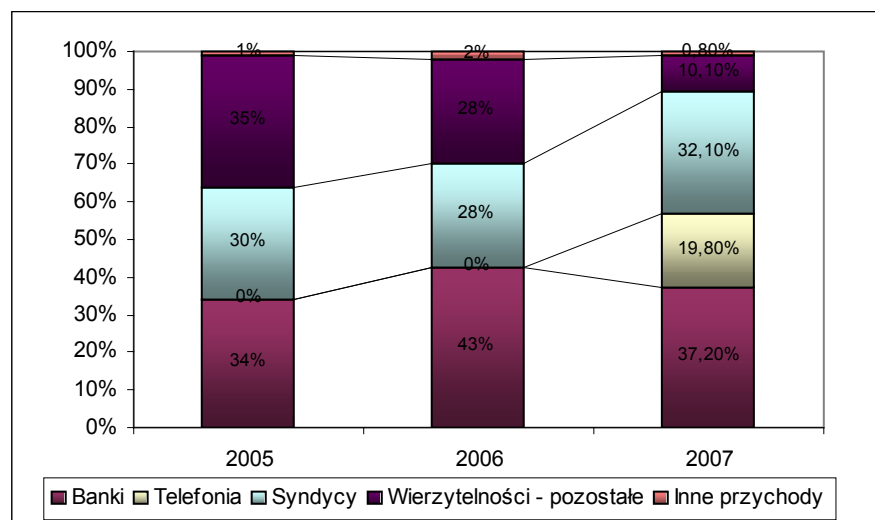
Głównym rynkiem działalności Spółki jest rynek wierzytelności, który obejmuje obrót wierzytelnościami, a także windykację należności. Ze względu na zróżnicowanie miejsca zamieszkania lub siedziby dłużników, Spółka prowadzi swoją działalność na terenie całego kraju.

**Tabela 8.1.** Wartość przychodów Spółki w latach 2005 – 2007 r. (w tys. zł)

Dostawcy	2007		2006		2005	
	Przychody	%	Przychody	%	Przychody	%
Banki	4.255	37,2%	2.678	43%	1.875	34%
Telefonia	2.263	19,8%	0	0%	0	0%
Syndycy	3.665	32,1%	1.727	28%	1.666	30%
Pozostałe	1.159	10,1%	1.742	28%	1.961	35%
Przychody z wierzytelności ogółem	11.342	99,2%	6.147	98%	5.502	99%
Inne przychody	89	0,8%	95	2%	43	1%
<b>Przychody ogółem</b>	<b>11.431</b>	<b>100,0%</b>	<b>6.242</b>	<b>100%</b>	<b>5.545</b>	<b>100%</b>

Źródło: Spółka

**Wykres 8.1.** Struktura przychodów Spółki w latach 2005 – 2007 r.



Źródło: Spółka

**Tabela 8.2.** Cena zakupu wierzytelności w latach 2005 – 2007 r.  
(w tys. zł)

Dostawcy	2007		2006		2005	
	Cena zakupu	%	Cena zakupu	%	Cena zakupu	%
Syndycy	0	0%	175	100%	1.690	36%
Telefonia	7.313	95%	0	0%	0	0%
Banki	0	0%	0	0%	3.000	64%
Pozostałe	414	5%				
<b>Suma</b>	<b>7.727</b>	<b>100%</b>	<b>175</b>	<b>100%</b>	<b>4.690</b>	<b>100%</b>

Źródło: Spółka

## 9. Otoczenie Spółki

### Wielkość i potencjał rynku

Szacuje się, że wartość wierzycelności w skali kraju może osiągać nawet 500 mld zł

Ze względu na brak opracowań dotyczących wielkości rynku nie jest możliwe podanie dokładnej wartości wszystkich wierzycelności w polskiej gospodarce. Szacuje się, że wartość wierzycelności w skali kraju może osiągać nawet 500 mld zł. Wartość rynku jest jednym z elementów świadczących o dużym potencjale wzrostu dla spółek działających w branży.

Problem nieregulowania należności będzie narastał, ponieważ rozwój gospodarczy owocuje większą liczbą transakcji, co powoduje więcej nieregulowanych zobowiązań. Do 2010 r. wartość spraw przyjętych do windykacji będzie rosła o ok. 30% rocznie. Należy również zaznaczyć, że od kilku lat wzrost rynku wierzycelności utrzymuje się na podobnym poziomie.

Rynek docenił narzędzie służące zarządzaniu aktywami, jakim jest sekurytyzacja

Rynek oczekuje również zmian w prawie, które pozwolą na uproszczenie regulacji m.in. części rynku powiązanego z sekurytyzacją wierzycelności – co powinno korzystnie wpłynąć na działalność Spółki. Rynek docenił narzędzie służące zarządzaniu aktywami, jakim jest sekurytyzacja. Ten fragment rynku wierzycelności może w najbliższych latach rozwinąć się w sposób znaczący m.in. ze względu na wzrost akcji kredytowej, przyczyniającej się do powstawania wierzycelności bankowych. Istotnym jest również fakt, iż banki zakończyły już z powodzeniem pierwsze transakcje sekurytyzacyjne, co dodatkowo przyczynia się do popularności sekurytyzacji. Już w 2006 r. zrealizowano kilkanaście transakcji sekurytyzacyjnych, spośród których w kilku transakcjach przedmiotem sprzedaży były portfele większe niż 500 mln zł.

GPM Vindexus rozwija współpracę z funduszem sekurytyzacyjnym

Na perspektywy rynku sekurytyzacji wpływa wartość zagrożonych wierzycelności w sektorze bankowym. Na rynku pojawiają się nowe produkty będące pochodną masowych kredytów hipotecznych. Według szacunków z 2007 r. w ciągu najbliższych czterech-pięciu lat łączna wartość udzielonych kredytów wzrośnie do 190 mld zł. Wg szacunków co najmniej 10-15 proc. wierzycelności, pochodzących z powyższych kredytów hipotecznych zostanie sprzedana funduszom sekurytyzacyjnym.

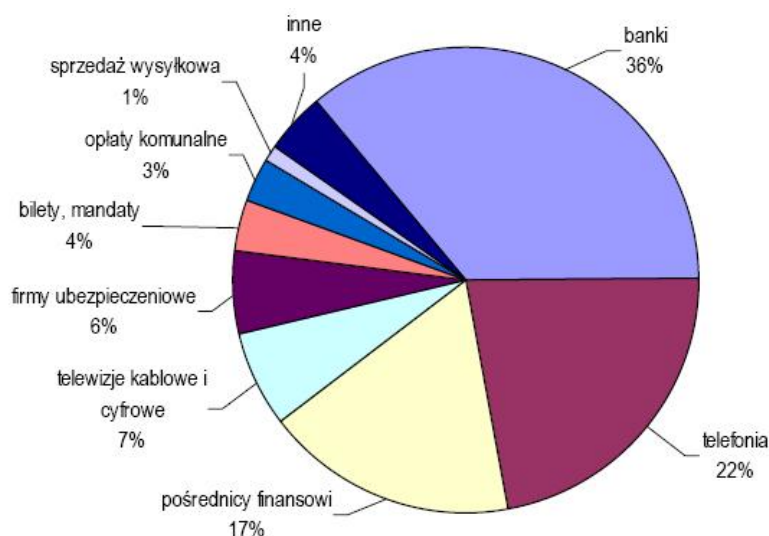
### Dostawcy wierzycelności

Największy udział w segmencie windykacji masowej mają sektory: bankowy i telekomunikacyjny

Główni dostawcy wierzycelności masowych to podmioty świadczące usługi długoterminowe, wśród których należy wyróżnić operatorów telekomunikacyjnych, banki, operatorów telewizji kablowych oraz dostawców energii, gazu. Jednakże największy udział w segmencie windykacji masowej mają sektor bankowy oraz telekomunikacyjny. Proces windykacji usług wyżej wyróżnionych instytucji jest w większym stopniu jednorodny.

Należy również zaznaczyć, iż coraz więcej firm decyduje się na sprzedaż wierzycelności.

**Wykres 9.1.** Struktura polskiego rynku wierzytelności konsumenckich w 2003 r.



Źródło: Badanie ankietowe IBnGR z września 2004 r.

### Odporność na cykle gospodarcze

Rynek wierzytelności cechuje się odpornością na cykle gospodarcze, co wynika ze składania zleceń dla firm zajmujących się obrotem wierzytelnościami zarówno w okresie dobrej, jak i złej koniunktury. W okresach tych zmieniają się przyczyny, dla których podmioty składają oferty sprzedaży wierzytelności. Powodem sprzedaży w okresie dobrej koniunktury jest wzrost ilości spraw przyjmowanych do windykacji, spowodowany niespłaceniem rosnącej liczby zaciąganych zobowiązań. Zobowiązania pochodzą np. z rosnącej liczby zaciąganych kredytów. Z kolei spadek możliwości finansowych w okresie gorszej koniunktury również powoduje powstawanie wierzytelności, które następnie przeznaczone są do sprzedaży.

**Rynek obrotu  
wierzytelnościami  
niezależny od koniunktury**

## 10. Sprawozdania finansowe

W poniższej tabeli przedstawiono podstawowe dane finansowe Spółki za lata 2005 – 2007.

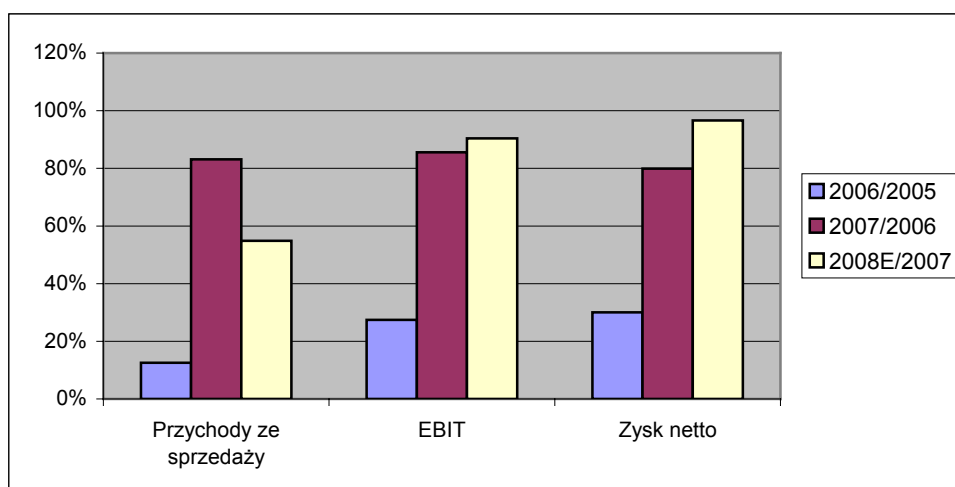
**Tabela 10.1** Podstawowe dane finansowe

Pozycja	2007	2006	2005
	tys. zł	tys. zł	tys. zł
Przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów	11.431	6.242	5.545
Zysk (strata) na działalności operacyjnej	4.239	2.284	1.792
Zysk (strata) brutto	3.867	2.105	1.625
Zysk (strata) netto	2.997	1.666	1.281
Aktywa razem	17.945	11.785	9.671
Aktywa trwałe	3.104	2.491	2.506
Aktywa obrotowe	14.841	9.294	7.165
Kapitał własny	13.355	10.358	7.329
Kapitał akcyjny	1.030	1.030	660
Zobowiązania razem	4.454	1.343	2.294
- w tym zobowiązania krótkoterminowe	4.155	853	1.585
Liczba akcji (w szt.)	10.300.000	10.300.000	6.600.000
Wartość księgowa na akcję (w zł)	1,30	1,01	1,11
Zysk (strata) netto na akcję (w zł)	0,29	0,19	0,24
Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej	-3.254	2.120	-1.570
Przepływy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej	-1.253	-151	-1.367
Przepływy pieniężne netto z działalności finansowej	2.326	254	2.177
Zmiana stanu środków pieniężnych	-2.181	2.223	-760

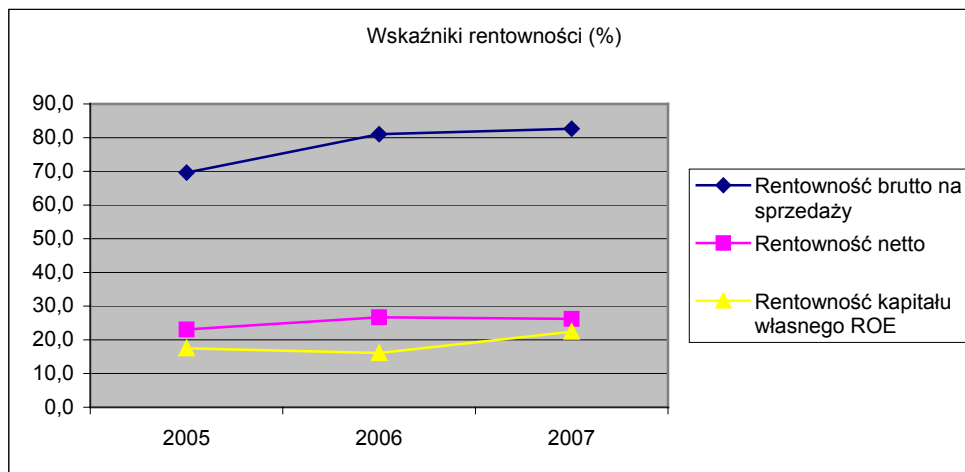
Źródło: Spółka

Poniższy wykres przedstawia wzrosty przychodów ze sprzedaży, EBIT i zysku netto w latach 2005 – 2007 oraz w 2008 roku (prognoza).

**Wykres 10.1** Zestawienie wzrostów wybranych wskaźników działalności w latach 2005-2007 oraz 2008 roku (prognoza)

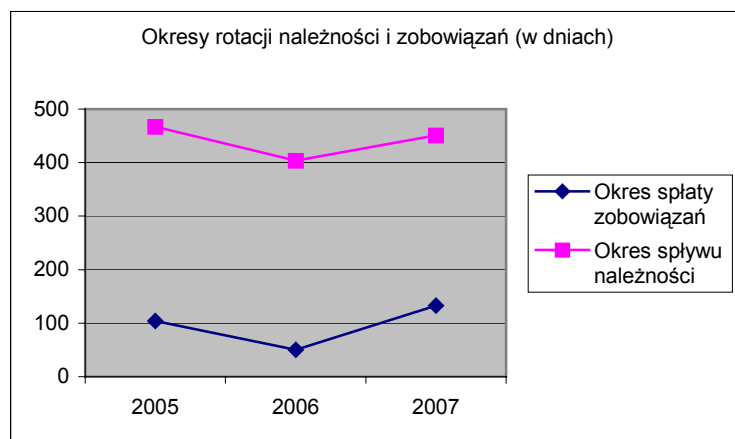


Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych Spółki

**Wykres 10.1** Wskaźniki rentowności w latach 2005-2007

Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych Spółki

Wartość rentowności brutto ze sprzedaży, ze względu na stosunkowo małe koszty wytworzenia sprzedanych produktów w stosunku do przychodów ze sprzedaży, osiągała w prezentowanym okresie wysokie wartości przekraczające 80% w 2007 roku oraz wysoką rentowność netto (ponad 26% w 2007 roku). Rentowność kapitału własnego przekracza 20%.

**Wykres 10.2** Rotacje należności i zobowiązań w latach 2005-2007

Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych Spółki

Okresy spływu należności i spłaty zobowiązań pokazują, jak długo Emitent czeka średnio na otrzymanie należności oraz ile dni zajmuje mu średnio spłata zobowiązań. W przedstawionym okresie zarówno w 2005 r. i 2007 r. wskaźniki te osiągały wyższe wartości, co spowodowane było wzrostem poziomu należności krótkoterminowych związanych z kolejnymi zakupami pakietów wierzytelności. Okres spływu należności wiąże się ze specyfiką działalności i utrzymuje się w rozpatrywanym okresie w przedziale 400 – 450 dni natomiast okres spłaty zobowiązań również przyjmuje stabilne wartości w przedziale 50 – 130 dni.

W tabeli poniżej zaprezentowano źródła finansowania Spółki

**Tabela 10.2** Źródła finansowania w latach 2005-2007

<b>P A S Y W A (w tys. zł)</b>	<b>2007</b>	<b>2006</b>	<b>2005</b>
<b>A. Kapitał własny</b>	<b>13.355</b>	<b>10.358</b>	<b>7.329</b>
I. Kapitał zakładowy	1.030	1.030	660
II. Kapitał zapasowy	9.367	7.701	5.327
III. Kapitał rezerwowy			90
IV. Zysk (strata) z lat ubiegłych	-39	-39	-29
V. Zysk (strata) netto	2.997	1.666	1.281
<b>B. Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania</b>	<b>4.590</b>	<b>1.427</b>	<b>2.342</b>
I. Rezerwy na zobowiązania	136	84	48
II. Zobowiązania długoterminowe	299	490	709
III. Zobowiązania krótkoterminowe	4.155	853	1.585
IV. Rozliczenia międzyokresowe	0	0	0
<b>Kapitały własne i obce razem</b>	<b>17.945</b>	<b>11.785</b>	<b>9.671</b>

Źródło: Spółka

Zgodnie z bilansem Spółki na 31 grudnia 2007 r. ogólna wartość pasywów wyniosła około 18 mln zł. Wzrost pasywów o ponad 85% w okresie do 2005 r. oznacza znacznie większe możliwości finansowania podstawowej działalności Emitenta. Do podstawowych źródeł kapitału Emitent zaliczał na koniec 2007 roku następujące składniki:

- kapitał zapasowy w wysokości 9.367 tys. zł,
- wypracowany zysk netto na poziomie 2.997 tys. zł,
- kapitał zakładowy o wartości 1.030 tys. zł.

Poziom kapitału podstawowego uległ podwyższeniu w 2005 r. o 160 tys. zł, a następnie w 2006 r. o kolejne 370 tys. zł. W latach 2005-2007 Spółka osiągał coraz większy zysk netto, w 2007 r. zysk netto wzrósł o 80% w porównaniu do 2006 r. Jest to druga pod względem wartości pozycja wpływająca na wysokość kapitałów własnych Spółki.

## Słowniczek pojęć

Rotacja zapasów w dniach – Pokazuje, średnio po ilu dniach zapasy są sprzedawane i odnawiane, liczona według formuły  $365 / (\text{koszt sprzedanych towarów} / \text{średni stan zapasów w danym okresie})$ .

Rotacja zobowiązań handlowych w dniach – Pokazuje liczoną w dniach średnią szybkość regulacji zobowiązań handlowych, liczona jest według formuły  $365 / (\text{koszt wytworzenia sprzedaży} / \text{średni stan zobowiązań handlowych w danym okresie})$ .

Płynność bieżąca – Pokazuje, w jakim stopniu możliwa jest ewentualna spłata zobowiązań krótkoterminowych poprzez zamianę na gotówkę majątku obrotowego, liczona jest jako stosunek aktywów obrotowych pomniejszonych o krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe do zobowiązań krótkoterminowych.

Płynność szybka – Pokazuje zdolność do zapłaty zobowiązań krótkoterminowych poprzez zamianę na gotówkę najbardziej płynnych składników aktywów obrotowych, liczona jako stosunek aktywów obrotowych pomniejszonych o zapasy i krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe do zobowiązań krótkoterminowych.

Wskaźnik pokrycia odsetek – Pokazuje stopień zabezpieczenia obsługi długu, liczony jako stosunek zysku z działalności gospodarczej powiększonego o odsetki do wartości odsetek.

Marża brutto na sprzedaży – Procentowy stosunek zysku brutto ze sprzedaży do wartości przychodów ze sprzedaży.

Marża EBITDA – Procentowy stosunek zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację do wartości przychodów ze sprzedaży.

Marża EBIT – Procentowy stosunek zysku operacyjnego do wartości przychodów ze sprzedaży.

Marża zysku przed opodatkowaniem – Procentowy stosunek zysku przed opodatkowaniem do wartości przychodów ze sprzedaży.

ROE – Procentowy stosunek zysku netto do średniej wartości kapitału własnego przedsiębiorstwa w danym okresie.

ROA – Procentowy stosunek zysku netto powiększonego o odsetki do wartości aktywów przedsiębiorstwa w danym okresie.

EV – Wielkość przybliżająca teoretyczny koszt przejścia przedsiębiorstwa, liczona jako kapitalizacja spółki powiększona o oprocentowane zobowiązania i pomniejszona o gotówkę i jej odpowiedniki (np.: krótkoterminowe płynne papiery dłużne).

EPS – Zysk netto przypadający na jedną akcję wyemitowaną przez spółkę.

CE – Zysk netto powiększony o wartość amortyzacji.

Stopa dywidendy brutto – Procentowy stosunek wartości dywidendy przed potrąceniem podatku do bieżącej ceny akcji.

Sprzedaż kasowa / sprzedaż memoriałowa – Stosunek gotówki, którą spółka otrzymała z tytułu sprzedaży w danym okresie (sprzedaż liczona kasowo) do wartości sprzedaży wynikającej ze sprawozdań finansowych za dany okres (ujętej memoriałowo), liczony jako wartość memoriałowa sprzedaży skorygowany o zmianę stanu należności handlowych i podzielona przez wartość memoriałową sprzedaży.

Memoriałowe koszty operacyjne – Koszty operacyjne ujęte memoriałowo, liczone jako suma kosztów wytworzenia sprzedaży, kosztów sprzedaży, kosztów ogólnego zarządu i podatku dochodowego.

Kasowe koszty operacyjne – Koszty operacyjne ujęte kasowo. Koszty operacyjne ujęte memoriałowo skorygowane odpowiednio o zmianę stanu zapasów, zmianę stanu zobowiązań handlowych, amortyzację, zapłacony podatek i zmianę podatków odroczonej.

DM IDMSA wycenia akcje analizowanych spółek dwiema metodami wyceny: metodą porównawczą i metodą DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych). Silną stroną metody porównawczej jest uwzględnienie bieżącej oceny rynku odnośnie wartości spółek porównywalnych do wycenianej spółki. Wadą metody porównawczej jest ryzyko, iż w danej chwili rynek może nie wyceniać prawidłowo spółek porównywalnych do spółki wycenianej. Zaletą metody DCF jest to, iż jest ona uniezależniona od bieżącej rynkowej wyceny spółek porównywalnych do wycenianej spółki. Wadą metody DCF jest jej duża wrażliwość na przyjęte założenia, zwłaszcza te odnoszące się do wyznaczenia wartości rezydualnej.

Założenia użyte w opracowaniu wyceny mogą ulec zmianie, wpływając tym samym na poziom wyceny. Wśród najważniejszych założeń wymienić należy wzrost PKB, prognozowany poziom inflacji, zmiany stóp procentowych i kursów walut, poziomu zatrudnienia i zmian wynagrodzeń, popytu na dobra spółki, kształtowania się cen substytutów produktów spółki i cen surowców, intensyfikacji działań konkurencji, kondycji głównych odbiorców produktów spółki i jej dostawców, zmian legislacyjnych, itp. Zmiany zachodzące w otoczeniu spółki są monitorowane przez osoby sporządzające rekomendację, szacowane, uwzględniane w wycenie i publikowane w rekomendacji, jak tylko zajdzie taka potrzeba.

## SYSTEM REKOMENDACYJNY

Kupuj – fundamentalnie niedowartościowana (potencjał wzrostu (procentowa różnica pomiędzy 12M EFV i ceną rynkową) powyżej kosztu kapitału) + zidentyfikowane katalizatory, które powinny zniwelować różnicę pomiędzy ceną rynkową a wyceną;

Trzymaj – albo (i) właściwie wyceniona, lub (ii) fundamentalnie niedowartościowana/przewartościowana, ale brak katalizatorów, które mogą zniwelować różnicę pomiędzy ceną rynkową a wyceną;



Sprzedaj – fundamentalnie przewartościowana (12M EFV < obecna cena rynkowa) + zidentyfikowane katalizatory, które powinny zniwelować różnicę pomiędzy ceną rynkową a wyceną.

Przeważ – oczekujemy, iż inwestycja w akcje spółki da zwrot lepszy niż benchmark w ciągu następnego kwartału.

Neutralnie – oczekujemy, iż inwestycja w akcje spółki da zwrot zbliżony do zwrotu z benchmarku w ciągu następnego kwartału.

Niedoważ – oczekujemy, iż inwestycja w akcje spółki da zwrot gorszy niż benchmark w ciągu następnego kwartału.

Historia rekomendacji obejmuje rekomendacje DM IDMSA. Rekomendacja zapada w dniu jej zmiany – zapadnięcie poprzez zmianę– lub w dniu, w którym upływa 12 miesięcy od jej wydania – zapadnięcie poprzez upływ czasu, którykolwiek z tych dni okaże się pierwszy. Relatywna stopa zwrotu z rekomendacji oznacza stopę zwrotu z akcji spółki, której rekomendacja dotyczy, w okresie od jej wydania do zapadnięcia (lub w okresie od wydania do chwili obecnej, w przypadku rekomendacji podtrzymywanych) odniesioną do stopy zwrotu z benchmarku w tym samym okresie.

Benchmarkiem jest indeks WIG. W przypadku zapadnięcia danej rekomendacji poprzez jej zmianę oraz dla rekomendacji podtrzymywanych, jako wartości końcowe służące do wyznaczenia stopy zwrotu i relatywnej stopy zwrotu brana jest cena zamknięcia akcji z dnia zapadnięcia/ podtrzymania rekomendacji oraz wartość benchmarku z dnia zapadnięcia rekomendacji. W przypadku, gdy rekomendacja zapadła poprzez upływ czasu, jako wartości końcowe służące do wyznaczenia relatywnej stopy zwrotu brana jest średnia cen zamknięcia akcji z dnia zapadnięcia rekomendacji i czterech bezpośrednio poprzedzających go sesji oraz średnia wartość benchmarku z dnia zapadnięcia rekomendacji i czterech bezpośrednio poprzedzających go sesji.

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone wyłącznie w celu informacyjnym. Nie jest ono próbą reklamy ani oferowania papierów wartościowych.

Wyrażane opinie inwestycyjne są niezależnymi opiniami analityka DM IDMSA. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z należytą starannością i rzetelnością.

W pracach wykorzystano wszystkie publiczne źródła informacji tj. publikacje prasowe, publikacje branżowe, sprawozdania finansowe emitenta, jego raporty bieżące oraz okresowe, a także spotkania i rozmowy telefoniczne z przedstawicielami emitenta. Wymienione źródła informacji IDM uważa za wiarygodne i dokładne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie IDM w dniu jego wydania.

Nadzór nad DM IDMSA sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego w Warszawie.

IDM nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie powyższego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie lektury opracowania ponoszą wyłącznie inwestorzy. Opracowanie jest przeznaczone do wyłącznego, własnego użytku profesjonalnych inwestorów – klientów IDM, którzy otrzymali je bezpośrednio z IDM. Powielanie bądź publikowanie niniejszego raportu lub jego części bez pisemnej zgody IDM, jest zabronione.

Raport ten udostępniany jest klientom IDM w momencie publikacji. Podstawą sporządzanego raportu są wszystkie dane dostępne do momentu jego publikacji.

Osoba (osoby) sporządzające niniejszą rekomendację otrzymują wynagrodzenie zależne od wyników finansowych IDM, które z kolei zależą – między innymi – od wyniku na usługach bankowości inwestycyjnej. Jednak, jej (ich) wynagrodzenie nie jest bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych uzyskiwanych ze świadczenia usług bankowości inwestycyjnej, jakie były lub mogą być uzyskiwane przez IDM.

Pomiędzy Domem Maklerskim IDMSA a GPM „Vindexus” S.A. występują następujące umowy i powiązania:

- Umowa dotycząca przeprowadzenia Publicznej Oferty Akcji z 25 września 2006 r.
- Umowa o prowadzenie depozytu z dnia 26 czerwca 2007 r.
- Umowa o pełnienie funkcji sponsora emisji akcji i praw do akcji serii I z 13 października 2008 r.
- Grzegorz Leszczyński Prezes Zarządu IDMSA jest równocześnie Członkiem Rady Nadzorczej GPM „Vindexus” S.A.

Poza wyżej wymienionymi przypadkami, pomiędzy DM IDMSA, analitykami przygotowującymi niniejszy raport i ich osobami bliskimi a emitentem papierów wartościowych, którego dotyczy niniejsze opracowanie nie występują jakiegokolwiek powiązania, a w szczególności w postaci: i) oferowania instrumentów finansowych w obrocie pierwotnym i/lub w pierwszej ofercie publicznej w okresie 12 miesięcy poprzedzających wydanie rekomendacji, ii) nabywania lub zbywania instrumentów finansowych na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego, iii) nabywania lub zbywania instrumentów finansowych na własny rachunek celem realizacji umów o submisje inwestycyjne lub usługowe oraz iv) pełnienia funkcji animatora rynku lub animatora emitenta, którego instrumenty są przedmiotem rekomendacji sporządzanej przez IDM. Analitycy sporządzający niniejszy raport nie posiadają akcji spółki opisywanej w tym raporcie. Ponadto, spółka będąca podmiotem analizy nie posiada akcji DM IDMSA. IDM nie zawarł z analizowaną spółką umów o prowadzenie usług w postaci sporządzania rekomendacji. Inwestorzy powinni zakładać, że DM IDMSA ma lub będzie miał zamiar złożenia oferty świadczenia usług spółce, której dotyczy niniejszy raport. Niniejszy raport nie został przekazany analizowanej spółce przed jego rozpowszechnieniem do klientów.