

ROZDZIAŁ VI – Oceny i perspektywy rozwoju Emitenta

6.1. Ocena zarządzania zasobami finansowymi

6.1.1. Podstawa ocen

Oceny zarządzania zasobami finansowymi Emitenta dokonano na podstawie sprawozdań finansowych za lata 2001-2003 zbadanych przez niezależnego biegłego rewidenta. Ocenę oparto na analizie wskaźnikowej, prezentując wskaźniki rentowności, płynności, rotacji majątku oraz zadłużenia.

6.1.2. Ocena zyskowności i rentowności działania Emitenta

W całym analizowanym okresie Emitent realizował dodatnie wyniki finansowe na każdym poziomie działalności, ich odzwierciedleniem są relatywnie wysokie wskaźniki rentowności oraz odpowiednio wysoki poziom marży brutto, jaką Emitent osiągał na sprzedaży usług.

Znacząca część kosztów operacyjnych w Spółce miała charakter stały lub quasi stały, a więc nie zależny wprost od skali obrotów i realizowanych przychodów, stąd wzrost skali obrotów, powodował większy niż proporcjonalny wzrost rentowności.

Podobnie jak rentowność na poziomie sprzedaży wahały się wskaźniki rentowności sprzedaży na działalności gospodarczej, która uwzględnia również wyniki na pozostałej działalności operacyjnej, jak i działalności finansowej. Pomimo znacznego spadku przychodów ze sprzedaży utrzymały się one jednak na relatywnie wysokim poziomie. Specyfika działalności faktoringowej sprawia, iż występuje wyraźna korelacja między poziomem przychodów ze sprzedaży a kosztów finansowych, które wprost uzależnione są od wysokości stawek procentowych oraz stóp WIBOR. Stąd w spadku przychodów, w 2002 r. znaczący udział miało obniżenie stóp procentowych, w relacji do roku poprzedniego. W roku 2003 r. jeszcze wyższa dynamika spadku kosztów finansowych przełożyła się na spadek przychodów ze sprzedaży, które obniżyły się o 30,0% w porównaniu do roku 2002. Zanotowana poprawa w tym obszarze w 2003 r. była w znaczącej części efektem przeprowadzonej przez Zarząd dywersyfikacji źródeł pozyskiwania kapitału na finansowanie działalności bieżącej. Emitent w coraz większym stopniu budując strukturę finansowania działalności faktoringowej, poszukuje „tańszych” źródeł, w tym m.in. na drodze emisji dłużnych papierów wartościowych.

Wskazane wyżej czynniki spowodowały, że poziom zysku netto charakteryzował się dużą zmiennością, odzwierciedloną również w poziomie wskaźników rentowności sprzedaży netto, która:

- w 2002 r. była o prawie 15 punktów procentowych niższa niż w 2001 roku,
- a w 2003 r. – pomimo spadku przychodów z działalności podstawowej – wzrosła prawie czterokrotnie, w porównaniu do roku poprzedniego, a wskaźniki rentowności osiągnęły poziom wyższy niż w 2001 r.

W pierwszej połowie 2004 r. rentowność na poziomie netto była jedynie o ok. 2 punkty procentowe niższa niż w całym roku 2003.

Wzrost rentowności w 2003 roku na poziomie gospodarczym, brutto i netto, zaowocował wyraźną poprawą stopy zwrotu z aktywów, która została odzwierciedlona we wskaźnikach: ROE i ROA.

Tabela 6.1. Wskaźniki rentowności Emitenta

Wskaźniki rentowności	I półrocze 2004 r.	2003 r.	2002 r.	2001 r.
Marża brutto na sprzedaży	77,96%	69,07%	82,14%	85,39%
Rentowność sprzedaży na działalności operacyjnej	45,13%	68,92%	79,04%	76,50%
Rentowność sprzedaży na działalności gospodarczej	35,70%	35,48%	11,93%	29,21%
Rentowność sprzedaży brutto	35,70%	35,48%	11,93%	29,21%
Rentowność sprzedaży netto	20,70%	23,14%	5,69%	20,42%
ROA – stopa zwrotu z aktywów	0,78%	1,19%	0,65%	2,57%
ROE – stopa zwrotu z kapitału	4,97%	6,84%	2,59%	39,84%

Źródło: Emitent

Algorytm szacowania wskaźników:

$$\begin{aligned} \text{marża brutto na sprzedaży} &= \frac{\text{(przychody ze sprzedaży - koszty działalności operacyjnej)}}{\text{przychody}} \\ \text{rentowność sprzedaży na działalności operacyjnej} &= \frac{\text{zysk operacyjny}}{\text{sprzedaż netto}} \\ \text{rentowność sprzedaży na działalności operacyjnej} &= \frac{\text{zysk na działalności gospodarczej}}{\text{sprzedaż netto}} \end{aligned}$$



$$\begin{aligned} \text{rentowność sprzedaży brutto} &= \frac{\text{zysk brutto}}{\text{sprzedaż netto}} \\ \text{rentowność sprzedaży netto} &= \frac{\text{zysk netto}}{\text{sprzedaż netto}} \\ \text{ROA} &= \frac{\text{zysk netto}}{\text{aktywa ogółem}} \\ \text{ROE} &= \frac{\text{zysk netto}}{\text{kapitał własny}} \end{aligned}$$

Uwaga: Wartość sprzedaży, poziom zysku operacyjnego, zysku brutto, zysku netto dotyczą okresu sprawozdawczego, poziom aktywów netto i kapitału własnego przedstawia stan na koniec podanych okresów.

6.1.3. Wskaźniki płynności Emitenta

Poziom wskaźników odzwierciedlających płynność w znacznym stopniu wynikał z dużego zapotrzebowania na kapitał obrotowy, co jest charakterystyczne dla branży faktoringowej. We wszystkich analizowanych okresach wskaźniki płynności kształtują się na poziomie niezagrażającym utracie płynności finansowej. Nawet realizowana od 2003 roku strategia zmian sprzedaży i przejściowa rezygnacja z wybranej grupy klientów nie zagroziła płynności finansowej.

Tabela 6.2. Wskaźniki płynności Emitenta

Wskaźniki płynności	I półrocze 2004 r.	2003 r.	2002 r.	2001 r.
Wskaźnik bieżącej płynności finansowej	1,085	1,095	1,228	1,031
Wskaźnik podwyższonej płynności	0,001	0,049	0,130	0,036

Źródło: Emitent

Algorytm wyliczania wskaźników płynności:

$$\begin{aligned} \text{wskaźnik bieżącej płynności finansowej (I)} &= \frac{\text{majątek obrotowy ogółem}}{\text{zobowiązania krótkoterminowe i fundusze specjalne}} \\ \text{wskaźnik podwyższonej płynności (II)} &= \frac{\text{środki pieniężne i papiery wartościowe do obrotu}}{\text{zobowiązania krótkoterminowe i fundusze specjalne}} \end{aligned}$$

6.1.4. Kapitał obrotowy i wskaźniki rotacji Emitenta

Zmiana strategii sprzedaży nie pozostała bez wpływu na poziom aktywów obrotowych. W 2003 r., po znacznym spadku w roku 2002, aktywa obrotowe ukształtowały się na poziomie bliskim ich wartości w 2001 r. Źródłem tych zmian był wzrost poziomu należności z tytułu wierzytelności faktoringowych zarówno od jednostek powiązanych, jak i pozostałych jednostek oraz z tytułu zaliczek na poczet dostaw usług i wierzytelności. Znacząca część zapotrzebowania na środki obrotowe została sfinansowana kredytem. Duży udział w finansowaniu majątku obrotowego miały również wpływy z emisji obligacji i zobowiązania wekslowe.

Tabela 6.3. Poziom i struktura źródeł finansowania majątku obrotowego

Dane finansowe w tys. zł	I półrocze 2004 r.	2003 r.	2002 r.	2001 r.
1. Aktywa obrotowe	232 314	203 335	131 075	204 263
2. Środki pieniężne i inne inwestycje krótkoterminowe	286	9 016	13 904	7 131
3. Aktywa obrotowe skorygowane (1 – 2)	232 028	194 319	117 171	197 132
4. Zobowiązania krótkoterminowe	214 053	185 643	106 721	198 194
5. Kredyty i pożyczki krótkoterminowe	114 074	106 994	89 530	144 719
6. Zobowiązania krótkoterminowe skorygowane (4 – 5)	99 979	78 649	17 191	53 475
7. Kapitał obrotowy (1 – 4)	18 261	17 692	24 354	6 069
8. Zapotrzebowanie na środki obrotowe (3 – 6)	132 049	115 670	99 980	143 657
9. Saldo netto środków pieniężnych (7 – 8)	-113 788	-97 978	-75 626	-137 588
10. Poziom finansowania aktywów obrotowych kapitałem obrotowym	7,86%	8,70%	18,58%	2,97%

Źródło: Emitent

Wysoki poziom zapotrzebowania na kapitał obrotowy w relacji do przychodów wynika z charakteru działalności faktoringowej. Stąd też w 2003 r. kapitałem własnym finansowane było jedynie kilka procent aktywów obrotowych.

W całym analizowanym okresie cykl rotacji podstawowych składników majątku obrotowego kształtował się pod wpływem następujących czynników:

- wolumen wierzytelności faktoringowych,
- średniego czasu „życia” należności – okresu jaki upływa od momentu zakupu wierzytelności do momentu ich spłaty,
- skali udzielonych zaliczek w strukturze całego portfela należności.



Poziom poszczególnych wskaźników rotacji majątku obrotowego, standardowo liczonych w sposób statyczny, tj. na dany dzień, nie jest miarodajną oceną jakości zarządzania kapitałem obrotowym przez Emitenta. Charakter działalności Emitenta, która opiera się na wykupywaniu wierzytelności o bardzo zróżnicowanych terminach spłaty od niejednorodnych pod względem skali i profilu działania podmiotów powoduje, że poziom majątku obrotowego charakteryzuje się dużą zmiennością w czasie roku obrotowego.

Tabela 6.4. Cykle rotacji majątku obrotowego (w dniach)

	I półrocze 2004 r.	2003 r.	2002 r.	2001 r.
cykl rotacji należności	74	122	69	119
cykl rotacji zobowiązań niefinansowych	32	49	10	32
cykl konwersji gotówki	42	73	59	87

Źródło: Emitent

Algorytm obliczania wskaźników:

$$\text{cykl rotacji należności} = \frac{\text{należności na koniec okresu} \times \text{liczba dni w okresie}}{\text{wartość wykupionych wierzytelności w okresie}}$$

$$\text{cykl rotacji zobowiązań niefinansowych} = \frac{(\text{zobowiązania krótkoterminowe} - \text{kredyty i pożyczki na koniec okresu}) \times \text{liczba dni w okresie}}{\text{koszty operacyjne} + \text{wartość wykupionych wierzytelności w okresie}}$$

$$\text{cykl konwersji gotówki} = \text{liczba dni cyklu rotacji należności} - \text{liczba dni cyklu rotacji zobowiązań niefinansowych}$$

6.1.5. Poziom i struktura zadłużenia Emitenta

Emitent w całym analizowanym okresie wykazywał wysoki stopień zadłużenia w relacji do aktywów ogółem, jak i kapitałów własnych. Poziom wskaźników obrazujących zadłużenie Emitenta jest ściśle związany z rodzajem prowadzonej działalności i nie odbiega od poziomu innych podmiotów branży, gdyż skup należności od faktorantów finansowany jest w przeważającej części środkami zewnętrznymi.

Tabela 6.5. Wskaźniki zadłużenia Emitenta

	I półrocze 2004 r.	2003 r.	2002 r.	2001 r.
wskaźnik zadłużenia	83,77%	81,69%	74,40%	92,12%
wskaźnik zadłużenia kapitałów własnych	531,58%	468,35%	297,13%	1430,13%
wskaźnik pokrycia majątku kapitałami własnymi	15,76%	17,44%	25,04%	6,44%
wskaźnik zadłużenia długoterminowego	0,00%	0,00%	2,03%	2,71%

Źródło: Emitent

Algorytm obliczania wskaźników:

$$\text{wskaźnik zadłużenia ogólnego} = \frac{\text{zobowiązania ogółem}}{\text{aktywa ogółem}}$$

$$\text{wskaźnik zadłużenia kapitałów własnych} = \frac{\text{zobowiązania ogółem}}{\text{kapitały własne}}$$

$$\text{wskaźnik pokrycia majątku kapitałami własnymi} = \frac{\text{kapitały własne}}{\text{aktywa ogółem}}$$

$$\text{wskaźnik zadłużenia długoterminowego} = \frac{\text{zobowiązania długoterminowe}}{\text{aktywa ogółem}}$$

Istotne znaczenie w przypadku Emitenta ma struktura finansowania obcego, według źródeł pochodzenia kapitału, gdyż kształtuje ona w znaczący sposób jego płynność oraz poziom kosztów finansowania.

Emitent korzysta z dwóch podstawowych źródeł finansowania:

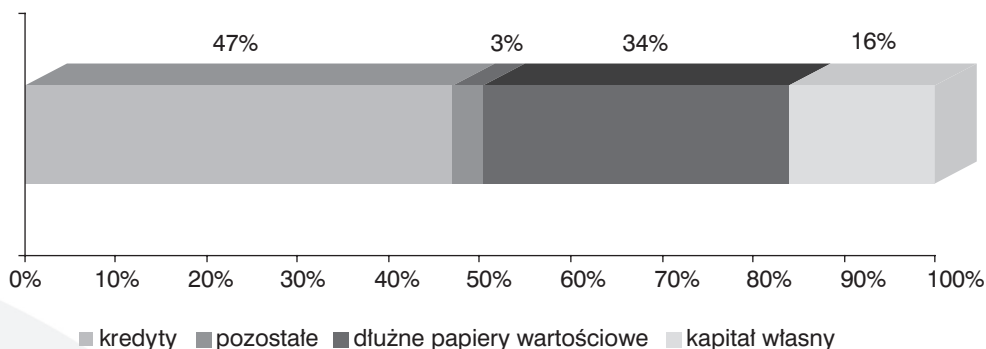
- kredytów bankowych;
- emisji dłużnych papierów wartościowych.

Dywersyfikacja źródeł pozyskiwania kapitału ma dla Emitenta strategiczne znaczenie. Emitent działając niezależnie od banków specjalizujących się w usługach faktoringowych, stanowi konkurencję dla ich afiliacji, stąd pozyskanie kredytów bankowych pozwalających mu przygotować atrakcyjną i konkurencyjną ofertę stanowi barierę w jego rozwoju.

Podstawową korzyścią płynącą z korzystania z różnych źródeł finansowania jest ograniczenie ryzyka i kosztów finansowych.



Rysunek 6.1 Struktura źródeł finansowania majątku Emitenta na 31.12.2003 roku



Źródło: Emitent

Emitent dywersyfikując źródła finansowania działalności faktoringowej, korzysta z dłużnych papierów wartościowych, emitując:

- Obligacje lokowane na rynku niepublicznym

Emisję obligacji Emitent realizuje za pośrednictwem banku PKO BP S.A. Na podstawie umowy z bankiem, a maksymalna wartość obligacji w emisji wynosi 40 mln zł. To zdecydowanie korzystniejsza, bo mniej kosztowna, niż kredyt bankowy forma finansowania, a równocześnie poszerzająca grono potencjalnych pożyczkodawców.

- Weksle własne

Są instrumentem dłużnym wykorzystywanym do finansowania rozrachunków Emitenta z jego klientami, którzy dyskontują je w bankach współpracujących z Emitentem.

6.1.6. Ocena zyskowności i rentowności działania Grupy Kapitałowej

Ocena zyskowności i rentowności Grupy Kapitałowej jako całości napotyka na trudności wynikające z faktu, iż liczba i charakter podmiotów ją tworzących podlega znacznym zmianom. Prezentowane w tabeli wskaźniki oceny zyskowności i rentowności Grupy Kapitałowej mają małą wartość informacyjną, gdyż podlegają znacznym wahaniom nie zawsze wynikającym ze zmiany sytuacji ekonomiczno-finansowej podmiotów tworzących bardzo zróżnicowaną Grupę Kapitałową.

Te same uwagi odnoszą się do wskaźników określających płynność, choć przyjmują poprawny poziom. Również poziom i struktura źródeł finansowania majątku charakteryzują się dużą zmiennością.

Tabela 6.6. Wskaźniki rentowności Grupy Kapitałowej

Wskaźniki rentowności	I półrocze 2004 r.	2003 r.	2002 r.	2001 r.
Marża brutto na sprzedaży	7,15%	13,30%	59,30%	79,81%
Rentowność sprzedaży na działalności operacyjnej	1,90%	14,42%	55,31%	70,86%
Rentowność sprzedaży na działalności gospodarczej	-0,07%	22,12%	5,60%	35,84%
Rentowność sprzedaży brutto	0,39%	25,91%	4,56%	34,90%
Rentowność sprzedaży netto	1,27%	15,99%	2,99%	23,49%
ROA – stopa zwrotu z aktywów	0,33%	1,51%	0,36%	2,90%
ROE – stopa zwrotu z kapitału	3,00%	11,96%	1,56%	43,84%

Źródło: Emitent

Algorytm szacowania wskaźników:

$$\text{marża brutto na sprzedaży} = \frac{(\text{przychody ze sprzedaży} - \text{koszty działalności operacyjnej})}{\text{przychody}}$$

$$\text{rentowność sprzedaży na działalności operacyjnej} = \frac{\text{zysk operacyjny}}{\text{sprzedaż netto}}$$

$$\text{rentowność sprzedaży na działalności operacyjnej} = \frac{\text{zysk na działalności gospodarczej}}{\text{sprzedaż netto}}$$

$$\text{rentowność sprzedaży brutto} = \frac{\text{zysk brutto}}{\text{sprzedaż netto}}$$

$$\text{rentowność sprzedaży netto} = \frac{\text{zysk netto}}{\text{sprzedaż netto}}$$

$$\text{ROA} = \frac{\text{zysk netto}}{\text{aktywa ogółem}}$$

$$\text{ROE} = \frac{\text{zysk netto}}{\text{kapitał własny}}$$

Uwaga: Wartość sprzedaży, poziom zysku operacyjnego, zysku brutto, zysku netto dotyczą okresu sprawozdawczego, poziom aktywów netto i kapitału własnego przedstawia stan na koniec podanych okresów.



6.1.7. Wskaźniki płynności Grupy Kapitałowej

Tabela 6.7. Wskaźniki płynności Grupy Kapitałowej

Wskaźniki płynności	I półrocze 2004 r.	2003 r.	2002 r.	2001 r.
Wskaźnik bieżącej płynności finansowej	1,005	1,008	1,363	1,091
Wskaźnik płynności szybkiej	0,895	0,925	1,353	1,091
Wskaźnik podwyższonej płynności	0,004	0,060	0,218	0,072

Źródło: Emitent

Algorytm wyliczania wskaźników płynności:

wskaźnik bieżącej płynności finansowej (I) = $\frac{\text{majątek obrotowy ogółem}}{\text{zobowiązania krótkoterminowe i fundusze specjalne}}$

wskaźnik płynności szybki (II) = $\frac{\text{majątek obrotowy} - \text{zapasy}}{\text{zobowiązania krótkoterminowe i fundusze specjalne}}$

wskaźnik podwyższonej płynności (III) = $\frac{\text{środki pieniężne i papiery wartościowe do obrotu}}{\text{zobowiązania krótkoterminowe i fundusze specjalne}}$

6.1.8. Kapitał obrotowy i wskaźniki rotacji Grupy Kapitałowej

Tabela 6.8. Poziom i struktura źródeł finansowania majątku obrotowego

Dane finansowe w tys. zł	I półrocze 2004 r.	2003 r.	2002 r.	2001 r.
1. Aktywa obrotowe	287 471,0	238 091,0	141 776,0	211 184,0
2. Środki pieniężne i inne inwestycje krótkoterminowe	1 108,0	14 075,0	22 700,0	13 974,0
3. Aktywa obrotowe skorygowane (1 – 2)	286 363,0	224 016,0	119 076,0	197 210,0
4. Zobowiązania krótkoterminowe	285 971,0	236 149,0	104 034,0	193 543,0
5. Kredyty i pożyczki krótkoterminowe	117 724,0	109 194,0	90 295,0	144 719,0
6. Zobowiązania krótkoterminowe skorygowane (4 – 5)	168 247,0	126 955,0	13 739,0	48 824,0
7. Kapitał obrotowy (1 – 4)	1 500,0	1 942,0	37 742,0	17 641,0
8. Zapotrzebowanie na środki obrotowe (3 – 6)	118 116,0	97 061,0	105 337,0	148 386,0
9. Saldo netto środków pieniężnych (7 – 8)	-116 616,0	-95 119,0	-67 595,0	-130 745,0
10. Poziom finansowania aktywów obrotowych kapitałem obrotowym	0,52%	0,82%	26,62%	8,35%

Źródło: Emitent

6.1.9. Poziom i struktura zadłużenia Grupy Kapitałowej

Tabela 6.9. Wskaźniki zadłużenia Grupy Kapitałowej

	I półrocze 2004 r.	2003 r.	2002 r.	2001 r.
wskaźnik zadłużenia	74,56%	71,90%	66,32%	88,30%
wskaźnik zadłużenia kapitałów własnych	682,59%	568,81%	287,64%	1335,90%
wskaźnik pokrycia majątku kapitałami własnymi	10,92%	12,64%	23,06%	6,61%
wskaźnik zadłużenia długoterminowego	0,50%	1,30%	1,88%	2,65%

Źródło: Emitent

Algorytm obliczania wskaźników:

wskaźnik zadłużenia ogólnego = $\frac{\text{zobowiązania ogółem}}{\text{aktywa ogółem}}$

wskaźnik zadłużenia kapitałów własnych = $\frac{\text{zobowiązania ogółem}}{\text{kapitały własne}}$

wskaźnik pokrycia majątku kapitałami własnymi = $\frac{\text{kapitały własne}}{\text{aktywa ogółem}}$

wskaźnik zadłużenia długoterminowego = $\frac{\text{zobowiązania długoterminowe}}{\text{aktywa ogółem}}$



6.2. Ocena czynników i nietypowych zdarzeń mających wpływ na wyniki z działalności gospodarczej Emitenta

W latach 2001-2003 spośród czynników i zdarzeń o charakterze nietypowym na wynik działalności gospodarczej istotny wpływ miała przede wszystkim zmiana strategii sprzedaży. Od 2003 r. Emitent przejściowo ograniczył aktywność w branży górnictwa węglowego, charakteryzującej się wyższym ryzykiem, a skoncentrował się na branży energetycznej.

Efektom zmiany strategii był spadek przychodów ze sprzedaży, lecz równocześnie więcej niż proporcjonalnie spadły koszty działalności Emitenta, w tym głównie koszty finansowe (związane z finansowaniem usług faktoringowych świadczonych dla górnictwa). W efekcie znacznej poprawie uległa rentowność w ujęciu netto i co równie ważne, spadło ogólne ryzyko działalności podstawowej, a Spółka osiągnęła cele strategiczne.

6.3. Istotne kierunki zmian w działalności Grupy Kapitałowej w okresie od sporządzenia ostatniego sprawozdania finansowego zawartego w Prospekcie

Od daty sporządzenia ostatniego sprawozdania finansowego do daty aktualizacji danych w Prospekcie w działalności Emitenta i Grupy Kapitałowej nie miały miejsca żadne istotne zmiany.

6.4. Charakterystyka wewnętrznych i zewnętrznych czynników mających istotny wpływ na rozwój Emitenta oraz charakterystyka perspektyw rozwoju

Emitent działa w branży charakteryzującej się dużą dynamiką i potencjałem wzrostu. Nieporównywalnie większa skala obecności faktoringu w innych krajach europejskich jest potwierdzeniem dużej atrakcyjności, potencjału i trwałości tej formy finansowania działalności bieżącej podmiotów gospodarczych we współczesnej gospodarce.

Unikalny potencjał Emitenta oraz skuteczna strategia działania powodują, że Emitent wyróżnia się na tle innych firm faktoringowych, co sprzyja uzyskiwaniu pozytywnych wyników finansowych. Emitent swe usługi sprzedaje na bardzo zróżnicowanych i specyficznych rynkach. Emitent w swym działaniu udowodnił możliwość uzyskiwania pozytywnych wyników poprzez odpowiednie wykorzystanie relacji i poziomu czynników zewnętrznych, dla budowy unikalnych produktów, pozwalających mu uzyskać przewagę konkurencyjnych.

6.4.1. Wewnętrzne czynniki istotne dla rozwoju działalności Emitenta

O efektach i kierunkach rozwoju Emitenta w okresie najbliższych lat decydować będą zmiany, jakie zaszły w jego strategii sprzedaży. Emitent wycofując się częściowo z rynków o podwyższonym ryzyku, swe działania ukierunkowuje na branże, w których – dzięki wieloletniej współpracy z podmiotami tam funkcjonującymi – posiada ugruntowaną pozycję.

Emitent prognozuje, że w strategicznych dla niego obszarach działania istnieją realne szanse na dynamiczny wzrost obrotów, a tym samym również poziomu realizowanych przychodów. Realizowana strategia sprzyja również ograniczeniu ryzyka transakcji faktoringowych. Spadkowi poziomu ryzyka ogólnego sprzyja również prowadzenie działalności na styku powiązanych ze sobą handlowo podmiotów, a więc przy wykorzystaniu stabilnych, przewidywalnych struktur i przepływów.

Istotnym elementem strategii Emitenta jest optymalizacja struktury finansowania, głównie na drodze dywersyfikacji źródeł pozyskania kapitału, co bezpośrednio przekłada się na zmniejszenie uzależnienia sytuacji finansowej Emitenta od polityki banków. Wzrost udziału mniej kosztownych instrumentów finansowych, tj. obligacji, znajdzie bezpośrednie przełożenie na poprawę rentowności działalności faktoringowej. Emitent oczekuje również pozytywnych efektów z zdyskontowania doświadczenia i umiejętności zdobytych we współpracy z klientami reprezentującymi branżę o wyjątkowo dużym potencjale popytu na usługi faktoringowe. Te działania Emitenta sprzyjać będą również klientom firm faktoringowych, poprzez dywersyfikację oferty rynkowej.

Emitent planuje również zdyskontować swe zaangażowanie kapitałowe w Górnośląskim Funduszu Restrukturyzacyjnym S.A., które stwarza szanse wejścia na nowe, lecz w pełni rozpoznane rynki, co oznacza niższe ryzyko i możliwość bieżącego ich monitoringu. Rozszerzenie działalności faktoringowej Emitenta na spółki tworzące portfel Górnośląskiego Funduszu Restrukturyzacyjnego S.A. to etap na drodze do osiągnięcia znaczącej obecności na dynamicznie rozwijającym się i bardzo głębokim segmencie małych i średnich przedsiębiorstw.

Zgodnie z założeniami Emitenta zamknięcie i rozliczenie Górnośląskiego Funduszu Restrukturyzacyjnego S.A. nastąpi w 2009 r. Obecnie Emitent jest w trakcie przygotowywania strategii działania w tym zakresie (ewentualne powołanie nowego funduszu) po roku 2009. Plan działania oraz cele strategiczne zostaną oficjalnie podane po zakończeniu prac nad strategią i formalnym jej zatwierdzeniu.

Istotnym, pozytywnym elementem mogącym mieć wpływ na rozwój Emitenta, a przede wszystkim osiągnięcie zakładanych na następne lata wyników finansowych będzie realizacja „Programu Motywacyjnego”. Program jest adresowany wyłącznie do członków Zarządu Spółki. Zgodnie z założeniem ma on stworzyć dodatkowe mechanizmy motywacyjne wobec członków Zarządu co do realizacji planów Emitenta w zakresie zysku netto.



Sytuacja w branży faktoringowej oraz na docelowych rynkach Emitenta wskazuje na możliwości znaczącego wzrostu obrotów, co znalazło swój wyraz w zmianie strategii Emitenta w kierunku rozbudowy kompetencji na obszary mogące stanowić uzupełnienie dla oferty faktoringowej, a mianowicie doradztwo finansowe w zakresie pozyskiwania rynków i kontroli ryzyka oraz monitoring ryzyka. W tym celu Emitent stopniowo poszerza swój potencjał osobowy, który szczególnie w tego typu działalności buduje wartość Spółki.

6.4.2. Czynniki zewnętrzne istotne dla rozwoju działalności Emitenta

Z czynników o charakterze makroekonomicznym, mających wpływ na rozwój działalności Emitenta, tak jak i każdej innej działalności gospodarczej prowadzonej w dużej skali, a szczególnie w sferach związanych z finansowaniem wymienić należy:

- sytuację polityczną,
- stan finansów Państwa i wiarygodność Polski na rynkach finansowych,
- poziom rentowności w kluczowych dla Emitenta branżach,
- tempo wzrostu PKB i poziomu inflacji,
- niekontrolowane zmiany sytuacji na wybranych rynkach, głównie rynku energetycznym i górnictwem (ze względu na trwające przekształcenia własnościowe i organizacyjne).

Dynamiczny rozwój faktoringu sprawia, iż podmioty gospodarcze otrzymują coraz to nowe usługi pozwalające im funkcjonować na globalizującym się rynku i efektywnie zarządzać kapitałem obrotowym. Rozwój rynku to równocześnie wzrost oczekiwań i wymagań klientów, którzy poszukują dostosowanych do własnych potrzeb ofert. Stąd również Emitent musi stale rozwijać swój potencjał, wykorzystując zdobytą już wiedzę i doświadczenie oraz poszukiwać i wdrażać nowe produkty i odpowiadające im strategię biznesowe.

Emitent ze swoimi usługami trafia głównie do klientów z branży energetycznej. W swej ofercie Emitent wykorzystuje naturalne przepływy międzysektorowe, gdzie w transakcjach uczestniczą również klienci z branży górniczej i hutniczej. Pozycja Spółki i jej relacje z klientami sprawiają, iż wszelkie zmiany w modelach funkcjonowania dominującej grupy odbiorców usług mogą mieć wpływ na możliwości i warunki, szczególnie ekonomiczne, realizacji pozyskiwanych transakcji.

Z czynników o charakterze makroekonomicznym, które w szczególny sposób mogą oddziaływać na branżę, strategiczną dla Emitenta, należy wymienić:

- tempo wzrostu krajowego rynku usług faktoringowych;
- wejście na rynek krajowy zagranicznych firm faktoringowych oraz procesy konsolidacji i innych zmian strukturalnych rynku;
- politykę finansową Rządu oraz fluktuację stóp procentowych, na których poziom wpływają m.in. decyzje Rady Polityki Pieniężnej.

6.4.2.1. Zmiany zachodzące w sektorach docelowych Emitenta

Istotne znaczenie dla rozwoju Emitenta, jego wyników finansowych i sposobu funkcjonowania mają zmiany zachodzące w sektorach docelowych, a w tym w szczególności:

- Zachodzące na skalę ogólnosiwiatową przekształcenia w sektorze energetycznym, a przede wszystkim silne procesy konsolidacyjne, jakie w ciągu ostatnich lat miały miejsce w tym sektorze – zarówno o charakterze pionowym (łączenie się wytwórców energii z dystrybutorami energii oraz dostawcami paliw), jak i poziomym (przejęcia i połączenia grup energetycznych). Na rynku krajowym przejawami tych procesów są akwizycje zagranicznych firm krajowych dystrybutorów energii (np. STOEN, GZE). Również w Polsce sektor ten ma cechy sprzyjające szeroko rozumianej globalizacji.
- Realizacja założeń polityki energetycznej Polski, w tym m.in. restrukturyzacja przedsiębiorstw i konsolidacja rynku oraz tendencje do tworzenia struktur energetycznych mogących zdobyć dominującą pozycję na rynku.
- Prywatyzacja sektora hutniczego oraz wzrost konkurencyjności polskiego hutnictwa na rynkach europejskich.
- Restrukturyzacja górnictwa, a w dłuższej perspektywie również tworzenie podmiotów paliwowo-energetycznych.

Istotne znaczenie ma również dynamiczny wzrost sektora małych i średnich przedsiębiorstw, co powoduje, że stanowić on może potencjalnie największy ilościowo segment rynku usług faktoringowych, reprezentujący sumarycznie bardzo duże zapotrzebowanie na kapitał obrotowy. Przedsiębiorstwa z tej grupy mają ograniczone możliwości wyboru efektywnych i dostępnych dla nich źródeł finansowania kapitału obrotowego.



6.4.2.2. Wpływ przystąpienia Polski do UE na działalność Emitenta

Efektów przystąpienia Polski do Unii Europejskiej należy oczekiwać na przynajmniej trzech płaszczyznach:

- poszerzenia rynku dla usług faktoringowych,
- wzrostu konkurencji ze strony firm zagranicznych, które zostaną zachęczone niewielką konkurencją i ogromnym potencjałem wzrostu rynku, z drugiej strony zagraniczne firmy faktoringowe przyczynią się do szybszego wzrostu rynku,
- możliwości wykorzystania doświadczeń zagranicznych firm faktoringowych.

6.4.2.3. Kształtowanie się stóp procentowych oraz relacje kursowe

Przychody i koszty finansowania działalności faktoringowej Emitenta są ściśle powiązane ze stawkami procentowymi oraz stopą WIBOR. Dla rynków finansowych, w tym również usług faktoringowych, charakterystyczne są relacje, przy których wzrost marż następuje wraz ze wzrostem stóp procentowych, a ich spadek wraz ze spadkiem stóp procentowych. Brak jest zwykle bezpośredniego związku działalności faktoringowej z kursami walut, lecz zmiany wartości waluty krajowej w relacji do podstawowych walut ma pośredni wpływ m.in. poprzez stopy procentowe.

6.4.2.4. Uregulowania prawne

Brak jednoznacznych przepisów regulujących funkcjonowanie rynku usług faktoringowych ma znaczący wpływ na funkcjonowanie instytucji faktoringowych. Specyfika usług faktoringowych sprawia, iż niektóre regulacje prawne, a w szczególności zapisy nowej ustawy o podatku VAT, ustawy o terminach zapłaty oraz o ustawy podatku od osób prawnych, mogą rodzić problemy w efektywnym funkcjonowaniu i rozwoju rynku i firm faktoringowych.

6.5. Przewidywania dotyczące czynników wpływających na przyszłe wyniki Emitenta

W większości publikacji na temat krajowego rynku faktoringu podkreślane są jego duże perspektywy rozwoju. Stąd ocenia się, iż wartość wykupionych przez faktorów należności będzie z roku na rok dynamicznie rosła.

Zmiany zachodzące na rynkach, na których działa Emitent, a w szczególności przekształcenia własnościowe oraz tworzenie nowych podmiotów, stwarzają duże możliwości zwiększenia obrotów mierzonych wartością wykupionych faktur. Na wzrost przychodów Emitenta ze sprzedaży wpłynie również zakładane rozszerzenie sprzedaży na przedsiębiorstwa zależne od Górnośląskiego Funduszu Restrukturyzacyjnego S.A. oraz przygotowanie atrakcyjnej oferty dla sektora małych i średnich przedsiębiorstw. W opinii Zarządu bardzo duży potencjał rozwojowy, pozwalający na wykorzystanie już zdobytych kompetencji, tkwi w dotychczasowych segmentach działalności Emitenta. Na rynkach, na których Emitent zdobył istotne przewagi konkurencyjne, zweryfikowana została strategia oparta na wykorzystaniu przez Emitenta możliwości dużej elastyczności w kształtowaniu oferty oraz wyjątkowej dbałości o wiarygodność i budowę trwałych fundamentów współpracy z klientami.

Na kształtowanie się wyników finansowych Emitenta bezpośredni wpływ mają stopy WIBOR. Determinują one zarówno poziom kosztów finansowania działalności bieżącej Emitenta, który skorelowany jest jednak ze wzrostem przychodów ze sprzedaży.

Emitent prognozuje utrzymanie rentowności sprzedaży netto na relatywnie stałym poziomie. Unikalność oferty, już ukształtowany potencjał oraz prognozy rozwoju rynków, na których Emitent planuje lokować swoje usługi, dają podstawy do oczekiwania relatywnie niskiego ryzyka niespełnienia się przygotowanych prognoz. Emitent w swych prognozach zawsze uwzględniał i zamierza stosować zasadę zrównoważonego rozwoju, stąd prognozowane wzrosty sprzedaży mają oparcie w już zbudowanym potencjale lub w możliwościach rozbudowy istniejących struktur.

6.6. Strategia rozwoju i zamierzeń inwestycyjnych Emitenta

6.6.1. Strategia działania Emitenta na wybranych rynkach

Do podstawowych założeń, budujących strategię Emitenta w obszarze rynków działania należą:

- Kontynuacja ekspansji w segmencie energetycznym, poprzez znaczący wzrost obrotów z równoczesnym rozszerzaniem oferty usług, co przełoży się na realizację większej wartości dodanej na umowie faktoringowej. Potencjał rynku energetycznego jest bardzo duży, a zachodzące w nim zmiany ukierunkowane na tworzenie nowych struktur są szansą na poszerzenie działalności Emitenta.
- Lepsze wykorzystanie potencjału wzrostu obecności Emitenta z jego produktami na styku (transakcji) energetyki z podmiotami przemysłowymi.

Ze względu na duży potencjał rynku, doskonałą znajomość relacji i zależności między podmiotami go tworzącymi, co ma wpływ na ograniczenie ryzyka transakcji faktoringowych oraz zjawisko naturalnych, stałych przepływów pieniężnych, jest to rynek bardzo atrakcyjny dla Emitenta. Duże doświadczenie Emitenta w branży energetycznej i wieloletnia współpraca z jej największymi podmiotami stwarza szanse nie tylko na utrzymanie obecnej pozycji, ale i na skuteczną penetrację rynku.



- Rozszerzanie sprzedaży usług faktoringowych na Grupę Kapitałową, w tym w firmach zależnych od Górnśląskiego Funduszu Restrukturyzacyjnego S.A. oraz w sektorze małych i średnich przedsiębiorstw.

Atrakcyjność tego rynku wynika przede wszystkim z jego skali i dynamicznego rozwoju, co rodzi duże zapotrzebowanie na środki pieniężne, przy ograniczonym dostępie do kredytów obrotowych. Jednocześnie przedsiębiorstwa znajdujące się w portfelu Górnśląskiego Funduszu Restrukturyzacyjnego S.A. tworzą chłonny i bezpieczny rynek zbytu usług faktoringowych. Ofertę skierowaną do tego segmentu Emitent planuje poszerzyć o usługi dodatkowe mające charakter outsourcingu sfery zarządzania i monitoringu należności handlowych oraz usługi polegające na zarządzaniu płynnością.

6.6.2. Strategia finansowania działalności operacyjnej Emitenta

W obszarze finansowania działalności faktoringowej, mającej istotny wpływ na wyniki finansowe, strategia Emitenta obejmuje:

- zwiększenie poziomu finansowania działalności w latach 2004-2006 poprzez pozyskanie nowych kredytów bankowych;
- dywersyfikacja i zmiana struktury finansowania poprzez zwiększenie emisji dłużnych papierów wartościowych w latach 2004-2006 r.;
- utrzymanie dotychczasowego poziomu weksli własnych jako dodatkowego źródła finansowania.

6.6.3. Zamierzenia inwestycyjne Emitenta

Inwestycje Emitenta w sferę materialną związane są przede wszystkim z rozbudową Centrum Operacyjnego mieszczącego się w obecnej siedzibie Spółki w Mysłowicach. Inwestycja ta obejmować będzie przede wszystkim rozbudowę bazy lokalowej, w której mieści się siedziba Emitenta, rozbudowę posiadanej sieci komputerowej oraz nakłady na IT (systemy operacyjne i dedykowane aplikacje).

W związku z planowanym wzrostem skali obrotów, wejściem na nowe rynki, z wielokrotni się poziom (liczba) kontaktów z klientami, co wymagać będzie zatrudnienia w Spółce dodatkowo do 20 osób.

6.6.4. Zamierzenia wobec podmiotów zależnych

Wobec podmiotów zależnych Emitent zamierza utrzymać akcje w Górnśląskim Funduszu Restrukturyzacyjnym S.A. do czasu zamknięcia i rozliczenia Funduszu, co zgodnie z przyjętą strategią ma nastąpić w roku 2009 r., oraz zbyć udziały w firmie Kopex Construction Sp. z o.o. (transakcja przewidziana na IV kw. 2004 r.).

Wobec Górnśląskiego Funduszu Restrukturyzacyjnego S.A. strategia Emitenta zakłada:

- Utrzymanie ekspozycji kapitałowej akcjonariuszy na dotychczasowym poziomie.
- Utrzymanie pozycji Emitenta jako wiodącego akcjonariusza w Górnśląskim Funduszu Restrukturyzacyjnym S.A.
- Reinwestowanie środków uzyskanych ze sprzedaży spółek portfelowych Funduszu pozyskanych w latach 2004-2006 na dotychczasowych zasadach.
- Dystrybucję środków z Funduszu na lata 2007-2009.

Dzięki bezpośredniej kontroli nad Górnśląskim Funduszem Restrukturyzacyjnym S.A. i pośredniej kontroli współtworzonych przez Górnśląski Fundusz Restrukturyzacyjny S.A. funduszy, Emitent będzie odnosił korzyści:

- bieżące, w postaci możliwości bezpiecznego świadczenia usług na rzecz spółek portfelowych,
- długoterminowe, w postaci efektów inwestycji kapitałowej – wzrostu wartości spółek.

W IV kwartale 2004 r. Emitent przewiduje powołanie spółki zależnej, ukierunkowanej na świadczenie profesjonalnych usług dla podmiotów Grupy Kapitałowej, w tym: usług w zakresie rachunkowości, audytu wewnętrznego, informatyki i sprawozdawczości.

6.7. Założenia, elementy strategii rozwoju i główne zamierzenia Emitenta na najbliższe lata

6.7.1. Prognoza wyników finansowych

Emitent na bieżąco sporządza oraz aktualizuje plany finansowe, bazując na algorytmie z uwzględnieniem planowanych zmian i strategii rozwoju Spółki. Na potrzeby sprawozdawczości wewnętrznej Emitenta są one bardzo szczegółowe i jak wynika z kilkuletnich doświadczeń Emitenta obarczone relatywnie niewielkim błędem, o czym świadczą mało istotne odchylenia rzeczywistych wyników od prognoz, nawet przy znacznie zmieniającym się otoczeniu.

W prospekcie w celu lepszego zobrazowania planowanych zmian oraz ich skali zamieszczone zostały prognozy wykonane przez Emitenta z dokładnością do stu tysięcy złotych.



Emitent od wielu lat wykorzystuje zbudowany i stale udoskonalany model finansowy uwzględniający wszystkie istotne dla branży, w której funkcjonuje parametry zarówno makroekonomiczne (takie jak: popyt na usługi faktoringowe, stopy WIBOR, oprocentowanie kredytów, inflację), jak i mikroekonomiczne (w tym m.in. istotne zjawiska i zmiany zachodzące w branżach, w których działają klienci oraz w sytuacji ekonomiczno-finansowej samych klientów). Ten sam model służy monitorowaniu możliwości realizacji prognozowanych wyników. Oceny możliwości wykonania planów finansowych dokonuje się w odniesieniu do progowych wartości parametrów, na jakich zbudowane były prognozy. Przekroczenie progowych wartości stanowi jedną z przesłanek do weryfikacji prognoz.

Emitent dokonuje kompleksowej analizy i weryfikacji planów na koniec każdego kwartału. Zarząd w oparciu o uzyskane dane będzie dokonywał oceny możliwości realizacji prognozowanych wyników oraz ewentualnej korekty prognoz dwa razy w ciągu roku.

Prognoza wyników finansowych nie była poddana opinii biegłego rewidenta o kompletności i rzetelności przyjętych przez Emitenta podstaw i istotnych założeń prognozy wyników finansowych. Nie była również poddana badaniu przez uprawniony podmiot w zakresie tego, czy wyniki finansowe zostały właściwie zestawione na podstawie przedstawionych przez Emitenta podstaw i założeń oraz czy zastosowane do sporządzenia prognozy wyników finansowych zasady rachunkowości (polityka) są zgodne z zasadami rachunkowości (polityką) stosowanymi przez Emitenta.

Przedstawione prognozy na lata 2004-2006 będą podstawą do uruchomienia Programu Motywacyjnego.

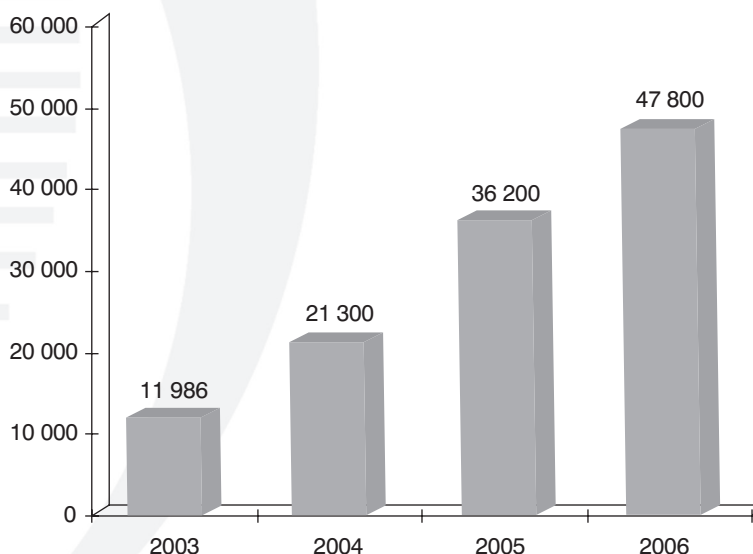
6.7.2. Przychody ze sprzedaży

Emitent buduje prognozy poziomu przychodów w oparciu o posiadany portfel klientów (dotychczas realizowane umowy) oraz nowe transakcje, których pewność przeprowadzenia (zawarcia umów handlowych oraz pozyskania odpowiadającego im finansowania) przekracza wg jego oceny 66%.

Na lata 2004-2006 przyjęto następujące założenia:

- cena pieniądza oparta jest o roczną stopę procentową WIBOR 3M, tj. 6% w 2004, 6,18% w 2005, 6,37% w 2006 roku + średnią marżę w zależności od kierunku angażowanych środków finansowych;
- obroty Emitenta szacowane są wartością wykupionych wierzytelności i kształtować się będą na poziomie: w 2004 roku 950 mln zł, w 2005 roku 1 800 mln zł, w 2006 roku 2 700 mln zł.

Rysunek 6.2. Prognoza przychodów ze sprzedaży Emitenta w tys. zł



Źródło: Emitent

Wartość przychodów ze sprzedaży produktów stanowi wynagrodzenie za świadczone usługi faktoringowe. Planowany wzrost jest wynikiem założonej strategii poszerzania rynków zbytu i pozyskania nowych źródeł finansowania działalności.



6.7.2.1. Koszty operacyjne

Emitent prognozuje poziom kosztów operacyjnych w oparciu o historyczną ich wielkość, powiększoną o prognozy inflacyjne oraz o wycenę kosztów przewidywanych zdarzeń, których pewność wystąpienia przekracza 50%.

W projekcji na lata 2004-2006 przyjęto następujące założenia:

- poziom inflacji w wysokości 3% w każdym roku,
- wzrost zatrudnienia do 20 osób, w związku z planowanym wejściem na nowe rynki i rozwojem działalności,
- wzrost kosztów usług obcych – obowiązki formalne, w tym audytowe dla Spółki publicznej,
- wzrost kosztów reklamy i promocji w związku z wejściem na giełdę,
- pozostałe pozycje – w dotychczasowej relacji do rozwoju działalności.

6.7.2.2. Pozostałe przychody i koszty operacyjne

Wartość pozostałych przychodów i kosztów uwzględnia głównie przewidywaną wielkość tworzonych i rozwiązywanych odpisów aktualizacyjnych (rezerw) na należności nieregularne oraz kosztów sądowych i egzekucyjnych.

6.7.2.3. Przychody finansowe

Zgodnie z przewidywaniami Emitenta, w 2004r. przychody finansowe obejmujące przychody z tytułu odsetek i inne przychody finansowe, tj. z tytułu sprzedaży wierzytelności oraz dyskonta weksli, ukształtują się na poziomie 6 400 tys. zł (wobec 4 008 tys. zł na koniec 2003 roku). Główny udział we wzroście przychodów miały wpływy związane z transakcją kupna wierzytelności Technologii Buczek S.A.

Prognoza przychodów finansowych, ze względu na trudne w prognozowaniu i mało przewidywalne opóźnienia w spłacie wierzytelności oraz przychody z innych transakcji, jest obciążona dużym ryzykiem. W związku z powyższym Emitent założył utrzymanie pozycji przychodów finansowych w wysokości ok. 20% w stosunku do przychodów ogółem osiągniętych na koniec każdego roku.

6.7.2.4. Koszty finansowe

Działalność prowadzona przez Emitenta polega przede wszystkim na dostarczaniu klientom środków płatniczych, toteż realizacja założonych prognoz wymaga wzrostu poziomu źródeł finansowania, co odpowiednio (proporcjonalnie) przekładać się będzie na zwiększane kosztów finansowych. Koszt pozyskania kapitału oszacowano, przyjmując koszt pieniądza oparty o WIBOR powiększony o średnią marżę dla poszczególnych źródeł finansowania.

6.7.2.5. Podatek dochodowy

W 2003 roku efektywna stawka opodatkowania płacona przez Emitenta wyniosła 35% (przy nominalnej w wysokości 27%). Od 2004 roku Emitent przyjął do prognoz efektywną stawkę opodatkowania na poziomie 23% (przy nominalnej na poziomie 19%). Stawki efektywne oszacowano w oparciu o dane historyczne, które obrazują poziom (%) faktycznie zapłaconego podatku w relacji do dochodu w latach poprzednich oraz prognozy tych pozycji kosztów, które nie stanowią kosztów uzyskania przychodów.

Na różnicę pomiędzy stawką podatkową nominalną a efektywną wpływają koszty, które nie stanowią kosztów uzyskania przychodów, w tym: tworzone odpisy na należności, koszty z tytułu obrotu wierzytelnościami, a także część amortyzacji, koszty reprezentacji i reklamy niepublicznej, darowizny, które przekraczają dopuszczalne limity odliczeń itp.

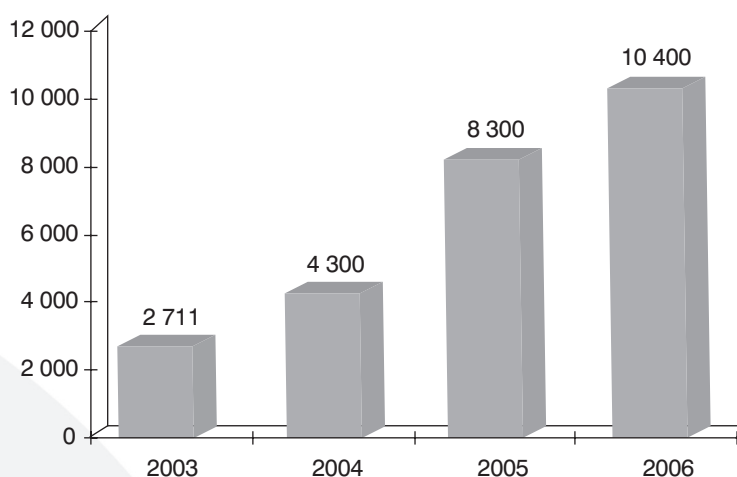
Tabela 6.10. Prognoza wyników finansowych Emitenta

Dane w tys. zł	2004 r.	2005 r.	2006 r.
Przychody ze sprzedaży	21 300	36 200	47 800
Koszty operacyjne	5 400	7 900	7 900
Zysk/strata ze sprzedaży	15 900	28 300	39 900
Pozostałe przychody operacyjne	1 000	800	2 000
Pozostałe koszty operacyjne	2 900	3 800	4 500
Zysk/strata z działalności operacyjnej	14 000	25 300	37 400
Przychody finansowe	6 400	6 600	7 400
Koszty finansowe	14 800	21 100	31 300
Zysk/strata z działalności finansowej	5 600	10 800	13 500
Podatek dochodowy	1 300	2 500	3 100
Zysk netto	4 300	8 300	10 400

Źródło: Emitent



Rysunek 6.3. Planowane zyski netto Emitenta w tys. zł



Źródło: Emitent

W oparciu o przyjęte założenia Emitent oczekuje wzrostu poziomu zysku netto:

- w 2004 r. o 59% w relacji do roku poprzedniego,
- w 2005 r. o 93% w porównaniu do roku 2004,
- w 2006 r. o 25% w stosunku do roku poprzedniego.

6.7.3. Prognoza majątku Emitenta

6.7.3.1. Wartości niematerialne i prawne oraz rzeczowe aktywa trwałe

Prognozowane przez Emitenta zmiany w wartości majątku, jakim dysponuje, uwzględniają bieżące potrzeby Emitenta oraz planowane zakupy i inwestycje m.in.:

- w I kw. 2004 – wymianę sprzętu informatycznego,
- w okresie od III kw. 2004 r. do I kw. 2005 – rozbudowę Centrum Operacyjnego mieszczącego się w obecnej siedzibie Emitenta,
- w okresie od IV kw. 2004 do I kw. 2005 r. – powołanie biura w Warszawie,
- zakupy wyposażenia i sprzętu informatycznego.

6.7.3.2. Należności długoterminowe

Należności długoterminowe, których kwota na początek okresu prognozy wyniosła 4 889 tys. zł, będą sukcesywnie spadać ze względu na:

- spłatę do czerwca 2007 rat układowych powstałych w ramach rozliczenia kończących się umów faktoringowych poprzez przelew uzgodnionych wierzytelności zaakceptowanych przez Emitenta, zgodnie z ustalonym harmonogramem; na początek okresu obrachunkowego wysokość należności z tego tytułu wyniosła 2 856 tys. zł;
- odzyskanie do końca 2005 r. należności z tytułu transakcji kupna-sprzedaży akcji wg harmonogramu spłat, których wysokość na początek okresu obrachunkowego wyniosła 2 044 tys. zł.

Należności długoterminowe mają charakter incydentalny, wobec tego oprócz zjawisk historycznych, które mają wpływ na ich poziom, Emitent, zgodnie z przyjętą metodologią nie prognozuje innych zdarzeń, mogących wpłynąć na kształtowanie się tej pozycji w przyszłości.

6.7.3.3. Inwestycje długoterminowe

Projekcje przewidują: utrzymanie akcji Górnośląskiego Funduszu Restrukturyzacyjnego S.A. oraz zbycie udziałów firmy Kopex Construction Sp. z o.o. (w IV kw. 2004 r.).

6.7.3.4. Należności krótkoterminowe

Emitent oparł projekcje dotyczące poziomu należności krótkoterminowych na zaobserwowanych historycznie prawidłowościach oraz tendencjach występujących na rynku. Na kolejne lata projekcji Emitent przyjął ostrożne założenie, iż cykl rotacji należności krótkoterminowych w 2004 r. ukształtuje się na poziomie 60 dni i będzie stopniowo wzrastał do 66 dni w 2006 r.



6.7.3.5. Środki pieniężne i inne aktywa pieniężne

Relatywnie wysoki poziom środków pieniężnych w projekcji wynika z konieczności utrzymania bieżącej płynności i terminowego regulowania zobowiązań własnych.

Prognozowany poziom środków pieniężnych w poszczególnych latach opiera się na projekcji rachunku przepływów pieniężnych zbudowanej w oparciu o przyjęte założenia strategii Emitenta do 2006 r. Zgodnie ze standardami rachunkowości obejmuje ona wpływy i wydatki w trzech sferach działalności:

- w sferze działalności operacyjnej:
 - zysk netto wg projekcji rachunku zysku i strat,
 - wzrost stanu należności w wyniku zawarcia nowych i rozszerzenia istniejących kontraktów faktoringowych,
 - utrzymanie poziomu weksli własnych jako formy finansowania,
- w sferze działalności inwestycyjnej:
 - wpływy ze zbycia akcji Zakładów Gumowych Bytom S.A. i udziałów Kopex Construction Sp. z o.o.,
 - nakłady inwestycyjne na rozbudowę centrum operacyjnego,
- w sferze działalności finansowej:
 - wpływy z tytułu nowej emisji akcji serii G,
 - pozyskanie nowych kredytów bankowych,
 - zamianę kredytu bankowego na obligacje długoterminowe,
 - wypłatę dywidendy z wypracowanego zysku netto.

Tabela 6.11. Prognoza majątku Emitenta

Dane w tys. zł	2004 r.	2005 r.	2006 r.
Aktywa trwałe	18 000	18 100	17 300
Wartości niematerialne i prawne	200	300	200
Rzeczowe aktywa trwałe	2 800	3 200	3 000
Należności długoterminowe	1 400	500	–
Inwestycje długoterminowe	13 100	13 600	13 600
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	500	500	500
Aktywa obrotowe	327 500	434 400	498 300
Zapasy	–	–	–
Należności krótkoterminowe	323 900	430 000	493 300
Inwestycje krótkoterminowe	3 500	4 200	4 800
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	100	200	200
Razem aktywa	345 500	452 500	515 600

Źródło: Emitent

Wartość majątku Emitenta charakteryzować się będzie tendencją rosnącą:

- w 2004 r. będzie o 52% wyższy niż w roku 2003,
- w 2005 r. wzrośnie o kolejne 31%,
- a w 2006 r. będzie o 14% wyższy w relacji do roku poprzedniego.

W strukturze majątku Emitenta dominować będą aktywa obrotowe, a przede wszystkim należności krótkoterminowe (w tym wierzytelności faktoringowe), będące odzwierciedleniem poziomu realizowanych transakcji faktoringowych, ich udział w strukturze aktywów Emitenta kształtować się będzie w przedziale od ok. 94% do 96% i wykazywać będzie dynamikę rosnącą.

6.7.4. Prognoza źródeł finansowania

6.7.4.1. Kapitał własny

Plany Emitenta przewidują zwiększenie kapitału własnego poprzez wejście na GPW i emisję akcji: (w IV kw. 2004) o wartości 50 mln zł. Koszty emisji oszacowano na poziomie 1,7 mln zł. W rezultacie poziom kapitału własnego wzrośnie o 48,3 mln zł.

6.7.4.2. Zobowiązania długoterminowe

Emitent zakłada dokonanie zamiany kredytu na obligacje długoterminowe oraz przewiduje emisję dłużnych papierów wartościowych na IV kw. 2005 r.



6.7.4.3. Zobowiązania krótkoterminowe

W wyniku realizacji przyjętej strategii, poziom zobowiązań krótkoterminowych kształtować się będzie pod wpływem:

- pozyskania do 2006 roku dodatkowych kredytów bankowych w celu finansowania działalności Emitenta na łączną wartość 200 mln zł – po 50 mln zł w IV kwartale 2004 r., I kwartale 2005 r., IV kwartale 2005 r. i II kwartale 2006 r.;
- pozyskania źródeł finansowania inwestycji rozbudowy centrum operacyjnego Emitenta na wartość ok. 1 200 tys. zł;
- zamiany kredytu o wartości 100 mln zł na obligacje długoterminowe;
- utrzymania poziomu weksli własnych na poziomie 70 mln zł na koniec każdego kwartału jako dodatkowego źródła finansowania działalności.

Tabela 6.12. Prognoza źródeł finansowania

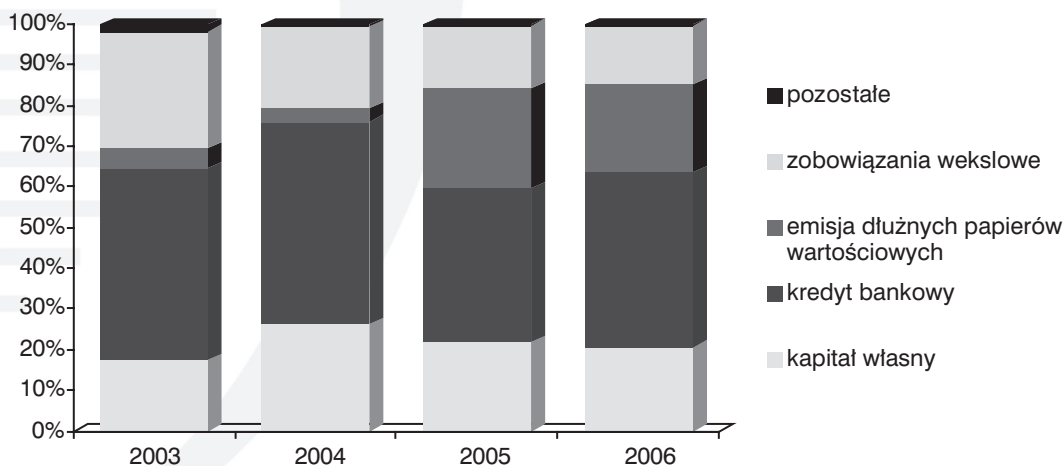
Dane w tys. zł	2004 r.	2005 r.	2006 r.
Kapitał (Fundusz) własny	90 900	98 000	106 100
Kapitał podstawowy	49 600	49 600	49 600
Kapitał (fundusz) zapasowy	30 100	30 400	31 100
Pozostałe kapitały (fundusze) rezerwowe	6 900	9 700	15 000
Zysk (strata) netto	4 300	8 300	10 400
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	254 600	354 500	409 500
Rezerwa na zobowiązania	100	100	200
Zobowiązania długoterminowe	–	100 000	100 000
Zobowiązania krótkoterminowe	254 300	254 200	309 000
Rozliczenia międzyokresowe	200	200	300
Pasywa razem	345 500	452 500	515 600

Źródło: Emitent

O poziomie pasywów Emitenta, podobnie jak w latach poprzednich, decydować będą zobowiązania krótkoterminowe, a przede wszystkim zobowiązania z tytułu kredytów i pożyczek oraz z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych, w tym zobowiązania wekslowe. Począwszy od 2005 r. istotne znaczenie będą miały również zobowiązania długoterminowe z tytułu emisji obligacji.

Planowane zmiany w zakresie sposobu pozyskiwania kapitału i wysokości finansowania wpłyną na znaczną zmianę w strukturze źródeł finansowania.

Rysunek 6.4. Struktura źródeł finansowania w 2003 roku i prognoza na lata 2004-2006



Źródło: Emitent

W prognozie źródeł finansowania założono wzrost finansowania poprzez emisję dłużnych papierów wartościowych, stąd ich udział w strukturze pasywów wzrośnie z 3% w 2004 r. do 24% w 2005 r., a w 2006 r. ukształtuje się na poziomie 21%.

Udział kredytów bankowych będzie kształtował się na poziomie: w 2004 r. 50%, by spaść w 2005 r. do 38%, a w następnym 2006 roku nieznacznie wzrosnąć do 43%.

Udział zobowiązań wekslowych w strukturze źródeł finansowania będzie co roku malał: z 20% w 2004 r. do 15% w 2005 r. i 14% w 2006 r.

Kapitały własne stanowiąc będą: 26% pasywów ogółem w 2004 r., 22% w roku 2005, a w 2006 r. ich udział ukształtuje się na poziomie niewiele ponad 20%.