

## AOW Faktoring

Niniejszy raport kredytowy przedstawia sytuację finansową spółki AOW Faktoring („Spółka”, „Emitent”) po wynikach za 2018 rok.

- Emitent jest spółką świadczącą usługi faktoringowe polegające na wykupie niewymagalnych faktur z odroczonym terminem płatności od swoich klientów (faktorantów). Spółka jest jednym z największych niebankowych faktorów na polskim rynku działając na rynku faktoringowym od 2002 r.
- Portfel należności faktoringowych Spółki na koniec 2018 r. wynosił ok. 49 mln zł i spadł w porównaniu z zeszłym rokiem o 13 mln zł (-22%). Wraz ze spadkiem należności spadło zadłużenie finansowe Spółki, gdyż zostały spłacone dwie serie obligacji o łącznej wartości nominalnej 7 mln zł. Ponadto Spółka zmniejszyła wykorzystanie dostępnych limitów kredytowych z 4 mln zł do 1 mln zł. Jednak naszym zdaniem jest to chwilowy spadek wykorzystania dostępnego finansowania obrotowego.
- Spółka utrzymała przychody ze sprzedaży netto na podobnym poziomie co w zeszłym roku (7,6 mln zł w 2018 r. vs 7,7 mln zł w 2017 r.). Obroty faktoringowe spadły o 3% z 211 mln zł do 208 mln zł. Taki poziom obrotów implikuje, że portfel należności faktoringowych rotuje średnio ok. 4 razy w ciągu roku.
- W 2018 r. Spółka zanotowała wyższe koszty ryzyka niż w latach poprzednich (2 mln zł w 2018 r. vs 0,6 mln zł w 2017 r.), co było spowodowane zawiązaniem odpisu w kwocie 1,5 mln zł na największego klienta, który ogłosił upadłość. Odpis ten spowodował znaczne uszczuplenie wyniku operacyjnego (z 4,2 mln zł do 3,5 mln zł) i wyniku netto z (1,2 mln zł do 0,3 mln zł).
- Spółka posiada obecnie zadłużenie finansowe brutto na poziomie 31,6 mln zł na co składa się 20 mln zł obligacji, 10,3 mln zł weksli i 1,3 mln zł kredytu. Przy stanie gotówki na poziomie 1 mln zł dług netto wyniósł 31 mln zł a wskaźnik zadłużenia dług netto / kapitały własne 1,53x.
- Spółka może generować środki na spłatę zobowiązań poprzez przychody z prowizji za udzielenie faktoringu, ale również ze spłat z portfeli należności faktoringowych. Z przeprowadzonego przez nas stress-testu, w sytuacji postawienia wszystkich zobowiązań finansowych Spółki w stan wymagalności, Spółka byłaby w stanie wygenerować wystarczające środki z portfela należności faktoringowych:
  - w scenariuszu 1 (najbardziej konserwatywnym niezakładającym spłat z portfela przeterminowanego), gdyby 73% portfela było zdrowe,
  - w scenariuszu 2 (zakładającym częściową 25% spłatę z portfela przeterminowanego), gdyby 66% portfela było zdrowe,
  - w scenariusz 3 (przy uwzględnieniu odzysku ze środków trwałych), gdyby 56% portfela było zdrowe.

## PROFIL SPÓŁKI:

AOW Faktoring to spółka faktoringowa działająca na polskim rynku

### Outstanding obligacji:

Seria	m zł	YTM
H	5	4,86%
I	5	6,42%
J	5	7,26%
K	5	6,28%
<b>Suma</b>	<b>20</b>	

## *Historia i profil działalności*

Emitent świadczy usługi faktoringowe polegające na wykupie niewymagalnych faktur z odroczonym terminem płatności od swoich klientów (faktorantów). Spółka jest jednym z największych niebankowych faktorów na polskim rynku.

Spółka powstała w 1993 r. pod nazwą Agencja Obrotu Wierzytelnościami „Kinkel i Maślowski” Sp. z o.o. Początkowo działalność Emitenta koncentrowała się na pośrednictwie przy sprzedaży wierzytelności oraz windykacji na zlecenie. Następnie zaczęła koncentrować się na wykupie pojedynczych przeterminowanych faktur na rachunek własny oraz ich windykacji. Działalność faktoringową rozpoczęła w 2002 r., a od 2005 r. stało się to podstawową działalnością Emitenta.

AOW Faktoring to spółka rodzinna, w której 100% udziałów posiadają Julian Kinkel i jego syn Michał Kinkel.

Oferta Spółki obejmuje tylko i wyłącznie faktoring z regresem (niepełny). W ramach faktoringu z regresem Emitent wypłaca 80-90% wartości brutto przedstawianych do wykupu faktur pomniejszone o należną prowizję stałą. Pozostałe 10-20% zatrzymane jest na wypadek powstania jakichkolwiek potrąceń i wypłacane jest natychmiast po otrzymaniu zapłaty od odbiorcy, pomniejszone o należną prowizję zmienną. W odróżnieniu od faktoringu pełnego, w przypadku braku spłaty zobowiązania przez odbiorcę Emitent ma prawo zażądać od faktoranta zwrotu wypłaconych środków wraz z naliczoną prowizją. Oznacza to, że w teorii Emitent nie bierze na siebie ryzyka niewypłacalności odbiorcy. Istnieje z kolei ryzyko niewypłacalności klienta.

W przypadku niewypłacalności płatnika faktury Emitent prowadzi w pierwszej kolejności windykację w stosunku do płatnika, a następnie faktoranta/klienta i poręczycieli umowy faktoringowej

Spółka stosuje limity ekspozycji na klientów faktoringowych jak i na płatników faktury (może się zdarzyć tak, że kilku faktorantów przedstawia faktury od jednego płatnika, którego niewypłacalność miałaby istotne skutki dla Emitenta).

Dzięki specyficznej konstrukcji faktoringu faktoranci są w stanie utrzymywać płynność, a faktorzy osiągać dość wysokie zwroty (IRR) z szybko rotującego portfela.

Klienci Spółki są podzieleni na trzy segmenty: Mikro, Małe, Średnie, a w zależności od klasyfikacji miesięczna prowizja waha się w przedziale 1-4%.

Warto zaznaczyć, że Spółka emituje obligacje na rynek Catalyst od 9 lat, czyli praktycznie od powstania tego rynku, emitując łącznie 57 mln zł obligacji.

## *Rynek faktoringowy w Polsce*

Polski rynek faktoringowy jest zaliczany do lepiej rozwiniętych zarówno w skali światowej jak i europejskiej. Pod względem obrotów Polska plasuje się na 8 miejscu w Europie. Wśród faktorantów występuje duże zróżnicowanie, gdyż działalność faktoringową prowadzą zarówno banki (Alior Bank, Millennium, BOŚ Bank), bankowe firmy faktoringowe (Idea Money, Santander Faktoring, Pekao Faktoring), międzynarodowe grupy finansowe (UBI Factor), firmy związane z ubezpieczycielami należności (Coface Poland Factoring, Kuke Finance), i niebankowe firmy z zagranicznym kapitałem (Bibby Financial Service, Avarto Polska) i polskim kapitałem (AOW Faktoring, Pragma Faktoring, Indos). Różne firmy znajdują różne nisze na polskim rynku – banki i bankowe firmy obsługują głównie większych przedsiębiorców, a niebankowe firmy skupiają się na mniejszych i mikro przedsiębiorstwach (tak jak Emitent).

W 2018 r. obroty firm zrzeszonych w Polskim Związku Faktorów (5 banków i 21 firm faktoringowych) wyniosły 242 838 mln zł i wzrosły w porównaniu z zeszłym rokiem o 27%.

Tabela: Obroty faktoringowe na polskim rynku

Wartość obrotów (mln zł)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Cały rynek (szacunek)	113 100	130 960	142 800	149 240	175 880	225 000	260 000
PZF	81 806	96 583	113 446	134 335	158 157	191 605	242 838
AOW Faktoring	179	171	148	174	197	210	208

Źródło: Polski Związek Faktorów, Emitent

Jak widać w powyższej tabeli rynek faktoringowy w Polsce dynamicznie rośnie nieprzerwanie od 2012 r. Z kolei widoczne jest, że Emitent odczuł kryzys branży budowlanej z 2012-2013 r. skutkujący spadkiem obrotów w 2014 r., po którym jednak Spółce udało się zwiększać skalę działalności.

## Bilans

Zdecydowaną większość sumy bilansowej Spółki stanowią należności faktoringowe, które wg stanu na koniec 2018 r. wynosiły blisko 49 mln zł i stanowiły 83% aktywów ogółem (62 mln zł na koniec 2017 r.). Spółka udziela obecnie tylko i wyłącznie faktoringu z regresem (niepełnego), co oznacza, że teoretycznie nie ponosi ryzyka niewypłacalności odbiorcy. W przypadku nieuiszczenia płatności za fakturę Spółka może sama dochodzić płatności od odbiorcy lub może żądać jej opłacenia przez faktoranta.

Powyższe 49 mln należności stanowią faktury, które Spółka przejęła od faktoranta wypłacając mu w zamian 80-90% wartości faktury. Po uiszczeniu spłaty przez odbiorcę Spółka jako faktor, wypłaca klientowi (faktorantowi) pozostałe 10-20%, które jest zatrzymywane na czas wymagalności faktury w celu zabezpieczenia ewentualnych potrąceń (regres). Kwota bilansowa należności faktoringowych obejmuje 100% wartości faktury (w pasywach w innych zobowiązaniach widoczny jest regres) w przypadku faktur niewymagalnych, a w przypadku należności przeterminowanych wartość bilansowa jest wartością netto, czyli zawiera w sobie odpis.

Niestety Spółka nie publikuje w sprawozdania finansowym struktury wiekowej należności, więc trudno stwierdzić jaka część portfela jest rotująca (faktury regularnie spłacane, niewymagalne lub przeterminowane do 30 dni), a jaka obejmuje faktury z opóźnioną płatnością powyżej 30 dni.

W 2018 r. Spółka dokonała istotnego odpisu na jednego klienta, który ogłosił upadłość. Odpis wyniósł ok. 1,5 mln zł, co w pewnej części tłumaczy spadek salda bilansowego należności faktoringowych. Nie można wykluczyć, że w przyszłości Spółka jeszcze będzie zwiększała odpis na danego klienta, jeśli nie udałoby się odzyskać środków z faktur lub zabezpieczeń.

Poza należnościami istotnymi elementami bilansu Spółki są środki trwałe wynoszące 6,7 mln zł, na które składają się grunty (2,8 mln zł) i budynki (3,8 mln zł). Wzrost środków trwałych porównując do stanu na koniec 2017 r. (+3,9 mln zł) wynika z przejęcia nieruchomości jako zabezpieczeń faktur – wśród zwindykowanych nieruchomości znajduje się chociażby dom wczasowy w Wiśle wyceniany na 1,5 mln zł, którego Spółka nie planuje sprzedawać, a czerpać przychody. Ponadto przejmowane w ramach egzekucji nieruchomości stanowią dodatkowo zabezpieczenie dla banków, umożliwiające zwiększenie limitów kredytowych, co pozwala uwolnić do obrotu zaangażowanie w nie środki.

Na koniec 2018 r. Spółka posiadała ok. 1 mln zł gotówki, czyli o 2 mln zł mniej niż na koniec poprzedniego roku. Spadek stanu gotówki wynika głównie ze zmniejszenia zadłużenia (-12,8 mln zł), który był finansowany głównie zmniejszeniem portfela należności faktoringowych (+13,2 mln zł), z czego część spadku należności dotyczyła przejęcia środków trwałych wycenianych obecnie na 3,9 mln zł. Warto pamiętać, że spłaty z portfeli

faktoringowych w pierwszej kolejności powodują spadek salda zadłużenia z tyt. kredytów obrotowych, dlatego spadek portfela w pierwszej kolejności przekłada się na spadek zadłużenia, a dopiero później na wzrost gotówki w kasie.

Kapitały własne Spółki wynoszą 19,9 mln zł. Co roku Spółka przeznaczą 75% zysku netto na kapitały zapasowe i 25% zysku netto na dywidendę.

Zobowiązania Spółki na koniec 2018 r. wynosiły 38,7 mln zł (-11,6 mln zł r/r) z czego 31,6 mln zł wynosił dług odsetkowy (-9,8 mln zł r/r), a 6,6 mln zł inne zobowiązania (-2 mln zł r/r), pod którymi kryje się regres, czyli część faktury, którą Spółka zwraca klientowi pod uiszczeniem płatności przez odbiorcę.

Tabela: Wybrane bilansowe wskaźniki finansowe Spółki (zł)

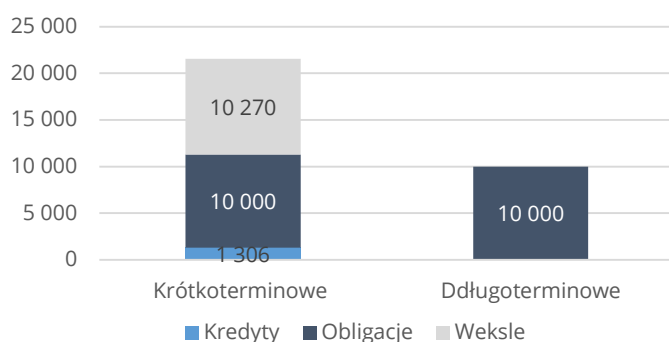
	2016	2017	2018	zmiana 2018/2017	zmiana%
Należności faktoringowe	62 841 482	62 295 451	48 881 452	-13 413 999	-22%
Dług brutto	39 723 306	41 375 923	31 576 679	-9 799 243	-24%
Dług netto	39 564 416	38 270 835	30 555 996	-7 714 839	-20%
Dług netto/kapitały własne	2,09	1,94	1,53	-0,41	-21%
Dług netto/należności faktoringowe	0,63	0,61	0,63	0,01	2%
Dług netto/EBITDA	7,66	8,99	8,55	-0,43	-5%
Dług netto/CFO	-51,34	8,61	2,09	-6,52	-76%
Dług netto/FFO	9,06	10,12	10,05	-0,06	-1%
Płynność bieżąca	1,99	2,20	1,79	-0,41	-18%
Płynność szybka	1,98	2,19	1,79	-0,41	-18%
Rotacja należności	3,15	3,29	3,66	0,37	11%

Źródło: Sprawozdanie finansowe Emitenta, obliczenia własne

## Zadłużenie

Na 31,6 mln zł długu odsetkowego składało się 20 mln zł wyemitowanych obligacji, 10 mln zł zobowiązań wekslowych, oraz 1,3 mln zł kredytów obrotowych. W ciągu 2018 r. Spółka spłaciła dwie serie obligacji na łącznie 7 mln zł (2 mln w czerwcu, 5 mln w grudniu), nie emitując nowego zadłużenia. Dodatkowo Spółka zmniejszyła wykorzystanie kredytu obrotowego, co zmniejszyło saldo kredytów z 4,3 mln zł na koniec 2018 r. do 1,3 mln zł na koniec 2018 r., jednak limity obrotowe są wciąż dostępne dla Spółki do wykorzystania do kwoty 7,3 mln zł., czyli Spółka ma ok. 6 mln zł dodatkowych środków do wykorzystania do zwiększenia akcji faktoringowej. Zobowiązania wekslowe są wobec osób fizycznych inwestorów i od kilku lat utrzymują się na stałym poziomie ok.10 mln zł.

Tabela: Struktura zadłużenia Spółki (tys. zł)



Źródło: Sprawozdanie Finansowe Spółki

## Obligacje

Wszystkie cztery serie obligacji Spółki są notowane na Catalyst z wycenami w okolicach wartości nominalnej.

Seria	Data wykupu	Wartość nominalna emisji	Nominał	Podstawa	Cena	Marża	Bieżące oprocentowanie	YTM
H / AOW0519	31.05.2019	5 000 000	100	WIBOR3M	100,21	4,70%	6,42%	4,86%
I / AOW0919	30.09.2019	5 000 000	100	WIBOR3M	98,50	4,70%	6,42%	6,42%
J / AOW0220	17.02.2020	5 000 000	100	WIBOR3M	99,30	4,70%	6,42%	7,26%
K / AOW1020	26.10.2020	5 000 000	100	WIBOR3M	100,90	4,70%	6,42%	6,28%

Źródło: GPW Catalyst

Warto zauważyć, że nie ma spiętrzenia zapadalności obligacji w jednym okresie, których terminy są równomiernie rozłożone (każda seria po 5 mln zł) co 4-8 miesięcy, więc w razie braku refinansowania którejś serii pozostaje czasowy bufor bezpieczeństwa przed zapadalnością kolejnej serii. W razie braku możliwości pozyskania refinansowania Spółka mogłaby ograniczać portfel należności i z tego źródło spłacać emisje. Szczegółową analizę takiego scenariusza przeprowadziliśmy w rozdziale *Przepływy pieniężne*.

Wszystkie serie obligacji są zabezpieczone zastawem rejestrowy na portfelu faktoringowym Emitenta. Ponadto Spółka nie może wypłacać dywidendy w wysokości przekraczającej 25 proc. zysku netto bez pisemnej zgody wszystkich obligatariuszy. Dodatkowo na obligacjach serii J oraz K stosunek ustanowiono kowenant zadłużenia kapitałów własnych wynoszący 4,0x (na koniec 2018 r. 1,53x).

Na dwóch seriach obligacji ustanowiony jest obowiązek utrzymywania nadwyżki zabezpieczeń na poziomie 150%, co oznacza, że portfel należności klienta musi wynosić ponad 150% wartości wyemitowanych obligacji. Istnieje ryzyko, że w przypadku spłacania się faktur i nie udzielania nowych faktoringowych, bądź przejmowania zabezpieczeń przy za przeterminowane faktury, portfel należności zmniejszy się, a wygenerowana gotówka bądź przejęte środki trwale trafią do ogólnego majątku Spółki niestanowiącego zabezpieczenia obligatariuszy.

Obecnie Spółka planuje prywatną emisję 3,5 letnich obligacji serii L na kwotę 5 mln zł, które zrolują serię H zapadającą w maju, co oznacza, że poziom zadłużenia pozostanie niezmienny. Wysokość kuponu nie została przez spółkę ujawniona. Emisja obligacji spowoduje chwilowe przekroczenie poziomu 150% nadwyżki zabezpieczeń, ale zgodnie z WEO Spółka ma dwa tygodnie na uzupełnienie zabezpieczenia nowymi wierzytelnościami lub zasilenie rachunku zastrzeżonego, zanim obligacje staną się wymagalne. Po spłaceniu serii H wskaźnik nadwyżki zabezpieczeń wróci do wcześniejszego poziomu.

## Rachunek wyników

Jako przychody netto ze sprzedaży Spółka pokazuje prowizje za udzielony faktoring. Prowizje wahają się w zależności od profilu klienta pomiędzy 1-4% miesięcznie. Spółka wypracowała 7,6 mln zł przychodów w 2018 r. (7,7 mln zł w 2017 r.; -1% r/r). Z kolei obroty faktoringowe Spółki spadły w porównaniu z zeszłym rokiem o 2% z 211 do 208,5 mln zł, co implikuje, że marża osiągnięta na portfelu faktoringowym nieznacznie wzrosła z 3,6% w 2017 r. do 3,7% w 2018 r.

Przy praktycznie niezmiennym poziomie przychodów, Spółka istotnie ograniczyła koszty o 14% (z 3,1 mln zł w 2017 r. do 2,6 mln zł w 2018 r.). Największy wpływ miał spadek usług obcych, który częściowo wynikał ze zmniejszenia wielkości portfela należności i idących za tym kosztów jego obsługi.

W związku ze spadkiem kosztów zysk na sprzedaży wzrósł o 7% z 4,6 mln zł w 2017 r. do 5 mln zł w 2018 r. Z drugiej strony wzrósł koszt ryzyka, w wyniku zawiązania odpisów w łącznej kwocie 2 mln zł (+1,5 mln zł r/r), i przy rozwiązaniu odpisów w kwocie 0,44 mln zł (+0,4 mln zł r/r), wynik operacyjny spadł z 4,2 mln zł do 3,5 mln zł.

Zawiązane odpisy dotyczyły głównie jednego klienta (1,5 mln zł) i można zakładać, że jest to zdarzenie jednorazowe i spodziewamy się niższego kosztu ryzyka w przyszłych okresach, ale nie wykluczamy dalszego zawiązania odpisu na tego klienta, lub innych klientów. Amortyzacja w Spółce nie jest znacząca i wynik EBITDA kształtuje się podobnie do wyniku operacyjnego - spadł z 4,3 mln zł do 3,6 mln zł.

Gdyby nie brać pod uwagę efektu wyceny aktywów finansowych (zawiązanie i rozwiązanie odpisów) EBITDA skorygowana wyniosła 5,1 mln zł co oznacza wzrost o 0,3 mln zł (7%) w porównaniu z zeszłym rokiem.

Koszty finansowe Spółki wzrosły o 6% z 2,5 mln zł do 2,6 mln zł i to pomimo spadku salda zobowiązań finansowych. Jednak spadek wartości bilansowej zobowiązań finansowych nastąpił po pierwsze chwilowo na datę bilansową w związku z mniejszym wykorzystaniem kredytów obrotowych, i spłata 5 mln zł obligacji miała miejsce dopiero w grudniu (wcześniej 2 mln zł w czerwcu), więc przez większość roku saldo zobowiązań finansowych było podobne jak rok wcześniej, a spółka ponosiła koszty finansowe z tego tytułu.

Wynik netto Spółki spadł z 1,2 mln zł do 0,3 mln zł, co implikuje spadek marży netto z 16,0% do 4,4%, gdyby porównywać do przychodów netto ze sprzedaży. W dużym stopniu jest to efekt jednorazowego odpisu, który „zjadł” praktycznie cały zysk netto za 2018 r., co pokazuje, że Spółka jest w dużym stopniu narażona na ryzyko kontrahenta. Działaniem mającym mitygować ryzyko kontrahenta w przyszłości jest ograniczenie limitu na jednego faktora z 4 mln zł do 2,5 mln zł.

Tabela: Wybrane wynikowe wskaźniki finansowe Spółki (zł)

	2016	2017	2018	zmiana 2018/2017	zmiana%
Obroty faktoringowe	197 000 000	211 500 000	208 000 000	-3 500 000	-2%
Marża na obrotach (przychody ze sprzedaży/obroty)	4,2%	3,6%	3,7%	0,0%	0%
EBITDA	5 165 968	4 259 142	3 572 876	-686 266	-16%
EBITDA skorygowana (bez aktualizacji wyceny)	5 646 082	4 787 713	5 130 918	343 205	7%
CFO	-770 617	4 446 579	14 647 841	10 201 261	229%
FFO	4 365 811	3 783 081	3 039 731	-743 350	-20%
Marża na sprzedaży	66,9%	59,9%	65,2%	5,3%	9%
Marża operacyjna	61,9%	54,4%	46,3%	-8,2%	-15%
Marża netto	21,4%	16,0%	4,4%	-11,6%	-73%
Marża na sprzedaży/obroty	2,8%	2,2%	2,4%	0,2%	9%
Marża operacyjna/obroty	2,6%	2,0%	1,7%	-0,3%	-15%
Marża netto/obroty	0,9%	0,6%	0,2%	-0,4%	-73%

Źródło: Sprawozdanie finansowe Emitenta, obliczenia własne

## Przepływy pieniężne

Działalność Spółki jest dość specyficzna jeżeli chodzi o zdolność generowania gotówki, jako że jej aktywem pozwalającym generować gotówkę jest *de facto* gotówka, którą spółka wykorzystuje do udzielania faktoringu i uzyskiwania prowizji za udzielenie. Dodatkowo udzielone należności szybko rotują i Spółka może szybko zwiększyć stan posiadanej gotówki nie podpisując nowych umów faktoringowych oraz wygaszając bieżące, i czekając na wpływ środków z faktur. Dlatego analizując możliwe do wygenerowania środki pieniężne patrzymy z jednej strony na wynik operacyjny skorygowany o *nieliquid* pozycje, a z drugiej strony na rotację portfela należności.

Biorąc pod uwagę pierwszy poziom Spółka wygenerowała w 2018 r. z operacji (FFO) 3 mln zł gotówki w porównaniu do 3,8 mln zł w roku 2017, liczonego jako przepływy z działalności operacyjnej pomniejszonego o zmiany w kapitale obrotowym (zapasy, należności, zobowiązania krótkoterminowe bez zobowiązań



finansowych). Same przepływy operacyjne były wyższe, ponieważ wyniosły 14,6 mln zł, ale wynikało to ze zmniejszenia stanu należności o 13,2 mln zł co jednak nie wpłynęło na wzrost gotówki w kasie na koniec roku, ponieważ Spółka spłaciła 7 mln obligacji oraz 3 mln zł kredytu obrotowych (należy pamiętać, że spłaty faktur w pierwszej kolejności pokrywają automatycznie saldo kredytu obrotowego), a także dokonała zwiększenia środków trwałych o 3,9 mln zł (zajęcie nieruchomości jak zabezpieczeń faktur powodujący spadek należności i wzrost środków trwały). Ostatecznie po uwzględnieniu spłaty odsetek (2,6 mln zł) stan gotówki w Spółce spadł z 3 mln zł na początku roku do 1 mln zł na koniec 2018 r.

Przy obecnej skali działalności i wielkości portfela należności Spółka jest w stanie naszym zdaniem generować ok. 3 mln zł gotówki rocznie z działalności operacyjnej. Zakładając brak dywidend (aczkolwiek Spółka historycznie wypłacała co roku 25% zysku netto w formie dywidendy – w 2018 r. było to 0,1 mln zł) Spółka będzie w stanie obsługiwać koszty finansowe, które przy obecnym poziomie zadłużenia wynoszą ok. 2,5 mln zł rocznie, ale trudno oczekiwać, aby była w stanie znacząco zmniejszać część kapitałową zadłużenia jedynie z wyniku operacyjnego.

Tak jak wspomnieliśmy powyżej Spółka jest w stanie dość szybko generować środki pieniężne zmniejszając portfel należności faktoringowych (czyli zmniejszając skalę działalności). Średnia wielkość portfela faktoringowego Spółki w 2018 r. wynosiła ok. 56 mln zł co przy obrotach faktoringowych wynoszących 208 mln zł rocznie sugeruje, że cały portfel rotuje blisko 4 razy w roku. Ponadto należy pamiętać, że część portfela (niestety nieujawniona w sprawozdaniu finansowym) jest przeterminowana, czyli nieprzeterminowana część portfela rotuje jeszcze szybciej pozwalając sądzić, że Spółka powinna być w stanie w ciągu kwartału wygenerować gotówkę odpowiadającą nieprzeterminowanym należnościom faktoringowym pomniejszonym o regres. Jeszcze raz podkreślimy, że nie całość portfela rotuje, a dość szybko gotówkę jest w stanie wygenerować tylko nieprzeterminowana, zdrowa część portfela. W naszej opinii za zdrowy portfel można uznać portfel faktur przeterminowanych do 60 dni – na polskim rynku jest dość powszechne, że kontrahenci spóźniają się z płatnością aż tyle, a wykorzystują to w szczególności duzi odbiorcy.

W celu oszacowania możliwości Spółki do generowania środków pieniężnych z portfela należności, w poniższej tabeli przeprowadziliśmy ćwiczenie scenariusza stress-testowego mającego pokazać przy jakim procencie rotującego portfela, Spółka byłaby w stanie zaspokoić zobowiązania finansowe (kredyty i obligacje) w przypadku ich natychmiastowej wymagalności. Oczywiście jest to scenariusz skrajnie pesymistyczny zakładający nagłą wymagalność wszystkich zobowiązań finansowych, a w naszej opinii, na moment obecny, nie widać podstaw braku kontynuacji działalności przez Spółkę i braku obsługi zadłużenia ze środków generowanych z działalności operacyjnej.

Tabela: Stress-test obsługi zobowiązań finansowych Spółki

		Scenariusz 1		Scenariusz 2		Scenariusz 3	
		Procent portfela rotującego	Zwrot z należności faktoringowych - pracujących	Środki pieniężne po spłacie zobowiązań*	Zwrot z należności faktoringowych niepracujących	Środki pieniężne po spłacie zobowiązań*	Środki pieniężne po spłacie zobowiązań*
<b>Zobowiązania</b>		100%	48 881 452	11 700 642	0	11 700 642	15 701 710
Dług brutto	31 576 679	90%	43 993 307	7 474 978	1 099 833	8 574 811	12 575 879
Regres	6 624 814	80%	39 105 162	3 249 315	1 955 258	5 204 573	9 205 641
		<b>73%</b>	<b>35 683 460</b>	<b>291 350</b>	2 408 634	2 699 983	6 701 051
		70%	34 217 016	-976 349	2 566 276	1 589 927	5 590 995
<b>Aktywa</b>		<b>66%</b>	32 261 758	-2 666 615	2 742 249	<b>75 635</b>	4 076 703
Należności faktoringowe	48 881 452	60%	29 328 871	-5 202 013	2 932 887	-2 269 126	1 731 942
Gotówka	1 020 684	<b>56%</b>	27 373 613	-6 892 279	3 011 097	-3 881 181	<b>119 887</b>
Środki trwałe	6 668 446	50%	24 440 726	-9 427 677	3 055 091	-6 372 586	-2 371 518

Scenariusz 1 - spłata zobowiązań z posiadanej gotówki i z należności faktoringowych przy założeniu zerowego odzysku z portfela przeterminowanego

Scenariusz 2 - spłata zobowiązań z posiadanej gotówki i z należności faktoringowych przy założeniu 25% odzysku z portfela przeterminowanego

Scenariusz 3 - spłata zobowiązań z posiadanej gotówki i z należności faktoringowych przy założeniu 25% odzysku z portfela przeterminowanego oraz odzysku z posiadanych środków trwałych po zastosowaniu haircutu ich wartości o 40%.

\*zakładamy, że procent odnoszący się do portfela należności odnosi się również do regresu, czyli. jeśli np. 70% portfela jest rotujące to Spółka spłaci 70% regresu.

Z przeprowadzonego ćwiczenia wynika, że Spółka byłaby w stanie spłacić regres i zobowiązania finansowe, gdyby portfel pracujący stanowił 73% całego portfela (w scenariuszu 1 - najbardziej konserwatywnym niezakładającym w ogóle spłat z portfela przeterminowanego), 66% portfela w scenariuszu 2 zakładającym częściową 25% spłatę z portfela przeterminowanego (co wciąż jest konserwatywnym założeniem) i 56% portfela, gdybyśmy również uwzględnić odzysk ze środków trwałych - aczkolwiek należy pamiętać, że obligacje nie są zabezpieczone na hipotekach, a jedynie na portfelu wierzytelności. Ustanowiony jest kowenant zabezpieczający obligacje na portfelu należności, a w przypadku braku płatności faktury i przejęcia zabezpieczenia zmniejszana jest wartość zastawu rejestrowego, a przejęte zabezpieczenie trafia do ogółu majątku Spółki.



## Bilans

	2016	2017	2018	zmiana
<b>AKTYWA TRWAŁE</b>	<b>3 366 377</b>	<b>3 439 908</b>	<b>7 230 946</b>	<b>3 791 038</b>
<b>Wartości niematerialne i prawne</b>	<b>42 294</b>	<b>29 269</b>	<b>10 064</b>	<b>-19 206</b>
Inne wartości niematerialne i prawne	42 294	29 269	10 064	-19 206
<b>Rzeczowy majątek trwały</b>	<b>2 571 647</b>	<b>2 758 203</b>	<b>6 668 446</b>	<b>3 910 244</b>
<b>Środki trwałe</b>	<b>2 571 647</b>	<b>2 758 203</b>	<b>6 668 446</b>	<b>3 910 244</b>
a) grunty (w tym prawo użytkowania wieczystego gruntu)	2 013 667	2 231 887	2 810 219	578 331
b) budynki, lokale i obiekty inżynierii lądowej i wodnej	500 062	483 055	3 803 963	3 320 908
c) urządzenia techniczne i maszyny	38 918	37 760	43 358	5 598
d) środki transportu	18 000	4 500	0	-4 500
e) inne środki trwałe	1 000	1 000	10 907	9 907
<b>Należności długoterminowe</b>	<b>400 000</b>	<b>300 000</b>	<b>200 000</b>	<b>-100 000</b>
Od pozostałych jednostek	400 000	300 000	200 000	-100 000
<b>Inwestycje długoterminowe</b>	<b>239 461</b>	<b>239 461</b>	<b>239 461</b>	<b>0</b>
<b>Długoterminowe aktywa finansowe</b>	<b>239 461</b>	<b>239 461</b>	<b>239 461</b>	<b>0</b>
b) w pozostałych jednostkach	239 461	239 461	239 461	0
udziały lub akcje	167 646	167 646	167 646	0
udzielone pożyczki	71 815	71 815	71 815	0
<b>Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe</b>	<b>112 975</b>	<b>112 975</b>	<b>112 975</b>	<b>0</b>
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	112 975	112 975	112 975	0
<b>AKTYWA OBROTOWE</b>	<b>65 630 616</b>	<b>66 581 045</b>	<b>51 382 922</b>	<b>-15 198 124</b>
<b>Zapasy</b>	<b>75 000</b>	<b>75 000</b>	<b>75 000</b>	<b>0</b>
Zaliczki na dostawy	75 000	75 000	75 000	0
<b>Należności krótkoterminowe</b>	<b>65 378 915</b>	<b>63 376 762</b>	<b>50 277 134</b>	<b>-13 099 628</b>
Należności od pozostałych jednostek	65 378 915	63 376 762	50 277 134	-13 099 628
a) z tytułu dostaw i usług, o okresie spłaty:				
do 12 miesięcy	2 537 433	1 075 860	1 395 682	319 822
b) z tytułu podatków, dotacji, ceł, ubezpieczeń społecznych i zdrowotnych oraz innych świadczeń		5 451		-5 451
c) inne	62 841 482	62 295 451	48 881 452	-13 413 999
<b>Inwestycje krótkoterminowe</b>	<b>158 891</b>	<b>3 105 088</b>	<b>1 020 684</b>	<b>-2 084 404</b>
Krótkoterminowe aktywa finansowe	158 891	3 105 088	1 020 684	-2 084 404
c) środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	158 891	3 105 088	1 020 684	-2 084 404
środki pieniężne w kasie i na rachunkach	158 891	105 088	1 020 674	915 586
inne środki pieniężne		3 000 000	10	-2 999 990
<b>Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe</b>	<b>17 810</b>	<b>24 196</b>	<b>10 104</b>	<b>-14 092</b>
<b>AKTYWA RAZEM</b>	<b>68 996 993</b>	<b>70 020 954</b>	<b>58 613 868</b>	<b>-11 407 086</b>

		2 017	2 018	zmiana	zmiana%
<b>KAPITAŁ (FUNDUSZ) WŁASNY</b>	<b>18 953 894</b>	<b>19 730 101</b>	<b>19 944 467</b>	214 367	1%
Kapitał (fundusz) podstawowy	500 000	500 000	500 000	0	0%
Kapitał (fundusz) zapasowy	16 869 956	18 192 994	19 113 324	920 330	5%
Zysk (strata) netto	1 763 937	1 227 107	331 144	-895 963	-73%
Odpisy z zysku netto w ciągu roku obrotowego(-)	-180 000	-190 000		190 000	-100%
<b>ZOBOWIĄZANIA I REZERWY NA ZOBOWIĄZANIA</b>	<b>50 043 100</b>	<b>50 290 853</b>	<b>38 669 401</b>	-11 621 452	-23%
Zobowiązania długoterminowe	17 000 000	20 000 000	10 000 000	-10 000 000	-50%
<i>Wobec pozostałych jednostek</i>	<b>17 000 000</b>	<b>20 000 000</b>	<b>10 000 000</b>	-10 000 000	-50%
<i>b) z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych</i>	17 000 000	20 000 000	10 000 000	-10 000 000	-50%
Zobowiązania krótkoterminowe	33 043 100	30 290 853	28 669 401	-1 621 452	-5%
<i>Wobec pozostałych jednostek</i>	<b>32 875 703</b>	<b>30 108 191</b>	<b>28 499 095</b>	-1 609 097	-5%
<i>a) kredyty i pożyczki</i>	2 649 890	4 336 299	1 306 364	-3 029 934	-70%
<i>b) z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych</i>	10 000 000	7 000 000	10 000 000	3 000 000	43%
<i>d) z tytułu dostaw i usług, o okresie wymagalności:</i>	45 872	34 960	11 669	-23 291	-67%
do 12 miesięcy	45 872	34 960	11 669	-23 291	-67%
<i>f) zobowiązania wekslowe</i>	10 073 416	10 039 624	10 270 315	230 691	2%
<i>g) z tytułu podatków, ceł, ubezpieczeń i innych świadczeń</i>	298 671	125 027	285 932	160 905	129%
<i>i) inne</i>	9 807 853	8 572 281	6 624 814	-1 947 467	-23%
<b>Fundusze specjalne</b>	<b>167 397</b>	<b>182 662</b>	<b>170 306</b>	-12 356	-7%
<b>PASYWA RAZEM</b>	<b>68 996 993</b>	<b>70 020 954</b>	<b>58 613 868</b>	-11 407 086	-16%

## Rachunek zysków i strat

	2016	2017	2018	zmiana	zmiana%
<b>Przychody netto ze sprzedaży i zrównane z nimi, w tym:</b>	<b>8 229 297</b>	<b>7 690 614</b>	<b>7 594 175</b>	<b>-96 439</b>	<b>-1%</b>
- od jednostek powiązanych					
Przychody netto ze sprzedaży produktów	8 229 297	7 690 614	7 594 175	-96 439	-1%
<b>Koszty działalności operacyjnej</b>	<b>2 722 429</b>	<b>3 081 909</b>	<b>2 643 968</b>	<b>-437 941</b>	<b>-14%</b>
Amortyzacja	74 377	73 776	60 477	-13 299	-18%
Zużycie materiałów i energii	5 023	4 972	5 574	601	12%
Usługi obce	770 493	987 547	744 596	-242 951	-25%
Podatki i opłaty, w tym:	92 268	233 745	201 168	-32 577	-14%
- podatek akcyzowy					
Wynagrodzenia	1 130 919	1 184 149	1 125 959	-58 190	-5%
Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	187 102	205 800	190 319	-15 481	-8%
Pozostałe koszty rodzajowe	462 248	391 919	315 875	-76 044	-19%
Wartość sprzedanych towarów i materiałów					
<b>Zysk (strata) ze sprzedaży (A-B)</b>	<b>5 506 868</b>	<b>4 608 705</b>	<b>4 950 208</b>	<b>341 503</b>	<b>7%</b>
<b>Pozostałe przychody operacyjne</b>	<b>178 321</b>	<b>152 598</b>	<b>564 532</b>	<b>411 934</b>	<b>270%</b>
Aktualizacja wartości aktywów niefinansowych	97 955	42 045	441 546	399 501	950%
Inne przychody operacyjne	80 366	110 552	122 986	12 433	11%
<b>Pozostałe koszty operacyjne</b>	<b>593 597</b>	<b>575 936</b>	<b>2 002 340</b>	<b>1 426 404</b>	<b>248%</b>
Aktualizacja wartości aktywów niefinansowych	578 068	570 616	1 999 589	1 428 972	250%
Inne koszty operacyjne	15 529	5 320	2 751	-2 569	-48%
<b>Zysk (strata) z działalności operacyjnej (C+D-E)</b>	<b>5 091 592</b>	<b>4 185 366</b>	<b>3 512 400</b>	<b>-672 967</b>	<b>-16%</b>
<b>Przychody finansowe</b>	<b>58 028</b>	<b>94 022</b>	<b>103 400</b>	<b>9 378</b>	<b>10%</b>
Odsetki, w tym:	18 208	91 349	99 976	8 627	9%
od jednostek powiązanych					
Inne	39 820	2 673	3 424	751	28%
<b>Koszty finansowe</b>	<b>2 853 548</b>	<b>2 637 397</b>	<b>2 839 338</b>	<b>201 941</b>	<b>8%</b>
Odsetki, w tym:	2 530 431	2 488 583	2 634 019	145 436	6%
- od jednostek powiązanych					
Inne	323 117	148 813	205 318	56 505	38%
<b>Zysk (strata) z działalności gospodarczej (F+G-H)</b>	<b>2 296 072</b>	<b>1 641 992</b>	<b>776 463</b>	<b>-865 529</b>	<b>-53%</b>
<b>Wynik zdarzeń nadzwyczajnych (J.I.-J.II.)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>		
<b>Zysk (strata) brutto (I+/-J)</b>	<b>2 296 072</b>	<b>1 641 992</b>	<b>776 463</b>	<b>-865 529</b>	<b>-53%</b>
<b>Podatek dochodowy w tym:</b>	<b>531 104</b>	<b>414 885</b>	<b>445 319</b>	<b>30 434</b>	<b>7%</b>
- część odroczone (dodatnia lub ujemna)					
<b>ZYSK NETTO</b>	<b>1 764 968</b>	<b>1 227 107</b>	<b>331 144</b>	<b>-895 963</b>	<b>-73%</b>

## Rachunek przepływów pieniężnych

	2016	2017	2018
<b>Przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej</b>			
Zysk (strata) netto	1 764 968	1 227 107	331 144
Korekty razem	-2 535 585	3 219 472	14 316 697
Amortyzacja	74 377	73 776	60 477
Zyski (straty) z tytułu różnic kursowych			
Odsetki i udziały w zyskach (dywidendy)	2 530 431	2 488 583	2 634 019
Zysk (strata) z działalności inwestycyjnej			
Zmiana stanu rezerw			
Zmiana stanu zapasów	-75 000		
Zmiana stanu należności	-5 511 073	2 102 154	13 199 628
Zmiana stanu zobowiązań krótkoterminowych, z wyjątkiem kredytów i pożyczek	449 645	-1 438 655	-1 591 518
Zmiana stanu rozliczeń międzyokresowych	-3 965	-6 386	14 092
Inne korekty			
Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej	-770 617	4 446 579	14 647 841
<b>Przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej</b>			
Wpływy	0	0	0
Wydatki	649 414	247 307	3 951 515
Nabycie wartości niematerialnych i prawnych oraz rzeczowych aktywów trwałych	481 768	247 307	3 951 515
Na aktywa finansowe w pozostałych jednostkach	167 646		
Przepływy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej	-649 414	-247 307	-3 951 515
<b>Przepływy środków pieniężnych z działalności finansowej</b>			
Wpływy	5 000 000	11 686 408	0
Kredyty i pożyczki		1 686 408	0
Emisja dłużnych papierów wartościowych	5 000 000	10 000 000	0
Wydatki	5 108 484	12 939 483	12 780 730
Dywidendy i inne wypłaty na rzecz wierzycieli	688 000	450 900	116 777
Spłaty kredytów i pożyczek	1 890 053		3 029 934
Wykup dłużnych papierów wartościowych		10 000 000	7 000 000
Odsetki	2 530 431	2 488 583	2 634 019
Przepływy pieniężne netto z działalności finansowej	-108 484	-1 253 075	-12 780 730
<b>Przepływy pieniężne netto razem</b>	<b>-1 528 514</b>	<b>2 946 197</b>	<b>-2 084 404</b>
<b>Bilansowa zmiana stanu środków pieniężnych, w tym:</b>	<b>-1 528 514</b>	<b>2 946 197</b>	<b>-2 084 404</b>
- zmiana stanu środków z tyt. różnic kursowych			
<b>Środki pieniężne na początku okresu</b>	<b>1 687 405</b>	<b>158 891</b>	<b>3 105 088</b>
<b>Środki pieniężne na koniec okresu</b>	<b>158 891</b>	<b>3 105 088</b>	<b>1 020 684</b>

## ZASTRZEŻENIE PRAWNE

**Data pierwszego udostępnienia raportu: 05.04.2019**

**Aktualizacja raportu:** raport nie będzie aktualizowany.

**Podmiotem odpowiedzialnym** za sporządzenie raportu jest **Michael / Ström Dom Maklerski S.A.** z siedzibą w Warszawie (dalej: „**Dom Maklerski**”), adres: Al. Jerozolimskie 134, 02-305 Warszawa, wpisana do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy, pod numerem KRS 0000712428, NIP: 525-247-22-15, REGON: 142261319 o kapitale zakładowym w wysokości 925.691,49 PLN w całości opłacony, adres e-mail: [kontakt@michaelstrom.pl](mailto:kontakt@michaelstrom.pl).

**Raport nie stanowi sugestii jakiegokolwiek zachowania inwestycyjnego** i nie może stanowić podstawy podjęcia decyzji inwestycyjnej. Raport sporządzony został tylko i wyłącznie na podstawie publicznie dostępnych danych i nie zawiera wszystkich informacji o Emitencie koniecznych do oceny jego sytuacji finansowej ani do podjęcia decyzji inwestycyjnej.

W ocenie Domu Maklerskiego raport sporządzony został z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. Dom Maklerski nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w raporcie.

Przed opublikowaniem raport został przekazany do Emitenta.

### **Raport:**

- skierowany jest zarówno do wybranych klientów profesjonalnych jak i do wybranych klientów indywidualnych i udostępniany jest nieodpłatnie poprzez zamieszczenie na stronie internetowej Domu Maklerskiego [www.michaelstrom.pl](http://www.michaelstrom.pl) oraz poprzez przesłanie na adresy e-mail wybranych klientów;
- stanowi informację handlową w rozumieniu ustawy z dnia 18 lipca 2002 r. o świadczeniu usług drogą elektroniczną (t. j. Dz. U. z 2019 r. poz. 123 ze zm.) i jest rozpowszechniany m.in. w celu promocji oraz reklamy usług Domu Maklerskiego;
- jest przeznaczony do rozpowszechniania wyłącznie na terenie Rzeczypospolitej Polskiej;
- nie stanowi:
  - oferty w rozumieniu art. 66 ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. kodeks cywilny (t. j. Dz.U. z 2018 r. poz.1025 ze zm.),
  - rekomendacji w rozumieniu Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającego rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów
  - porady inwestycyjnej,
  - usługi doradztwa inwestycyjnego.

### **Dom Maklerski Informuje, że:**

- Dom Maklerski ani podmioty z nim powiązane nie posiadają akcji Emitenta w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.
- Emitent nie posiada udziału stanowiącego co najmniej 5% kapitału zakładowego Domu Maklerskiego lub podmiotów z nim powiązanych.
- Osoba przygotowująca raport nie jest zaangażowana kapitałowo w instrumenty finansowe Emitenta. Osoba przygotowująca raport i osoby, z którymi łączy ją więzy pokrewieństwa wskazane w art. 2 pkt 3a Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy z dnia 25

- kwietnia 2016 r. (Dz. Urz. UE. L 2017 nr 87, str. 1), nie pełni funkcji w organach emitenta instrumentów finansowych i nie zajmuje stanowisk kierowniczych w tym podmiocie.
- Dom Maklerski wykonał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie raportu czynności dotyczące oferowania instrumentów finansowych Emitenta w obrocie pierwotnym.
  - Dom Maklerski nie wykonuje czynności dotyczących nabywania i zbywania instrumentów finansowych Emitenta na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego i umów o subemisję inwestycyjne i usługowe.
  - Dom Maklerski i podmioty z nim powiązane nie pełnią funkcji animatora rynku ani animatora dla Emitenta.
  - Dom Maklerski w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie raportu nie pełnił funkcji podmiotu organizującego lub współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych Emitenta.
  - Dom Maklerski otrzymuje obecnie wynagrodzenie od Emitenta z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.
  - Na dzień sporządzenia raportu Dom Maklerski i Emitenta łączą umowy o świadczenie usług na rzecz Emitenta.
  - Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do Emitenta posiada Dom Maklerski lub podmioty z nim powiązane. Nie istnieją inne istotne powiązania występujące między Domem Maklerskim i podmiotami z nim powiązanymi a Emitentem.
  - Dom Maklerski nie posiada wiedzy na temat istnienia innych istotnych powiązań występujących między Domem Maklerskim lub podmiotem z nim powiązany a Emitentem.
  - Autor raportu ani Dom Maklerski nie posiadają instrumentów finansowych wyemitowanych przez Emitenta lub spółki z nim powiązane. Jest możliwe, że akcjonariusze, członkowie organów, pracownicy Domu Maklerskiego lub osoby z nimi powiązane posiadają takie instrumenty finansowe lub zamierzają je nabyć.

**Dom Maklerski dąży do unikania konfliktów interesów ze swoimi Klientami oraz pomiędzy nimi, w szczególności poprzez regulacje wewnętrzne w tym „Regulamin zarządzania konfliktami interesów w Michael/Ström Dom Maklerski S.A. ”, który jest dostępny na stronie internetowej Domu Maklerskiego. [www.michaelstrom.pl](http://www.michaelstrom.pl).**

**Zabronione jest wykorzystywanie lub modyfikowanie niniejszego materiału bez zgody Michael / Ström Dom Maklerski S. A.**

**Michael / Ström Dom Maklerski S. A. podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego. Niniejszy materiał nie był zatwierdzany przez Komisję Nadzoru Finansowego lub w jakikolwiek sposób konsultowany z Komisją Nadzoru Finansowego.**

**Inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z szeregiem ryzyk. Opis instrumentów finansowych oraz ryzyka związanego z inwestowaniem w instrumenty finansowe dostępny jest na stronie internetowej Domu Maklerskiego [www.michaelstrom.pl](http://www.michaelstrom.pl)**