

## Grupa Kapitałowa BEST S.A.

Niniejszy raport kredytowy przedstawia sytuację finansową Grupy BEST S.A. (emitent, grupa, GK, spółka) po wynikach za 1Q18 pod kątem zdolności obsługi zadłużenia.

- GK BEST jest jednym z największych polskich windyktorów. Na koniec 1Q18 spółka zarządzała portfelem o bilansowej wartości 951 mln zł (w tym 97 mln zł w ramach BEST III NSFIZ), co plasowało spółkę na trzecim miejscu wśród notowanych windyktorów.
- W 1H18 BEST wygenerował 127 mln zł spłat, wobec 109 mln zł w 1H17. Łączne oczekiwane spłaty z posiadanych portfeli na koniec 1Q18 szacowane są na blisko 2 mld zł, z czego 1,2 mld zł do realizacji w najbliższych 5 latach. Na koniec 2017 r. BEST szacował, że portfel BEST III wygeneruje ponadto 279 mln zł.
- Kluczowym dla perspektyw dalszego rozwoju spółki jest dostępność finansowania. Ze względu na obecną awersję inwestorów do spółek windykacyjnych BEST obecnie nie emituje nowych obligacji i deklaruje wstrzymanie się z emisjami do powrotu korzystniejszych warunków. Zakupy portfeli w 2Q18 (57 mln zł w 1H18, -62% r/r) finansowane były prawdopodobnie z niewykorzystanego na koniec 1Q18 kredytu na 50 mln zł. O ile spółka jest w stanie regulować swoje zobowiązania z działalności operacyjnej o tyle nowe inwestycje powinny być finansowane nowym długiem.
- Zadłużenie netto BEST na koniec 1Q18 wynosiło 677 mln zł i implikowało wskaźnik długu netto do kapitałów własnych na poziomie 1,53x – zdecydowanie poniżej kowenantu 2,5x. Kowenant na tym poziomie ustanowiony jest na wszystkich seriach obligacji, których warunki są publiczne. Obligacje stanowiły 82% zadłużenia spółki na koniec 1Q18. Po dacie bilansowej spółka wykupiła obligacje serii K1 (45 mln zł).
- W naszym przekonaniu ze względu na występującą w spółce lukę płynności przynajmniej część obligacji zapadających w 2020 r. i później będzie refinansowana. Przy wstrzymaniu akcji inwestycyjnej, refinansowaniu kredytów i kumulowaniu nadwyżek finansowych, spółka byłaby w stanie spłacić obligacje zapadające w 2020-21 z działalności operacyjnej. Scenariusz wstrzymania zakupów uważamy jednak za mało prawdopodobny.
- W 4Q17 spółka rozpoznała pierwsze istotne przychody z działalności na rynku włoskim. Na koniec 1Q18 portfel włoski stanowił 6,9% wartości bilansowej nabytych portfeli, a generowane przychody 6,8% zaraportowanych w 1Q18. Spółka deklaruje chęć przejęcia lokalnego podmiotu, jednak w obliczu utrudnionego dostępu do finansowania oczekujemy dalszego rozwoju organicznego. Spółka nie upubliczniła informacji jaka część nabytych portfeli w 2Q18 dotyczyła działalności zagranicznej.

## PROFIL SPÓŁKI:

Jeden z wiodących windyktorów na polskim rynku, rozpoczynający ekspansję zagraniczną.

## Outstanding obligacji:

Seria	m zł	YTM
BST1018	50	5,9%
BST1218	7	4,2%
BST0319	35	5,0%
BSTL320	40	5,9%
BST0320	20	6,5%
BST0520	50	5,8%
BST0720	5	5,7%
BST0820	60	6,6%
X1*	32	n.d.
BST0121	20	7,3%
BST0321	10	7,8%
BST0421	50	7,9%
BST0821	30	7,2%
BST0921	60	8,5%
BST0222	30	7,8%
BST0622	60	8,4%
BST0922	56	8,0%
<b>Suma</b>	<b>614</b>	

\* emisja w EUR, przeliczona na PLN

## Ostatnie wydarzenia

Wydarzenia ostatnich miesięcy, mające najbardziej istotny wpływ na sytuację sektora miały związek z postępowaniem restrukturyzacyjnym w GetBacku. GetBack był bardzo aktywny w ostatnich 3 latach zarówno na rynku zakupów portfeli, jak i pozyskiwania kapitału dłużnego. Gwałtowne zaprzestanie obsługi zobowiązań odciska piętno na pozostałych uczestnikach rynku obrotu wierzytelnościami.

**Finansowanie dłużne:** wstrzymanie obsługi obligacji korporacyjnych GetBacku o łącznej wartości ok. 2 mld zł (z czego ponad 500 mln zł notowane na Catalyst) ogranicza dostęp do finansowania spółkom windykacyjnym w dwójnasób. Po pierwsze znaczne środki w najlepszym wypadku zostały zamrożone na czas postępowania restrukturyzacyjnego, w najgorszym natomiast stracone. Na koniec 2017 r. obligacje GetBacku stanowiły 88% łącznego zadłużenia z tytułu obligacji Kruka, BESTa i Kredyt Inkaso. Po drugie sytuacja doprowadziła do gwałtownego wzrostu awersji do sektora wśród inwestorów, co przełożyło się na wzrost rentowności obligacji.

Tabela: Notowania papierów wartościowych firm windykacyjnych w Polsce na koniec okresów.

	średnia premia/dyskonto na Catalyst		Kapitalizacja na GPW		
	2017	1H18	2017	1H18	zmiana
Kruk	0,92	0,45	4 813	3 774	-22%
Kredyt Inkaso	1,46	-0,38	263	213	-19%
BEST	-0,69	-5,75	725	621	-14%

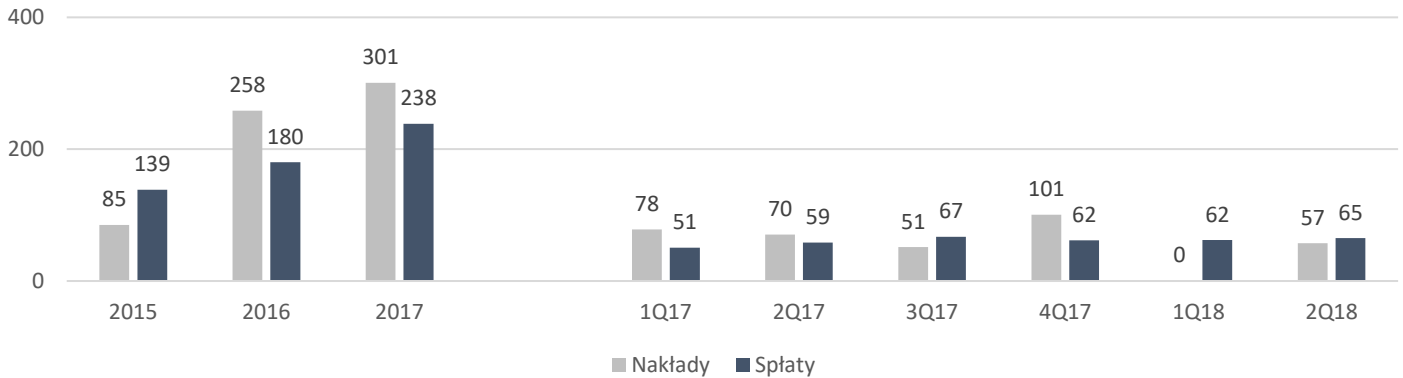
Źródło: gpwcatalyst.pl; stooq.pl; obliczenia własne Michael/Ström DM

Ograniczony dostęp do finansowania utrudnia windykatorom zakupy nowych portfeli i wzrost skali działalności. W trakcie 1Q18 BEST nie dokonywał zakupów portfeli wierzytelności. W 2Q18 spółka na zakupy portfeli wierzytelności przeznaczyła 57,2 mln zł, czyli 19% mniej niż w 2Q17. Inwestycje w całym pierwszym półroczu wyniosły więc 57,2 mln zł, 62% mniej niż w analogicznym okresie 2017 r. (149 mln zł).

Ograniczenie akcji inwestycyjnej widać również w Kredyt Inkaso oraz w Kruku. Kruk na zakupy portfeli wierzytelności w 1H18 przeznaczył 407 mln zł, czyli o 24% mniej niż w analogicznym okresie 2017 r. (w samym 1Q18 spadek wyniósł 42% r/r). Kredyt Inkaso w 1Q18 przeznaczył na zakupy nowych portfeli 38 mln zł (o 22% mniej niż w 1Q17), dane dotyczące zakupów w 2Q18 nie zostały opublikowane.

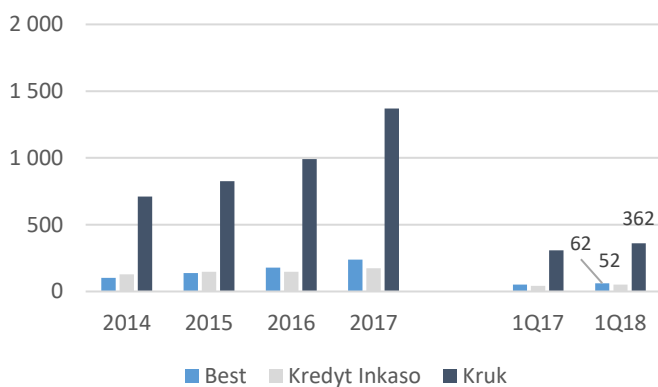
Od początku kwietnia gdy problemy płynnościowe GetBacku stały się publicznie znane, żadna z głównych spółek windykacyjnych nie emitowała nowych obligacji. 13 lipca Kredyt Inkaso jako pierwsza poinformowała o planach emisji obligacji serii E1 na 50 mln zł, oferując 4,3% marży ponad WIBOR przy 4-letnim tenorze. Warunki emisji oznaczają wzrost marży o 0,6 pkt. proc. (z 3,7%) względem emisji z marca 2018 r. o tym samym tenorze. Powodzenie emisji dałoby wyraźny sygnał co do obecnej dostępności kapitału dla spółek windykacyjnych, jednakże na dzień publikacji raportu spółka nie poinformowała o dojściu emisji do skutku.

Wykres: Nakłady i spłaty z portfeli wierzytelności BEST (mln zł)

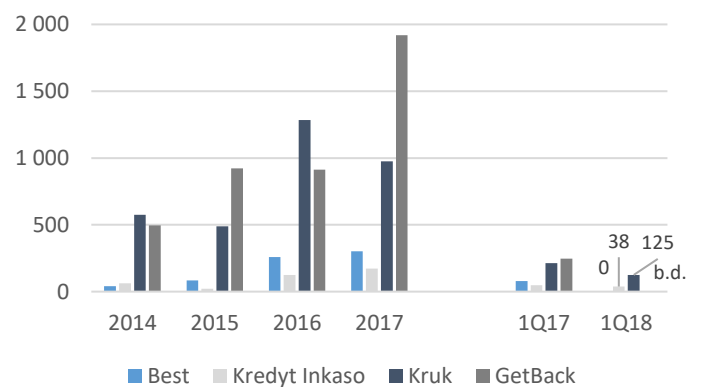


Źródło: Dane spółki

Wykres: Windykatorzy: Spłaty z portfeli (mln zł)



Wykres: Windykatorzy: Nakłady na portfele (mln zł)



Źródło: Dane spółki

Źródło: Dane spółki

\* Brak danych dla GetBack za 1Q18

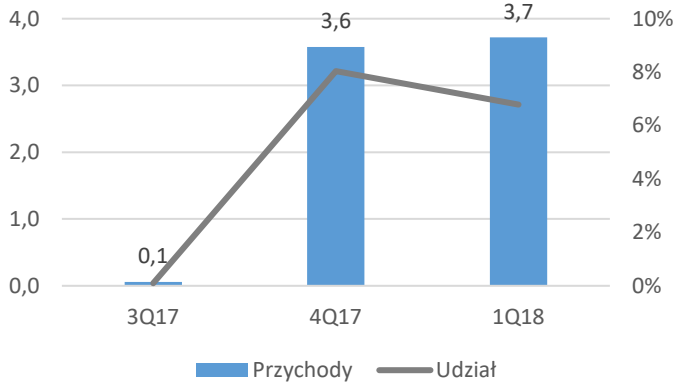
## Rynek włoski

W 2017 r. BEST rozpoczął działalność na rynku włoskim kupując portfele wierzytelności za łącznie 12 mln EUR. W trakcie 1Q18 BEST nie dokonywał zakupów wierzytelności na żadnym rynku. Portfel wierzytelności na rynku włoskim o wartości bilansowej 58,5 mln zł na koniec 1Q18 stanowił 7% wartości portfela BEST i w 1Q18 wygenerował 3,7 mln zł przychodów (7% przychodów GK). W trakcie 2Q18 spółka dokonała zakupów portfeli na 57 mln zł, jednak nie informowała jaka część została nabyta na rynku włoskim.

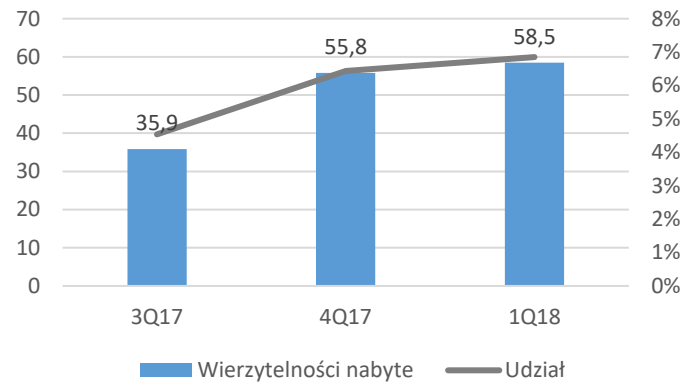
Spółka prowadzi ekspansję na rynku włoskim poprzez podmiot BEST Capital Italy S.r.l. w którym posiada 51% udziałów, pozostałe udziały należą bezpośrednio do dwóch głównych akcjonariuszy BEST. Zgodnie ze strukturą nadwyżki środków generowane przez podmiot przekazywane są do inwestorów obejmujących papiery przez niego emitowane – obecnie jedynym inwestorem jest GK BEST. Konstrukcja podmiotu umożliwia udział inwestorów zewnętrznych i spółka nie wyklucza takiego rozwiązania w przyszłości.

BEST jako kierunek wzrostu na rynku włoskim wskazuje potencjalne przejęcie lokalnego serwisera i budowę na nim swoich struktur. Spółka wskazuje na koniec 2018 r. jako termin rozpoczęcia tworzenia zespołu od podstaw w przypadku niepowodzenia w znalezieniu atrakcyjnego celu przejęcia.

Wykres: Rynek włoski: Przychody (mln zł)



Wykres: Rynek włoski: Wartość portfeli wierzytelności (mln zł)



Źródło: Dane spółki

Źródło: Dane spółki

## Analiza Finansowa

### 1. Zmiany rachunkowości

1 stycznia 2018 r. wszedł w życie MSSF 9, który bezpośrednio wpływa na sposób prezentowania wyników finansowych przez spółkę. W wyniku implementacji standardu spółka dokonała przeszacowania portfela wierzytelności w dół o 6,8 mln zł (0,8% wartości bilansowej). O tę samą kwotę zmniejszona została wartość kapitałów własnych (1,6%). Dotychczas BEST wyceniał swoje portfele na bilansie w wartości godziwej (WG), obecnie wycena dokonywana jest według skorygowanej ceny nabycia (SCN).

Główną różnicą nowego podejścia do szacowania wartości bilansowej jest ujmowanie kosztów bezpośrednio dotyczących uzyskiwanych spłat. Wartość bilansowa w SCN jest wartością zdyskontowanych oczekiwanych wpłat od dłużników. Różnica pomiędzy SCN, a wcześniej stosowanym WG, wynika z faktu, iż w przypadku WG wartość bilansowa była zdyskontowaną wartością oczekiwanych przepływów netto (oczekiwanych spłat pomniejszonych o oczekiwane bezpośrednie koszty uzyskania spłat). W początkowym ujęciu wartości portfela na bilansie nie jest widoczna istotna różnica – większe przepływy (niepomniejszane o koszty) korygowane są przez wyższą stopę dyskontującą. Jednakże w trakcie życia portfela ze względu na konstrukcję wyceny wartość bilansowa pod WG korygowana była zarówno w przypadku spłat jak i kosztów odbiegających od oczekiwań. W przypadku SCN poprawa efektywności operacyjnej poprzez obniżenie kosztów, bądź też inflacja tych kosztów nie znajdzie odzwierciedlenia w wartości bilansowej portfeli wierzytelności o ile wygenerowane w danym okresie spłaty odpowiadały będą oczekiwaniom. Gdy portfel generuje spłaty wyższe bądź niższe od oczekiwanych daje to podstawy do zmiany oczekiwanych odzysków, a przez to znajduje odzwierciedlenie w wartości bilansowej portfeli. W nowym podejściu ponadto stopa dyskontowa jest stała, ustalana przy początkowym ujęciu i nie podlega późniejszym modyfikacjom, tak jak miało to miejsce w przypadku wyceny WG.

Zmiana podejścia przekłada się również na prezentację wartości w rachunku wyników. Obecnie spółka w przychodach prezentuje „przychody odsetkowe skorygowane o wpłaty rzeczywiste” w miejsce wcześniej prezentowanych spłat. W obydwu wariantach spółka rozpoznaje przychody z tytułu przeszacowania (dopuszczalne są ujemne pozycje tych przychodów) jednakże pod WG pozycja ta uwzględniała zmianę wartości bilansowej w wyniku spłat (amortyzacja) oraz zmianę parametrów estymacji. W przypadku SCN dotychczasowa amortyzacja uwzględniana jest już w ww. skorygowanych przychodach a przychody z przeszacowania ujmują jedynie zmiany parametrów estymacji. W wyniku zmiany zasad rachunkowości prezentowane przychody nie mają charakteru gotówkowego i nie odzwierciedlają poziomów spłat z portfeli nawet w przypadku gdy spłaty idealnie odzwierciedlają wartości oczekiwane przy zakupie. Celem uzyskania

informacji na temat generowanych spłat, należy sięgać do noty o zmianie wartości bilansowej portfeli wierzytelności. Jednocześnie sposób prezentacji wyników BEST III NSFIZ jako jednostki współkontrolowanej nie uległ zmianie.

Tabela: Zmiana metodologii wyceny i prezentacji wyników BEST

<u>Było</u>	<u>Jest</u>
A Przychody (B+C)	A Przychody (B+E)
B Spłaty	B Przychody odsetkowe skorygowane o wpłaty rzeczywiste (C+D)
C Aktualizacja wyceny (D+E)	C Spłaty
D Amortyzacja portfela*	D Amortyzacja portfela*
E Zmiana parametrów	E Zmiana parametrów

\* dokładnie „aktualizacja wyceny z tytułu realizacji przepływów”, nieprezentowana w obecnym układzie

Źródło: Spółka, Michael/Ström DM

Tabela: Zmiana metodologii wyceny portfeli wierzytelności

<u>Było</u>	<u>Jest</u>
A Oczekiwane wpłaty	A Oczekiwane wpłaty
B Oczekiwane koszty	B IRR
C Oczekiwane przepływy (A-B)	C Wartość bilansowa $\sum (A*B)$
D IRR	
E Wartość bilansowa $\sum (C*D)$	

Źródło: Spółka, Michael/Ström DM

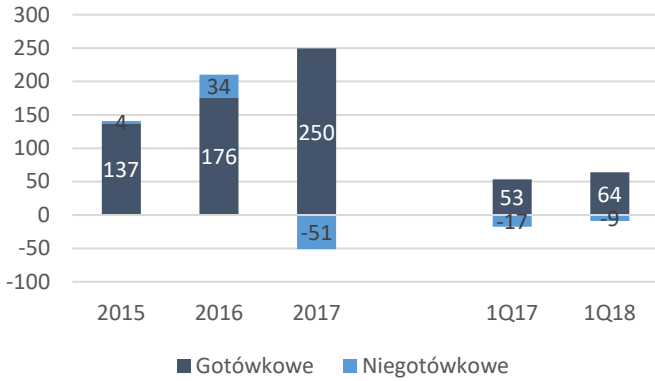
## 2. Rachunek wyników

### Przychody

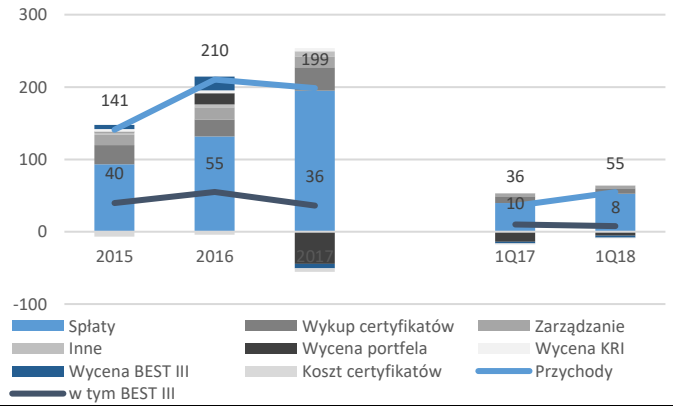
Ze względu na profil działalności BEST wykazuje zarówno przychody gotówkowe, jak i niegotówkowe. Przychody razem w 1Q18 wyniosły 54,9 mln zł i były wyższe o 53% w ujęciu r/r. Przychody gotówkowe wyniosły 64 mln zł i były wyższe o 20% r/r oraz 6% niższe kw/kw. W 1Q18 BEST uzyskał 11,3 mln zł przychodów z funduszu BEST III NSFIZ (zarówno z tytułu zarządzania funduszem jak i wypłat). W 1Q18 przychody pochodzące z rynku włoskiego wyniosły 3,7 mln zł. Przychody 1Q18:

1. Gotówkowe
  - Spłaty: 52,4 mln zł +32% r/r
  - Wykup certyfikatów BEST III NSFIZ: 7,6 mln zł -18% r/r
  - Opłata za zarządzanie BEST III NSFIZ: 3,7 mln zł -5% r/r
  - Inne: 0,1 mln zł
2. Niegotówkowe
  - Aktualizacja wyceny portfela wierzytelności: -5,6 mln zł (vs. -14,1 mln zł)
  - Zmiana wartości udziału w Kredyt Inkaso: 0,0 mln zł
  - Zmiana wartości udziału w BEST III NSFIZ: -2,6 mln zł (vs. -1,9 mln zł)
  - Koszt nabycia wykupionych certyfikatów: -1,0 mln zł (vs. 1,4 mln zł)

Wykres: Struktura przychodów (mln zł)



Wykres: Struktura przychodów (mln zł)



Źródło: Dane spółki

\*uwzględnia wierzytelności zarządzane przez BEST III NSFIZ  
Źródło: Dane spółki

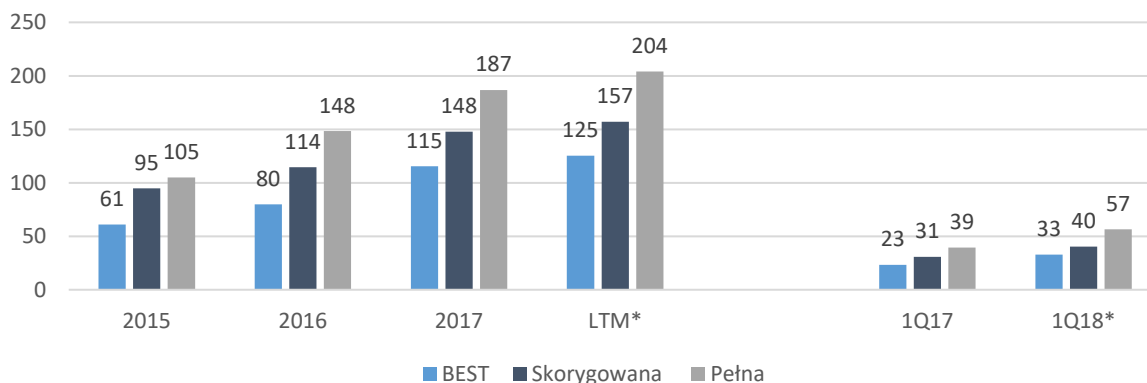
### EBITDA gotówkowa

Grupa BEST publikuje trzy poziomy wyniku EBITDA gotówkowa: EBITDA gotówkowa BEST, skorygowana EBITDA gotówkowa, oraz pełna EBITDA gotówkowa. Pierwszy z wymienionych bierze pod uwagę jedynie własną działalność BEST (wliczając również przychody za zarządzanie funduszem BEST III). Skorygowana EBITDA gotówkowa uwzględnia proporcjonalny udział spółki w generowanym wyniku EBITDA gotówkowa funduszu BEST III. Pełna EBITDA gotówkowa natomiast uwzględnia ponadto proporcjonalny udział spółki w wyniku EBITDA generowanym przez Kredyt Inkaso. Skorygowana EBITDA gotówkowa w naszym przekonaniu najlepiej odzwierciedla zdolność spółki do generowania przepływów pieniężnych. O skorygowaną EBITDA oparty jest program motywacyjny w spółce, o pełną natomiast kowenant na obligacjach serii L1.

Skorygowana EBITDA gotówkowa BEST w 1Q18 wyniosła 40 mln zł i była wyższa o 30% w ujęciu r/r. W stosunku do przychodów gotówkowych wynik implikował marżę w wysokości 63%, czyli 5 p.p. powyżej osiągniętej w 1Q17. Wynik uzyskany w przeciągu ostatnich 12 miesięcy wynosi 157 mln zł w porównaniu do 148 mln zł uzyskanych w 2017 r. i 114 mln zł w 2016 r. – marże odpowiednio 60%, 59% i 65%. Wzrost EBITDA w 1Q18 wynikał bezpośrednio z 32% wzrostu w wysokości wygenerowanych spląt. W strukturze kosztów najbardziej widoczny był wzrost kosztów usług obcych, które wyniosły 7 mln zł (+66% r/r, -5% kw/kw). W strukturze zauważalny był również spadek kosztów z tytułu podatków i opłat (4,2 mln zł, -18% r/r i -26% kw/kw) co w naszym przekonaniu wynikało z nagromadzenia procesów sądowych w 3Q-4Q17 ze względu na zmiany legislacyjne. Jednocześnie spółka informuje o oczekiwanym wzroście kosztów komorniczych w 2Q18 ze względu na dostosowanie działalności do ustawy o komornikach sądowych i egzekucji. Sama ustawa wchodzi w życie od początku 2019 r. i również będzie miała negatywny wpływ na generowane koszty.



Wykres: EBITDA gotówkowa BEST



\* Pełna EBITDA gotówkowa szacowana przez Michael/Ström DM

Źródło: Dane spółki, obliczenia własne Michael/Ström DM

### Zysk netto

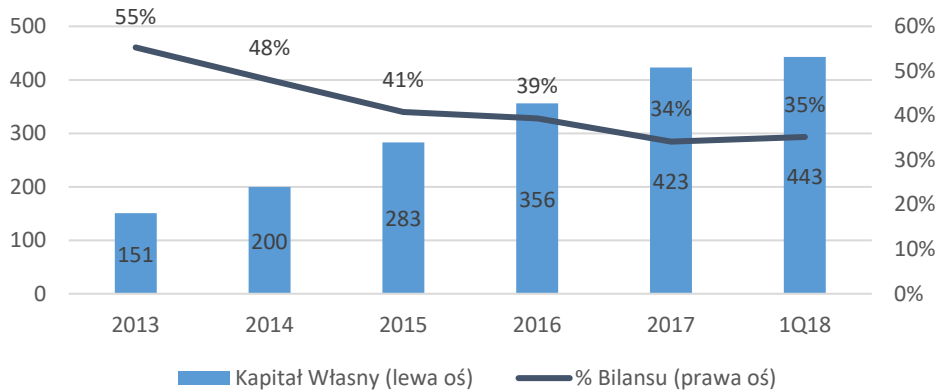
Przy kosztach finansowych 1Q18 w wysokości 10,4 mln zł (implikowany koszt długu 5,3% w skali roku, wobec 5,4% w 1Q17), oraz efektywnej stopie podatkowej 2,9% zysk netto wyniósł 19,7 mln zł i implikował marżę netto na poziomie 36%. W perspektywie 12 ostatnich miesięcy zysk netto wyniósł 68,5 mln zł (31% marży). Jako, że spółka zgodnie z kowenantami nie może obecnie wypłacać dywidendy, a zysk netto uwzględnia przychody niegotówkowe, wartość zysku netto jako miernika sytuacji finansowej spółki nie jest wysoka.

### 3. Bilans

Suma bilansowa grupy na koniec 1Q18 wynosiła 1 259 mln zł. Na aktywa składały się głównie portfele wierzytelności, które z kwotą 853 mln zł stanowiły 68% bilansu. W tej pozycji wykazywane są jedynie portfele należące bezpośrednio do grupy BEST. Udziały w BEST III NSFIZ miały wartość bilansową 97 mln zł i stanowiły 8% bilansu spółki. Wartość bilansowa udziałów w Kredyt Inkaso (KRI) na bilansie BEST wynosi 109 mln zł, po tym jak w 2016 r. spółka dokonała odpisu wartości inwestycji do wartości zbliżonej do ceny po której fundusz Waterland przejmował pakiet kontrolny w KRI. Obecna wycena bilansowa odbiega zarówno od udziału w kapitale własnym KRI (implikowana wartość bilansowa 88 mln zł na koniec 1Q18), jak i od obecnej wyceny rynkowej (72 mln zł na dzień publikacji raportu). Zakładamy, że jeśli spółka miałaby dokonać sprzedaży udziałów celem finansowania swojej działalności, uzyskana cena mogłaby odbiegać od wyceny bilansowej. Zarząd deklaruje chęć zacieśniania współpracy z Kredyt Inkaso i nie planuje sprzedaży udziałów w najbliższej przyszłości. W aktywach grupy widnieją również pozostałe należności na 25 mln zł, na które składają się głównie opłaty sądowe, które pojawiły się na bilansie spółki w 3Q17 w związku ze wzmożonymi procesami sądowymi przed wejściem w życie nowych regulacji dotyczących przedawnień. Na koniec 1Q18 grupa posiadała 122 mln zł środków pieniężnych.

Grupa finansuje swoją działalność głównie zadłużeniem, które stanowiło 63% jej pasywów. Kapitał własny na koniec 1Q18 wynosił 443 mln zł i stanowił 35% bilansu. BEST nie wypłaca dywidend a generowane zyski zasilają kapitały własne prowadząc do ich konsekwentnego wzrostu. Silna akcja inwestycyjna w kolejne portfele wierzytelności finansowana głównie długiem zwiększa wartość bilansu w szybszym tempie prowadząc do spadku udziału kapitałów w bilansie. BEST zobowiązał się w warunkach emisji obligacji kilku serii do niewypłacania dywidendy. BEST nie będzie wypłacał dywidend do 10 marca 2020 r., a do 1 marca 2021 r. nie może wypłacić na poczet dywidendy powyżej 50% skonsolidowanego zysku netto.

Wykres: Kapitały własne



Źródło: Dane spółki, obliczenia własne Michael/Ström DM

#### 4. Zadłużenie, płynność

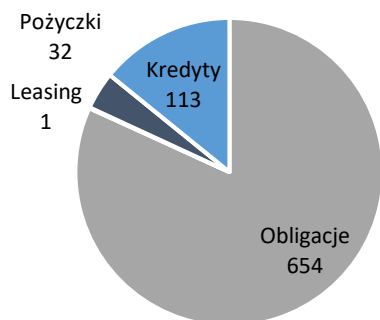
Dług brutto grupy BEST na koniec 1Q18 wynosił 799 mln zł i był wyższy o 39 mln zł względem końca 2017 r. W trakcie 1Q18 Spółka wyemitowała obligacje serii T2 (luty 2018) o wartości 30 mln zł, oraz wykupiła obligacje serii C o wartości nominalnej 20 mln zł. Ponadto BEST zwiększył wykorzystanie kredytu w BZ WBK o 31 mln zł (do pełnego limitu 50 mln zł). W efekcie udział kredytów bankowych w finansowaniu spółki wzrósł do 14% (z 11% na koniec 2017 r. i 8% w 1Q17). Obecne zadłużenie spółki w kredytach bankowych wynosi 113 mln zł. Po dacie bilansowej spółka wykupiła również obligacje serii K1 o wartości 45 mln zł. Uwzględniając wykup obligacji zadłużenie brutto wynosi 754 mln zł. W dalszym ciągu głównym źródłem finansowania spółki pozostają obligacje stanowiące 82% zadłużenia spółki. Obecnie spółka ma 17 wyemitowanych serii obligacji o łącznej wartości nominalnej 582 mln zł i 7,5 mln EUR z czego 16 notowanych jest na Catalyst. 5% zadłużenia spółki (31,6 mln zł) stanowią pożyczki od głównych akcjonariuszy, których oprocentowanie wynosi 3,5%, obecnie obowiązujący aneks przewiduje spłatę pożyczki w czerwcu br.

Przy stanie gotówki na koniec 1Q18 na poziomie 121 mln zł dług netto wynosił 677 mln zł (+1% kw/kw). Wzrost zadłużenia netto, pomimo braku nakładów na nowe portfele w 1Q18 wynikał z rozliczenia zakupów portfeli z 4Q17 (spadek zobowiązań z tego tytułu z 38,9 mln zł do 0 zł). Rekordowo wysoki stan gotówki najprawdopodobniej wynikał ze zbliżającego się terminu wykupu obligacji K1, który nastąpił w kwietniu. Skorygowane zadłużenie krótkoterminowe wynosiło 196 mln zł i pokryte było stanem gotówki w 39%. Zakładając, że pożyczka od głównych akcjonariuszy zostanie zrolowana, zadłużenie krótkoterminowe wyniosło 164 mln zł, a wskaźnik pokrycia 47%.

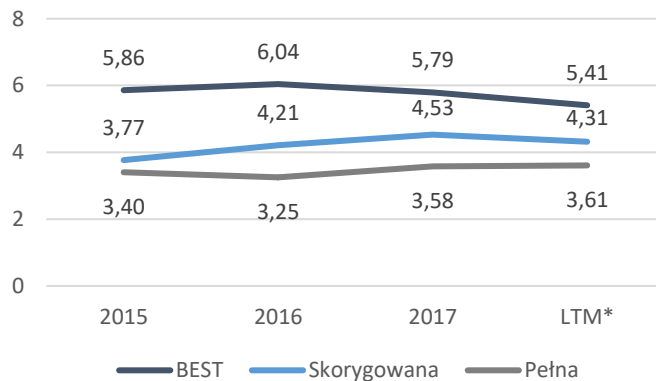
Obecnie obowiązujące limity pozwalają spółce zaciągnąć dodatkowe 56 mln zł kredytów. Obecny program emisji obligacji umożliwia emisję jeszcze 264 mln zł do października 2018 r. jednak przy obecnym niesprzyjającym otoczeniu nie oczekujemy by miał on być wykorzystany w pełni. WZA wyraziło zgodę, aby członkowie zarządu mogli uczestniczyć w kolejnych emisjach obligacji spółki obejmując nie więcej niż 15% wartości emisji każdy.



Wykres: Struktura zadłużenia BEST (1Q18, mln zł)



Wykres: Dług netto/EBITDA gotówkowa



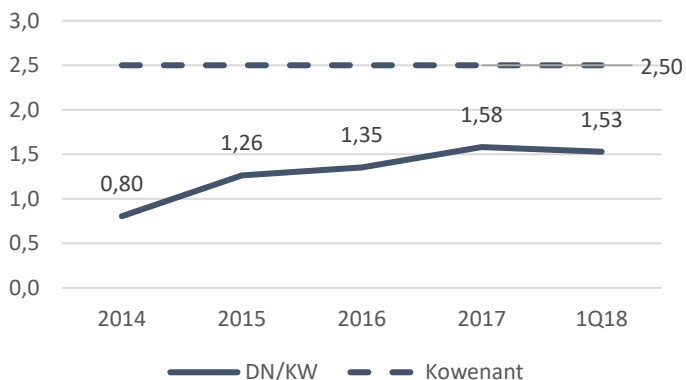
Źródło: Dane spółki

\* Pełna EBITDA gotówkowa szacowana przez Michael/Ström DM  
Źródło: Dane spółki, obliczenia Michael/Ström DM

### Kowenanty

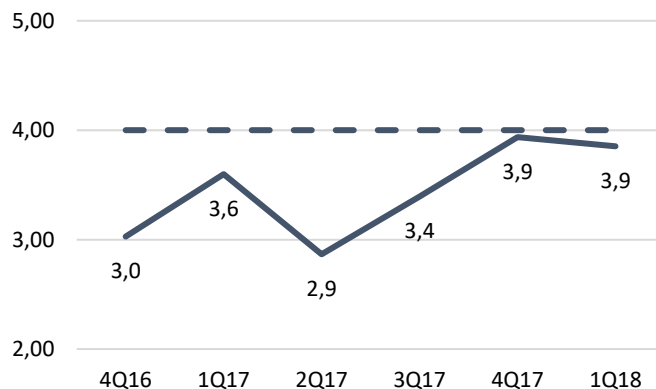
Stosunek długu netto do kapitałów własnych na koniec 1Q18 wynosił 1,53x wobec kowenantu na większości serii obligacji na poziomie 2,5x. Do zrównania wskaźnika z kowenantem grupa może zwiększyć swoje zadłużenie netto o kolejne 430 mln zł czyli o 63% zadłużenia netto względem stanu na koniec 1Q18. Kowenant na zależności zadłużenia netto do kapitałów własnych ustanowiony jest na wszystkich seriach obligacji o publicznie znanych warunkach naruszenia o łącznej wartości nominalnej 582 mln zł, czyli złamanie kowenantu postawiłoby w stan wymagalności przynajmniej 86% zadłużenia spółki.

Wykres: Dług netto/kapitały własne



Źródło: Dane spółki

Wykres: Kowenant Pełne zadłużenie finansowe netto minus nadwyżka inwestycji w stosunku do pełnej EBITDA gotówkowej.



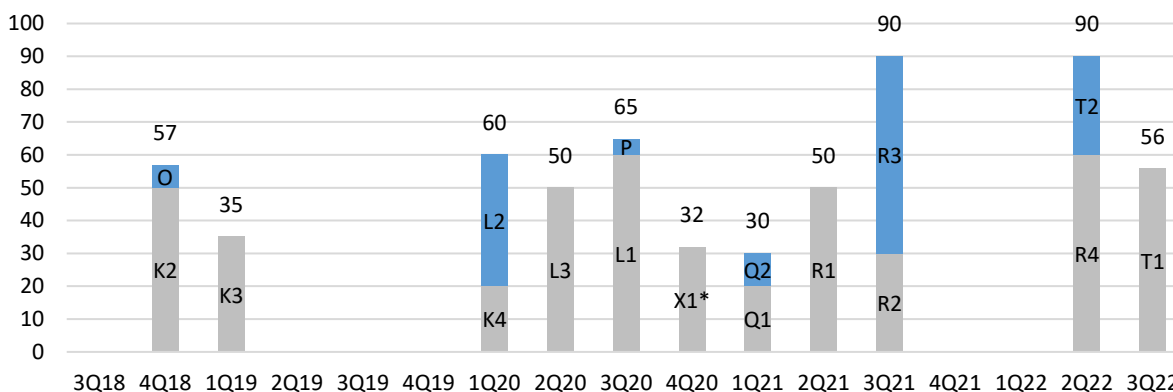
Źródło: Dane spółki

Na obligacjach serii L1 (o wartości 60 mln zł) zapadających w sierpniu 2020 r. został ponadto ustanowiony kowenant na wskaźniku (pełne zadłużenie finansowe netto – nadwyżka inwestycji) / pełna EBITDA gotówkowa. Pozycje „pełne” uwzględniają wyniki generowane przez Kredyt Inkaso. Ze względu na dostępność danych (przesunięty rok obrotowy w KRI) obliczany wskaźnik co drugi kwartał (1Q i 3Q) uwzględnia zadłużenie finansowe KRI na koniec poprzedniego kwartału, oraz wynik EBITDA za 9M doprowadzając do jego zawyżenia. Wskaźnik nie może przekroczyć poziomu 4,0x przez dwa kwartały z rzędu, a na koniec 1Q18 wynosił 3,85x. Nadwyżka inwestycji definiowana jest jako różnica wydatków netto (pomniejszonych o sprzedaż portfeli) na portfele wierzytelności w okresie ostatnich 12 miesięcy, a tą samą pozycją poprzedniego analogicznego okresu. Z jednej strony kowenant w niemalym stopniu zależy od wyników i działań Kredyt Inkaso, na które BEST nie ma decydującego wpływu, z drugiej jednak strony zapis o dwóch kwartałach z rzędu daje czas spółce na dostosowanie się do zmieniających się warunków. Spółka jest w stanie zwiększyć zadłużenie netto o 27 mln zł do zrównania się z kowenaniem. Złamanie kowenantu stawia w stan wymagalności jedynie obligację serii L1.

Na obligacjach serii K4, L1, O, P, Q1 oraz Q2 ustanowione zostały ograniczenia w stosunku do wypłaty dywidendy oraz skupu akcji własnych. Spółka nie może wypłacać dywidendy do marca 2020 r. (zapadalność serii K4) – w pozostałych seriach zapadalność następuje we wcześniejszym terminie, lub posiadają zapis znoszący ograniczenie po określonej dacie, wcześniejszej niż wykup K4. Analogiczny zakaz skupu akcji własnych zostanie zniesiony w sierpniu 2020 r. wraz z zapadnięciem serii L1.

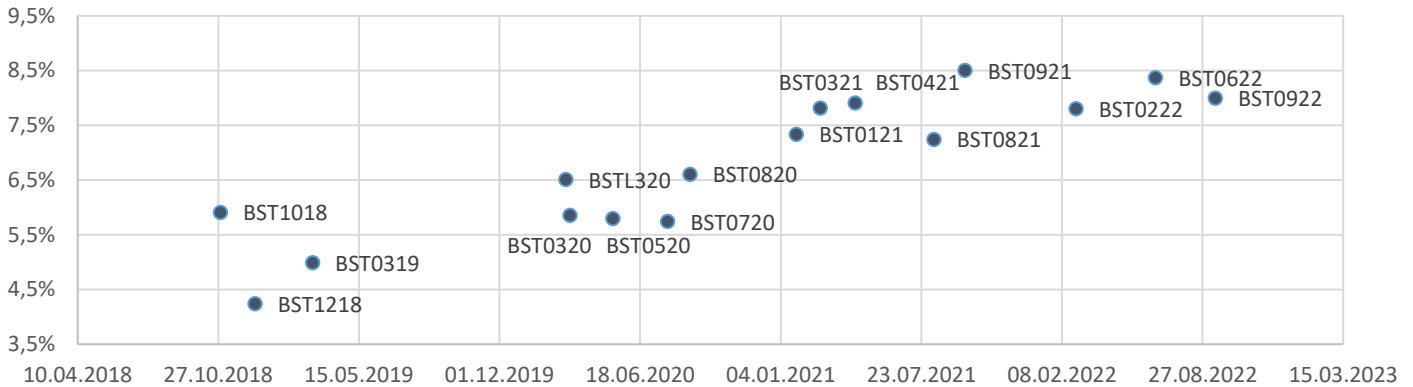
Zadłużenie z tytułu obligacji BEST na koniec 1Q18 wynosiło 653 mln zł, na które składało się 18 serii obligacji, z czego 17 notowanych na rynku Catalyst. Po dacie bilansowej spółka wykupiła obligacje serii K1 o wartości nominalnej 45 mln zł. Obecne zadłużenie z tytułu obligacji wynosi więc 608 mln zł w 17 seriach, z czego 16 jest notowanych.

Wykres: Harmonogram zapadalności obligacji BEST



\*obligacje w EUR, Źródło: Dane spółki

Wykres: Rentowność do wykupu notowanych obligacji BEST



Źródło: GPW Catalyst, obliczenia Michael/Ström DM

Od ostatniego raportu kredytowego Michael/Ström DM rentowności obligacji spółki istotnie wzrosły. Obecnie rentowności obligacji BEST znajdują się w przedziale 4,2%-8,5%, przy czym obligacje zapadające w 2020 r. 5,7%-6,6% a w 2021-22 r. 7,2%-8,5%. Ostatnie wydarzenia rynkowe – postępowanie restrukturyzacyjne w GetBack – znacznie pogorszyło sentyment do sektora. W lutowej emisji serii T2 BEST skrócił tenor (z 4,8 roku do 4 lat) oraz podwyższył marżę ponad WIBOR o 0,1 p.p. (z 3,4% do 3,5%). Aby wyrównać YTM serii BST0921 (czyli najwyższą spośród wyemitowanych), spółka musiałaby zaoferować marżę 6,8% ponad WIBOR. Zakładamy, że w obecnych warunkach spółka wstrzyma się z emisjami obligacji i będzie finansować swoją działalność w większym stopniu kredytami bankowymi. Na ostatnim WZA wyrażono zgodę na uczestnictwo zarządu w kolejnych emisjach obligacji co interpretujemy jako gotowość głównych akcjonariuszy do finansowania działalności spółki. Zarząd na spotkaniu powynikowym informował również, że spółka nie będzie emitowała nowego długu dopóki możliwe do uzyskania warunki nie zbliżą się do historycznych poziomów. Zakładamy, że BEST, przy ograniczonej obecnie akcji inwestycyjnej, nie będzie emitował obligacji w najbliższych miesiącach. Przy całkowitym wstrzymaniu akcji inwestycyjnej i wykorzystaniu pełnych limitów obecnie obowiązujących umów kredytowych (oraz ich rolowanie) według naszych szacunków spółka może nie emitować nowego długu (więcej w rozdziale „Potencjał do generowania gotówki”).

	K2	K3	K4	L1	L2	L3	O	P	Q1	Q2	R1	R2	R3	R4	X1	T1	T2
Nazwa skrócona Catalyst	BST1018	BST0319	BST0320	BST0820	BSTL320	BST0520	BST1218	BST0720	BST0121	BST0321	BST0421	BST0821	BST0921	BST0622	n.d.	BST0922	BST0222
Wartość emisji (mln zł)	50,0	35,0	20,0	60,0	40,0	50,0	6,8	4,7	20,0	10,0	50,0	30,0	60,0	60,0	31,5	55,8	30,0
Wartość nominalna (zł)	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Dzień wykupu	30.10.2018	10.03.2019	10.03.2020	28.08.2020	04.03.2020	10.05.2020	18.12.2018	27.07.2020	26.01.2021	01.03.2021	20.04.2021	10.08.2021	23.09.2021	21.06.2022	08.12.2020	14.09.2022	28.02.2022
Stopa referencyjna WIBOR	-	3M	3M	3M	3M	3M	3M	3M	3M	3M	3M	3M	3M	3M	EURIBOR 12M	3M	3M
Marża	6,00%	3,30%	3,50%	3,60%	3,80%	3,50%	3,10%	3,50%	3,40%	3,40%	3,30%	3,30%	3,30%	3,30%	3,30%	3,40%	3,50%
Rentowność do wykupu (YTM)	5,91%	4,99%	5,86%	6,61%	6,51%	5,80%	4,24%	5,74%	7,34%	7,81%	7,91%	7,24%	8,50%	8,37%		7,99%	7,80%
Cena czysta - 27.07.2018	100,00	100,00	99,00	97,50	98,49	99,00	100,20	98,99	95,00	93,75	93,00	94,00	90,50	89,00		90,00	92,00
Zabezpieczenie																	
Dług netto/kapitał własny*	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5		2,5	2,5
Kowenant (PDN-N)/E				4,0													
Ograniczenie dywidendy			Tak	Tak			Tak	Tak	Tak	Tak							

## 5. Programy motywacyjne

W spółce funkcjonują równoległe dwa programy motywacyjne – akcje fantomowe, oraz warranty subskrypcyjne. Obydwa programy prowadzone są na podstawie realizacji KPI na dany rok, które ustalane są przez Radę Nadzorczą spółki, jednak nie są upubliczniane. Zakładamy, że KPI za kolejne okresy będą realizowane. Do uczestnictwa w programach motywacyjnych uprawnieni są członkowie zarządu BEST. Oczekujemy, że wstrzymanie akcji inwestycyjnej ze względu na niesprzyjające otoczenie rynkowe w pozyskiwaniu finansowania pójdzie w parze ze wstrzymaniem wypłat gotówkowych w ramach programów motywacyjnych.

### Akcje Fantomowe

Dotychczas spółka nie wyemitowała akcji fantomowych w ramach programu motywacyjnego za osiągnięte wyniki 2017 r. i w związku z tym zakładamy, że nie będą one emitowane w tym roku obrotowym. Po realizacji posiadanych akcji w grudniu 2017 r. zarząd nie posiada takich instrumentów. Akcje fantomowe emitowane są nieodpłatnie, nie rozładniają kapitału i nie mają prawa do dywidendy. Mogą zostać przedstawione do wykupu spółce po średniej cenie GPW za cały okres posiadania akcji. Akcje mogą zostać przedstawione do wykupu najwcześniej po 6 miesiącach od przydziału i najpóźniej do kolejnej emisji.

**Wartość programu = 0,5% x (zysk netto Grupy + Skorygowana EBITDA gotówkowa)**

### Warranty subskrypcyjne

W marcu 2018 r. spółka wyemitowała 208 tys. warrantów subskrypcyjnych serii B i C, które zostały objęte przez zarząd. Warranty emitowane są nieodpłatnie i pozwalają na objęcie akcji nowych emisji po cenie 13,40 zł za walor. Dotychczas warranty serii B i C nie były realizowane, w posiadaniu członków zarządu jest 425 tys. warrantów, a program przewiduje emisję jeszcze 235 tys.

Tabela: Program motywacyjny – warranty subskrypcyjne

Warranty	Akcje	cena realizacji	Liczba (tys.)	Pozostało do wyemitowania (tys.)	Potencjalny wpływ* (tys. zł)
A	C	1,00	108	0	0
B	E	13,40	630	223	8 442
C	F	13,40	30	13	402
<b>Razem</b>				<b>235</b>	<b>8 844</b>

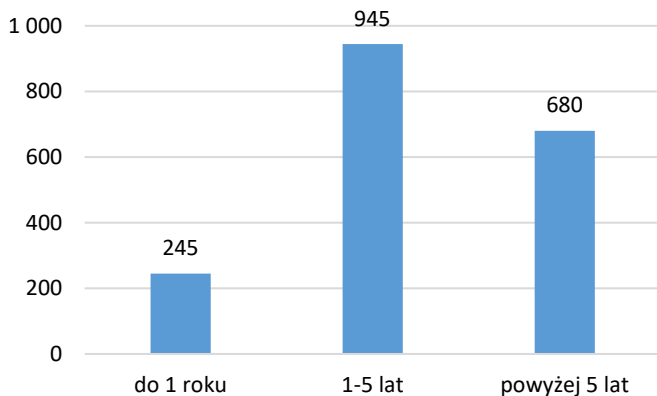
\*uwzględnia wyemitowane, a niezrealizowane warranty;

Źródło: Dane spółki, obliczenia własne Michael/Ström DM

## Potencjał do generowania gotówki

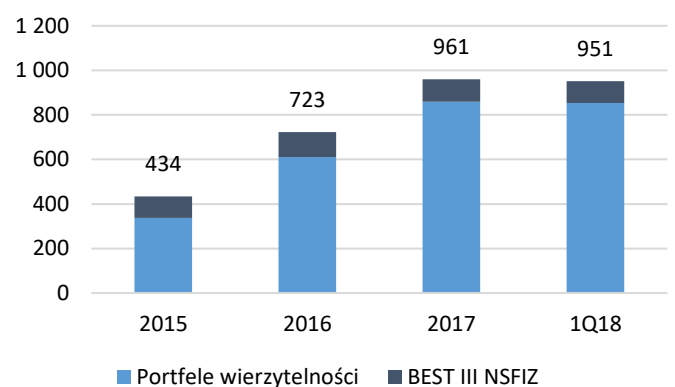
Na koniec 1Q18 BEST szacował swoje ERC na 1 870 mln zł, z czego 245 mln zł do odzyskania w trakcie najbliższych 12 miesięcy. Dane nie uwzględniają BEST III NSFIZ, którego ERC przynależne BEST na koniec 2017 r. wynosiło 279 mln zł. W trakcie 2Q18 spłaty przynależne BEST wyniosły 65,2 mln zł, z czego szacujemy, że 9,8 mln zł wygenerowane zostało przez BEST III. Spłaty z portfela własnego BEST wyniosły zatem 55 mln zł i stanowiły 22% oczekiwanego przepływu rocznego. Biorąc pod uwagę szacowane ERC do uzyskania w przeciągu najbliższych 5 lat BEST powinien generować 240-250 mln zł spłat rocznie z obecnego portfela wierzytelności.

Wykres: ERC portfeli BEST (mln zł, bez BEST III NSFIZ)



Źródło: Dane spółki

Wykres: Bilansowa wartość własnych portfeli wierzytelności BEST oraz udziałów w BEST III NSFIZ (mln zł)



Źródło: Dane spółki

Na koniec 1Q18 BEST posiadał 122 mln zł w gotówce. Od zakończenia 1Q18 spółka wykupiła obligacje serii K1 o nominale 45 mln zł, nakłady na nowe portfele w 2Q18 wyniosły 57 mln zł, spłaty należne BEST natomiast 65 mln zł. Na koniec czerwca zapadała pożyczka od akcjonariuszy o wartości bilansowej 31,6 mln zł – zakładamy, że była ona refinansowana. Biorąc pod uwagę przeciętne kwartalne koszty operacyjne oraz szacunkowe koszty finansowe spółka na koniec lipca może dysponować jeszcze blisko 40 mln zł gotówki.

W 2018 r. spółce zapadają jeszcze obligacje serii K2 i O na łącznie 57 mln zł, natomiast w 2019 r. seria K3 na 35 mln zł. Biorąc pod uwagę ww. oczekiwaną roczną wysokość spłat, spółka nie powinna mieć żadnych problemów z regulowaniem zobowiązań w tym okresie. W 2020 r. spółce zapada 6 serii obligacji na łącznie ok. 206 mln zł (175 mln zł i 7,6 mln EUR). W 2021 r. natomiast zapadają papiery na łącznie 170 mln zł. W tych latach według naszych szacunków oczekiwane spłaty z portfeli nie pokryją łącznego zapotrzebowania na gotówkę (koszty operacyjne i finansowe, zapadalność obligacji) – potencjalnie 70-80 mln zł w 2020 r. Jeśli spółka do tego czasu nie wykorzystywałaby nadwyżki generowanych spłat nad kosztami, nie dokonywała inwestycji w nowe portfele, oraz rolowała obecne linie kredytowe to w naszym przekonaniu wygenerowałyby wystarczająco dużą nadwyżkę płynności aby sfinansować spłatę obligacji w tych latach z działalności operacyjnej. Uważamy to jednak za mało prawdopodobne i oczekujemy, że część obligacji zapadających w latach 2020-21 będzie refinansowana.

Na koniec 1Q18 BEST posiadał zawartą w grudniu umowę kredytu na 50 mln zł w BGŻ, która nie była wykorzystana. Prawdopodobnie środki te zostały wykorzystane w trakcie 2Q18 (nakłady na nowe portfele 57 mln zł), w powyższych kalkulacjach zakładamy, że nakłady finansowane były ze środków własnych. BEST poinformował, że zamierza dokonać sprzedaży posiadanych nieruchomości o wycenie bilansowej 14 mln zł. Ze względu na niską wartość nie zakładamy, aby potencjalna sprzedaż ww. nieruchomości miała w istotny sposób wpłynąć na sytuację płynnościową w spółce.



Podsumowując uważamy sytuację płynnościową BEST za satysfakcjonującą. Inwestycje w nowe portfele w najbliższym czasie będą uzależnione od dostępności finansowania, dlatego zakładamy, że spółka w 2018 r. przeznaczy na zakupy portfeli mniej niż w rekordowym pod tym względem 2017 r. (301 mln zł). Pierwsze wyzwanie płynnościowe przed spółką następuje w 2020 r. i zakładamy, że do tej pory zwiększy się dostępność finansowania obligacyjnego na naszym rynku. Tak jak wskazywaliśmy powyżej, nawet w przypadku przedłużających się niesprzyjających warunków rynkowych w dostępności finansowania spółka powinna być w stanie spłacić swoje zobowiązania wstrzymując akcję inwestycyjną.

### Zmiany w prawie

Z perspektywy legislacyjnej na rynek windykatorów obecnie i w najbliższym czasie wpływ mają głównie dwie kwestie: ustawa o komornikach, oraz zmiana terminu przedawnienia zobowiązań. W dostatecznie długim terminie zmiany legislacyjne nie mają wpływu na wyniki finansowe windykatorów, ze względu na uwzględnienie zmian już na etapie zakupu portfela. Jednakże biorąc pod uwagę żywotność portfela powyżej 10 lat, potencjalne zmiany będą odczuwalne przez długi okres, zanim nastąpi pełna wymiana portfela wierzytelności posiadanego przez windykatorów.

Ustawa o komornikach sądowych, oraz ustawa o kosztach komorniczych zostały przegłosowane przez Sejm 28 lutego 2018 r. a w życie wejdą od początku 2019 r. Głównymi postanowieniami ustaw są ujednolicenie opłaty egzekucyjnej na 10% z obecnych 8% i 15%; konieczność rejestrowania czynności egzekucyjnych prowadzonych w terenie oraz umocnienie zwierzchnictwa Ministerstwa Sprawiedliwości nad działalnością komorników – m.in. poprzez danie możliwości zawieszenia komornika w czynnościach na każdym etapie postępowania dyscyplinarnego, oraz odwołania z urzędu. MS akcentuje, że zmiany nadają relacji komorników z sądami rejonowymi quasi-pracowniczego charakteru.

Z perspektywy windykatorów zmiany przełożą się na wzrost kosztów egzekucji – zarówno poprzez nałożenie na komorników dodatkowych obowiązków, jak i poprzez zwiększone ryzyko dostępności komorników – ograniczenie działalności do jednego rejonu, czy też wyższe prawdopodobieństwo przerwania postępowania komorniczego. Projekt ustawy po raz pierwszy został zgłoszony na początku 2017 r.

W związku ze zmianami w Kodeksie Cywilnym z lipca 2018 r. wierzytelności objęte tytułem wykonawczym ulegają przedawnieniu po 6 latach, wobec 10 lat poprzednio. Projekt zmian został zgłoszony w maju 2017 r. Windykatorzy, w tym Best, już dostosowali swoje portfele do tej zmiany. Skrócenie okresu przedawnienia miało istotne przełożenie na koszty windykatorów w 3Q17 i 4Q17, ze względu na fakt, że skierowano do sądu sprawy, które spółki planowały przekazywać w późniejszym terminie. Dostosowanie harmonogramu prac nad portfelami miało przełożenie na jednorazowy wzrost kosztów – kumulację kosztów przewidywanych do poniesienia w przyszłych okresach.

## ZASTRZEŻENIE PRAWNE

Data pierwszego udostępnienia raportu: 30.07.2018

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 kapitał zakładowy w wysokości 826 541,49 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 lub opracowania strategii 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 tak 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 (Dz. U. z 2017 r. poz. 1219 t. j. 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 (Dz.U. z 2018 r. poz. 1025 t. j. 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.
- Osoby przygotowujące raport nie są zaangażowane kapitałowo w instrumenty finansowe Emitenta. Osoby przygotowujące raport i osoby, z którymi łączą ich więzy pokrewieństwa w rozumieniu 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 pełnią funkcji w organach emitenta instrumentów finansowych i nie zajmują stanowiska kierowniczego w tym podmiocie.
- Dom Maklerski nie wykonywał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie raportu czynności dotyczących oferowania instrumentów finansowych Emitenta w obrocie pierwotnym.

- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie raportu Dom Maklerski nie pełnił funkcji podmiotu organizującego lub współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych Emitenta.
- 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 nie otrzymuje obecnie wynagrodzenia od Emitenta z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.
- Na dzień sporządzenia raportu Dom Maklerski i Emitenta nie 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 powiązaniem a Emitentem.
- Autorzy 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 lub zamierzają je zbyć.

**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 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)**