



## RAPORT OKRESOWY III KWARTAŁ 2008

Dąbrowa Górnicza, 4 listopad 2008r.

## SPIS TREŚCI

<b>I WYBRANE DANE FINANSOWE (w tys.)</b> .....	<b>3</b>
<b>II ŚRÓDROCZNE SKRÓCONE SPRAWOZDANIE FINANSOWE</b> .....	<b>4</b>
1. BILANS .....	4
2. POZYCJE POZABILANSOWE.....	6
3. RACHUNEK ZYSKÓW I STRAT.....	7
4. RACHUNEK PRZEPIŃYWÓW PIENIĘŻNYCH.....	8
5. ZESTAWIENIE ZMIAN W KAPITALE WŁASNYM .....	9
<b>III INFORMACJE DODATKOWE</b> .....	<b>11</b>
1. Opis istotnych dokonań lub niepowodzeń emitenta .....	11
2. Opis czynników i zdarzeńmających znaczący wpływ na osiągnięte wyniki finansowe;.....	21
3. Objasnienia dotyczące sezonowości lub cykliczności działalności emitenta ; .....	21
4. Informacje dotyczące emisji, wykupu i spłaty dłużnych i kapitałowych papierów wartościowych; ...	22
5. Informacje dotyczące wypłaconej (lub zadeklarowanej) dywidendy .....	22
6. Wskazanie zdarzeń, które wystąpiły po dniu, na który sporządzono sprawozdanie finansowe; .....	23
7. Informacja dotycząca zmian zobowiązań warunkowych lub aktywów warunkowych. ....	24
8. Opis organizacji grupy kapitałowej emitenta; .....	24
9. Informacje o transakcjach z podmiotami powiązаныmi lub jednostkami zależnymi.....	25
10. Wskazanie skutków zmian w strukturze jednostki gospodarczej, .....	25
11. Stanowisko zarządu odnośnie możliwości zrealizowania wcześniej publikowanych prognoz .....	26
12. Wskazanie akcjonariuszy posiadających co najmniej 5% ogólnej liczby głosów na WZA .....	27
13. Zestawienie stanu posiadania akcji emitenta przez osoby zarządzające i nadzorujące; .....	28
14. Wskazanie postępowań toczących się przed sądem, organem właściwym dla postępowania arbitrażowego lub organem administracji publicznej: .....	29
15. Inne informacje, istotne dla oceny jego sytuacji emitenta oraz które będą miały wpływ na osiągnięte w perspektywie najbliższych kwartałów wyniki finansowe .....	29

**I WYBRANE DANE FINANSOWE (w tys.)**

WYBRANE DANE FINANSOWE	3 kwartały narastająco 2008/ okres od 01.01.2008 do 30.09.2008	3 kwartały narastająco 2007/ okres od 01.01.2007 do 30.09.2007	3 kwartały narastająco 2008/ okres od 01.01.2008 do 30.09.2008	3 kwartały narastająco 2007/ okres od 01.01.2007 do 30.09.2007
	PLN	PLN	EUR	EUR
Przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów	47 185	56 550	13 996	14 760
Zysk/strata z działalności operacyjnej	1 819	6 379	540	1 665
Zysk/strata brutto	1 616	6 196	479	1 617
Zysk/strata netto	1 616	4 883	479	1 274
Aktywa razem	104 423	111 592	30 638	29 541
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	73 759	77 835	21 641	20 605
Zobowiązania długoterminowe	133	96	39	25
Zobowiązania krótkoterminowe	73 265	77 739	21 496	20 579
Kapitał własny (aktywa netto)	30 664	33 757	8 997	8 936
Kapitał zakładowy	7 500 000	7 500	2 201	1 985
Liczba akcji (w szt.)	7 500 000	7 500 000	7 500 000	7 500 000
Zysk (strata) na jedną akcję (w zł/EUR)	0,22	0,65	0,07	0,17
Zadeklarowana lub wypłacona dywidenda na jedną akcję (w zł/EUR)	0	0	0	0

*Do przeliczenia danych bilansu na ostatni dzień okresu 2008 – 30 września 2008, przyjęto kurs euro ustalony przez NBP na dzień, tj. kurs 3,4083 zł/euro*

*Do przeliczenia danych bilansu na ostatni dzień okresu 2007 – 30 września 2007, przyjęto kurs euro ustalony przez NBP na dzień 30 września 2007, tj. kurs 3,7775 zł/euro*

*Do przeliczenia danych rachunku zysków i strat za okres 2008 – 01.01.2008 – 31.09.2008, przyjęto kurs średni euro obliczony jako średnia arytmetyczna kursów obowiązujących na ostatni dzień każdego miesiąca w danym okresie, ustalonych przez NBP na ten dzień, tj. kurs 3,3712 zł/euro*

*Do przeliczenia danych rachunku zysków i strat za okres 2007 – 01.01.2007 – 30.09.2007, przyjęto kurs średni euro obliczony jako średnia arytmetyczna kursów obowiązujących na ostatni dzień każdego miesiąca w danym okresie, ustalonych przez NBP na ten dzień, tj. kurs 3,8314 zł/euro*

## II ŚRÓDROCZNE SKRÓCONE SPRAWOZDANIE FINANSOWE

## 1. BILANS

BILANS	Stan na 30.09.2008	Stan na 30.06.2008	Stan na 31.12.2007	Stan na 30.09.2007
<b>A k t y w a</b>				
<b>A. Aktywa trwałe</b>	2 977	3 104	2 819	2 980
<i>I. Wartości niematerialne i prawne, w tym:</i>	<b>2 128</b>	<b>2 197</b>	<b>2 334</b>	<b>2 402</b>
- wartość firmy	2 128	2 195	2 328	2394
- inne wartości niematerialne i prawne	0	2	6	8
<i>II. Rzeczowe aktywa trwałe</i>	<b>832</b>	<b>885</b>	<b>478</b>	<b>520</b>
1 Środki trwałe	508	547	465	506
a) grunty (w tym prawo użytkowania wieczystego)	0	0	0	0
b) budynki, lokale i obiekty inżynierii lądowej i wodnej	0	0	0	0
c) urządzenia techniczne i maszyny	30	35	41	27
d) środki transportu	457	503	411	464
e) inne środki trwałe	21	9	13	15
2. Środki trwałe w budowie	0	14	13	14
3. Zaliczki na środki trwałe w budowie	324	324	0	0
<i>III. Należności długoterminowe</i>	0	0	0	0
1. Od jednostek powiązanych	0	0	0	0
2. Od pozostałych jednostek	0	0	0	0
<i>IV. Inwestycje długoterminowe</i>	<b>0</b>	0	0	57
1. Nieruchomości	0	0	0	0
2. Wartości niematerialne i prawne	0	0	0	57
3. Długoterminowe aktywa finansowe	0	0	0	0
a) w jednostkach powiązanych, w tym:	0	0	0	0
- udziały lub akcje w jednostkach podporządkowanych wyceniane metodą praw własności	0	0	0	0
b) w pozostałych jednostkach	0	0	0	0
4. Inne inwestycje długoterminowe	0	0	0	0
<i>V. Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe</i>	<b>17</b>	<b>22</b>	<b>6</b>	0
1. Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	0	0	0	0
2. Inne rozliczenia międzyokresowe	17	22	6	0
<b>B. Aktywa obrotowe</b>	<b>101 446</b>	<b>102 985</b>	<b>102 531</b>	<b>108 613</b>
<i>I. Zapasy</i>	0	0	0	0
1. Materiały	0	0	0	0
2. Półprodukty i produkty w toku	0	0	0	0
3. Produkty gotowe	0	0	0	0
4. Towary	0	0	0	0
5. Zaliczki na dostawy	0	0	0	0
<i>II. Należności krótkoterminowe</i>	100 451	101 692	90 450	90 645
1. Od jednostek powiązanych	0	0	0	0
a) z tytułu dostaw, usług o okresie spłaty:	0	0	0	0
- do 12 miesięcy	0	0	0	0
- powyżej 12 miesięcy	0	0	0	0
b) inne	0	0	0	0
2. Od pozostałych jednostek	100 451	101 692	90 450	90 645
a) z tytułu dostaw, usług o okresie spłaty:	469	217	255	448
- do 12 miesięcy	469	217	255	428
- powyżej 12 miesięcy	0	0	0	20
b) z tytułu podatków, dotacji, ceł, ubezpieczeń społecznych i zdrowotnych oraz innych świadczeń	988	308	59	50
c) inne	98 994	101 167	90 137	90148
d) dochodzone na drodze sądowej	0	0	0	0

III. Inwestycje krótkoterminowe	693	980	11 720	17 773
1. Krótkoterminowe aktywa finansowe	693	980	11 720	17 773
a) w jednostkach powiązanych	0	0	0	0
- udziały lub akcje	0	0	0	0
- inne papiery wartościowe	0	0	0	0
- udzielone pożyczki	0	0	0	0
- inne krótkoterminowe aktywa finansowe	0	0	0	0
b) w pozostałych jednostkach	388	445	4 881	7 860
- udziały lub akcje	388	445	3 851	6 841
- inne papiery wartościowe	0	0	1 030	1 019
- udzielone pożyczki	0	0	0	0
- inne krótkoterminowe aktywa finansowe	0	0	0	0
c) środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	305	535	6 839	9 913
- środki pieniężne w kasie i na rachunkach	305	535	935	4 222
- inne środki pieniężne	0	0	5 904	5 691
- inne aktywa pieniężne	0	0	0	0
2. Inne inwestycje krótkoterminowe	0	0	0	0
IV. Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	302	313	361	195
<b>A k t y w a r a z e m</b>	<b>104 423</b>	<b>106 089</b>	<b>105 349</b>	<b>111 592</b>

BILANS	Stan na 30.09.2008	Stan na 30.06.2008	Stan na 31.12.2007	Stan na 30.09.2007
<b>P a s y w a</b>				
<b>A. Kapitał własny</b>	30 664	30 561	29 048	33 757
I. Kapitał (fundusz) podstawowy	7 500	7 500	7 500	7 500
II. Należne wpłaty na kapitał zakładowy (wielkość ujemna)	0	0	0	0
III. Akcje (udziały) własne (wielkość ujemna)	0	0	0	0
IV. Kapitał zapasowy	21 548	21 548	21 374	21 374
V. Kapitał z aktualizacji wyceny	0	0	0	0
VI. Pozostałe kapitały rezerwowe	0	0	0	0
VII. Zysk (strata) z lat ubiegłych	0	0	0	0
VIII. Zysk (strata) netto	1 616	1 513	174	4 883
IX. Odpisy z zysku netto w ciągu roku obrotowego (wielkość ujemna)	0	0	0	0
<b>B. Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania</b>	<b>73 759</b>	<b>75 528</b>	<b>76 301</b>	<b>77 834</b>
I. Rezerwy na zobowiązania	0	0	0	0
1. Rezerwa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	0	0	0	0
2. Rezerwa na świadczenia emerytalne i podobne	0	0	0	0
a) długoterminowa	0	0	0	0
b) krótkoterminowa	0	0	0	0
3. Pozostałe rezerwy	0	0	0	0
a) długoterminowe	0	0	0	0
b) krótkoterminowe	0	0	0	0
II. Zobowiązania długoterminowe	134	170	73	96
1. Wobec jednostek powiązanych	0	0	0	0
2. Wobec pozostałych jednostek	134	170	73	96
a) kredyty i pożyczki	134	170	73	96
b) z tytułu emisji dłuższych papierów wartościowych	0	0	0	0
c) inne zobowiązania finansowe	0	0	0	0
d) inne	0	0	0	0
III. Zobowiązania krótkoterminowe	73 265	75 358	76 229	77 739
1. Wobec jednostek powiązanych	0	0	0	0
a) z tytułu dostaw i usług o okresie wymagalności	0	0	0	0
- do 12 miesięcy	0	0	0	0
- powyżej 12 miesięcy	0	0	0	0
b) inne	0	0	0	0

2. Wobec pozostałych jednostek	73 265	75 358	76 229	77 739
a) kredyty i pożyczki	620	178	1662	7447
b) z tytułu emisji dłuższych papierów wartościowych	0	0	0	0
c) inne zobowiązania finansowe	0	0	5	14
d) z tytułu dostaw i usług, o okresie wymagalności	1 072	1 246	539	498
- do 12 miesięcy	1 072	1 246	539	498
- powyżej 12 miesięcy	0	0	0	0
e) zaliczki otrzymane na dostawy	0	0	0	0
f) zobowiązania wekslowe	0	343	2030	317
g) z tytułu podatków, ceł, ubezpieczeń i innych świadczeń	276	325	2248	1356
h) z tytułu wynagrodzeń	126	124	89	113
i) inne	71 171	73 142	69656	67994
3. Fundusze specjalne	0	0	0	0
IV. Rozliczenia międzyokresowe	361	0	0	0
1. Ujemna wartość firmy	0	0	0	0
2. Inne rozliczenia międzyokresowe	361	0	0	0
a) długoterminowe	190	0	0	0
b) krótkoterminowe	171	0	0	0
<b>Pasywa razem</b>	<b>104 423</b>	<b>106 089</b>	<b>105 349</b>	<b>111 592</b>

Wartość księgowa	30 664	30 561	29048	33 757
Liczba akcji	7 500 000	7 500 000	7500000	7500000
Wartość księgowa na jedną akcję (w zł)	4,09	4	3,87	4,5
Rozwodniona liczba akcji	7 500 000	7 500 000	7500000	7500000
Rozwodniona wartość księgowa na jedną akcję (w zł)	4,09	4	3,87	4,5

## 2. POZYCJE POZABILANSOWE

POZYCJE POZABILANSOWE	Stan na 30.09.2008	Stan na 30.06.2008	Stan na 30.06.2007	Stan na 31.12.2007	Stan na 30.09.2007
<b>1. Należności warunkowe</b>	0	0		0	0
1.1. Od jednostek powiązanych (z tytułu)	0	0		0	0
- otrzymanych gwarancji i poręczeń	0	0		0	0
-	0	0		0	0
...	0	0		0	0
1.2. Od pozostałych jednostek (z tytułu)	0	0		0	0
- otrzymanych gwarancji i poręczeń	0	0		0	0
-	0	0		0	0
...	0	0		0	0
<b>2. Zobowiązania warunkowe</b>	0	0		0	0
2.1. Na rzecz jednostek powiązanych (z tytułu)	0	0		0	0
- udzielonych gwarancji i poręczeń	0	0		0	0
-	0	0		0	0
...	0	0		0	0
2.2. Na rzecz pozostałych jednostek (z tytułu)	0	0		0	0
- udzielonych gwarancji i poręczeń	0	0		0	0
-	0	0		0	0
...	0	0		0	0
<b>3. Inne (z tytułu)</b>	0	0		0	0
- zabezpieczenie hipoteczne	0	0		0	0
- zabezpieczenie wekslowe towarów w składzie celnym	0	0		0	0
<b>pozycje pozabilansowe, razem</b>	<b>0</b>	<b>0</b>		<b>0</b>	<b>0</b>

**3. RACHUNEK ZYSKÓW I STRAT**

<b>RACHUNEK ZYSKÓW I STRAT</b>	<b>3 kwartał 2008/ okres od 01.06.2008 do 30.09.2008</b>	<b>3 kwartaly 2008/ okres od 01.01.2008 do 30.09.2008</b>	<b>3 kwartał 2007/ okres od 01.06.2007 do 30.09.2007</b>	<b>3 kwartaly 2007/ okres od 01.01.2007 do 30.09.2007</b>
<b>A. Przychody netto ze sprzedaży produktów , towarów i materiałów, w tym:</b>	<b>11 340</b>	<b>47 185</b>	19 322	56 550
<i>od jednostek powiązanych</i>	0	0	0	
I. Przychody netto ze sprzedaży produktów	11 340	47 185	19 322	56 550
II. Przychody netto ze sprzedaży towarów i materiałów	0	0	0	0
<b>B. Koszty sprzedanych produktów towarów i materiałów, w tym:</b>	<b>10 511</b>	<b>41 682</b>	15 085	48 059
<i>od jednostek powiązanych</i>	0	0	0	
I. Koszt wytworzenia sprzedanych produktów	10 511	41 682	15 085	48 059
II. Wartość sprzedanych towarów i materiałów	0	0	0	0
<b>C. Zysk (strata) brutto ze sprzedaży (A-B)</b>	<b>829</b>	<b>5 503</b>	4 237	8 491
<b>D. Koszty sprzedaży</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	0	0
<b>E. Koszty ogólnego zarządu</b>	<b>453</b>	<b>1 396</b>	440	1 681
<b>F. Zysk (strata) ze sprzedaży (C-D-E)</b>	<b>376</b>	<b>4 107</b>	3 797	6 810
<b>G. Pozostałe przychody operacyjne</b>	<b>112</b>	<b>2 191</b>	149	530
I. Zysk ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych	0	17	0	
II. Dotacje	0	0	0	1
III. Inne przychody operacyjne	112	2 174	149	529
<b>H. Pozostałe koszty operacyjne</b>	<b>255</b>	<b>4 479</b>	552	961
I. Strata ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych	0	0	0	26
II. Aktualizacja wartości aktywów niefinansowych	0	0	0	0
III. Inne koszty operacyjne	255	4 479	552	935
<b>I. Zysk (Strata) z działalności operacyjnej (F+G-H)</b>	<b>233</b>	<b>1 819</b>	3 394	6 379
<b>J. Przychody finansowe</b>	<b>6</b>	<b>3 425</b>	22	483
I. Dywidendy i udziały w zyskach, w tym:	0	6	0	0
<i>od jednostek powiązanych</i>	0	0	0	0
II. Odsetki, w tym:	3	15	12	111
<i>od jednostek powiązanych</i>	0	0	0	0
III. Zysk ze zbycia inwestycji	0	0	2	167
IV. Aktualizacja wartości inwestycji	1	3 398	0	140
V. Inne	2	6	8	65
<b>K. Koszty finansowe</b>	<b>136</b>	<b>3 628</b>	322	666
I. Odsetki, w tym:	48	80	320	660
<i>dla jednostek powiązanych</i>	0	0	0	0
II. Strata ze zbycia inwestycji	3	3 400	0	0
III. Aktualizacja wartości inwestycji	65	124	0	0
IV. Inne	20	24	2	6
<b>L. Zysk (Strata) z działalności gospodarczej ( I+J-K)</b>	<b>103</b>	<b>1 616</b>	3 094	6 196
<b>M. Wyniki zdarzeń nadzwyczajnych (MI-MII)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	0	0
I. Zyski nadzwyczajne	0	0	0	0
II. Straty nadzwyczajne	0	0	0	0
<b>N. Zysk (Strata) brutto (L+/-M)</b>	<b>103</b>	<b>1 616</b>	3 094	6 196
<b>O. Podatek dochodowy</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	719	1 313
<b>P. Pozostałe obowiązkowe zmniejszenia zysku (zwiększenia straty)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	0	0
<b>R. Zysk (strata) netto (N-O-P)</b>	<b>103</b>	<b>1 616</b>	2 375	4 883

**4. RACHUNEK PRZEPŁYWÓW PIENIĘŻNYCH**

<b>RACHUNEK PRZEPŁYWÓW PIENIĘŻNYCH</b>	<b>3 kwartał 2008/ okres od 01.06.2008 do 30.09.2008</b>	<b>3 kwartały 2008/ okres od 01.01.2008 do 30.09.2008</b>	<b>3 kwartał 2007/ okres od 01.06.2007 do 30.09.2007</b>	<b>3 kwartały 2007/ okres od 01.01.2007 do 30.09.2007</b>
<b>A. Przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej - metoda pośrednia</b>				
<b>I. Zysk (strata) netto</b>	<b>103</b>	<b>1 616</b>	<b>2 375</b>	<b>4 883</b>
<b>II. Korekty razem</b>	<b>-726</b>	<b>-6 654</b>	<b>2 877</b>	<b>3 002</b>
1. Amortyzacja	135	378	117	377
2. Zyski (straty) z tyt. różnic kursowych	0	0	105	-59
3. Odsetki i udziały w zyskach (dywidendy)	0	6	-362	-31
4. Zysk (strata) z działalności inwestycyjnej	0	-17	1	26
5. Zmiana stanu rezerw	0	0	0	0
6. Zmiana stanu zapasów	0	0	0	0
7. Zmiana stanu należności	1 297	-5 508	-726	2 129
8. Zmiana stanu zobowiązań krótkoterminowych z wyjątkiem pożyczek i kredytów	-2 535	-1 922	3 763	806
9. Zmiana stanu rozliczeń międzyokresowych	377	409	-32	-121
10. Inne korekty (aktualizacja wartości inwestycji)	0	0	11	-125
<b>III. Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej (I-II)</b>	<b>-623</b>	<b>-5 038</b>	<b>5 252</b>	<b>7 885</b>
<b>B. Przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej</b>				
<b>I Wpływy</b>	<b>0</b>	<b>44</b>	<b>-146</b>	<b>1 636</b>
1. Zbycie wartości niematerialnych i prawnych oraz rzeczowych aktywów trwałych	0	38	10	10
2. Zbycie inwestycji w nieruchomości oraz wartości niematerialne i prawne	0		0	
3. Z aktywów finansowych, w tym:	0	6	-156	1 626
a) w jednostkach powiązanych	0	0	0	0
b) w pozostałych jednostkach	0	6	-156	1 626
- zbycie aktywów finansowych	0	0	-156	1 626
- dywidendy i udziały w zyskach	0	6	0	0
- spłata pożyczek długoterminowych	0	0	0	0
- odsetki	0	0	0	0
- inne wpływy z aktywów finansowych	0	0	0	0
4. Inne wpływy inwestycyjne	0	0	0	0
<b>II. Wydatki</b>	<b>12</b>	<b>546</b>	<b>4 321</b>	<b>7 009</b>
1. Nabycie wartości niematerialnych i prawnych oraz rzeczowych aktywów trwałych	12	222	-17	59
2. Inwestycje w nieruchomości oraz wartości niematerialne i prawne	0	0	0	0
3. Na aktywa finansowe, w tym:	0	0	4 338	6 950
a) w jednostkach powiązanych	0		0	0
b) w pozostałych jednostkach	0	0	4 338	6 950
- nabycie aktywów finansowych	0	0	4 338	6 950
- udzielone pożyczki długoterminowe	0	0	0	0
4. Inne wydatki inwestycyjne	0	324	0	0
<b>III. Przepływy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej (I-II)</b>	<b>-12</b>	<b>-502</b>	<b>-4 467</b>	<b>-5 373</b>
<b>C. Przepływy środków pieniężnych z działalności finansowej</b>				
<b>I. Wpływy</b>	<b>467</b>	<b>695</b>	<b>7 210</b>	<b>9 210</b>
1. Wpływy netto z emisji akcji (wydania udziałów) i innych instrumentów kapitałowych oraz dopłat do kapitału	0	0	0	0
2. Kredyty i pożyczki	467	695	7 210	9 210
3. Emisja dłużnych papierów wartościowych	0	0	0	0
4. Inne wpływy finansowe	0	0	0	0
<b>II. Wydatki</b>	<b>62</b>	<b>1 689</b>	<b>937</b>	<b>5 807</b>
1. Nabycie akcji (udziałów) własnych	0	0	0	0
2. Dywidendy i inne wypłaty na rzecz właścicieli	0	0	0	0

3. Inne, niż wpłaty na rzecz właścicieli, wydatki z tytułu podziału zysku	0	0	0	0
4. Spłaty kredytów i pożyczek	62	1 677	920	5 431
5. Wykup dłużnych papierów wartościowych	0	0	0	0
6. Z tytułu innych zobowiązań finansowych	0	0	0	0
7. Płatności zobowiązań z tytułu umów leasingu finansowego	0	0	6	35
8. Odsetki	0	0	14	341
9. Inne wydatki finansowe	0	12	-3	0
<b>III. Przepływy pieniężne netto z działalności finansowej (I-II)</b>	<b>405</b>	<b>-994</b>	<b>6 273</b>	<b>3 403</b>
<b>D. Przepływy pieniężne netto, razem (A.III+/-B.III+/-C.III)</b>	<b>-230</b>	<b>-6 534</b>	<b>7 058</b>	<b>5 915</b>
<b>E. Bilansowa zmiana stanu środków pieniężnych, w tym:</b>	<b>-230</b>	<b>-6 534</b>	<b>1 143</b>	<b>0</b>
- zmiana stanu środków pieniężnych z tytułu różnic kursowych	0	0	0	0
<b>F. Środki pieniężne na początek okresu</b>	<b>535</b>	<b>6 839</b>	<b>2 855</b>	<b>3 998</b>
<b>G. Środki pieniężne na koniec okresu (F+/- D), w tym:</b>	<b>305</b>	<b>305</b>	<b>9 913</b>	<b>9 913</b>
- o ograniczonej możliwości dysponowania	0	0	0	0

## 5. ZESTAWIENIE ZMIAN W KAPITALE WŁASNYM

ZESTAWIENIE ZMIAN W KAPITALE WŁASNYM	3 kwartał 2008/ okres od 01.06.2008 do 30.09.2008	3 kwartał 2008/ okres od 01.01.2008 do 30.09.2008	3 kwartał 2007/ okres od 01.06.2007 do 30.09.2007	3 kwartał 2007/ okres od 01.01.2007 do 30.09.2007
<b>I. Kapitał własny na początek okresu (BO)</b>	<b>30 561</b>	<b>29048</b>	<b>31 381</b>	<b>28 874</b>
a) zmiany przyjętych zasad (polityki) rachunkowości	0	0	0	0
b) korekty błędów podstawowych	0	0	0	0
<b>I.a. Kapitał własny na początek okresu (BO), po uzgodnieniu do danych porównywalnych</b>	<b>30 561</b>	<b>29048</b>	<b>31 381</b>	<b>28 874</b>
<b>1. Kapitał zakładowy na początek okresu</b>	<b>7 500</b>	<b>7500</b>	<b>7 500</b>	<b>7 500</b>
1.1. Zmiany kapitału podstawowego	0	0	0	0
a) zwiększenia (z tytułu)	0	0	0	0
- emisji akcji (wydania udziałów)	0	0	0	0
-	0	0	0	0
...	0	0	0	0
b) zmniejszenia (z tytułu)	0	0	0	0
- umorzenia akcji (udziałów)	0	0	0	0
-	0	0	0	0
...	0	0	0	0
<b>1.2. Kapitał (fundusz) podstawowy na koniec okresu</b>	<b>7 500</b>	<b>7500</b>	<b>7 500</b>	<b>7 500</b>
<b>2. Należne wpłaty na kapitał zakładowy na początek okresu</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
2.1. Zmiany należnych wpłat na kapitał zakładowy	0	0	0	0
a) zwiększenia (z tytułu)	0	0	0	0
-	0	0	0	0
...	0	0	0	0
b) zmniejszenia (z tytułu)	0	0	0	0
-	0	0	0	0
...	0	0	0	0
<b>2.2. Należne wpłaty na kapitał zakładowy na koniec okresu</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>3. Akcje (udziały) własne na początek okresu</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
3.1. Zmiany akcji (udziałów) własnych	0	0	0	0
a) zwiększenia (z tytułu)	0	0	0	0
-	0	0	0	0
...	0	0	0	0
b) zmniejszenia (z tytułu)	0	0	0	0
-	0	0	0	0
...	0	0	0	0
<b>3.2. Akcje (udziały) własne na koniec okresu</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>4. Kapitał zapasowy na początek okresu</b>	<b>21548</b>	<b>21374</b>	<b>21 374</b>	<b>17 353</b>

4.1. Zmiany kapitału zapasowego	0	174	0	4 021
a) zwiększenia (z tytułu)	0	174	0	4 021
- emisji akcji powyżej wartości nominalnej	0	0	0	0
- z podziału zysku (ustawowo)	0	174	0	4 021
- z podziału zysku (ponad wymaganą ustawowo minimalną wartość)	0	0	0	0
- przeniesienie pozostałych kapitałów rezerwowych	0	0	0	0
...	0	0	0	0
b) zmniejszenia (z tytułu)	0	0	0	0
- pokrycia straty	0	0	0	0
-	0	0	0	0
...	0	0	0	0
<b>4.2. Kapitał zapasowy na koniec okresu</b>	<b>21548</b>	<b>21548</b>	<b>21 374</b>	<b>21 374</b>
<b>5. Kapitał z aktualizacji wyceny na początek okresu</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
5.1. Zmiany kapitału z aktualizacji wyceny	0	0	0	0
a) zwiększenia (z tytułu)	0	0	0	0
-	0	0	0	0
...	0	0	0	0
b) zmniejszenia (z tytułu)	0	0	0	0
- zbycia środków trwałych	0	0	0	0
-	0	0	0	0
...	0	0	0	0
<b>5.2. Kapitał z aktualizacji wyceny na koniec okresu</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>6. Pozostałe kapitały rezerwowe na początek okresu</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
6.1. Zmiany pozostałych kapitałów rezerwowych	0	0	0	0
a) zwiększenia (z tytułu)	0	0	0	0
-	0	0	0	0
...	0	0	0	0
b) zmniejszenia (z tytułu)	0	0	0	0
-	0	0	0	0
...	0	0	0	0
<b>6.2. Pozostałe kapitały rezerwowe na koniec okresu</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>7. Zysk (strata) z lat ubiegłych na początek okresu</b>	<b>0</b>	<b>174</b>	<b>0</b>	<b>4 021</b>
<b>7.1. Zysk z lat ubiegłych na początek okresu</b>	<b>0</b>	<b>174</b>	<b>0</b>	<b>4 021</b>
a) zmiany przyjętych zasad (polityki) rachunkowości	0		0	0
b) korekty błędów podstawowych	0		0	0
<b>7.2. Zysk z lat ubiegłych, na początek okresu, po uzgodnieniu do danych porównywalnych</b>	<b>0</b>	<b>174</b>	<b>0</b>	<b>4 021</b>
a) zwiększenia (z tytułu)	0	0	0	0
- podziału zysku z lat ubiegłych	0	0	0	0
-	0	0	0	0
...	0	0	0	0
b) zmniejszenia (z tytułu)	0	174	0	4 021
- wypłaty z zysku	0	0	0	0
- zwiększenie kapitału zapasowego	0	174	0	4 021
- rozliczenie straty	0	0	0	0
<b>7.3. Zysk z lat ubiegłych na koniec okresu</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>7.4. Strata z lat ubiegłych na początek okresu</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
a) zmiany przyjętych zasad (polityki) rachunkowości	0	0	0	0
b) korekty błędów podstawowych	0	0	0	0
<b>7.5. Strata z lat ubiegłych na początek okresu, po uzgodnieniu do danych porównywalnych</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
a) zwiększenia (z tytułu)	0	0	0	0
- przeniesienia straty z lat ubiegłych do pokrycia	0	0	0	0
-	0	0	0	0
...	0	0	0	0
b) zmniejszenia (z tytułu)	0	0	0	0
- pokrycie straty kapitałem zapasowym	0	0	0	0
- pokrycie straty nierozliczonym zyskiem	0	0	0	0

7.6. Strata z lat ubiegłych na koniec okresu	0	0	0	0
7.7. Zysk (strata) z lat ubiegłych na koniec okresu	0	0	0	0
<b>8. Wynik netto</b>	<b>103</b>	<b>1 616</b>	<b>2 375</b>	<b>4 883</b>
a) zysk netto	103	1 616	2 375	4 883
b) strata netto	0	0	0	0
c) odpisy z zysku	0	0	0	0
<b>II. Kapitał (własny)własny na koniec okresu (BZ)</b>	<b>30 664</b>	<b>30 664</b>	<b>33 756</b>	<b>33 756</b>
<b>III. Kapitał (fundusz) własny, po uwzględnieniu proponowanego podziału zysku (pokrycia straty)</b>	<b>30 664</b>	<b>30 664</b>	<b>33 756</b>	<b>33 756</b>

**Komentarz  
do skróconego sprawozdania finansowego  
za III kwartał roku obrotowego  
trwającego od 01 lipca 2007r. do 30 września 2008r.**

Prezentowane skrócone sprawozdanie finansowe Emitenta za okres od 01.07.2008r. do 31.09.2008r. zostało sporządzone zgodnie z wymogami ustawy z dnia 29.09.1994r. o rachunkowości (Dz. U. Nr 121 poz. 591 ze zmianami). Zasady wyceny aktywów i pasywów nie uległy zmianie w stosunku do zasad obowiązujących u Emitenta w poprzednim roku obrotowym.

### III INFORMACJE DODATKOWE

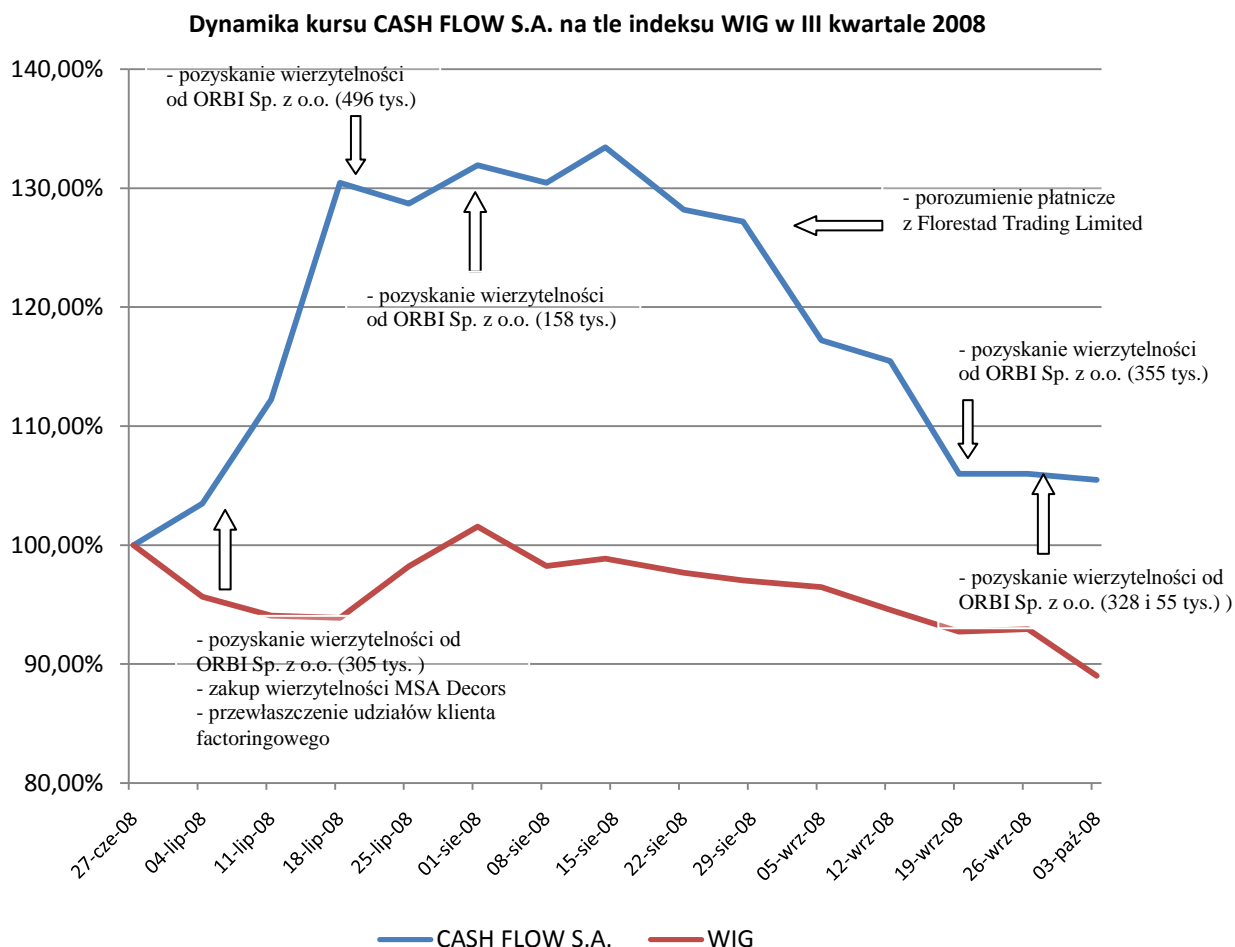
#### 1. Opis istotnych dokonań lub niepowodzeń emitenta w okresie, którego dotyczy raport, wraz z wykazem najważniejszych zdarzeń ich dotyczących;

W okresie od 1 lipca 2008r. do 30 września 2008r. kurs giełdowy CASH FLOW S.A. charakteryzował się wyższą zmiennością od kursu indeksu giełdowego WIG. W okresie od 4-11 lipca 2008 Spółka przekazywała komunikaty o pozyskaniu do finansowania wierzytelności, zakupie pakietu wierzytelności o wartości nominalnej 5,1 mln złotych oraz przewłaszczeniu udziałów klienta factoringowego. W tym okresie kurs charakteryzował się wysoką dynamiką wzrostową (wzrost o 30 procent). W okresie od 11 lipca do 1 września 2008 Spółka wyemitowała dwa komunikaty dotyczące pozyskania od ORBI Sp. z o.o. do finansowania 2 wierzytelności o wartości nominalnej 654 tys. zł, a kurs w tym okresie charakteryzował się relatywnie niewielką zmiennością adekwatną do ogólnych trendów giełdowych.

2 września 2008 CASH FLOW S.A. poinformował o zawarciu z Florestad Trading Limited porozumienia płatniczego dotyczącego sposobu uregulowania przez Florestad płatności za zakupione udziały i weksel własny Prima Charter Sp. z o.o. W myśl porozumienia CASH FLOW S.A. przedłużył termin płatności przez Florestad części należności (2.800.100zł) o 6 miesięcy do dnia 2 marca 2009 roku oraz obciążył Florestad odsetkami prolongacyjnymi w wysokości 210 000 złotych. Jednocześnie strony wprowadziły dodatkowe zabezpieczenia płatności za udziały i weksel w formie weksla własnego Florestad Trading Limited.

W okresie od 16 września do 29 września Spółka informowała o pozyskaniu do finansowania 3 wierzytelności od ORBI Sp. z o.o. o łącznej wartości nominalnej około 738 tys. zł.

W III kwartale 2008 roku największe znaczenie dla CASH FLOW S.A. miał rozwój działalności podstawowej w warunkach zmieniającego się rynku (efekt wpływu na gospodarkę ogólnoswiatowego kryzysu finansowego). Zostały podpisane 162 umowy lub zlecenia na usługi windykacyjne o łącznej wartości 8 mln złotych, 12 umów lub zleceń na finansowanie wierzytelności o łącznej wartości 2 mln złotych, a w ramach usług factoringowych podpisano 83 umowy i zlecenia o łącznej wartości ponad 4 mln złotych. Ze względu na specyfikę działania Emitenta, wpływ zwiększonej aktywności handlowej będzie widoczny w wynikach finansowych Spółki w kolejnych kwartałach.



Dynamika kursów została obliczona przez przyjęcie za wartość 100 wartości kursu CASH FLOW S.A. i WIG z 27 czerwca 2008r. oraz podzielenie kursu CASH FLOW S.A. i WIG z każdego ostatniego dnia tygodnia w okresie 27.06.2008 – 03.10.2008 przez kurs z 27 czerwca 2008r. W ten sposób osiągnięto porównywalność danych, a kurs obrazuje jedynie zmiany WIG i kursu CASH FLOW S.A. w III kwartale 2008.

Ze względu na specjalizację CASH FLOW S.A. w sektorze MSP (małe i średnie przedsiębiorstwa), zdecydowana większość umów nie spełniała kryterium 10 procent wartości funduszy własnych i tym samym nie podlegała obowiązkowi informacyjnym. W omawianym okresie Spółka opublikowała raporty dotyczące otrzymanych od Przedsiębiorstwa Usługowo-Handlowego ORBI Sp. z o.o. zleceń na finansowanie niewymagalnych wierzytelności.

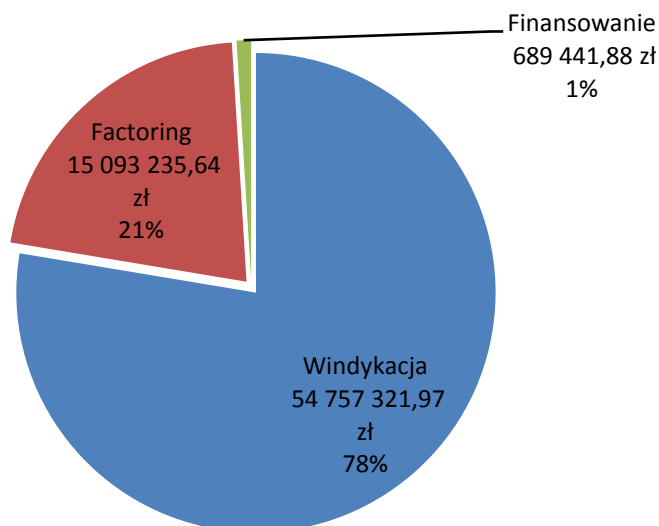
#### IŁOŚĆ I WARTOŚĆ PODPISANYCH UMÓW ORAZ ZLECEŃ OD KLIENTÓW

##### Informacje o portfelu wierzytelności obsługiwanych przez CASH FLOW S.A.

Na dzień 30 września 2008r. wartość nominalna portfela obsługiwanych przez CASH FLOW S.A. wierzytelności (wymagalnych dla windykacji i niewymagalnych dla factoringu lub finansowania), wynosiła 70 539 999,49 złote i była podzielona na 801 aktywnych spraw. Powyższa wartość jest wartością nominalną tzn. wartością wierzytelności na moment przyjęcia do obsługi przez CASH FLOW S.A. nie uwzględniając wzrostu wartości wierzytelności na skutek naliczenia odsetek za opóźnienia płatności, dodatkowych uzgodnień z dłużnikami czy spłaty części zadłużenia przez dłużników. Ze względu na operacje na poszczególnych wierzytelnościach oraz ujęcie nominalne wierzytelności, wartość portfela nie jest tożsama z wartością zobowiązań lub należności krótkoterminowych Spółki w danym okresie, ale ilustruje tendencje w działalności podstawowej Spółki. Na dzień 30 września 2008 struktura portfela przedstawia się następująco:

**Struktura portfela wierzytelności w podziale na działania prowadzone przez CASH FLOW S.A.**

Rodzaj usługi	Ilość spraw	Wartość wierzytelności
Windykacja	750	54 757 321,97 zł
Factoring	48	15 093 235,64 zł
Finansowanie	3	689 441,88 zł

**Struktura portfela wierzytelności w podziale na usługi (ujęcie wartościowe)**

W porównaniu z poprzednimi okresami, wartość nominalna portfela wierzytelności obsługiwanych przez CASH FLOW S.A. charakteryzuje się tendencją wzrostową w poszczególnych usługach oferowanych przez Spółkę. W okresie III kwartał 2007 – III kwartał 2008 wartość portfela wzrosła o 38,86 procent. W przypadku wierzytelności z przeznaczeniem do windykacji wartość portfela wzrosła o 50,14 procent, natomiast w przypadku factoringu o 5,92 procent.

**Portfel wierzytelności obsługiwanych przez CASH FLOW S.A. w okresie III kw.2006 – III kw. 2008 w podziale na poszczególne usługi (wartość nominalna na dzień przyjęcia wierzytelności do obsługi).**

Wartość portfela ogółem	Ilość spraw	Wartość portfela
III kw 2008	801	70 539 999,49 zł
III kw 2007	527	50 865 061,84 zł
III kw 2006	343	32 162 983,35 zł

Windykacja	Ilość spraw	Wartość portfela
III kw 2008	750	54 757 321,97 zł
III kw 2007	516	36 471 229,50 zł
III kw 2006	339	25 237 369,57 zł

Faktoring	Ilość spraw	Wartość portfela
III kw 2008	48	15 093 235,64 zł
III kw 2007	8	14 249 666,20 zł
III kw 2006	4	-

Finansowanie	Ilość spraw	Wartość portfela
III kw 2008	3	689 441,88 zł
III kw 2007	3	144 166,14 zł
III kw 2006	-	-

**Pozyskane wierzytelności z przeznaczeniem do windykacji**

Kwartał	Ilość podpisanych umów	Dynamika (Q1 2005 = 100)	Wartość podpisanych umów	Dynamika (Q1 2005 = 100)
Q1 2005	141	100,00	4 399 501,66 zł	100,00
Q2 2005	149	105,67	6 653 729,91 zł	151,24
Q3 2005	194	137,59	10 263 133,88 zł	233,28
Q4 2005	181	128,37	7 805 787,97 zł	177,42
Q1 2006	150	106,38	5 227 271,36 zł	118,82
Q2 2006	171	121,28	14 318 069,33 zł	325,45
Q3 2006	293	207,80	21 889 488,98 zł	497,54
Q4 2006	281	199,29	11 070 629,67 zł	251,63
Q1 2007	106	75,18	9 559 482,24 zł	217,29
Q2 2007	184	130,50	11 387 474,67 zł	258,84
Q3 2007	178	126,24	12 591 958,39 zł	286,21
Q4 2007	133	94,33	11 840 999,07 zł	269,14
Q1 2008	185	131,21	12 308 557,72 zł	279,77
Q2 2008	195	138,30	15 036 355,36 zł	341,77
Q3 2008	162	114,89	8 006 943,47 zł	182,00

Przedstawione powyżej dane ilustrują ilość i wartość podpisywanych umów składających się na usługi windykacyjne. Ze względu na różne okresy windykacji, odmienne konstrukcje umów oraz fakt, że część z przyjętych w jednym okresie spraw wpływa na przychody w kolejnych kwartałach, dane powyżej nie są równoznaczne z przychodami Spółki w danym okresie (zlecenia pozyskane w jednym kwartale mogą wygenerować przychody i zyski w kolejnych kwartałach). Ilustrują jedynie efektywność pozyskiwania spraw do windykacji. Zestawienie nie uwzględnia umów zakupu wierzytelności wekslowych od Prima Charter Sp. z o.o.

W 3 kwartale 2008 CASH FLOW S.A. zanotował zmniejszenie się liczby podpisywanych umów w porównaniu z poprzednim kwartałem oraz analogicznym okresem w poprzednim roku. W porównaniu z II kwartałem 2008 liczba podpisanych umów i przyjętych zleceń na windykację spadła o 17 procent, a wartość o 47 procent. W porównaniu z III kwartałem 2007 liczba podpisanych umów jest mniejsza o 9 procent, a wartość o 36 procent. W opinii CASH FLOW S.A. spadek liczby i wartości podpisanych zleceń i umów windykacyjnych ma charakter przejściowy i jest powiązany z niewielką podażą wierzytelności w obrocie gospodarczym w okresie II połowa czerwca 2008 – sierpień 2008r. Niższa podaż wierzytelności w tym okresie miała charakter jednorazowy i w opinii CASH FLOW S.A. występuje niewielkie prawdopodobieństwo powtórzenia się takiej sytuacji w przeciągu najbliższych kilku kwartałów. Przyczyny niskiej podaży wierzytelności są związane z mniejszą aktywnością podmiotów gospodarczych obsługiwanych przez CASH FLOW S.A. wywołaną pierwszymi symptomami spowolnienia gospodarczego oraz niskim poziomem zadłużenia przedsiębiorstw w innych przedsiębiorstwach (na zasadzie kredytu kupieckiego) wynikającą ze stosunkowo łatwego dostępu do kapitałów obcych w I połowie 2008 roku i znacznej części III kwartału. Opisane powyżej zjawiska mają charakter krótkookresowy i są naturalną fluktuacją rynku wierzytelności będącą reakcją na zmianę tempa rozwoju gospodarczego.

W ocenie Spółki w dłuższej perspektywie notowany będzie wzrostowy trend w sprzedaży usług windykacyjnych, co w dużej mierze wynika z sytuacji makroekonomicznej; wystąpienia pierwszych sygnałów spadku tempa wzrostu gospodarczego, wysokich kosztów przedsiębiorstw (wynikają w dużej mierze z podwyżek płac w 2007 roku). Można oczekiwać, że w przypadku pogłębienia się spadku wzrostu gospodarczego powiększą się trudności przedsiębiorstw ze ściągalnością należności lub regulowaniem zobowiązań. W takim przypadku będzie można oczekiwać zwiększania liczby i wartości pozyskiwanych zleceń na windykację w kolejnych okresach sprawozdawczych.

**Pozyskane zlecenia na usługi finansowania**

	Ilość podpisanych umów	Dynamika (Q1 2005 = 100)	Wartość podpisanych umów	Dynamika (Q1 2005 = 100)
Q3 2006	6	100,00	811 114,91 zł	100,00
Q4 2006	39	650,00	4 620 399,96 zł	569,64
Q1 2007	22	366,67	1 726 282,39 zł	212,83
Q2 2007	11	183,33	1 581 053,29 zł	194,92
Q3 2007	16	266,67	3 311 005,46 zł	408,20
Q4 2007	9	150,00	1 716 966,94 zł	211,68
Q1 2008	0	0,00	- zł	0,00
Q2 2008	12	200,00	2 010 045,33 zł	247,81
Q3 2008	12	200,00	2 095 327,97 zł	258,33

Przedstawione powyżej dane ilustrują ilość i wartość podpisywanych umów składających się na usługi finansowania. Ze względu na różne okresy windykacji, odmienne konstrukcje umów oraz fakt, że część z przyjętych w jednym okresie spraw wpływa na przychody w kolejnych kwartałach, dane powyżej nie są równoznaczne z przychodami Spółki w danym okresie (zlecenia pozyskane w jednym kwartale mogą wygenerować przychody i zyski w kolejnych kwartałach). Ilustrują jedynie efektywność pozyskiwania spraw do finansowania.

Usługa finansowania jest stosunkowo nowa na polskim rynku finansowym, jest oferowana przez relatywnie niewielką liczbę przedsiębiorstw finansowych. Niewielka sprzedaż usługi jest ściśle związana z niskim poziomem świadomości istnienia usługi wśród potencjalnych klientów (małe i średnie przedsiębiorstwa oraz osoby prowadzące działalność gospodarczą). Ponieważ z usługi korzystają pojedynczy klienci, mogą pojawić się znaczące wahania w ilości i wartości przyjmowanych zleceń, co wynika z następujących czynników:

- Sezonowości działalności przedsiębiorstw korzystających z usługi
- Utratą lub pozyskaniem klienta (przy niewielkiej liczbie klientów korzystających z usługi, pozyskanie klienta może znacząco zmienić wartość podpisywanych umów w porównaniu z poprzednim okresem)
- Możliwościami finansowymi CASH FLOW S.A. oraz stopą zwrotu z realizowanych lub analizowanych projektów opartych na wierzytelnościach. CASH FLOW S.A. dysponując ograniczonymi środkami finansowymi alokuje swoje środki finansowe do projektów o wyższej wewnętrznej stopie zwrotu (przy podobnym poziomie ryzyka).

**Podpisane umowy factoringowe i zlecenia na factoring**

Kwartał	Ilość podpisanych umów	Dynamika (Q1 2005 = 100)	Wartość podpisanych umów	Dynamika (Q1 2005 = 100)
Q1 2005	22	100,00	605 025,49 zł	100,00
Q2 2005	11	50,00	442 195,40 zł	73,09
Q3 2005	6	27,27	419 922,26 zł	69,41
Q4 2005	14	63,64	1 031 418,43 zł	170,48
Q1 2006	16	72,73	775 555,75 zł	128,19
Q2 2006	16	72,73	601 491,88 zł	99,42
Q3 2006	62	281,82	15 659 864,55 zł	2588,30
Q4 2006	139	631,82	13 789 367,24 zł	2279,14
Q1 2007	71	322,73	10 925 283,19 zł	1805,76
Q2 2007	66	300,00	6 280 205,14 zł	1038,01
Q3 2007	69	313,64	5 032 861,15 zł	831,84
Q4 2007	81	368,18	5 555 773,50 zł	918,27
Q1 2008	33	150,00	1 482 025,66 zł	244,95
Q2 2008	81	368,18	3 032 502,60 zł	501,22
Q3 2008	83	377,27	4 247 383,72 zł	702,02

Przedstawione powyżej dane ilustrują ilość i wartość podpisywanych umów składających się na usługi factoringowe. Ze względu na różne okresy windykacji, odmienne konstrukcje umów oraz fakt, że część z przyjętych w jednym okresie spraw wpływa na przychody w kolejnych kwartałach, dane powyżej nie są równoznaczne z przychodami Spółki w danym okresie (zlecenia pozyskane w jednym kwartale mogą

wygenerować przychody i zyski w kolejnych kwartałach). Ilustrują jedynie efektywność pozyskiwania spraw do factoringu.

W porównaniu z 2 kwartałem 2008 roku wartość podpisanych umów i pozyskanych zleceń na factoring w 3 kwartale 2008 roku wzrosła o 40 procent, co należy uznać za znaczne osiągnięcie ponieważ w zeszłym kwartale wzrost kwartalny wynosił 104,62 procent. Pod względem ilości podpisanych umów w 3 kwartale Spółka osiągnęła 2,47 procent wzrostu. Trend wzrostowy zanotowany w ilości i wartości podpisywanych umów factoringowych świadczy o utrzymywaniu się wysokiego poziomu popytu na usługi factoringowe oraz o stopniowej ekspansji sprzedaży CASH FLOW S.A. w oparciu o posiadane zasoby finansowe. W ocenie Spółki trend wzrostowy może utrzymać się w kolejnych okresach sprawozdawczych.

### OSIĄGNIĘTE WYNIKI FINANSOWE

#### Wybrane dane finansowe z okresu III kwartał 2007 – III kwartał 2008 (tys. zł)

	III kwartał 2007	IV kwartał 2007	I kwartał 2008	II kwartał 2008	III kwartał 2008
Przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów	19 322	23 871	15 030	20 573	11 340
Zysk ze sprzedaży	3 797	4 852	2 779	952	376
Zysk brutto ze sprzedaży	4 237	5 465	3 186	1 488	829
Zysk/strata z działalności operacyjnej	3 394	-382	716	870	233
Zysk/strata brutto	3 094	412	704	809	103
Zysk/strata netto	2375	-4 708	704	809	103
Zysk (strata) na jedną akcję w zł)	0,32	-0,63	0,09	0,11	0,01
Aktywa razem	111 592	105 350	112 008	108 049	104 423
Aktywa obrotowe	108 613	102 532	109 105	105 269	101 446
Pasywa bieżące	77 739	76 229	81 990	77 314	73 266
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	77 835	76 302	82 221	77 488	73 759
Zobowiązania długoterminowe	96	73	231	174	133
Zobowiązania krótkoterminowe	77 739	76 229	81 990	77 314	73 265
Kapitał własny (aktywa netto)	33757	29 048	29 787	30 561	30 664
Kapitał zakładowy	7 500	7 500	7 500	7 500	7 500
Liczba akcji (w szt.)	7 500 000	7 500 000	7 500 000	7 500 000	7 500 000

Przychody ze sprzedaży CASH FLOW S.A. w III kwartale 2008 roku zmalały o 45 procent w porównaniu z wynikami zanotowanymi w II kwartale i są o 42 procent niższe w porównaniu z analogicznym okresem zeszłego roku (III kwartał 2007). Niższy poziom przychodów ze sprzedaży ma charakter jednorazowy i wynika z następujących przyczyn:

- Niską podażą wierzytelności w III kwartale (związana z mniejszą aktywnością podmiotów gospodarczych obsługiwanych przez CASH FLOW S.A. wywołaną pierwszymi symptomami spowolnienia gospodarczego oraz niskim poziomem zadłużenia przedsiębiorstw w innych przedsiębiorstwach (na zasadzie kredytu kupieckiego) wynikającą ze stosunkowo łatwego dostępu do kapitałów obcych w I połowie 2008 roku i znacznej części III kwartału)
- Przesunięciu terminów płatności ze strony klientów z III kwartału na IV kwartał, co oznacza przesunięcie części przychodów i zysków z 3 kwartału na 4 kwartał. Przesunięcie spowoduje również wzrost wpływów CASH FLOW S.A. w IV kwartale 2008 z tytułu odsetek naliczanych w umowach factoringowych
- Zmiennym okresem niezbędnym do pełnej windykacji zadłużenia, co oznacza że pozyskane sprawy w jednym kwartale mogą oznaczać wyższe przychody i zyski w kolejnych kwartałach (okres wzrostu przychodów i zysku z pozyskania sprawy jest proporcjonalny do stopnia skomplikowania windykacji)
- Zwiększonym natężeniem urlopów (wypoczynkowe, macierzyńskie) w działach operacyjnych firmy w III kwartale połączonych z reorganizacją działu handlowego

Symulacje oparte na wynikach za miesiąc październik 2008, tendencji notowanych na rynkach wierzytelności i factoringu, zmiany sytuacji makroekonomicznej wskazują, że opisana powyżej sytuacja mniejszej podaży wierzytelności ma charakter przejściowy i krótkotrwały (jak również przesunięcie terminów otrzymania

płatności od części umów factoringowych z III na IV kwartał 2008r.). W dłuższej perspektywie czasu, w ocenie CASH FLOW S.A., będzie występować rosnąca podaż wierzytelności związana z potencjalnie rosnącym poziomem zadłużenia przedsiębiorstw (na podstawie kredytu kupieckiego). Dodatkowo wraz ze wzrostem wymagań banków w ocenie ryzyka kredytowego Emitent spodziewa się wzrostu popytu na pozabankowe źródła kapitału do firm, w tym factoringu i pożyczek krótkookresowych oferowanych przez CASH FLOW S.A.

Przy niższym poziomie przychodów ze sprzedaży CASH FLOW osiągnął zyski ze sprzedaży w wysokości 376 tys. złotych, co stanowi spadek o 61 procent w porównaniu z II kwartałem 2008r. Podobnie poziom spadku zanotowano na zysku operacyjnym (spadek o 73 procent w porównaniu z II kwartałem) oraz zysku netto (87 procent z 809 tys. zł w II kwartale 2008 do 103 tys. złotych w III kwartale 2008). Spadki zysku pomimo, że niepokojące mają charakter krótkookresowy i wynikają z jednorazowego i ograniczonego czasowo spadku podaży wierzytelności oraz czynników makroekonomicznych. W dłuższym okresie czasu CASH FLOW S.A. spodziewa się znacznego wzrostu zysków wynikających z wykorzystania korzystnych dla Emitenta oczekiwanych zmian w gospodarce, a zwłaszcza okresu spowolnienia gospodarczego.

Jednorazowy spadek przychodów i zysku na wszystkich jego poziomach (w III kwartale 2008r. nie były tworzone rezerwy) spowodował obniżenie się wartości podstawowych wskaźników rentowności przedsiębiorstwa, zwłaszcza że CASH FLOW S.A. utrzymuje swoją działalność na dotychczasowym poziomie (nie ulegają znaczącej zmianie koszty pensji, działań windykacyjnych, działań przedstawicieli handlowych, kosztu pieniądza itp.). W związku z czym przy podobnym poziomie aktywów ogółem jak w poprzednim kwartale obniżeniu uległa rentowność aktywów ROA, wskaźnik rentowności zarobkowej aktywów ROI. Zmniejszone przychody przy dotychczasowym sposobie prowadzenia przedsiębiorstwa (koszty wynagrodzeń, działań prowadzonych w imieniu lub na rzecz klientów, kosztów stałych działalności) spowodował spadek rentowności sprzedaży ROS oraz rentowności działalności operacyjnej. Spadek wyżej wymienionych wskaźników, choć niepokojący powinien być krótkookresowy i w dłuższej perspektywie nie świadczy o pogorszeniu się sytuacji finansowej przedsiębiorstwa, a jedynie o zmianie sytuacji rynkowej, która w ocenie Spółki jest krótkookresowa i nie wpływająca na zyskowność Spółki w dłuższym okresie czasu.

#### Wybrane wskaźniki rentowności w okresie III kwartał 2007 – III kwartał 2008

	III kwartał 2007	IV kwartał 2007	I kwartał 2008	II kwartał 2008	III kwartał 2008
ROA (rentowność aktywów)	2,13%	-4,47%	0,63%	0,75%	0,10%
ROE (stopa zwrotu z kapitału własnego)	7,04%	-16,21%	2,36%	2,65%	0,34%
ROI (wskaźnik siły zarobkowej aktywów)	3,04%	-0,36%	0,64%	0,81%	0,22%
ROP (rentowność działalności operacyjnej)	17,57%	-1,60%	4,76%	4,23%	2,05%
ROS (Rentowność sprzedaży)	12,29%	-19,72%	4,68%	3,93%	0,91%
Zyskowność sprzedaży	19,65%	20,33%	18,49%	4,63%	3,32%
Wskaźnik marży brutto ze sprzedaży (marża zysku brutto)	21,93%	22,89%	21,20%	7,23%	7,31%

Kondycja finansowa Spółki utrzymuje się na stabilnym poziomie, co potwierdzają zadowalająco wysokie wskaźniki płynności, które co nie mniej istotne utrzymują się na dotychczasowym poziomie lub wykazują lekką tendencję wzrostową. Wyjątek stanowi wskaźnik płynności gotówkowej, jednak ze względu na fakt, że działalność CASH FLOW S.A. oparta jest na oferowaniu produktów finansowych, w tym również kapitałochłonnych, w krótkim okresie czasu może wystąpić niski poziom zapasów gotówkowych wynikający z zaangażowania finansowego w projekty finansowe lub udzielone klientom pożyczki oraz płatności factoringowe na rzecz klientów. W związku z czym jednorazowe obniżenie wskaźnika płynności gotówkowej może mieć miejsce bez negatywnych skutków dla działalności CASH FLOW S.A. Tendencje wzrostowe większości wskaźników świadczą, że CASH FLOW S.A. zachowuje płynność finansową i zdolność do wywiązywania się ze swoich zobowiązań, a zwiększenie nacisku na działalność podstawową oraz wzrost kosztów sprzedaży nie miały negatywnego wpływu na kondycję finansową Emitenta.

Wskaźniki płynności	III kwartał 2007	IV kwartał 2007	I kwartał 2008	IV kwartał 2008	III kwartał 2008
Wskaźnik płynności bieżącej (current ratio)	1,40	1,35	1,33	1,36	1,38
Wskaźnik płynności szybki (quick ratio)	1,39	1,34	1,33	1,36	1,38
Wskaźnik płynności gotówkowej	0,13	0,09	0,07	0,09	0,00

Przyjęty sposób księgowania powoduje, że pozyskane wierzytelności są zaliczane do bilansu Spółki jako należności krótkookresowe (należności od dłużników) po stronie aktywów, a po stronie pasywów jako zobowiązania krótkookresowe (zobowiązania wobec klientów). Ponieważ jednak wierzytelności są jedynie powierzone CASH FLOW S.A. na okres windykacji, nie dochodzi do faktycznego zadłużenia Spółki. Tym samym wskaźniki zadłużenia nie pokazują zadłużenia, ale koncentrację Spółki na obsłudze wierzytelności, a w związku z czym ich ewentualny wzrost jest tendencją pozytywną. Wszystkie wskaźniki zadłużenia kształtują się na optymalnym poziomie, dostosowanym do podstawowej działalności CASH FLOW S.A.

Wskaźniki Zadłużenia *	III kwartał 2007	IV kwartał 2007	I kwartał 2008	IV kwartał 2008	III kwartał 2008
Wskaźnik zadłużenia ogółem	69,75%	72,43%	73,41%	71,72%	70,64%
Wskaźnik długu od kapitału własnego	2,31	2,63	2,76	2,54	2,41
Wskaźnik struktury zobowiązań	0,12%	0,10%	0,28%	0,22%	0,18%

\* Wysokie poziomy zobowiązań krótkoterminowych wynikają ze specyfiki działalności Emitenta. Wierzytelności przyjęte do windykacji w ramach świadczonych usług w kwocie należnej Wierzycielowi stanowią po stronie pasywów zobowiązanie krótkoterminowe Emitenta, natomiast po stronie aktywów skorygowane o przychody przyszłych okresów stanowią wraz z odsetkami pozycję należności krótkoterminowych. Jednakże są to zobowiązania w pewnym sensie warunkowe. Podlegają one wymagalności tylko, jeżeli zostaną zwindykowane należności zaksięgowane w aktywach. Nie są one zatem „klasycznym” zadłużeniem do wyliczania wskaźników.

#### **PODPISANE ZNACZĄCE UMOWY I PRZYJĘTE ZLECENIA NA USŁUGI CASH FLOW S.A.**

##### **Zlecenia na finansowanie wierzytelności od Orbi Sp. z o.o.**

W ramach umowy Finansowania Należności z 23 października 2006 CASH FLOW S.A. zobowiązał się do finansowania działalności Przedsiębiorstwa Usługowo-Handlowego ORBI Sp. z o.o. poprzez nabywanie niewymagalnych należności spółki ORBI Sp. z o.o. pochodzących od wybranych kontrahentów. Poprzez wykup należności finansowany – ORBI Sp. z o.o. zyskuje niezbędne środki do bieżącej działalności lub wykonania umowy, których dotyczą finansowane przez CASH FLOW S.A. należności. Finansowanie jest udzielane na okres od momentu przyjęcia należności do wykupu do momentu, kiedy należność stanie się wymagalna.

W okresie od 1 lipca do 30 września 2008r. CASH FLOW S.A. przyjął od Przedsiębiorstwa Usługowo-Handlowego ORBI Sp. z o.o. do finansowania następujące wierzytelności o łącznej wartości 1 758 425,12 zł:

##### **Zlecenie na finansowanie niewymagalnej wierzytelności o wartości nominalnej 305 tys. zł**

Zlecenie zostało przyjęte do finansowania w dniu 4 lipca 2008 i dotyczyło niewymagalnej wierzytelności o nominalnej wartości 304 730,14 złotych (trzysta cztery tysiące siedemset trzydzieści złotych i czternaście groszy). Po przyjęciu wierzytelności do finansowania obroty z Przedsiębiorstwem Usługowo-Handlowym ORBI Sp. z o.o. w okresie 4 lipiec 2007 – 4 lipiec 2008 wyniosły 4 039 456,98 zł (cztery miliony trzydzieści dziewięć tysięcy czterysta pięćdziesiąt sześć złotych i dziewięćdziesiąt osiem groszy). Przyjęcie zlecenia zostało upublicznione raportem bieżącym numer 38/2008 z 4 lipca 2008r.

##### **Zlecenie na finansowanie niewymagalnej wierzytelności o wartości nominalnej 496 tys. zł**

Zlecenie zostało przyjęte do finansowania w dniu 18 lipca 2008r. i dotyczyło niewymagalnej wierzytelności o nominalnej wartości 495 924,59 złotych (czteryście dziewięćdziesiąt pięć tysięcy dziewięćset dwadzieścia cztery złote i pięćdziesiąt dziewięć groszy). Po przyjęciu wierzytelności do finansowania obroty z Przedsiębiorstwem Usługowo-Handlowym ORBI Sp. z o.o. w okresie 18 lipiec 2007 – 18 lipiec 2008 wyniosły 4 535 381,57 zł (cztery miliony pięćset trzydzieści pięć tysięcy trzysta osiemdziesiąt jeden złotych i pięćdziesiąt siedem groszy). Przyjęcie zlecenia zostało upublicznione raportem bieżącym numer 41/2008 z 18 lipca 2008r.

##### **Zlecenie na finansowanie niewymagalnej wierzytelności o wartości nominalnej 158 tys. zł**

Zlecenie zostało przyjęte do finansowania w dniu 1 sierpnia 2008r. i dotyczyło niewymagalnej wierzytelności o nominalnej wartości 158 152,26 złotych (sto pięćdziesiąt osiem tysięcy sto pięćdziesiąt dwa złote i dwadzieścia

sześć groszy). Po przyjęciu wierzytelności do finansowania obrotu z Przedsiębiorstwem Usługowo-Handlowym ORBI Sp. z o.o. w okresie 1 sierpień 2007 – 1 sierpień 2008 wyniosły 4 594 109,34 zł (cztery miliony pięćset dziewięćdziesiąt cztery tysiące sto dziewięć złotych i trzydzieści cztery grosze). Przyjęcie zlecenia zostało upublicznione raportem bieżącym numer 42/2008 z 1 sierpnia 2008r.

#### **Zlecenie na finansowanie niewymagalnej wierzytelności o wartości nominalnej 355 tys. zł**

Zlecenie zostało przyjęte do finansowania w dniu 16 września 2008r. i dotyczyło niewymagalnej wierzytelności o nominalnej wartości 354 870,52 zł (trzysta pięćdziesiąt cztery tysiące osiemset siedemdziesiąt złotych i pięćdziesiąt dwa grosze). Po przyjęciu wierzytelności do finansowania obrotu z Przedsiębiorstwem Usługowo-Handlowym ORBI Sp. z o.o. w okresie 16 września 2007 – 16 września 2008 wyniosły 4 859 745,78 zł (cztery miliony osiemset pięćdziesiąt dziewięć tysięcy siedemset czterdzieści pięć złotych i siedemdziesiąt osiem groszy). Przyjęcie zlecenia zostało upublicznione raportem bieżącym numer 45/2008 z 16 września 2008r.

#### **Zlecenie na finansowanie niewymagalnej wierzytelności o wartości nominalnej 54 tys. zł**

Zlecenie zostało przyjęte do finansowania w dniu 25 września 2008r. i dotyczyło niewymagalnej wierzytelności o nominalnej wartości 54 900 (pięćdziesiąt cztery tysiące dziewięćset) złotych. Po przyjęciu wierzytelności do finansowania obrotu z Przedsiębiorstwem Usługowo-Handlowym ORBI Sp. z o.o. w okresie 26 września 2007 – 26 września 2008 wyniosły 4 661 324,76 zł (cztery miliony sześćset sześćdziesiąt jeden tysięcy trzysta dwadzieścia cztery złote i siedemdziesiąt sześć groszy). Przyjęcie zlecenia zostało upublicznione raportem bieżącym numer 46/2008 z 26 września 2008r.

#### **Zlecenie na finansowanie niewymagalnej wierzytelności o wartości nominalnej 328 tys. zł**

Zlecenie zostało przyjęte do finansowania w dniu 29 września 2008r. i dotyczyło niewymagalnej wierzytelności o nominalnej wartości 327 505 (trzysta dwadzieścia siedem tysięcy pięćset pięć) złotych. Po przyjęciu wierzytelności do finansowania obrotu z Przedsiębiorstwem Usługowo-Handlowym ORBI Sp. z o.o. w okresie 29 września 2007 – 29 września 2008 wyniosły 4 888 179,76 zł (cztery miliony osiemset osiemdziesiąt osiem tysięcy sto siedemdziesiąt dziewięć złotych i siedemdziesiąt sześć groszy). Przyjęcie zlecenia zostało upublicznione raportem bieżącym numer 47/2008 z 29 września 2008r.

#### **Nabycie wierzytelności o wartości nominalnej 5 100 000 zł**

CASH FLOW S.A. zakupił od Pani Ewy Wioletty Dudkiewicz wierzytelności o łącznej wartości nominalnej 5.100.000 (pięć milionów sto tysięcy) złotych. Dłużnikiem jest firma M.S.A. DECORS S.A. w upadłości z siedzibą w Dąbrowie Górniczej. Zakupione wierzytelności są w całości bezsporne, wymagalne, wolne od obciążeń i wad prawnych, nie uległy przedawnieniu oraz nie istnieją inne ograniczenia w obrocie niniejszymi wierzytelnościami. W ocenie Zarządu zabezpieczenie hipoteczne wierzytelności w pełni zabezpiecza koszty inwestycji.

W skład zakupionych wierzytelności wchodzi następujące jednostkowe świadczenia pieniężne i prawa:

- a. świadczenie pieniężne o wartości 647.131,18 zł wraz z odsetkami ustawowymi
- b. świadczenie pieniężne w wysokości 1.280.357,88 euro wynikające z należności głównej i przysługującej jej odsetek oraz innych świadczeń
- c. 10.050 zł tytułem zwrotu kosztów sądowych
- d. Hipoteka umowna w kwocie 800.000 złotych ustanowiona na nieruchomości Dłużnika w Dąbrowie Górniczej
- e. Hipoteka kaucyjna do kwoty 1.280.375,88 euro ustanowiona na nieruchomości Dłużnika w Dąbrowie Górniczej

Warunkiem dokonania zapłaty przez CASH FLOW S.A. za wyżej wymienione wierzytelności jest łączne spełnienie następujących przesłanek:

1. dostarczenie CASH FLOW S.A. kopii dokumentów potwierdzających sprostowanie wpisu hipoteki umownej ustanowionej na nieruchomości Dłużnika
2. uznanie przez syndyka upadłości Dłużnika wierzytelności objętych niniejszą umową w pełnej wysokości tzn. nie mniejszej niż 5.100.000 (pięć milionów sto tysięcy) złotych

Zgodnie z umową zapłata w wysokości 3.300.000 (trzy miliony trzysta tysięcy) złotych zostaje rozłożona na 4 raty płatne w odstępach 6 miesięcznych do 31 grudnia 2009 roku. Pozostałe warunki umowy nie odbiegają od powszechnie stosowanych w obrocie wierzytelności.

**Przyjęcie zabezpieczenia w formie przewłaszczenia udziałów Spółki korzystającej z faktoringu**

9 lipca 2008r. CASH FLOW S.A. podpisał z udziałowcami swojego klienta factoringowego – firmy OBLIK Sp. z o.o. umowę, której celem jest zabezpieczenie transakcji factoringowych jakie przeprowadza CASH FLOW S.A. na rzecz OBLIK Sp. z o.o. Zabezpieczenie polega na przeniesieniu na CASH FLOW S.A. 400 udziałów w spółce OBLIK Sp. z o.o. z siedzibą w Łodzi stanowiących 100 procent kapitału zakładowego OBLIK Sp. z o.o. w następujący sposób:

- Pan Edward Bukowski przenosi na CASH FLOW S.A. 36 (trzydzieści sześć) udziałów OBLIK Sp. z o.o. o łącznej wartości nominalnej 16 200 (szesnaście tysięcy dwieście) złotych
- Pan Zbigniew Grzegorz Kmiecik przenosi na CASH FLOW S.A. 364 (trzysta sześćdziesiąt cztery) udziały OBLIK Sp. z o.o. o łącznej wartości nominalnej 163 800 (sto sześćdziesiąt trzy tysiące osiemset) złotych

Przejęcie wyżej wymienionych udziałów przez CASH FLOW S.A. nastąpiło z dniem podpisania umowy, czyli z dniem 9 lipca 2008r, przy czym jeżeli wszystkie należności wynikające z umów factoringowych zostaną uiszczone przez OBLIK Sp. z o.o., przewłaszczone udziały zostaną zwrócone dotychczasowym udziałowcom (ich własność wróci do poprzednich właścicieli). Jeżeli należności wynikające z umów factoringowych podpisanych przez OBLIK Sp. z o.o. nie zostaną spłacone, przewłaszczone udziały ostatecznie pozostaną własnością CASH FLOW S.A., dodatkowo CASH FLOW S.A. na poczet spłaty przez OBLIK Sp. z o.o. należności factoringowych będzie mógł zaliczyć 400 przewłaszczonych udziałów, które odpowiadają wartości 50 procent kwoty wymagalnych zobowiązań OBLIK Sp. z o.o. wobec CASH FLOW S.A. Ostateczne rozliczenie przewłaszczonych udziałów nie będzie zwalniać OBLIK Sp. z o.o. ze spłaty pozostałej części zobowiązań.

CASH FLOW S.A. zastrzegł sobie prawo do dowolnego zbycia przewłaszczonych udziałów lub innego rozporządzenia przewłaszczonymi udziałami. Uzyskane w ten sposób środki finansowe zostaną wtedy zaliczone na poczet spłaty zobowiązań OBLIK Sp. z o.o. wobec CASH FLOW S.A., a ewentualna nadwyżka zostanie zwrócona Panom Edwardowi Bukowskiemu i Zbigniewowi Grzegorzowi Kmiecikowi.

Wszystkie koszty związane z podpisaniem umowy przewłaszczenia udziałów i spłaty zobowiązań wobec CASH FLOW S.A. ponosi Przewłaszczający (Panowie Edward Bukowski i Zbigniew Grzegorz Kmiecik).

**Zmiany znaczących kontraktów i umów****Porozumienie o Zapłacie z Florestad Trading Limited**

2 września 2008r. CASH FLOW S.A. podpisał z Florestad Trading Limited Porozumienie o Zapłacie dotyczące wcześniejszej umowy sprzedaży 167.005 udziałów Prima Charter Sp. z o.o. spółce Florestad Trading Limited z 29 lutego 2008 roku (umowa została upubliczniona Raportem bieżącym numer 17/2008 z 29 lutego 2008r.). Porozumienie reguluje sposób zaksięgowania dokonanych wpłat przez Florestad Trading Limited w kwocie 1.000.000 zł, spłaty pozostałej części za udziały Prima Charter Sp. z o.o. oraz kwestie związane z zabezpieczeniem należności za udziały, w tym naliczeniu odsetek za prolongatę płatności.

W Porozumieniu strony uzgodniły, iż CASH FLOW S.A. prolonguje (przedłuża) dłużnikowi zapłatę części należności w wysokości 2.800.100zł o kolejne 6 miesięcy do dnia 2 marca 2009 roku. CASH FLOW S.A. obciąży z tego tytułu dłużnika odsetkami prolongacyjnymi w kwocie 210.000zł co odpowiada przybliżonej rocznej stopie w wysokości 15%, płatne 2 marca 2009 roku. W umowie dłużnik upoważnił CASH FLOW S.A. do wypełnienia i egzekucji w razie opóźnienia w płatności weksla in blanco z własnego wystawienia.

Dłużnik wierzytelności – Florestad Trading Limited – przedstawił przed podpisaniem porozumienia bieżące informacje o posiadanym majątku a w szczególności papierach wartościowych o ograniczonej płynności, które zamierza zbyć w okresie prolongacyjnym celem spłaty swojego zobowiązania wobec CASH FLOW S.A.

Przed podpisaniem porozumienia, przedstawiciel Florestad Trading Limited przedstawił potwierdzenia wykonania w dniu 2 września 2008 przelewów bankowych z zagranicy na rachunek CASH FLOW S.A. w kwocie 1.000.000zł celem spłaty swoich zobowiązań oraz złożył oświadczenie, iż z przelewu tego część w kwocie 460.000zł winna być zarachowana na umowę sprzedaży weksla z dnia 29 lutego 2008 roku a pozostała część w kwocie 540.000zł winna być zarachowana na umowę sprzedaży udziałów z 29 lutego 2008 roku.

CASH FLOW S.A. akceptuje taki sposób księgowania. Po zaksięgowaniu przelewu umowa sprzedaży weksla pozostanie spłacona w całości a pozostała od spłaty należność z tytułu odnowienia należności z umowy

sprzedaży udziałów pozostanie w wysokości 2.800.100zł oraz odsetki w wysokości 210.000zł.

#### Utworzenie spółek zależnych od CASH FLOW S.A.

##### Rejestracja spółki Fincapex Limited z siedzibą w Nikozji

25 lipca 2008r. w cypryjskim Rejestrze Spółek działającym przy Ministerstwie Handlu, Przemysłu i Turystyki, Departamencie Rejestru Handlowego i Spraw Upadłościowych została zarejestrowana jako spółka z ograniczoną odpowiedzialnością spółka Fincapex Limited z siedzibą w Nikozji. Kapitał założycielski Fincapex Ltd wynosi 200 000 euro i dzieli się na 200 000 udziałów o wartości nominalnej 1 euro. Właścicielem wszystkich udziałów jest CASH FLOW S.A., przy czym udziały nie zostały jeszcze opłacone.

W przyszłości nowo założona spółka nie planuje prowadzić działalności operacyjnej a raczej pozostanie spółką specjalnego przeznaczenia (SPV) która będzie w grupie holdingu nabywać i zbywać wybrane aktywa finansowe a w szczególności akcje i udziały w spółkach, którymi grupa CASH FLOW S.A. zdecyduje się obracać. W tej chwili nie ma jeszcze żadnych decyzji jakie ewentualnie akcje lub udziały nabędzie nowo zarejestrowana spółka. Zarząd planuje, że nowa spółka przejmie w przyszłości posiadane w tej chwili przez CASH FLOW S.A. udziały w innych spółkach, ale zastrzega, iż plany te mogą ulec zmianie.

Ewentualne przyszłe potrzeby kapitałowe nowo rejestrowanej spółki zarząd planuje zaspakając w formie objęcia przez CASH FLOW S.A. nowej emisji udziałów lub w formie zasilenia spółki kapitałem dłużnym od CASH FLOW S.A. lub od innych podmiotów. Spółka w zamierzeniach ma pozostać własnościowo w 100% podmiotem zależnym od CASH FLOW S.A. Wybór siedziby spółki na Cyprze wynika głównie z korzystnych rozwiązań prawnych i podatkowych tej jurysdykcji. Zarząd CASH FLOW S.A. ocenia, iż nowo zarejestrowana spółka nie będzie miała krótkoterminowo istotnego wpływu na wyniki CASH FLOW S.A. Ewentualny, korzystny wpływ na wyniki CASH FLOW S.A. może powstać w perspektywie kilkuletniej a wynikać on może z oszczędności wynikających z korzystnych rozwiązań prawnych i podatkowych w jurysdykcji nowej spółki.

## **2. Opis czynników i zdarzeń, w szczególności o nietypowym charakterze, mających znaczący wpływ na osiągnięte wyniki finansowe;**

W III kwartale 2008 nie wystąpiły czynniki lub zdarzenia o nietypowym charakterze, które miałyby znaczący wpływ na osiągnięte wyniki finansowe. Czynnikiem niezależnym od CASH FLOW S.A. mającym istotny wpływ na strukturę sprzedaży i osiągane wyniki finansowe jest dotychczasowe wysokie tempo wzrostu gospodarczego. Tempo wzrostu gospodarczego znacząco przekraczające 5 procent w skali roku powodowało zwiększony popyt na usługi finansowania (factoring, pożyczki krótkoterminowe, finansowanie zobowiązań), przy obniżonym popycie na usługi windykacyjne.

Jednocześnie Spółka dostrzegła w II i III kwartale pierwsze oznaki spowolnienia gospodarczego w postaci zwiększenia ilości i wartości dostępnych wierzytelności pochodzących z obrotu gospodarczego. W ocenie Spółki przyczyną większej ilości wierzytelności są podwyższone koszty działalności w przedsiębiorstwach przy ograniczonych możliwościach ich przełożenia na klientów. W przypadku kontynuacji trendu lub jego wzmocnienia, można spodziewać się zwiększenia przychodów z tytułu usług windykacyjnych w kolejnych okresach przy niezmienionym lub podwyższonym popycie na usługi factoringowe. W tym przypadku factoring będzie traktowany jako instrument podwyższenia płynności finansowej w krótkim okresie lub jako instrument pozwalający na oferowanie klientom zakupu towaru lub usługi na dłuższy kredyt kupiecki.

## **3. Objasnienia dotyczące sezonowości lub cykliczności działalności emitenta w prezentowanym okresie;**

Działalność CASH FLOW S.A. ma charakter usług finansowych koncentrujących się na obsłudze małych i średnich przedsiębiorstw w zakresie factoringu, pożyczek, windykacji, usług finansowania oraz dużych przedsiębiorstw w zakresie windykacji oraz indywidualnie projektowanych rozwiązań finansowych. Z punktu widzenia rodzaju sprzedawanej usługi – produktu działalność CASH FLOW S.A. można podzielić na następujące sektory:

- Usługi związane z obsługą wierzytelności wymagalnych pochodzących z obrotu gospodarczego
- Usługi factoringowe i pochodne dotyczące obsługi niewymagalnych wierzytelności pochodzących z obrotu gospodarczego (najczęściej factoring i usługi finansowania zobowiązań lub należności)

- Usługi pożyczkowe skierowane do MSP (małe i średnie przedsiębiorstwa) oraz osób prowadzących działalność gospodarczą
- Indywidualnie projektowane produkty finansowe pod określone potrzeby danego klienta

Cykliczność, sezonowość lub zmiany tempa rozwoju działalności CASH FLOW S.A. zależą ściśle od sytuacji na poszczególnych rynkach, kondycji finansowej firm i warunków makroekonomicznych wpływających na dynamikę poszczególnych rynków. W 2007 roku polska gospodarka przechodziła okres wzmożonego wzrostu gospodarczego. Dla CASH FLOW S.A. wzrost gospodarczy oznaczał:

- Zmniejszenie liczby dostępnych na rynku wierzytelności pochodzących z obrotu gospodarczego
- Zwiększenie płynności finansowej i wypłacalności dłużników będących podmiotem działań windykacyjnych (skrócenie okresu niezbędnego do zakończenia pozyskanej do windykacji wierzytelności, zwiększenie stopy zwrotu z wierzytelności w określonym zakresie czasowym)
- Zwiększenie zapotrzebowania na factoring i pożyczki krótkookresowe przy jednoczesnym obniżeniu poziomu ryzyka z nimi związanego
- Zwiększenie udziału kapitałochłonnych usług oferowanych przez CASH FLOW S.A. w strukturze sprzedaży usług i produktów Emitenta

W rezultacie Spółka znacząco zwiększyła udział usług finansowania (factoring, pożyczki krótkookresowe, usługi finansowania należności lub zobowiązań klientów) w ogólnej strukturze sprzedaży. W strukturze sprzedaży zmniejszeniu uległ udział usług windykacyjnych.

W I połowie 2008 roku wystąpiły symptomy spowolnienia gospodarczego oraz wpływu ogólnoswiatowego kryzysu finansowego na gospodarkę polski i zdolność polskich przedsiębiorstw do zachowania płynności finansowej. W dłuższej perspektywie można oczekiwać znacznego spadku tempa wzrostu gospodarczego oraz znacznego nasilenia się problemu zatorów płatniczych. Opisywane zjawiska w opinii CASH FLOW S.A. mogą mieć następujący wpływ na działalność CASH FLOW S.A.:

- Zwiększy się liczba dostępnych na rynku wierzytelności pochodzących z obrotu gospodarczego
- Zmniejszy się płynność finansowa i wypłacalność dłużników będących podmiotem działań windykacyjnych (wydłużenie okresu niezbędnego do zakończenia pozyskanej do windykacji wierzytelności, zwiększenie stopy zwrotu z wierzytelności w określonym zakresie czasowym, a w skrajnych przypadkach może wystąpić konieczność przeszacowania wartości wierzytelności)
- Zwiększenie się zapotrzebowania na pożyczki krótkookresowe kosztem factoringu, natomiast sam factoring zmieni swoje przeznaczenie z finansowania rozwoju danej firmy na zminimalizowanie skutków okresowego spadku płynności finansowej
- Zwiększenie udziału mniej kapitałochłonnych usług w strukturze sprzedaży

W rezultacie w dłuższej perspektywie można oczekiwać zwiększenia udziału usług windykacyjnych w ogólnej strukturze sprzedaży CASH FLOW S.A. Niemniej w 2008 ze względu na zmianę wszystkich segmentów rynku może dojść do krótkoterminowej fluktuacji w przychodach i wynikach finansowych Emitenta. Zjawisko takie w opinii CASH FLOW S.A. będzie miało charakter jednorazowy, ponieważ w normalnej działalności Spółki nie występują okresy różniące się między sobą pod kątem pozyskiwanych spraw, co do ich wartości, ilości lub stopnia skomplikowania procesu ich obsługi. W danych historycznych za 2006 można zauważyć przyspieszenie od III kwartału 2006r, lecz przyspieszenie nie wynika z sezonowości działalności, ale z pozyskania 20 milionów złotych z emisji akcji serii C w II kwartale 2006.

#### **4. Informacje dotyczące emisji, wykupu i spłaty dłużnych i kapitałowych papierów wartościowych;**

W okresie objętym niniejszym raportem okresowym Emitent nie emitował, ani nie prowadził wykupu czy spłaty dłużnych i kapitałowych papierów wartościowych.

#### **5. Informacje dotyczące wypłaconej (lub zadeklarowanej) dywidendy, łącznie i w przeliczeniu na jedną akcję, z podziałem na akcje zwykłe i uprzywilejowane;**

Emitent w okresie objętym niniejszym raportem okresowym nie deklarował i nie wypłacał dywidendy.

## **6. Wskazanie zdarzeń, które wystąpiły po dniu, na który sporządzono skrócone kwartalne sprawozdanie finansowe, nieujętych w tym sprawozdaniu, a mogących w znaczący sposób wpłynąć na przyszłe wyniki finansowe emitenta;**

Skrócone kwartalne sprawozdanie finansowe zostało przygotowane na dzień 30 września 2008r. Od daty publikacji niniejszego raportu wystąpiły następujące zdarzenia mogące wpłynąć na przyszłe wyniki finansowe emitenta:

### **Zakup nieruchomości w centrum Dąbrowy Górniczej oraz obciążenie jej hipoteką**

6 października 2008 została sfinalizowana transakcja zakupu nieruchomości przy ulicy 3 Maja 11 w Dąbrowie Górniczej, która została wylicytowana przez CASH FLOW S.A. w ramach przetargu zorganizowanego przez Prezydenta Miasta Dąbrowy Górniczej w dniu 27 czerwca 2008r. Cena zakupu nieruchomości wyniosła 3 273 500 (trzy miliony dwieście siedemdziesiąt trzy tysiące pięćset) złotych. Zakup został sfinansowany w 80 procentach (tj. 2 618 800,00 zł) za pomocą kredytu bankowego oraz w 20 procentach (tj. 654 700 zł) za pomocą środków własnych Spółki. W dniu 6 października nastąpiło podpisanie aktu notarialnego przenoszącego prawo własności nieruchomości na CASH FLOW S.A.

Zakupiona nieruchomość znajduje się w ścisłym centrum Dąbrowy Górniczej, przy ulicy pełniącej rolę głównego traktu handlowego miasta. Na nieruchomość składa się dwukondygnacyjny budynek usługowy o powierzchni użytkowej 1420 metrów kwadratowych wyposażony we wszystkie niezbędne media (instalacja elektryczna, wodnokanalizacyjna, teletechniczna, centralne ogrzewanie) oraz parking samochodowy. Stan techniczny nieruchomości nie budzi zastrzeżeń. Powierzchnia użytkowa jest objęta wieloletnimi umowami najmu. Zgodnie z miejscowym planem zagospodarowania przestrzennego Dąbrowy Górniczej, nieruchomość jest oznakowana jako teren usług publicznych i komercyjnych. CASH FLOW S.A. traktuje zakupioną nieruchomość jako inwestycję generującą stałe miesięczne przychody, nie wyklucza jednocześnie, że część nieruchomości zaadaptuje na własne potrzeby.

CASH FLOW S.A. po nabyciu nieruchomości złożył oświadczenie o ustanowieniu na przedmiotowej nieruchomości hipoteki do kwoty 5 240 000 (pięć milionów dwieście czterdzieści tysięcy) na rzecz Banku Spółdzielczego w Katowicach. Ustanowienie hipoteki jest związane z zabezpieczeniem kredytu bankowego w Banku Spółdzielczym w Katowicach na kwotę 2 618 800,00 zł na zakup przedmiotowej nieruchomości na okres 20 lat do roku 2028.

### **Przyjęcie do finansowania wierzytelności niewymagalnej o wartości nominalnej 182 tys. zł**

20 października 2008r. CASH FLOW S.A. przyjął od Przedsiębiorstwa Usługowo-Handlowego ORBI Sp. z o.o. zlecenie na finansowanie niewymagalnej wierzytelności o wartości nominalnej 182 203,93 zł (sto osiemdziesiąt dwa tysiące dwieście trzy złote i dziewięćdziesiąt trzy grosze). Zlecenie stanowi załącznik do umowy Finansowania Należności z 23 października 2006r.

W ramach umowy Finansowania Należności z 23 października 2006 CASH FLOW S.A. zobowiązał się do finansowania działalności ORBI Sp. z o.o. poprzez nabywanie niewymagalnych należności spółki ORBI Sp. z o.o. pochodzących od wybranych kontrahentów. Poprzez wykup należności finansowany – ORBI Sp. z o.o. zyskuje niezbędne środki do bieżącej działalności lub wykonania umowy, których dotyczą finansowane przez CASH FLOW S.A. należności. Finansowanie jest udzielane na okres od momentu przyjęcia należności do wykupu do momentu, kiedy należność stanie się wymagalna.

Wynagrodzenie CASH FLOW S.A. składa się z dwóch składników: jednorazowych opłat administracyjnych oraz odsetek za korzystanie z kapitału. Zabezpieczeniem umowy jest zastaw rejestrowy na części majątku ORBI Sp. z o.o., oraz wpis do hipoteki na nieruchomości finansowanej Spółki oraz 2 weksle gwarancyjne In blanco wraz z deklaracją wekslową. Pozostałe szczegółowe warunki umowy nie odbiegają od powszechnie stosowanych w tego typu umowach.

Po przyjęciu do finansowania niewymagalnej należności o wartości 182 203,93 zł (sto osiemdziesiąt dwa tysiące dwieście trzy złote i dziewięćdziesiąt trzy grosze), obroty CASH FLOW S.A. z ORBI Sp. z o.o. w okresie 20 październik 2007 – 20 październik 2008 wynosiły 4 860 654,43 zł (cztery miliony osiemset sześćdziesiąt tysięcy sześćset pięćdziesiąt cztery złote i czterdzieści trzy grosze).

**Aneks do umowy przelewu wierzytelności o wartości nominalnej 5 100 000 zł**

3 listopada CASH FLOW S.A. podjął informację o podpisaniu aneksu do Umowy Przelewu Wierzytelności pomiędzy Panią Ewą Dutkiewicz a Emitentem dotyczącą wierzytelności o wartości nominalnej 5 100 000 złotych (umowa zakupu wierzytelności została upubliczniona Raportem bieżącym numer 39/2008 z 8 lipca 2008r.). Aneks do umowy reguluje warunki płatności za wierzytelności.

Zgodnie z treścią aneksu cena zakupu wierzytelności zostaje zmniejszona o 60 000 (sześćdziesiąt tysięcy) złotych i wynosi obecnie 3 240 000 (trzy miliony dwieście czterdzieści tysięcy) złotych. Poprzednia cena zakupu wynosiła 3 300 000 (trzy miliony trzysta tysięcy) złotych.

W zamian za obniżenie ceny zakupu kupujący, tj. CASH FLOW S.A. zgodził się na jednorazową modyfikację harmonogramu płatności. Zgodnie z treścią umowy CASH FLOW S.A. miał zapłacić ratę w wysokości 900 000 (dziewięćset tysięcy) złotych do 31 grudnia 2008r. Zgodnie z treścią aneksu do umowy pierwotna rata została rozbita na dwie raty: pierwszą w wysokości 450 000 (czterysta pięćdziesiąt tysięcy) złotych, która została zapłacona z wyprzedzeniem w październiku 2008r. oraz drugą w wysokości 390 000 płatną do końca grudnia 2008r.

Pozostałe warunki umowy przelewu wierzytelności pomiędzy CASH FLOW S.A. i Panią Ewą Dutkiewicz nie uległy zmianie. Zgodnie z wiedzą Emitenta nie zostały jeszcze spełnione warunki dokonania płatności tj.

1. dostarczenie CASH FLOW S.A. kopii dokumentów potwierdzających sprostowanie wpisu hipoteki umownej ustanowionej na nieruchomości Dłużnika
2. uznanie przez syndyka upadłości Dłużnika wierzytelności objętych niniejszą umową w pełnej wysokości tzn. nie mniejszej niż 5.100.000 (pięć milionów sto tysięcy) złotych

**7. Informacja dotycząca zmian zobowiązań warunkowych lub aktywów warunkowych, które nastąpiły od czasu zakończenia ostatniego roku obrotowego.**

Emitent nie posiada należności ani zobowiązań warunkowych

**8. Opis organizacji grupy kapitałowej emitenta, ze wskazaniem jednostek podlegających konsolidacji;**

W okresie objętym raportem za III kwartał 2008 CASH FLOW S.A. nie tworzył grupy kapitałowej oraz nie posiadał jednostek objętych konsolidacją. Na dzień publikacji niniejszego raportu (30 września 2008r.) CASH FLOW S.A. posiada bezpośrednio lub pośrednio udziały w następujących podmiotach:

**EXTEM INWESTYCJE SP. Z O.O.**

CASH FLOW S.A. na dzień 9 września 2008r. posiadał 1200 udziałów w spółce Extem Inwestycje Sp. z o.o. stanowiące 60 procent jej kapitału zakładowego. Jednostka nie podlega konsolidacji ze względu na niewielkie znaczenie dla osiągniętych przez CASH FLOW S.A. wyników finansowych w 2007 roku i I połowie 2008r. Wyłączenie Extem Inwestycje Sp. z o.o. z obowiązku konsolidacji wynika z art. 56 ustawy o rachunkowości, w myśl której obowiązek konsolidacji pojawia się przy spełnieniu minimum 2 z 3 podanych poniżej przesłanek:

- 1) łączne średnioroczne zatrudnienie w przeliczeniu na pełne etaty wyniosło nie więcej niż 250 osób,
- 2) łączna suma bilansowa w walucie polskiej nie przekroczyła równowartości 7 500 000 euro,
- 3) łączne przychody netto ze sprzedaży produktów i towarów oraz operacji finansowych w walucie polskiej nie przekroczyły równowartości 15 000 000 euro.

Na dzień publikacji niniejszego raportu powyższe założenia nie zostały spełnione. Zarząd CASH FLOW S.A. przewiduje, że powyższe warunki zostaną spełnione z końcem 2008 roku i CASH FLOW S.A. będzie publikował skonsolidowane sprawozdania finansowe obejmujące wyniki finansowe Extem Inwestycje Sp. z o.o. począwszy od 2009 roku.

**FINCAPEX LIMITED z siedzibą w Nikozji (Cypr)**

W dniu 25 lipca 2008r. w cypryjskim Rejestrze Spółek działającym przy Ministerstwie Handlu, Przemysłu i Turystyki, Departamencie Rejestru Handlowego i Spraw Upadłościowych została zarejestrowana jako spółka z ograniczoną odpowiedzialnością spółka Fincapex Limited z siedzibą w Nikozji. Udziały w zarejestrowanej spółce są wyłączną własnością CASH FLOW S.A. będącą w posiadaniu 100% udziałów i głosów. Kapitał autoryzowany spółki wynosi 200.000 Euro i dzieli się na 200.000 udziałów o nominalne 1 Euro każdy. Na dzień sporządzania sprawozdania kapitał spółki nie został opłacony.

**E-MEDIA INVESTMENT SP. Z O.O.**

CASH FLOW S.A. razem z Extem Inwestycje Sp. z o.o. posiadają 216 udziałów w spółce E-media Investment Sp. z o.o. o łącznej wartości nominalnej 453 600 zł, stanowiących 74,23 procent kapitału zakładowego E-media Investment Sp. z o.o. Udziały będące w posiadaniu CASH FLOW S.A. (37 udziałów o łącznej wartości nominalnej 77 700 zł) stanowią 12,72 procent kapitału zakładowego E-media Investment Sp. z o.o., a udziały posiadane przez Extem Inwestycje Sp. z o.o. (179 udziałów o łącznej wartości 375 900 zł) odpowiadają 61,51 procent kapitału zakładowego E-media Investment Sp. z o.o. Z uwagi na niski udział CASH FLOW S.A. w strukturze kapitału E-media Investment Sp. z o.o. oraz brak istotnego wpływu Spółki na wyniki finansowe Emitenta, E-media Investment nie podlega konsolidacji.

**9. Informacje o transakcjach z podmiotami powiązаныmi lub jednostkami zależnymi**

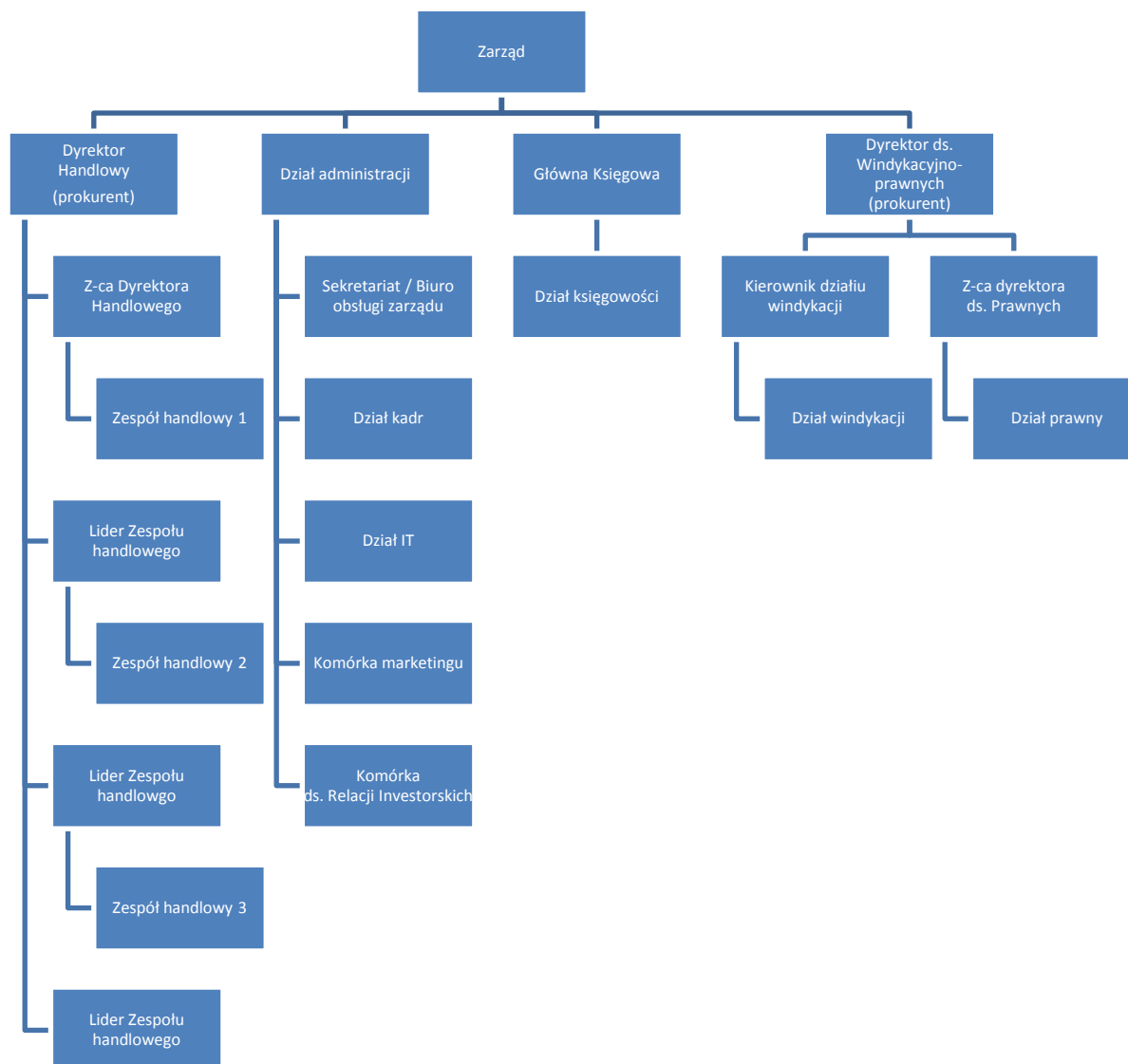
W III kwartale 2008 CASH FLOW S.A. nie przeprowadzał transakcji z podmiotami powiązаныmi lub jednostkami zależnymi, których wartość (lub łączna wartość transakcji z danym podmiotem od początku roku) przekroczyłaby wartość 500 000 euro i które nie byłyby transakcjami rutynowymi i typowymi dla danej działalności oraz nie zostałyby zawarte na warunkach rynkowych.

**10. Wskazanie skutków zmian w strukturze jednostki gospodarczej,**

W III kwartale 2008 zmiany, które dotyczą lub potencjalnie mogą dotyczyć jednostki gospodarczej CASH FLOW S.A. polegały na zarejestrowaniu spółki Fincapex Limited z siedzibą w Nikozji w cypryjskim Ministerstwie Handlu, Przemysłu i Turystyki, Departamencie Rejestru Handlowego i Spraw Upadłościowych oraz na zmianach w strukturze organizacyjnej CASH FLOW S.A. W III kwartale 2008 roku zostały również przewłaszczone na rzecz CASH FLOW S.A. udziały klienta factoringowego Emitenta – Spółki OBLIK Sp. z o.o., ale przewłaszczenie udziałów jest jedynie zabezpieczeniem prowadzonych na rzecz OBLIK Sp. z o.o. działań factoringowych i nie należy traktować przewłaszczenia jako inwestycji.

Zmiany struktury organizacyjnej CASH FLOW S.A. polegały na reorganizacji Działu Handlowego. W Dziale Handlowym w miejsce dotychczasowych 2 Teamów zadaniowych zostały utworzone 3 zespoły handlowe (CASH FLOW S.A. przewiduje wzrost liczby zespołów zadaniowych do 4 do końca bieżącego roku). Każdy zespół handlowy jest kierowany przez Lidera, którym jest doświadczony i efektywny handlowiec posiadający umiejętności kierownicze oraz określone uprawnienia menedżerskie. Zmiana organizacji Działu Handlowego ma na celu:

- Przyspieszenie procesu transferu wiedzy i umiejętności od doświadczonych pracowników do mniej doświadczonych lub nowo przyjętych
- Zwiększenie efektywności pracy poszczególnych pracowników zatrudnionych w Dziale Handlowym
- Zwiększenie efektywności procesu motywowania poszczególnych pracowników

**Schemat organizacyjny CASH FLOW S.A. (4 listopad 2008r.)****11. Stanowisko zarządu odnośnie możliwości zrealizowania wcześniej publikowanych prognoz wyników na dany rok**

Zarząd CASH FLOW S.A. nie podjął decyzji o przygotowaniu i publikacji prognoz obejmujących 2008 rok lub szczegółowo okres objęty niniejszym raportem kwartalnym. Emitent nie planuje publikacji prognoz finansowych do momentu zakończenia wdrożenia MSR (Międzynarodowe Standardy Rachunkowości). Zgodnie z decyzją WZA z 30 czerwca 2008r. CASH FLOW S.A. będzie publikował dane finansowe zgodnie z MSR poczynając od 1 stycznia 2009r.

Powyższa decyzja została podjęta ze względu na istniejące różnice pomiędzy obecnie stosowanymi przez Spółkę Polskimi Standardami Rachunkowości a Międzynarodowymi Standardami Rachunkowości przy wykazywaniu przychodów z windykacji wierzytelności na zlecenie przyjmowanymi w oparciu o Umowę Powierniczego Przelewu Wierzytelności (UPPW). Zgodnie z Polskimi Standardami wierzytelności przyjmowane do windykacji na podstawie UPPW są traktowane jako umowa warunkowego, tymczasowego kupna wierzytelności. W ramach umowy zapłatą za wierzytelność są środki finansowe uzyskane ze spieniężenia wierzytelności (ściągnięcie długu lub sprzedaż całej wierzytelności), a wynagrodzeniem dla CASH FLOW S.A. jest prowizja pośrednika. Rozwiązanie miało na celu maksymalne uproszczenie operacji księgowych związanych z obsługą

klienta, niemniej powoduje też następujące efekty:

- Umowa Powierniczego Przelewu Wierzytelności czasowo przenosi prawo do własności wierzytelności na CASH FLOW S.A. Tym samym pozyskana wierzytelność staje się częścią majątku CASH FLOW S.A. (należności krótkookresowe po stronie aktywów bilansu). W ramach umowy Spółka zobowiązuje się ściągnąć od dłużnika zadłużenie i przekazać je klientowi z uwzględnieniem określonej prowizji. Stąd też po stronie pasywów w bilansie wierzytelność zasila pozycję zobowiązania krótkoterminowe. W praktyce wzrost pozycji zobowiązań krótkookresowych nie oznacza więc zadłużenia Spółki, a jedynie odzwierciedla wartość i ilość podpisanych z klientami zleceń na windykację opartych o UPPW
- Ponieważ wierzytelność jest wykazywana w bilansie, jej pozyskanie jest traktowane jako przychód Spółki (wykazywane w pozycji Przychody netto ze sprzedaży w Rachunku Zysków i Strat), jednocześnie ściągnięte i przekazane wierzycielowi zadłużenie jest traktowane jako koszt sprzedaży (wykazywane w pozycji Koszt wytworzenia sprzedanych produktów w Rachunku Zysków i Strat).

Po wdrożeniu MSR zmieni się sposób wykazywania wierzytelności i przychodów związanych z UPPW w sprawozdaniach finansowych. Wierzytelności pozyskane w ramach UPPW w praktyce są jedynie powierzone CASH FLOW S.A. na okres windykacji, a zatem zgodnie z MSR nie będą wykazywane w bilansie jako należności krótkoterminowe (aktywa) oraz zobowiązania krótkoterminowe (pasywa). Ponieważ wierzytelności nie będą wykazywane w bilansie, ich pozyskanie w Rachunku Zysku i Strat nie będzie wykazywane jako przychód netto obciążony wysokimi kosztami wytworzenia, a w zamian przychodem będzie jedynie prowizja CASH FLOW S.A. związana z odzyskaniem danego długu. Tym samym dojdzie do księgowego zmniejszenia przychodów CASH FLOW S.A. (operacja czysto księgową), co oczywiście nie będzie miało wpływu na zyski Spółki.

Uwzględniając powyższe różnice pomiędzy Polskimi Standardami Rachunkowości a MSR opublikowanie krótkookresowych prognoz (na 2008 rok) byłoby działaniem wprowadzającym w błąd osoby śledzące i analizujące wyniki finansowe CASH FLOW S.A. w 2008 roku. Prognoza musiałaby zostać opublikowana zgodnie z Polskimi Standardami Rachunkowości umożliwiając analizowanie postępów w oparciu o kolejne raporty okresowe. Po implementacji MSR i publikowaniu danych finansowych zgodnie z MSR, prognozy musiałby zostać skorygowane o wytyczne MSR (obniżenie przychodów netto, przy pozostawieniu niezmienionego zysku netto). Ponieważ rozpoczęcie stosowania MSR przewidziano na 1 stycznia 2009r., również z początkiem nowego roku doszłoby do korekty prognoz, co w opinii Zarządu spowodowałoby falę spekulacji odnośnie wyników finansowych za 2009 rok.

## 12. Wskazanie akcjonariuszy posiadających bezpośrednio lub pośrednio przez podmioty zależne co najmniej 5% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu emitenta na dzień przekazania raportu kwartalnego

Na dzień 1 lipca 2008 akcjonariuszami posiadającymi ponad 5% ogólnego udziału w głosach na WZA byli:

Imię i nazwisko	Podmiot będący bezpośrednio właścicielem akcji Emitenta	Liczba akcji		Udział w kapitale [%]	Liczba głosów	Udział w głosach na WZA [%]	
Igor Kazimierski	Garmint Limited z siedzibą w Nikozji	2 858 603		38,11%	7 418 603	47,86%	
		w tym	seria A	570 000	7,60%	2 850 000	18,39%
			seria B	2 280 000	30,40%	4 560 000	29,42%
			seria C	8 603	0,11%	8 603	0,06%
Grzegorz Gniady	Lune Capital Limited z siedzibą w Nikozji	2 159 765		28,80%	5 599 765	36,13%	
		w tym	seria A	430 000	5,73%	2 150 000	13,87%
			seria B	1 720 000	22,93%	3 440 000	22,19%
			seria C	9 765	0,13%	9 765	0,06%
<b>Razem</b>		<b>5 018 368</b>	<b>66,91%</b>	<b>13 018 368</b>	<b>83,99%</b>		

Na dzień przekazania niniejszego raportu okresowego tj. dzień 4 listopada 2008 akcjonariuszami posiadającymi ponad 5% ogólnego udziału w głosach na WZA byli:

Imię i nazwisko	Podmiot będący bezpośrednio właścicielem akcji Emitenta	Liczba akcji		Udział w kapitale [%]	Liczba głosów	Udział w głosach na WZA [%]	
Igor Kazimierski	Garmint Limited z siedzibą w Nikozji	2 858 603		38,11%	7 418 603	47,86%	
		w tym	seria A	570 000	7,60%	2 850 000	18,39%
			seria B	2 280 000	30,40%	4 560 000	29,42%
			seria C	8 603	0,11%	8 603	0,06%
Grzegorz Gniady	Lune Capital Limited z siedzibą w Nikozji	2 159 765		28,80%	5 599 765	36,13%	
		w tym	seria A	430 000	5,73%	2 150 000	13,87%
			seria B	1 720 000	22,93%	3 440 000	22,19%
			seria C	9 765	0,13%	9 765	0,06%
<b>Razem</b>		<b>5 018 368</b>		<b>66,91%</b>	<b>13 018 368</b>	<b>83,99%</b>	

\* dane opracowane na podstawie zawiadomień z art. 160 Ustawy z dnia 29 lipca 2005 o obrocie instrumentami finansowymi oraz zgodnie z danymi podanymi przez osoby zobowiązane.

Garmint Limited z siedzibą w Nikozji jest podmiotem kontrolowanym przez Pana Igora Kazimierskiego, Prezesa Zarządu Domu Obrotu Wierzytelnościami CASH FLOW S.A. Lune Capital Limited z siedzibą w Nikozji jest podmiotem kontrolowanym przez Pana Grzegorza Gniadego, Wiceprezesa Zarządu Spółki.

### 13. Zestawienie stanu posiadania akcji emitenta lub uprawnień do nich (opcji) przez osoby zarządzające i nadzorujące emitenta na dzień przekazania raportu kwartalnego, wraz ze wskazaniem zmian w stanie posiadania, w okresie od przekazania poprzedniego raportu kwartalnego, odrębnie dla każdej z osób;

Zmiany w stanie posiadania akcji członków Zarządu w okresie 4 sierpień 2008 – 4 listopad 2008r.:

Imię i nazwisko	Stan na 4.08.2008r	zmniejszenie	Zwiększenie	Stan na 04.11.2008r
Igor Kazimierski	2 858 603	0	0	2 858 603
Grzegorz Gniady	2 159 765	0	0	2 159 765

\* dane opracowane na podstawie zawiadomień z art. 160 Ustawy z dnia 29 lipca 2005 o obrocie instrumentami finansowymi oraz danych podanych przez osoby zobowiązane.

Akcje są posiadane przez członków zarządu poprzez podmioty zależne. Pan Igor Kazimierski, prezes CASH FLOW S.A. kontroluje 38,11 procent kapitału Spółki poprzez podmiot zależny – Garmint Limited z siedzibą w Nikozji. Pan Grzegorz Gniady, wiceprezes CASH FLOW S.A. kontroluje 28,80 procent kapitału akcyjnego Spółki poprzez podmiot zależny – Lune Capital Limited z siedzibą w Nikozji.

Zmiany w stanie posiadania akcji członków Rady Nadzorczej w okresie 4 sierpień 2008 – 4 listopad 2008r.:

Imię i nazwisko	Stan na 4.08.2008r	zmniejszenie	Zwiększenie	Stan na 4.11.2008r
Adam Kazimierski	725	0	0	725
Ryszard Gniady**	0	0	0	0
Witold Barański	0	0	0	0
Bartłomiej Pałęga	1300	0	0	1300
Paweł Bąk	0	0	0	0

\* dane opracowane na podstawie zawiadomień z art. 160 Ustawy z dnia 29 lipca 2005 o obrocie instrumentami finansowymi. Stan posiadanych przez Pana Bartłomieja Pałęgę akcji Emitenta uwzględnia transakcje przeprowadzone w lutym 2007 roku, zgłoszone Spółce 11 stycznia 2008r. zgodnie z Rozporządzeniem Ministra Finansów z dnia 15 listopada 2005r. w sprawie przekazywania i udostępniania informacji o niektórych transakcjach instrumentami finansowymi

**14. Wskazanie postępowań toczących się przed sądem, organem właściwym dla postępowania arbitrażowego lub organem administracji publicznej, z uwzględnieniem informacji w zakresie:**

- a) postępowania dotyczącego zobowiązań albo wierzytelności emitenta lub jednostki od niego zależnej, których wartość stanowi co najmniej 10% kapitałów własnych emitenta, z określeniem: przedmiotu postępowania, wartości przedmiotu sporu, daty wszczęcia postępowania, stron wszczętego postępowania oraz stanowiska emitenta,
- b) dwu lub więcej postępowań dotyczących zobowiązań oraz wierzytelności, których łączna wartość stanowi odpowiednio co najmniej 10% kapitałów własnych emitenta, z określeniem łącznej wartości postępowań odrębnie w grupie zobowiązań oraz wierzytelności wraz ze stanowiskiem emitenta w tej sprawie oraz, w odniesieniu do największych postępowań w grupie zobowiązań i grupie wierzytelności - ze wskazaniem ich przedmiotu, wartości przedmiotu sporu, daty wszczęcia postępowania oraz stron wszczętego postępowania;

Według swojej wiedzy, na dzień przekazania raportu Emitent nie jest stroną żadnego postępowania dotyczącego zobowiązań albo wierzytelności Emitenta, których wartość stanowi co najmniej 10% kapitałów własnych, z wyłączeniem postępowań dotyczących podstawowej działalności operacyjnej. W ramach podstawowej działalności, Emitent świadczy usługi windykacji wierzytelności, których elementem są postępowania sądowe.

- a) **Informacje o zawarciu przez emitenta lub jednostkę od niego zależną jednej lub wielu transakcji z podmiotami powiązanymi, jeżeli wartość tych transakcji (łączna wartość wszystkich transakcji zawartych w okresie od początku roku obrotowego) przekracza wyrażoną w złotych równowartość kwoty 500.000 euro**

W okresie 01.07.2008 – 30.09.2008 Emitent nie zawarł transakcji z podmiotami powiązanymi, których łączna lub jednostkowa wartość przekroczyła 500.000 euro.

- b) **Informacje o udzieleniu przez emitenta lub przez jednostkę od niego zależną poręczeń kredytu lub pożyczki lub udzieleniu gwarancji**

W okresie 01.07.2008 – 30.09.2008 Emitent nie udzielał poręczeń kredytów, pożyczek oraz nie udzielał gwarancji których jednostkowa wartość przekraczałyby wartość 10 procent kapitału własnego CASH FLOW S.A.

**15. Inne informacje, które zdaniem emitenta są istotne dla oceny jego sytuacji kadrowej, majątkowej, finansowej, wyniku finansowego i ich zmian, oraz informacje, które są istotne dla oceny możliwości realizacji zobowiązań przez emitenta oraz będą miały wpływ na osiągnięte w perspektywie najbliższych kwartałów wyniki finansowe****Wprowadzenie na rynek polis ubezpieczenia od kosztów windykacji**

CASH FLOW S.A. w 2006 roku zamierzając rozszerzyć swój zakres działania i rozszerzyć kanały dotarcia do potencjalnych klientów podpisał z TUV Concordia umowę o współpracy przy obsłudze polis ubezpieczeniowych od kosztów windykacji. Polisy ubezpieczeniowe są skonstruowane w taki sposób, aby w przypadku wystąpienia zdarzenia windykacyjnego (powstania długu, opóźnienia zapłaty faktury przez kontrahenta), przedsiębiorca mógł w ramach ubezpieczenia mieć zapewnioną obsługę windykacyjną. Poszczególne pakiety ubezpieczeń definiują zakres działań windykacyjnych i ich koszt (pokrywany przez polisę).

Sprzedaż polis ubezpieczeniowych zgodnie z umową jest zarezerwowana do kompetencji TUV Concordia, która ma sprzedawać polisy ubezpieczeniowe korzystając z sieci swoich agentów, przedstawicielstw itp. CASH FLOW S.A. jest wyłącznym podmiotem odpowiedzialnym za prowadzenie czynności windykacyjnych w zakresie i kosztach przewidzianych przez poszczególne rodzaje polis.

Na dzień publikacji niniejszego raportu okresowego, CASH FLOW S.A. nie otrzymał żadnego zlecenia na

likwidację zdarzenia likwidacyjnego objętego polisą, jak również Emitent nie posiada wiążących informacji dotyczących sprzedaży przez Concordię polis ubezpieczeniowych.

W ocenie CASH FLOW S.A. ze względu na dotychczasowe, wysokie tempo wzrostu gospodarczego, popyt na ubezpieczenia kosztów windykacji mógł się utrzymywać na stosunkowo niskim poziomie, który powstrzymywał prace nad pełnym wprowadzeniem produktu na rynek. Ze względu na pierwsze symptomy spowolnienia gospodarczego, w perspektywie 1 roku może dojść do zwiększenia się problemu z opóźnieniami płatności, powstawania zadłużeń w obrocie gospodarczym. Jeżeli powyższy scenariusz potwierdzi się, CASH FLOW S.A. będzie starał się skłonić Concordię do ostatecznego wprowadzenia produktu na rynek.

### **Wzrost gospodarczy**

Polska gospodarka zgodnie z publikowanymi przez media ocenami ekonomistów oraz danymi rynkowymi powoli wchodzi w fazę spowolnienia wzrostu gospodarczego, który może potrwać do 2010 – 2011 roku (dane według Rzeczypospolitej „Kryzys? Nie w Polsce” z 21 października 2008r.). W tym czasie tempo wzrostu gospodarczego będzie oscylować w przedziale 2,4 – 4 procent w skali rocznej, przy czym czas trwania okresu spowolnienia jest uzależniony od stanu gospodarki światowej.

Polską gospodarkę przed recesją chroni między innymi wysoki poziom konsumpcji wewnętrznej związany ze stosunkowo niskim bezrobociem oraz dotychczasowymi podwyżkami płac. Według danych GUS sprzedaż detaliczna we wrześniu wzrosła o 11,6 procent, a bezrobocie spadło do 8,9 procent (9,3 procent w sierpniu). Niestety czynniki, które powodowały spadek bezrobocia, wzrost pensji i tym samym konsumpcji zaczynają słabnąć. Zgodnie z raportem BIEC (Biuro Inwestycji i Cykli Ekonomicznych) z października 2008 widoczne są tendencje spadkowe odnośnie popytu na produkty i usługi przedsiębiorstw. Spadek popytu dotyczy zarówno rynku krajowego jak i zagranicznego (zwłaszcza rynku UE, gdzie trafia 70 procent polskiego eksportu). Trudno spodziewać się poprawy na zagranicznych rynkach zważywszy, że zamówienia w przemyśle strefy euro spadły o 6,6 procent, a ceny polskich produktów znacznie wzrosły ze względu na wyższe koszty produkcji w kraju (koszt ubiegłorocznych podwyżek pensji, wzrost kosztów energii).

Efektom spadku popytu według BIEC jest wyraźna tendencja do odkładania się wyrobów gotowych w magazynach przedsiębiorców i związana z tym konieczność cięcia planów produkcyjnych. Dodatkowo na spadek popytu nakłada się kryzys finansowy, który powoduje z jednej strony trudności w zapewnieniu odpowiedniego poziomu finansowania przedsiębiorstw, a z drugiej strony podwyższa koszty kredytów. Jeżeli uwzględni się zarówno spadek popytu, wyższe koszty finansowe oraz spadającą wydajność pracowników może się okazać, że przedsiębiorstwa będą skłonne do redukcji albo stawek wynagrodzeń albo stanu zatrudnienia. W obu przypadkach można spodziewać się mniejszego tempa spadku bezrobocia oraz zmniejszenia tempa konsumpcji krajowej.

Dla przedsiębiorstw problemy z popytem oraz finansowaniem oznaczają również nasilenie się trudności z utrzymaniem niezbędnej płynności finansowej i wywiązywania się przedsiębiorstw z ich zobowiązań finansowych. W rezultacie dojdzie do powstawania zadłużeń w przedsiębiorstwach i wzrostu zapotrzebowania na usługi windykacyjne oraz wzrostu na pozabankowe formy finansowania firm. Z punktu widzenia CASH FLOW S.A. wyżej opisane tendencje mogą doprowadzić do wzrostu popytu na podstawowe usługi oferowane przez Spółkę.

Scenariusze rozwojowe CASH FLOW S.A. są przygotowane na dwie sytuacje: stopniowego spadku tempa wzrostu gospodarczego przy założeniu, że dynamika wzrostu spadnie do poziomu 3 procent w 2010 roku lub powrotu szybkiego tempa wzrostu gospodarczego (jeżeli spodziewane spowolnienie będzie jedynie chwilowe). W chwili obecnej nie można z wysoką pewnością określić scenariusza rozwoju sytuacji, niemniej przedstawiamy poniżej jego warianty.

W przypadku załamania wzrostu gospodarczego lub tzw. przegrzania gospodarki wynikającego ze zbyt szybkiego tempa wzrostu, dojdzie do sytuacji, w której zwiększy się znaczenie problemu opóźnionych płatności dla większości firm, co może spowodować:

- Skokowy wzrost zleceń windykacyjnych dla Spółki, w tym również wzrost zapotrzebowania na usługi monitorowania wierzytelności i outsourcingowania całych działów windykacji

- Zwiększenie popytu na usługi związane z obsługą wierzytelności hipotecznych (hipoteka należy do jednych z najczęściej wykorzystywanych zabezpieczeń w obrocie gospodarczym)
- Wzrost popytu na usługi factoringowe wynikający z pogorszenia się płynności finansowej przedsiębiorstw

Jeżeli przewidywania spadku dynamiki wzrostu gospodarczego Polski i malejącej płynności finansowej przedsiębiorstw potwierdziłyby się, można się spodziewać zwiększenia sprzedaży usług factoringowych poczynając od I kwartału 2008 (factoring zostałby wykorzystany przez przedsiębiorstwa jako krótkoterminowy sposób na podnoszenie płynności). W III i IV kwartale dalszy spadek płynności finansowej przedsiębiorstw spowodowałyby powstawanie zatorów płatniczych, pojawienie się większej ilości wierzytelności w obrocie gospodarczym i wydłużenie terminów płatności. W efekcie doszłoby do dynamicznego wzrostu zapotrzebowania na usługi windykacyjne w połowie II, ewentualnie III kwartału 2008r., co pozytywnie mogłoby się przełożyć na przychody CASH FLOW S.A. poczynając od II kwartału 2008r., a na zyski w kolejnych kwartałach, przy uwzględnieniu wydłużenia się czasu niezbędnego na zakończenie działań windykacyjnych. Powyższy scenariusz jest zależny od tendencji w gospodarce, dlatego należy przyjąć, że nawet przy spodziewanym pogłębieniu problemów finansowych przedsiębiorstw, może dojść do pewnych przesunięć opisanych terminów.

W przypadku kontynuacji wzrostu gospodarczego, Spółka przy umiejętnym wykorzystaniu swojego potencjału i możliwości rynkowych, może liczyć na wzrost przychodów z następujących obszarów działalności:

- Usług finansowania zobowiązań klientów – są to usługi przeznaczone dla podmiotów, które z jednej strony notują wysoki popyt na swoje produkty lub usługi, mogą pochwalić się satysfakcjonującą rentownością sprzedaży, a z drugiej strony ich płynność finansowa nie pozwala na szybkie zwiększenie produkcji.
- Usług factoringowych skierowanych do sektora MSP
- Usług doradztwa finansowego, prawnego dla podmiotów gospodarczych
- Działań świadczonych w ramach usługi zarządzania wierzytelnościami hipotecznymi w celu pozyskania na potrzeby np. deweloperów odpowiednich nieruchomości
- Obsługi wierzytelności wynikających z udzielanych przez banki kredytów zabezpieczonych hipotecznie. W tym przypadku obsługa może być realizowana w dwóch niezależnych obszarach: obsłudze windykacyjnej niespłacanych wierzytelności oraz wykorzystaniu sekurytyzacji jako narzędzia zwiększającego możliwości kontynuacji akcji kredytowej przez dany bank. W pierwszym przypadku CASH FLOW S.A. świadczyłby usługi windykacyjne i prawne, a w drugim przypadku CASH FLOW S.A. mógłby działać jako serwisor funduszu sekurytyzacyjnego.
- Restrukturyzacji podmiotów gospodarczych z nastawieniem na podmioty, których trudna sytuacja wynika nie z braku popytu na produkty i usługi, ale z niewłaściwego zarządzania finansami. W takich przedsiębiorstwach zastosowanie kombinacji reengineeringu, przekształceń własnościowych, konwersji zadłużenia, postępowań układowych oraz kojarzenia podmiotów gospodarczych będzie stanowiło podstawę do szybkiego podnoszenia rentowności przedsiębiorstwa i płynności finansowej.

Przejmowanie i restrukturyzacja zadłużonych przedsiębiorstw staje się jedną z podstawowych usług oferowanych przez CASH FLOW S.A. Na dzień publikacji niniejszego raportu okresowego Emitent przeprowadził lub obecnie prowadzi 1 restrukturyzację:

1. Extem Investycje Sp. z o.o. (wcześniej EKOINWEST Sp. z o.o.) – spółka developersko-budowlana przejęta przez CASH FLOW S.A. w dniu 10 października 2007 razem ze spółką E-media Investment Sp. z o.o. – spółka zależna od Extem Inwestycje Sp. z o.o. przejęta w dniu 10 stycznia 2008

CASH FLOW S.A. nie wyklucza dalszego zwiększania zaangażowania Spółki w przejmowanie kolejnych firm w drodze operacji na wierzytelnościach oraz prowadzenia ich restrukturyzacji. W odróżnieniu od działań realizowanych w 2006 i 2007 roku CASH FLOW S.A. będzie koncentrował się na restrukturyzacji małych i średnich przedsiębiorstw uwzględniając następujące czynniki:

- Ograniczenia kapitałowe CASH FLOW S.A. przy jednoczesnej wysokiej rentowności działalności podstawowej – CASH FLOW S.A. będzie ograniczał wysokość inwestowanych środków (prymat działalności podstawowej) oraz starał się pozyskać partnera finansowego do danej restrukturyzacji

- Specjalizacja CASH FLOW S.A. w przywracaniu płynności finansowej przedsiębiorstw – CASH FLOW S.A. będzie starał się ograniczyć swój udział i odpowiedzialność restrukturyzacji do określonych działań związanych z przekształceniami zobowiązań i należności, zmianą sposobu zarządzania należnościami, zmianą sposobu finansowania, kompensatami, ewentualnie wspomoczenia danego przedsiębiorstwa usługami z podstawowej działalności CASH FLOW S.A. na warunkach rynkowych.
- Ryzyko związane z prowadzeniem restrukturyzacji – restrukturyzacja danego podmiotu będzie prowadzona na zasadzie projektu inwestycyjnego, przy czym zaangażowanie i koszt działań CASH FLOW S.A. będą wprost proporcjonalnie zależeć od stopnia ryzyka
- Obowiązki informacyjne spółki giełdowej – CASH FLOW S.A. podejmując się restrukturyzacji przedsiębiorstwa będzie wymagał od partnerów i restrukturyzowanego przedsiębiorstwa przestrzegania ograniczeń i obowiązków zdefiniowanych w Ustawie o obrocie instrumentami finansowymi z 29 lipca 2005r. Jednocześnie nakłady, dotychczasowe efekty i rokowania restrukturyzacji wraz z czynnikami ryzyka dotyczące restrukturyzacji o wartości przekraczającej 10 procent kapitałów własnych CASH FLOW S.A. będą aktualizowane w każdym raporcie okresowym, niezależnie od tego czy zaszły jakiegokolwiek wydarzenia lub czynności uzasadniające dokonanie takiej aktualizacji.

### Dostępność zewnętrznych źródeł kapitału

W 2007 roku CASH FLOW S.A. próbował pozyskać kapitał zewnętrzny w drodze emisji obligacji o wartości do 100 mln złotych. Pozyskany kapitał miał zostać wykorzystany do zwiększenia sprzedaży usług finansowych, ze szczególnym uwzględnieniem factoringu. Na niepowodzenie programu emisji obligacji istotny wpływ miały następujące zewnętrzne (niezależne od CASH FLOW S.A.) czynniki związane z rynkiem finansowym:

- Kryzys Sub-Prime na rynku amerykańskim (kryzys związany z załamaniem rynku nieruchomości finansowanych za pomocą kredytów hipotecznych związany z ograniczeniem możliwości spłaty kredytów przez część kredytobiorców oraz pogorszeniem się sytuacji finansowej firm finansujących lub sprzedających w/w kredyty).
- Tendencja do ograniczania ryzyka przez inwestorów instytucjonalnych połączona z ograniczeniami w angażowaniu się w nowe projekty inwestycyjne, zwłaszcza o wyższym stopniu ryzyka lub trudnych do skwantyfikowania przy wycenie ryzyka
- Konieczność przeszacowania przez amerykańskie firmy inwestycyjne posiadanych aktywów, wartości portfela inwestycyjnego i dostępnych środków finansowych
- Zaostrzenie przez banki kryteriów przyznawania kredytów

Dodatkowo do powyższych czynników dochodzi jeszcze kwestia analizy sposobu księgowania powierzanych przez klientów wierzytelności oraz opinia CASH FLOW S.A. na rynku kapitałowym. Powierzone na czas windykacji wierzytelności są księgowane jako należności krótkookresowe po stronie aktywów oraz zobowiązania krótkoterminowe po stronie pasywów). Przy ocenie wskaźnikowej Spółki, koncentrując się na wskaźnikach zadłużenia (np. wskaźnik ogólnego zadłużenia, wskaźnik zadłużenia kapitału własnego, wskaźnik zadłużenia długoterminowego czy udział kapitału własnego w finansowaniu majątku) analitycy nie uwzględniający charakterystyki branży oraz przyjętego sposobu księgowania, mylnie dochodzili do wniosku, że Spółka jest zadłużona i istnieje podwyższone ryzyko finansowe. Dochodząc do takiego wniosku analitycy ignorowali fakt, że Spółka nie korzysta z zewnętrznych źródeł finansowania oraz jej zadłużenie jest wielokrotnie niższe od kapitału własnego CASH FLOW S.A.

Dynamika dalszego rozwoju usług finansowych CASH FLOW S.A. (factoring, finansowanie zobowiązań, pożyczki krótkoterminowe dla przedsiębiorstw) jest ograniczana przez posiadane kapitały własne i dlatego w dużej mierze uzależniona od pozyskania przez CASH FLOW S.A. dostępu do kapitału zewnętrznego. Pozyskanie kapitału przez CASH FLOW S.A. może być realizowane w następujących formach:

- Emisja obligacji w drodze oferty niepublicznej (do 99 podmiotów) lub oferty publicznej przeprowadzanej zgodnie z art. 7 ust. 3 pkt. 1-4 ustawy o ofercie publicznej z 29 lipca 2005r.
- Kredytów bankowych i pożyczek od przedsiębiorstw
- Instrumentów finansowych typu mezzanine (instrument pośredni pomiędzy finansowaniem dłużnym (kredyty, obligacje itp.), a finansowaniem kapitałowym (np. emisja akcji, private equity)
- Publicznej emisji akcji (obecnie publiczna emisja akcji nie jest rozważana)

Możliwość pozyskania kapitałów obcych będzie silnie uzależniona od następujących czynników:

- Ograniczeń nałożonych na inwestorów instytucjonalnych związanych z kryzysem Sub-prime
- Jakości strategii wypracowanej przez zarząd CASH FLOW S.A. i jej oceny przez wybranych inwestorów
- Występujących czynników ryzyka oraz wagi przypisywanej do nich przez inwestorów przy prowadzeniu analizy Spółki
- Oceny rentowności działalności przedsiębiorstwa
- Jakości i transparentności informacji publikowanych przez Spółkę, w tym możliwość prezentacji i porównania danych zgodnie ze standardami MSR (zostaną zaimplementowane w Spółce poczynając od 2009 roku)

#### Projekty zmian w prawie dotyczące sekurytyzacji

W toku są działania legislacyjne zmierzające do nowelizacji ustaw: o funduszach inwestycyjnych, o obrocie instrumentami finansowymi, o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych. Zmiany, które może wprowadzić ustawa o funduszach inwestycyjnych mogą mieć dodatni wpływ na możliwość zaangażowania się CASH FLOW S.A. w sekurytyzację wierzytelności bankowych. Wskazują na to następujące kierunki zmian:

- Zostaną skrócone do 1 miesiąca okresy wydawania zezwoleń na utworzenie funduszu inwestycyjnego, wykonywanie działalności przez TFI, zarządzanie portfelami w skład których wchodzi jeden lub większa liczba instrumentów finansowych oraz doradztwo inwestycyjne
- Pojawi się możliwość zlecenia podmiotom zewnętrznym, w drodze umowy, zarządzania sekurytyzowanymi wierzytelnościami znajdującymi się w portfelu inwestycyjnym funduszy
- Zostanie wprowadzona zasada udzielania generalnych zezwoleń dla podmiotów, które będą mogły wykonywać usługi zarządzania sekurytyzowanymi wierzytelnościami
- Zostanie uelastyczniona definicja „puli wierzytelności” w sposób pozwalający zaliczyć do niej wierzytelności nieprzynoszące regularnego dopływu kapitału w momencie nabycia. Jest to istotna zmiana dla CASH FLOW S.A. ze względu na specjalizację w sektorze B2B (wierzytelności pochodzące z obrotu gospodarczego), ponieważ pozyskane do windykacji wierzytelności dopiero w wyniku prowadzonych działań windykacyjnych zaczynają przynosić przychody.
- Ustawa wprowadzi możliwość wnoszenia do funduszy inwestycyjnych zamkniętych nieruchomości oraz budynków i lokali stanowiących odrębne nieruchomości w ramach zapisów na certyfikaty inwestycyjne.

#### Zmiany dotyczące sytuacji kadrowej przedsiębiorstwa

W III kwartale 2008r. nie zanotowano zmian w liczbie pracowników w poszczególnych działach, z wyjątkiem zmniejszenia się liczby pracowników zatrudnionych w administracji o 1 osobę i w dziale handlowym o 2 osoby. Tym samym można określić sytuację kadrową przedsiębiorstwa w III kwartale 2008 jako stabilną.

#### Porównanie zatrudnienia w Spółce w okresie 30.09.2005 – 04.06.2008

Zatrudnienie	04.11.2008	04.08.2008	30.04.08	14.02.08	05.11.07	03.08.07	04.05.07	31.12.06	31.10.06	30.06.06	30.09.05
Dział handlowy	12	14	15	14	17	17	20	41	33	26	12
Dział prawny	5	5	5	5	7	5	8	8	6	6	6
Dział windykacji	6	6	6	6	5	7	9	11	9	10	9
Zarząd	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
Administracja	11	12	15	14	15	13	17	15	15	14	10
<b>Razem</b>	<b>38</b>	<b>39</b>	<b>43</b>	<b>41</b>	<b>46</b>	<b>44</b>	<b>56</b>	<b>77</b>	<b>65</b>	<b>58</b>	<b>39</b>

Dane za 2005 rok podano w celu ułatwienia analizy danych dot. zatrudnienia w Spółce, z okresem przed pozyskaniem kapitału w drodze emisji akcji serii C (oferta publiczna została przeprowadzona od 19 - 28 kwietnia 2006r.)

**Zmiany w związku z planowanym wprowadzeniem MSR/MSSF**

Od momentu założenia Spółki w 1997 roku sprawozdawczość finansowa Spółki jest prowadzona zgodnie z polskimi standardami rachunkowości. Zgodnie ze standardami przyjmowane do windykacji wierzytelności w oparciu o Umowę Powierniczego Przelewu Wierzytelności (UPPW) są traktowane jako umowa warunkowego, tymczasowego kupna wierzytelności. W ramach umowy zapłatą za wierzytelność są środki finansowe uzyskane ze spieniężenia wierzytelności (ściągnięcie długu lub sprzedaż całej wierzytelności), a wynagrodzeniem dla CASH FLOW S.A. jest prowizja pośrednika. Konsekwencją takiego postępowania są następujące efekty w sprawozdawczości finansowej:

- Pozyskane wierzytelności zasilają pozycje bilansowe „Zobowiązania krótkoterminowe” i „Należności krótkoterminowe” w bilansie Spółki, pomimo że wierzytelności są powierzane jedynie na okres windykacji. Tym samym bez uwzględnienia specyfiki działalności Spółki i stosowania ogólnych wskaźników finansowych można dojść do błędnego wniosku, że Spółka jest zadłużona
- Pozyskane wierzytelności są traktowane jako część składowa „Przychodów netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów” w Rachunku zysku i strat tym samym obniżając wskaźniki rentowności sprzedaży
- Wysoki poziom „Zobowiązań krótkoterminowych” zaniża wskaźniki płynności natychmiastowej (nie uwzględnia się w nim należności krótkoterminowych równoważących zobowiązania krótkoterminowe), wskaźniki rotacji należności oraz zawyża poziom wskaźników zadłużenia
- Prowadzenie analizy porównawczej z innymi przedsiębiorstwami jest wobec powyższych przyczyn utrudnione i może obniżyć atrakcyjność CASH FLOW S.A. jako potencjalnej inwestycji dla inwestorów instytucjonalnych

Zmiana standardów księgowania na MSR (Międzynarodowe Standardy Rachunkowości)/MSSF (Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej) spowoduje zmianę podejścia do księgowania pozyskiwanych w ramach UPPW (Umowa Powierniczego Przelewu Wierzytelności) wierzytelności przeznaczonych do windykacji. Zgodnie z MSR/MSSF do majątku obrotowego nie będzie zaliczana cała wierzytelność, a jedynie należności prowizyjne wynikające z umowy. Tym samym znacząco zmniejszone zostaną pozycje bilansowe „Zobowiązania krótkoterminowe” i „Należności krótkoterminowe”, w efekcie po przeliczeniu sprawozdań finansowych dojdzie do następujących zmian:

- Po zredukowaniu zobowiązań krótkoterminowych i należności krótkoterminowych zmniejszy się suma bilansowa (wartość aktywów i pasywów), tym samym urealnione zostaną wskaźniki prezentujące efektywność zarządzania majątkiem Emitenta: wskaźniki rentowności majątku, kapitału własnego, rotacji należności, zobowiązań, zadłużenia. Tym samym sprawozdania finansowe CASH FLOW S.A. będą łatwiejsze do analizy przez inwestorów i analityków finansowych
- Zaliczanie do przychodów wynikających z UPPW należności prowizyjnych zamiast całych wierzytelności spowoduje księgowo zmniejszenie wartości „Przychodów netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów” w Rachunku zysków i strat. Jest to operacja czysto księgowo ponieważ CASH FLOW S.A. notuje systematyczny wzrost przychodów na poszczególne usługi Spółki. Zmiana spowoduje również urealnienie (poprawę) wskaźników związanych z wartością przychodów brutto i netto np. marża zysku brutto, rentowność sprzedaży
- Zastosowanie MSR umożliwi Spółce przygotowywanie i publikowanie sprawozdań skonsolidowanych w przypadku przejmowania lub tworzenia nowych celowych spółek oraz prowadzenia działalności w strukturach holdingowych

Zarząd CASH FLOW S.A. dąży do wprowadzenia MSR/MSSF od kolejnego roku obrachunkowego, czyli od dnia 01.01.2009r. Opublikowane w raporcie bieżącym numer 46/2007 prognozy zostały przygotowane w oparciu o polskie standardy rachunkowości i nie uwzględniały planowanej zmiany sposobu księgowania na MSR/MSSF.

**Przygotowanie do działalności w strukturze holdingowej**

Strategia rozwoju CASH FLOW S.A. zakłada, że CASH FLOW S.A. będzie przekształcał się z pojedynczej firmy wyspecjalizowanej w windykacji, factoringu i obrocie wierzytelnościami w firmę kontrolującą wiele spółek zależnych. W chwili obecnej powyższy proces znajduje się w fazie początkowej tzn. CASH FLOW S.A. posiada udziały w spółkach, w tym zależnych, niemniej kontrolowane przedsiębiorstwa nie są kluczowe z punktu widzenia osiągniętych przychodów i zysków. Docelowo CASH FLOW S.A. będzie rozwijany w kierunku grupy holdingowej.

W ramach grupy CASH FLOW S.A. będzie skupiał się na dwóch obszarach: działalności podstawowej dla Spółki oraz funkcji kontrolnej i integracyjnej spółek zależnych. Nowe kierunki działalności będą prowadzone przez spółki celowe (kupowane lub tworzone w celu realizacji danych zadań lub projektów), powiązane z CASH FLOW S.A. kapitałowo, operacyjnie lub kontrolowane razem z partnerami biznesowymi.

W ocenie Zarządu przekształcenie CASH FLOW S.A. w holding spowoduje wzrost efektywności działania, większe możliwości pozyskiwania kapitału, przy jednoczesnej łatwości dokonywania przekształceń własnościowych spółek zależnych lub spółek, które CASH FLOW S.A. będzie przejmował.

Istotną zaletą działalności w strukturze holdingowej będzie również powiększenie przychodów i zysków CASH FLOW S.A. o wyniki finansowe osiągnięte przez spółki zależne. W celu zapewnienia odpowiedniej transparentności, działania spółek zależnych od CASH FLOW S.A. będą raportowane za pomocą raportów bieżących, a wyniki finansowe będą publikowane w ramach raportów skonsolidowanych zgodnych z MSR. Opublikowane w raporcie bieżącym numer 46/2007 prognozy zostały przygotowane w oparciu o bieżącą działalność CASH FLOW S.A. jako jednej spółki i nie uwzględniały przychodów i zysków, które mogą generować spółki celowe.