

# Kredyt Inkaso

## Kupuj, cena docelowa 19,8 zł

Kredyt Inkaso operuje w branży zarządzania wierzytelnościami uczestnicząc w procesach inwestowania w portfele, których głównymi inicjatorami jest krajowy sektor bankowy oraz dostawcy usług powszechnych. Spółka oprócz roli inwestora pełni również funkcję serwisiera zarządzając nabywanymi portfelami. Ten model jest typowy dla polskich podmiotów, natomiast na zachodzie funkcje te są często oddzielone. Rynek wierzytelności, którego wzrost w segmencie bankowym determinowany jest w szczególności przez poziom zadłużenia sektora prywatnego, szkodowość portfeli kredytowych oraz skłonność instytucji do sprzedaży wyspecjalizowanym podmiotom własnych wierzytelności, w ostatnich latach znacząco rośnie. Dodatkowo, katalizatorem tego wzrostu jest podaż pieniądza płynącego z rynku obligacji.

Jednocześnie dostrzegamy czynniki ryzyka dla branży, wśród których kluczowym jest ryzyko odchylenia się rzeczywistych krzywych spłat poniesionych nakładów na portfele, od tych historycznych. Przyczyną takiej sytuacji może być notowany obecnie wzrost cen płaconych za portfele, których nie zrównoważy wzrost ich jakości, bądź długotrwałe pogorszenie się sytuacji makroekonomicznej, które choć sprzyja podaży wierzytelności, może znacząco ograniczyć spłaty dłużników. Konsekwencjami tego może być nie tylko obniżenie poziomu generowanych marż, ale również w skrajnych przypadkach bankructwo wynikające z niedopasowania zapadalności pozyskanego finansowania w stosunku do wpływów uzyskiwanych z zarządzanych portfeli i braku woli restrukturyzacji długu przez obligatariuszy.

W naszym raporcie zwracamy także uwagę na różnice w zakresie zasad rachunkowości stosowanych przez podmioty z branży, co ma wpływ na tempo rozpoznawania przychodów, a także ujęcie bilansowe inwestycji w pakiety wierzytelności oraz sposób prezentacji zmiany ich wartości godziwej. W naszej ocenie stosowane przez Kredyt Inkaso ujęcie kasowe przychodów, w relacji do ujęcia memoriałowego, nie tylko jest bardziej ostrożnie powodując opóźnienie rozpoznania zysku w spółce, ale również pozwala inwestorom na analizowanie rzeczywistych wpływów z tytułu spłat dłużników, co w przypadku spółek stosujących podejście memoriałowe jest znacząco utrudnione, nawet w oparciu o rachunek cash flow (szczególnie w okresie ponoszenia istotnych wydatków na kolejne zakupy). Oba podejścia implikują również różne tempo amortyzacji wartości godziwej portfeli.

Utrzymując się w spółce dynamiczny wzrost inwestycji w portfele wierzytelności przekłada się na systematyczną poprawę rezultatów finansowych. Towarzyszy temu wzrost rentowności, na co pozytywny wpływ ma nie tylko efekt dźwigni operacyjnej, ale również niższe koszty opłat sądowych za sprawą powstania instytucji e-sądu, konsolidacja kancelarii prawniczej oraz optymalizacja podatkowa.

Projekcję wyników finansowych Kredyt Inkaso sporządziliśmy w oparciu o przyjęte scenariusze realizacji inwestycji w pakiety wierzytelności oraz harmonogramy wpływów, które implikują wymagany zwrot z inwestycji mierzony stopą IRR. Założyliśmy jednocześnie, że barierą rozwoju rynku wierzytelności nie będzie podaż wierzytelności, ale dostępność pieniądza i ocena ryzyka finansowego spółki przez inwestorów, dlatego głównym czynnikiem dynamiki wzrostu biznesu Kredyt Inkaso jest w naszej wycenie poziom dźwigni finansowej możliwej do osiągnięcia przez spółkę w kolejnych latach.

W wyniku tak przeprowadzonej analizy, wartość spółki, na podstawie metody dochodowej szacujemy na 230,9 mln zł, tj. 17,9 zł za 1 akcję. Podejście porównawcze w ujęciu węższym, gdzie spółkę zestawiliśmy z Krukiem oznaczało wycenę 23,0 zł za 1 akcję, natomiast stosując ujęcie szersze 13,4 zł za 1 akcję. Ostateczna 9-miesięczna cena docelowa dla akcji spółki wyliczona jako średnia ważona odczytów metody dochodowej i porównawczej, kształtuje się na poziomie 19,8 zł, tj. 62% powyżej bieżących notowań. Skłania nas to do wydania rekomendacji KUPUJ.

### DANE FINANSOWE (SKONSOLIDOWANE)

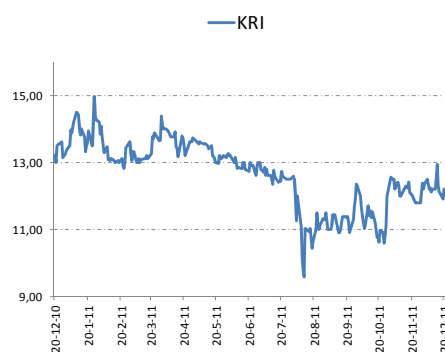
m zł	2009/10	2010/11	2011/12P	2012/13P	2013/14P
<b>Przychody netto</b>	29,7	41,0	60,4	98,7	127,8
<b>EBIT</b>	10,6	14,3	29,1	48,2	57,8
<b>EBITDA</b>	11,1	15,1	30,3	49,5	59,1
<b>Zysk skoryg.</b>	5,5	8,2	18,3	24,9	28,7
<b>P/E (x)</b>	12,1	13,6	8,6	6,3	5,5
<b>EV/EBITDA (x)</b>	4,5	3,9	6,4	5,3	5,1
<b>ROE (%)</b>	16,9%	14,2%	16,5%	16,8%	17,1%
<b>Portfel<sup>1</sup></b>	131,2	237,7	451,2	585,1	730,4

<sup>1</sup>Portfel wierzytelności nabytych przeszacowany do wartości godziwej, stan na koniec danego roku

Źródło: spółka, P - prognozy Trigon DM

### DANE SPÓŁKI

<b>Ticker</b>	KRI
<b>Sektor</b>	Usługi finansowe
<b>Kurs (zł)</b>	12,2
<b>52 tyg. min/max (zł)</b>	9,5 / 15
<b>Liczba akcji (m szt.)</b>	12,9
<b>Kapitalizacja (m zł)</b>	158
<b>Free float</b>	19%
<b>Sr. wolumen 1M (k zł)</b>	13,9



### OPIS DZIAŁALNOŚCI

Spółka operuje w branży zarządzania wierzytelnościami poprzez inwestowanie w portfele wierzytelności, których głównymi dostawcami jest krajowy sektor bankowy oraz dostawcy usług powszechnych.

### AKCJONARIAT

	% kap.	% głos.
Agnieszka Buchajska	23,4	23,4
Generali OFE	12,4	12,4
Pioneer TFI	7,1	7,1
Dekra Holding	6,4	6,4
Aviva TFI	6,2	6,2
Artur Górnik	5,4	5,4

### WAŻNE DATY

Raport kwartalny Q3'11	15.02.2012
------------------------	------------

### POPZEDNIE REKOMENDACJE

-

### ANALITYK

**Grzegorz Kujawski**  
 (48 22) 433-83-69  
 grzegorz.kujawski@trigon.pl

## Wycena

### Wycena DCF

Wartość Kredyt Inkaso na podstawie metody dochodowej szacujemy na **230,9 mln zł**, tj. **17,9 zł** za jedną akcję. Model DCF został sporządzony przy zachowaniu poniższych założeń:

- prognoza przepływów pieniężnych zakłada jedynie rozwój organiczny spółki, w oparciu o przyjęte scenariusze realizacji inwestycji w pakiety wierzytelności oraz harmonogramy wpływów, który implikują wymagany zwrot z inwestycji mierzony stopą IRR (wszystkie wartości zostały zaprezentowane w ujęciu nominalnym);
- poziom zakupów wierzytelności uzależniono od oszacowanego w poszczególnych okresach szczegółowej prognozy potencjalnego limitu zaangażowania spółki, który bazował na założeniu poziomu dźwigni finansowej możliwej do osiągnięcia przez spółkę w każdym roku. Tym samym poziom dźwigni służył ustaleniu zdolności finansowania portfela ze środków obcych;
- górne ograniczenie poziomu dźwigni finansowej liczonej jako iloraz skorygowanego kapitału własnego do zadłużenia netto ustalono w wysokości 1,8x;
- harmonogram spłat wierzytelności sporządzono na podstawie historycznych średnich ważonych krzywych spłat dla obecnego portfela oraz przyjmując ostrożniejsze parametry dla nabywanych pakietów w przyszłości, co skutkowało obniżeniem poziomu IRR inwestycji w wierzytelności o 5 p.p. na przestrzeni 5 najbliższych lat;
- nakłady inwestycyjne ze względu na specyfikę prowadzonej działalności (niski udział wartości niematerialnych i prawnych oraz rzeczowych aktywów trwałych w strukturze aktywów) w poszczególnych latach szczegółowej prognozy oscylować będą wokół poziomu odtworzenia majątku;
- polityka dywidendowa dostosowana została do wysokości operacyjnych wolnych przepływów pieniężnych netto (suma przepływów pieniężnych netto z działalności operacyjnej i inwestycyjnych - OFCF) i docelowo stanowić będzie 80% OFCF;
- koszt kapitału własnego wyznaczono w oparciu o model CAPM, gdzie za wolną stopę od ryzyka przyjęto rentowność dziesięcioletnich obligacji skarbowych (6,0%), premię za ryzyko rynkowe na poziomie 5,0%, a współczynnik beta przyjęto na poziomie neutralnym;
- wartość rezydualną wyznaczono na podstawie modelu Gordona, gdzie implikowany współczynnik wzrostu obliczono jako iloczyn docelowego poziomu wskaźnika ROE (dla roku obrotowego 2016/17) i stopy zysków zatrzymanych;
- Spółka w oparciu o SPV zarejestrowany w Luksemburgu, który posiada statut spółki sekurytyzacyjnej i inwestuje w certyfikaty własnego FIZu, który z kolei nabywa portfele wierzytelności jest beneficjentem ustawy o funduszach inwestycyjnych oraz umowie o unikaniu podwójnego opodatkowania podpisanej przez RP z tym krajem, co skutkuje niskim poziomem efektywnej stopy podatkowej.

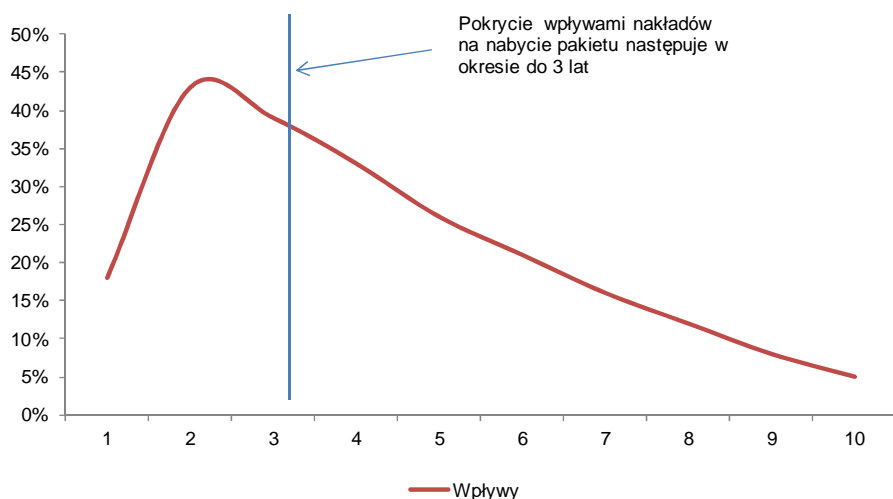
WYCENA DCF (FCFE)	2012/13P	2013/14P	2014/15P	2015/16P	2016/17P	Wartość rezydualna (TV)	
<b>Przychody ze sprzedaży netto</b>	<b>99</b>	<b>128</b>	<b>147</b>	<b>164</b>	<b>180</b>	Zysk netto (2016/17P)	36
<b>Zysk netto dla jedn. dominującej</b>	<b>25</b>	<b>29</b>	<b>32</b>	<b>35</b>	<b>36</b>	ROE (2016/17P)	15%
Amortyzacja	1	1	1	1	1	Zyski zatrzymane (RE)	20%
Nakłady inwestycyjne	-1	-1	-1	-1	-1	Implikowane g (ROExRE)	3,1%
Inwestycje w kapitał obrotowy	-86	-62	-70	-76	-81	TV	380
Zmiana zadłużenia	67	42	47	52	56	Zdyskontowana TV	198
<b>FCF</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	<b>10</b>	<b>11</b>		
Stopa wolna od ryzyka (%)	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0		
Premia rynkowa (%)	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0		
Beta (x)	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0		
<b>Koszt kapitału własnego (%)</b>	<b>11,0</b>	<b>11,0</b>	<b>11,0</b>	<b>11,0</b>	<b>11,0</b>		
Wartość bieżąca FCF	7	8	9	10	11		
Suma DFCF	33						
Zdyskontowana wartość rezydualna	198						
<b>Wartość spółki</b>	<b>231</b>						
Liczba akcji (m szt.)	12,9						
<b>Wartość 1 akcji 01.01.2012 (zł)</b>	<b>17,9</b>						
<b>Cena docelowa 9m (zł)</b>	<b>19,2</b>						
						zmiana kosztu kapitału własnego	
						analiza w raźliw ości	
						<b>10,0%</b>	<b>10,5%</b>
						<b>11,0%</b>	<b>11,5%</b>
						<b>12,0%</b>	
						zmiana g	
						<b>2%</b>	20,0
						<b>3%</b>	22,6
						<b>4%</b>	26,2
							18,5
							20,8
							19,2
							16,1
							17,8
							20,0
							18,5

Źródło: Trigon DM

Ponadto w wycenie przyjęliśmy, że profil spłaty obecnego portfela nabytych wierzytelności (uwzględniający zakupy grudniowe za ok. 1,1mld zł od PKO BP) będzie zbliżony do historycznego, który na podstawie średnich ważonych krzywych spłat w poprzednich latach, został zaprezentowany na poniższych wykresach. Profil ten charakteryzuje się ok. 3 letnim okresem pokrycia nakładów na jego zakup uzyskanymi wpływami, ponadto zrealizowaniem 2,5 krotnego zwrotu z poniesionych nakładów w ciągu całego życia wierzytelności (przyjęliśmy 10 lat). W rezultacie IRR tego portfela wyniósł 30%, zwykła stopa zwrotu 150%, a implikowana marża (iloraz różnicy wpływów i ceny zakupu wierzytelności oraz ceny zakupu wierzytelności) 60%. Bardziej ostrożne podejście zastosowaliśmy do ujętych w prognozie nowych zakupów portfeli wierzytelności, gdzie przyjęliśmy podobny rozkład wpływów, ale niższą ich wysokość. W rezultacie skutkowało to stopniowym obniżaniem się IRR nabywanych portfeli do 25% spadek zwykłej stopy zwrotu do 110% oraz implikowanej marży do 50%.

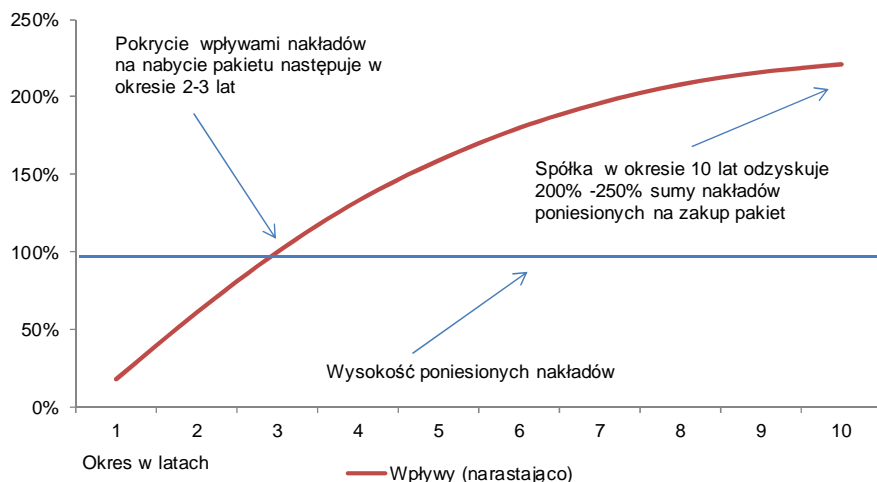
Kształt krzywej wpływów z zainwestowanych portfeli jest podyktowany działaniami jakie towarzyszą zarządzaniu nabytymi wierzytelnościami. Składają się na nie skierowanie sprawy do windykacji polubownej, a w przypadku jej bezskuteczności na drogę sądową, której efektem jest uzyskanie klauzuli wykonalności wyroku sądowego w postępowaniu nakazowym i skierowanie sprawy do egzekucji komorniczej. W rezultacie znaczący wzrost wpływów spółka obserwuje po 1 roku od nabycia pakietu, kiedy zakończona zostaje droga prawna i rozpoczyna się egzekucja komornicza. Jednocześnie z biegiem czasu spada skłonność zadłużonych do realizacji swoich zobowiązań, co przekłada się na malejącą funkcję krzywej spłat w kolejnych latach.

### Krzywa spłat nakładów



Źródło: Trigon DM

### Krzywa spłat nakładów na zakup pakietu (spłaty narastająco)



Źródło: Trigon DM

W oparciu o rozkład w czasie wpływów z portfela, które następnie zdyskontowano WACC spółki wyznaczono również mnożnik wartości godziwej, który posłużył do zaprezentowania obok wartości portfela w cenie nabycia, również jego wartość godziwą.

## Wycena porównawcza

Grupę porównawczą dla Kredyt Inkaso w ujęciu szerszym stanowiły wybrane spółki z szeroko rozumianej branży obrotu wierzytelnościami, chociaż zakres świadczonych przez nie usług często odbiega od działalności Kredyt Inkaso polegającej na inwestowaniu w portfele wierzytelności i nie angażowaniu się w świadczenie usług windykacji na zlecenie, bądź oferta skierowana jest do innych odbiorców (np. SP ZOZ) czy dotyczy nabywania innych wierzytelności (np. generowanych w relacjach B2B). Natomiast do porównań w ujęciu węższym wykorzystano największy notowany na GPW przedstawiciel branży— spółkę Kruk.

W rezultacie węższą grupę porównawczą stanowiły: Kruk, Magellan, MW Trade, Pragma Faktoring oraz Pragma Inkaso. Wycenę sporządziliśmy w oparciu o wskaźniki P/E oraz P/BV. Ostatecznie zdecydowaliśmy się nadać równe wagi obu mnożnikom, gdyż rekoncylacja wyników spółek, która byłaby podstawą do doceniania któregoś z mnożników, jest znacząco utrudniona. Bowiem, pomimo tego że spółki te stosują jeden standard rachunkowy posiadają odmienną politykę rachunkowości w zakresie prezentowania wartości godziwej portfeli w bilansie oraz rozpoznawania przychodów i kosztów z tytułu prowadzonej działalności. **Takie podejście oznaczało wycenę 1 akcji spółki w przedziale 12,1 - 14,7 zł i pokazuje, że branża jest niedowartościowana. Stąd w dalszej części opracowania posłużyliśmy się również metodą implikowanego P/BV w oparciu o dane dla banków.**

WYCENA PORÓWNAWCZA	MC (m zł) <sup>1</sup>	P/E (x)			P/BV (x)			ROE (%)	ND/E (x)
		2011P	2012P	2013P	2011P	2012P	2013P	3Q'11	3Q'11 <sup>2</sup>
Kruk	719	11,0	9,4	8,7	3,0	2,3	1,8	33,4	1,6
Magellan	244	8,6	7,5	6,6	1,4	1,1	1,0	17,9	2,5
MW Trade	65	6,8	5,4	4,4	1,4	1,1	0,9	23,5	5,6
Pragma Faktoring	37	7,3	6,3	5,3	1,0	0,9	0,7	11,2	0,5
Pragma Inkaso	66	10,0	7,0	6,1	1,4	1,2	1,0	19,0	0,8
<b>Mediana</b>	-	<b>8,6</b>	<b>7,0</b>	<b>6,1</b>	<b>1,4</b>	<b>1,1</b>	<b>0,9</b>	<b>20,7</b>	<b>2,1</b>
Kredyt Inkaso <sup>3</sup>	158	8,6	6,3	5,5	1,1	1,0	0,9		
<b>Implikowana wartość 1 akcji (zł)</b>	-	<b>12,1</b>	<b>13,4</b>	<b>13,5</b>	<b>14,7</b>	<b>13,7</b>	<b>12,8</b>	-	-
dyskonto (premia)	-	-1%	10%	11%	21%	12%	5%	-	-

<sup>1</sup> kursy zamknięcia z dnia 20.12.2011

<sup>2</sup> dźwignię finansową obliczono jako iloraz długu netto oraz kapitału własnego (dla Kredyt Inkaso dług nie korygowano o saldo gotów ki)

<sup>3</sup> w zwiazku z przesuniętym rokiem obrotów ym spółki za 2011r. przyjęto okres 2011/12, w kolejnych latach analogicznie

Źródło: Trigon DM, Bloomberg

### Natomiast porównanie spółki z Krukiem implikowało wycenę 1 akcji spółki w przedziale 15,6 –32,3 zł.

Tak szeroka rozpiętość szacunków, wynika z odczytów wyceny bazującej na wskaźniku P/BV. Notowanie Kruka z tak dużą premią do konkurenta na podstawie BV wynika nie tylko z zastosowanej do wyceny portfeli stopy dyskontowej (WACC vs. IRR), jest również efektem mniej konserwatywnego w relacji do KRI podejścia w stosunku do rozpoznawania przychodów, a także wynikiem zaangażowania na zagranicznych rynkach (np. w Rumunii nabywane portfele Kruka charakteryzują się istotnie wyższym IRR) czy efektem świadczenia usług windykacji na zlecenie, które nie wymagają znaczących nakładów finansowych (oczywiście poza niezbędną strukturą operacyjną oraz infrastrukturą IT).

WYCENA PORÓWNAWCZA	MC (m zł) <sup>1</sup>	P/E (x)			P/BV (x)			ROE (%)	ND/E (x)
		2011P	2012P	2013P	2011P	2012P	2013P	3Q'11	3Q'11 <sup>2</sup>
Kruk	719	11,0	9,4	8,7	3,0	2,3	1,8	33,4	1,6
Kredyt Inkaso <sup>3</sup>	158	8,6	6,3	5,5	1,1	1,0	0,9		
<b>Implikowana wartość 1 akcji (zł)</b>	-	<b>15,6</b>	<b>18,2</b>	<b>19,2</b>	<b>32,3</b>	<b>27,8</b>	<b>24,9</b>		
dyskonto (premia)		27%	49%	57%	165%	128%	104%		

<sup>1</sup> kursy zamknięcia z dnia 20.12.2011

<sup>2</sup> dźwignię finansową obliczono jako iloraz długu netto oraz kapitału własnego (dla Kredyt Inkaso dług nie korygowano o saldo gotów ki)

<sup>3</sup> w zwiazku z przesuniętym rokiem obrotów ym spółki za 2011r. przyjęto okres 2011/12, w kolejnych latach analogicznie

Źródło: Trigon DM, Bloomberg

## Profil działalności spółek stanowiących grupę porównawczą

### Kruk

Kruk, jedna z największych spółek z branży obrotu wierzytelnościami w Polsce prowadzi działalność mieszaną zarówno inwestując w portfele wierzytelności jak również zajmując się windykacją na zlecenie. W strukturze nabywanych portfeli dominują detaliczne wierzytelności bankowe oraz w mniejszym stopniu korporacyjne bankowe i detaliczne pozabankowe. Spółka jest również czołowym graczem na rynku rumuńskim, czeskim i słowackim oraz rozpoczęła działalność na Węgrzech. W przyszłości poza eksploracją kolejnych rynków zagranicznych spółka powinna czerpać rosnące korzyści ekonomiczne z komercyjnego wykorzystanie własnej bazy danych o dłużnikach ERIF (obecnie 1mln rekordów) oraz ze wzrostu wolumenu krótkoterminowych pożyczek dla swoich klientów, którzy nie mają

zdolności zobowiązań finansowych na rynku bankowym. Suma bilansowa spółki na koniec 3 kw. wyniosła 700,1 mln zł.

#### Magellan

Magellan oferuje produkty finansowe dedykowane uczestnikom rynku medycznego, głównie SP ZOZ (finansowanie należności, refinansowanie zobowiązań, pożyczki, gwarancje, umowy faktoringowe i leasingowe). W skład grupy wchodzi spółki zagraniczne, które świadczą usługi w Czechach i na Słowacji oraz MED Finance. MED Finance rozwija produkty z obszaru sprzedaży vendorskiej. Konstrukcja ich polega na organizowaniu finansowania dla przedsięwzięć inwestycyjnych m.in. szpitali (głównie w postaci sprzętu medycznego), poprzez nabycie tego sprzętu od dostawcy i następnie przekazanie do kontrahentowi, który jednocześnie będzie stroną umowy pożyczki, leasingu, faktoringu czy sprzedaży ratalnej zawartej z MED Finance. Portfel aktywów finansowych grupy na koniec 3 kw. wyniósł 621,1 mln zł. **Podstawową różnicą pomiędzy działalnością spółki a podmiotów operujących na rynku obrotu wierzycielności profil klienta, który w przypadku Magellana nie posiada zdolności upadłościowej (dotyczy to SP ZOZ), a za jego zobowiązania odpowiada ostatecznie SP. Tym samym otoczenie rynkowe spółki generuje mniejsze ryzyko operacyjne.**

#### MW Trade

W ramach działalności MW Trade wyodrębnić można obecnie pięć linii biznesowych, z których najistotniejszą jest finansowanie i restrukturyzacja zobowiązań SP ZOZ. Nową linię biznesową stanowi dystrybucja produktów przygotowanych we współpracy ze spółkami bankowymi i ubezpieczeniowymi należącymi do grupy Getin Holding, gdzie spółka nie jest bezpośrednio stroną umowy, lecz występuje jako dystrybutor uzyskujący wynagrodzenie prowizyjne od zrealizowanych projektów. Taka konstrukcja ogranicza ryzyko biznesowe związane z finansowaniem podmiotów publicznych oraz komercyjnych posiadających zdolność upadłościową. Jednocześnie oznacza podział pożytków z realizacji tego typu umów pomiędzy spółką - dystrybutorem a spółką finansującą. Portfel aktywów finansowych spółki na koniec 3 kw. wyniósł 295,3 mln zł. **Oferta produktowa spółki zbliżona jest do tej oferowanej przez Magellana, choć spółka posiada węższy zakres konstrukcji produktowych. MW Trade natomiast wyróżnia linię biznesowa związana z dystrybucją produktów bankowych i ubezpieczeniowych.**

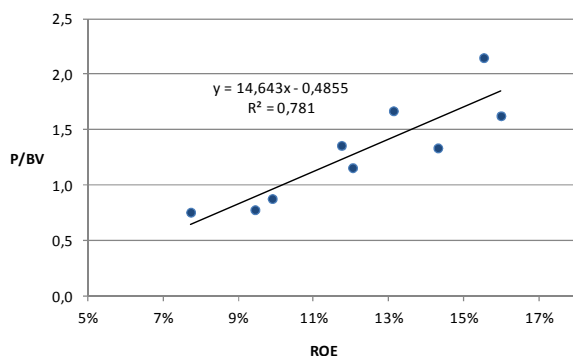
#### Pragma Faktoring

Spółka (d. Grupa Finansowa Premium) kieruje swoją ofertę produktową do przedsiębiorstw MSP, oferując im produkty poprawiające płynność finansową zawierając umowy faktoringu z regresem (często dodatkowo ubezpieczone na wypadek utraty płynności faktora) jak również krótkoterminowe pożyczki zabezpieczone ustanowieniem hipoteki na nieruchomościach pożyczkobiorcy bądź poprzez wykorzystanie instytucji przewłaszczenia na zabezpieczenie. **Tym samym Pragma Faktoring nie prowadzi działalności typowej dla podmiotów z branży obrotu wierzycielnościami (nie stanowią one dla niej konkurencji),** Grupa Pragma Inkaso świadczy usługi w zakresie obrotu wierzycielnościami zarówno poprzez zaangażowanie kapitałowe w nabywanie pojedynczych pozabankowych wierzycielności korporacyjnych jak również świadczenie usług windykacji wierzycielności na zlecenie (umowy inkasa). Ofertę produktową spółki uzupełniają usługi faktoringowe oraz udzielania finansowania, jednakże kompetencje w tym obszarze po przeprowadzonej reorganizacji grupy z związku z przejściem Pragmy Faktoring są skupione w tym podmiocie.

### **Wycena metodą implikowanego P/BV**

Powyższa metoda pozwoliła w oparciu o wskaźniki ROE oraz P/BV dla banków notowanych na GPW wyznaczyć linię trendu, która posłużyła do wyceny grupy na podstawie średniego wskaźnika ROE szacowanego w latach 2011 - 2013. Współczynnik determinacji na poziomie 0,78 wskazuje na wysoką zależność pomiędzy wskaźnikiem ROE a P/BV dla poszczególnych banków. Powyższa metoda implikuje wycenę Kredyt Inkaso na poziomie 311,8 mln zł, czyli 24,1 zł za jedną akcję.

#### **Linia trendu**



Źródło: Trigon DM

MNOŻNIKI DLA BANKÓW	MC (m zł) <sup>1</sup>	P/E (x)			P/BV (x)			ROE (%)
		2011P	2012P	2013P	2011P	2012P	2013P	1H'11
PKO BP	40 163	10,4	9,9	8,8	1,8	1,6	1,5	16,0
Pekao	36 810	12,9	12,4	11,2	1,7	1,7	1,6	13,1
BZWBK	16 588	13,8	12,8	11,6	2,3	2,2	2,0	15,5
BRE	10 041	9,7	10,2	8,9	1,3	1,2	1,1	12,1
ING	9 302	10,3	10,0	9,0	1,5	1,3	1,2	14,3
Bank Handlowy	8 872	12,8	11,5	10,8	1,4	1,4	1,3	11,7
Getin Holding	4 919	8,1	8,0	6,0	0,9	0,8	0,7	9,4
Bank Millennium	4 112	8,9	9,8	8,6	0,9	0,9	0,8	9,9
Kredyt Bank	2 499	6,9	7,6	8,5	0,8	0,8	0,7	7,7
BGŻ	1 997	16,3	14,7	11,4	0,8	0,7	0,7	-

<sup>1</sup> kursy zamknięcia z dnia 20.12.2011

Źródło: Bloomberg

WYCENA MET. IMPLIKOWANEGO P/BV	2011P	2012P	2013P
Kredyt Inkaso ROE (%)	16,5	16,8	17,1
linia trendu: $P/BV = 14,64 * ROE - 0,49$ , $R^2 = 0,78$			
BV (m zł)	138,5	157,4	177,8
Implikowany P/BV (x) <sup>1</sup>	2,0		
<b>Implikowana wartość 1 akcji (zł)</b>	<b>24,1</b>		

<sup>1</sup> wyznaczony dla ROE jako wartości średniej z lat 2011 - 2013

Źródło: Trigon DM

## Podsumowanie wyceny

Wartość spółki Kredyt Inkaso na podstawie modelu DCF techniką zdyskontowanych przepływów pieniężnych dla akcjonariuszy (FCFE) szacujemy na 230,9 mln zł, czyli 17,9 zł za jedną akcję, co implikuje premię do obecnej ceny rynkowej spółki na poziomie 46,2%. Zestawiając rezultaty grupy z wynikami spółek stanowiących szerszą grupę porównawczą sporządzona wycena mnożnikowa implikuje wartość biznesu spółki na poziomie 172,8 mln zł, czyli 13,4 zł za jedną akcję. W ujęciu węższym porównują spółkę z Krukiem wartość spółki szacujemy na 297,5 zł, czyli 23,0 zł za jedną akcję. Dodatkowo posłużyliśmy się metodą implikowanego P/BV, która na podstawie linii trendu dla relacji odpowiednich par ROE P/BV oznaczała wycenę spółki na poziomie 311,8 mln zł, czyli 24,1 zł za jedną akcję.

PODSUMOWANIE WYCENY	Waga (x)	Wycena (m zł)	Wycena 1 akcji (zł)
Wycena DCF	0,50	230,9	17,9
Wycena porów naw cza (węższa grupa)	0,20	297,5	23,0
Wycena porów naw cza (szersza grupa)	0,20	172,8	13,4
Wycena metodą implikowanego P/BV	0,10	311,8	24,1
<b>Średnia ważona metod</b>		<b>240,7</b>	<b>18,6</b>
<b>Cena docelowa 9m</b>		<b>256,1</b>	<b>19,8</b>

Źródło: Trigon DM

Nadając wspomnianym metodom równe wagi, wartość grupy operującej na rynku obrotu wierzytelnościami szacujemy na **240,7 mln zł**, czyli **18,6 zł** za jedną akcję, natomiast 9-miesięczną cenę docelową ustalamy na poziomie **256,1 mln zł**, czyli **19,8 zł** za jedną akcję co implikuje premię do obecnej ceny rynkowej grupy na poziomie 51%.

## Otoczenie rynkowe

### Kluczowe czynniki rozwoju rynku

Głównymi determinantami wielkości rynku obrotu wierzytelnościami są:

1. Poziom zadłużenia sektora prywatnego, wpływający na wielkość portfeli kredytowych w bankach oraz wielkość należności innych inicjatorów rynku świadczących usługi powszechne (m.in. operatorzy telekomunikacyjni, operatorzy telewizji kablowych, firmy ubezpieczeniowe);
2. Szkodowość portfeli w przypadku banków oraz poziom niespłaconych należności podmiotów oferujących niefinansowe produkty i usługi;
3. Skłonność wierzycieli do sprzedaży wyspecjalizowanym podmiotom portfeli własnych wierzytelności.

Ponadto istotna dla rozwoju rynku wierzytelności jest usystematyzowana podaż wierzytelności, która zależy od struktury wewnętrznego procesu zarządzania należnościami przez inicjatora wpływającego na długość okresu pomiędzy zapadalnością, a sprzedażą wierzytelności. Co sprowadza się do zależności im krótszy proces wewnętrzny tym większy dostępny portfel do sprzedaży i często lepsza jego jakość.

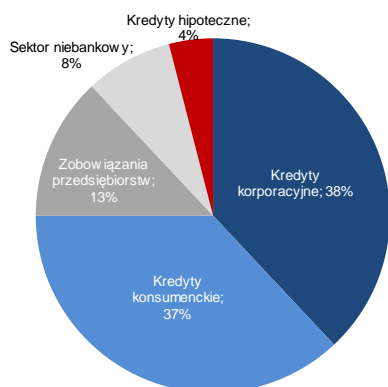
Jednocześnie rynek oprócz podaży kształtowany jest poprzez popyt. Ten z kolei determinowany jest przez skłonność inwestorów do zaangażowania się w portfele wierzytelności nieobsługiwanych oraz przedawnionych, co bezpośrednio związane jest z poziomem wolnych środków oraz dostępnością i atrakcyjnością inwestycji alternatywnych. Ostatecznie, co wydaje się oczywiste, to oczekiwania cenowe oraz ich rozbieżność będzie warunkowała wartość i ilość zamykanych transakcji na rynku.

### Charakterystyka i perspektywy rynku obrotu wierzytelnościami

Głównymi inicjatorami procesu obrotu wierzytelnościami są instytucje finansowe, w szczególności banki oraz operatorzy telekomunikacyjni. Jednakże rynek wierzytelności bankowych jest wielokrotnie większy (6 – 8 mld zł rocznie na przestrzeni ostatnich lat) od rynku wierzytelności telekomunikacyjnych, którego wartość oscyluje w granicach 600 – 800 mln zł rocznie. Szacuje się, że w Polsce wystawianych jest na sprzedaż 160 - 200 portfeli wierzytelności rocznie, z czego 80 - 90% stanowią portfele bankowe, których wartość nominalna pojedynczego pakietu sięga kilkuset milionów złotych. Sektor bankowy generuje jednocześnie wierzytelności o największych wartościach, których średnia wysokość według IBnGR wyniosła nieco ponad 6 tys. zł w 2009r. Dla porównania w sektorze usług telekomunikacyjnych wartość ta była o 40% niższa i wyniosła 3,7 tys. zł.

Poza wierzytelnościami sektora bankowego i telekomunikacyjnego wśród innych grup podmiotów sprzedających mniejsze portfele wyróżnić można firmy ubezpieczeniowe, zbywające roszczenia o zapłatę składek OC oraz roszczenia odszkodowawcze i regresowe, firmy z sektora utilities, w tym dostawcy nośników energii i usług komunalnych, a także podmioty zajmujące się świadczeniem usług marketingowych, sprzedają na odległość oraz pozabankowe instytucje finansowe (tj. firmy leasingowe oraz udzielające pożyczek).

### Segmentowa struktura rynku zakupu portfeli wierzytelności w Polsce



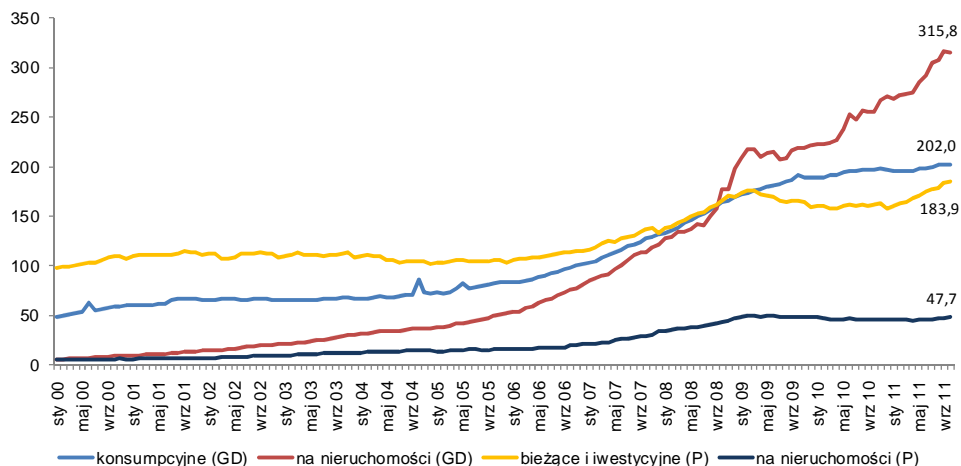
Źródło: Raport IBnGR

Specyfiką segmentu bankowego jest sprzedaż portfeli wierzytelności do funduszy sekurytyzacyjnych, których jednostki uczestnictwa obejmują spółki (SPV inwestycyjne) zarejestrowane za granicą w celach optymalizacji podatkowej, kontrolowane przez spółki matki. **Taki model organizacyjny funkcjonuje również w Kredyt Inkaso, który w oparciu o własny FIZ, w którym 99,21% certyfikatów inwestycyjnych objął SPV zarejestrowany w**

Luksemburgu całkowicie kontrolowany przez spółkę, realizuje inwestycje w portfele wierzytelności. Tym samym Kredyt Inkaso jednocześnie występuje jako nabywca wierzytelności - inwestor oraz zarządzający nimi - serwiser. Ten model jest typowy dla polskich podmiotów, natomiast na zachodzie funkcje te często są oddzielone.

Ten sposób realizacji transakcji pozwala bankom zaliczyć do kosztów uzyskania przychodów straty poniesione na zbyciu wierzytelności na rzecz tych funduszy do wysokości utworzonych rezerw zaliczonych wcześniej do kosztów uzyskania przychodów. Ponadto sprzedaż wierzytelności, zakwalifikowanych jako aktywa stracone wpływa na poprawę wskaźników oceny kondycji banku (m.in. obniżeniu ulega udział kredytów zagrożonych w strukturze jego aktywów) oraz jest istotna z punktu widzenia utrzymywania przez banki wskaźników adekwatności kapitałowej na bezpiecznym poziomie.

**Zadłużenie gospodarstw domowych (GD) oraz przedsiębiorstw (P) wobec banków (dane w mld zł)**

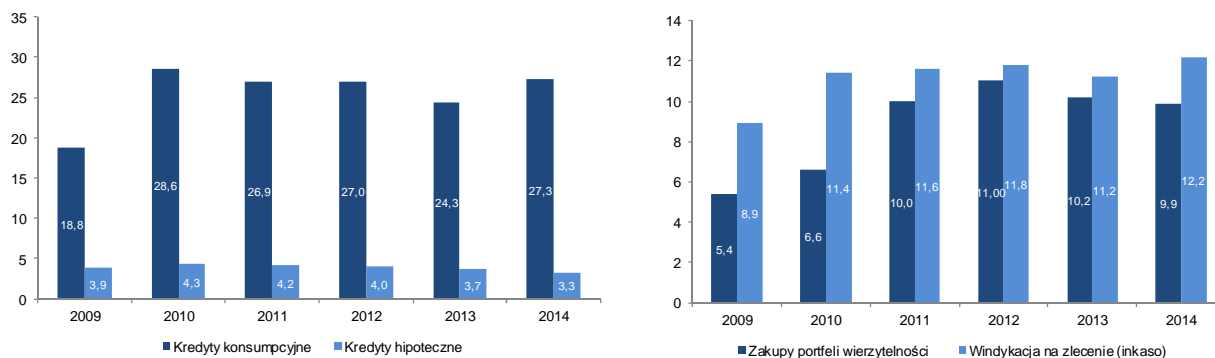


Źródło: Trigon DM na podstawie danych NBP

Zadłużenie gospodarstw domowych na koniec października br. wyniosło ok. 520 mld zł, z czego 60% stanowią udzielone przez banki kredyty na zakup nieruchomości. Zdecydowanie mniejszą dynamiką na przestrzeni ostatnich kwartałów cechuje się wzrost zadłużenia gospodarstw z tytułu kredytów konsumpcyjnych, które oscyluje obecnie w granicach 200 mld zł. Jednocześnie niższą wartość zobowiązań wobec banków generują przedsiębiorstwa, które zaciągają głównie kredyty finansujące ich bieżącą oraz inwestycyjną działalność (80% zobowiązań). W rezultacie poziom zadłużenia sektora prywatnego w Polsce wynosi obecnie ok. 55% PKB, co oznacza nieznaczny wzrost w stosunku do 2010r.. Niemniej jednak jest to poziom dwukrotnie niższy od przeciętnego poziomu zadłużenia sektora prywatnego w krajach UE.

Kluczowym wspomnianym wcześniej czynnikiem decydującym o rozmiarze rynku jest skłonność banków i innych podmiotów do outsourcingu procesu windykacji do wyspecjalizowanych firm zewnętrznych, co powinno przełożyć systematyczną sprzedaż zagrożonych portfeli w kolejnych latach. Według raportu IBnGR łączna wartość rynku obrotu wierzytelnościami, na który składają się inwestycje w portfele wierzytelności, jak również usługi inkasa wyniesie 22 mld zł w 2014r. Jednocześnie większy wzrost spodziewany jest w segmencie inwestycji w portfele niż w segmencie inkasa, w którym spółka nie operuje, co związane jest z rosnącą skłonnością instytucji finansowych do systematycznej sprzedaży portfeli.

**Prognoza wartości zagrożonych kredytów oraz wielkości segmentów rynku wierzytelności**

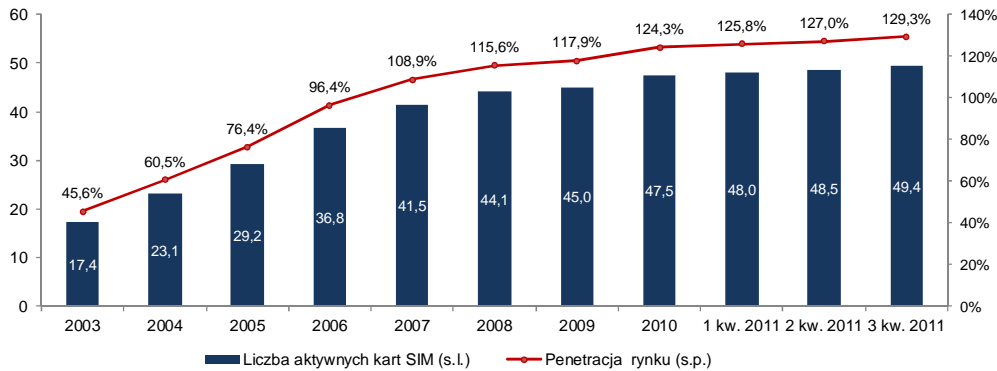


Źródło: Raport IBnGR



Prognozy IBnGR zakładają, że to właśnie zadłużenie gospodarstw domowych będzie jednym z głównych czynników dalszego wzrostu rynku usług windykacyjnych. Szczególnie wzrost w segmencie kredytów konsumpcyjnych, które cechuje znacznie większa szkodowość w stosunku do kredytów mieszkaniowych. Zgodnie z szacunkami instytutu zadłużenie gospodarstw wzrośnie do 560 mld zł, tj. ok. 7% r/r w 2012r. oraz osiągnie wartość 715 mld zł w 2014r., co implikuje wzrost o 1/3 w ciągu najbliższych 3 lat.

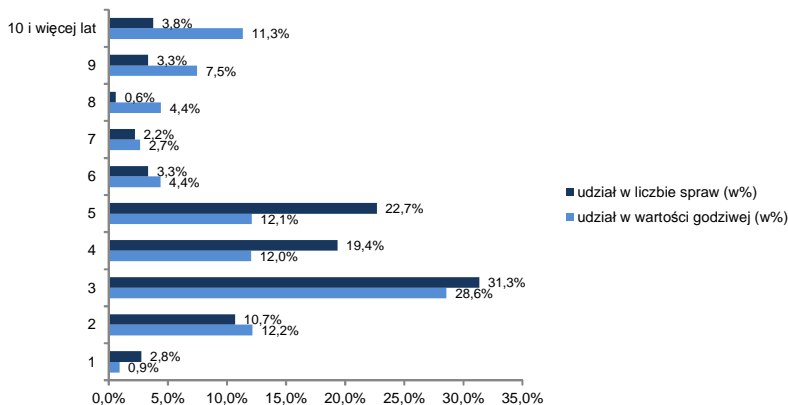
**Penetracja rynku usług mobilnych oraz liczba aktywnych kart SIM (mln szt.)**



Źródło: Trigon DM na podstawie danych GUS

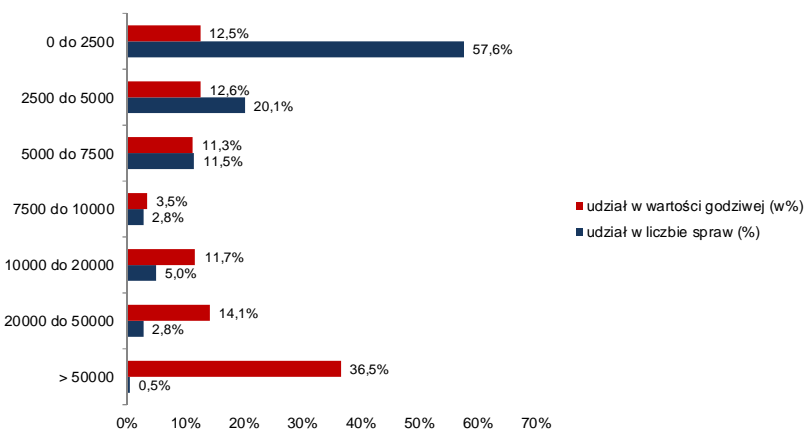
Względnej stabilizacji wartości podaży wierzycelności spodziewamy się natomiast w segmencie rynku wierzycelności z tytułu usług powszechnych, co ma związek z wysoką penetracją rynku usług mobilnych oraz oczekiwanym niskim przyrostem klientów kontraktowych.

**Portfel wierzycelności Kredyt Inkaso w podziale wg wieku długu (1H'11)**



Źródło: Sprawozdanie spółki

**Portfel wierzycelności Kredyt Inkaso w podziale wg wielkości zadłużenia (1H'11)**



Źródło: Sprawozdanie spółki

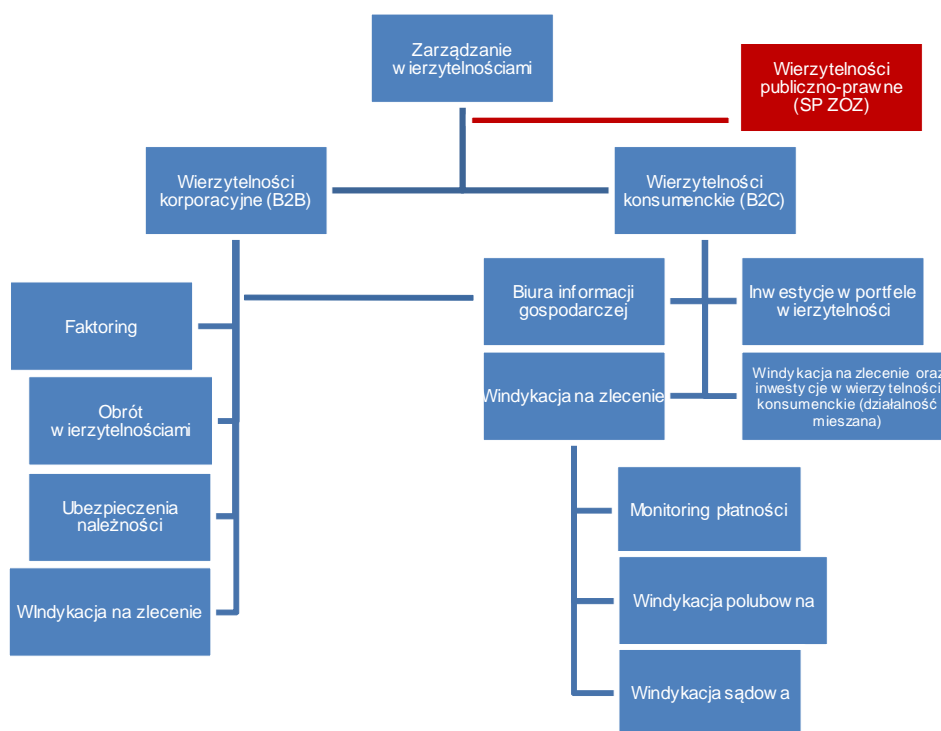
## Otoczenie konkurencyjne

### Architektura rynku obrotu wierzytelnościami w Polsce

Podstawowym podmiotowym podziałem rynku obrotu wierzytelnościami jest podział ze względu na specyfikę dłużników, których można podzielić na trzy główne grupy:

1. Podmioty działające na rynku wierzytelności konsumenckich (B2C)
  - a) Windykacja na zlecenie wierzytelności konsumenckich (Best, Intrum Justitia, EGB, Kruk, Ultimo, Vindexus);
  - b) Inwestycje w wierzytelności konsumenckie (spółki powyżej oraz **Kredyt Inkaso**, PRESCO);
  - c) Biura Informacji Gospodarczej (InfoMonitor, KR D, ERIF);
2. Podmioty działające na rynku wierzytelności korporacyjnych (B2B)
  - a) Faktoring wierzytelności korporacyjnych (ING CF, Coface Factoring, Pekao Faktoring, Raiffeisen Bank);
  - b) Windykacja na zlecenie wierzytelności korporacyjnych (Euler Hermes, Coface MS, Pragma Inkaso);
  - c) Inwestycje w wierzytelności korporacyjne (Cash Flow, **Kredyt Inkaso**, Kruk, Pragma Inkaso) ;
  - d) Ubezpieczanie należności korporacyjnych (Euler Hermes, Coface Poland, KUKE);
3. Podmioty działające na rynku wierzytelności publiczno-prawnych (SP ZOZ) - Magellan, MW Trade, Electus.

### Podział podmiotowy rynku wierzytelności i jego otoczenia w Polsce



Źródło: Trigo DM na podstawie prospektu emisyjnego PRESCO

W ramach rynku obrotu wierzytelnościami wyodrębnić można również rynek hurtowy (typowy dla transakcji nabycia wierzytelności bankowych oraz z tytułu usług powszechnych (działa na nim m.in. Kredyt Inkaso, Kruk, Ultimo) oraz detaliczny (operuje na nim m.in. Pragma Inkaso, Cash Flow), w którym obrotowi podlegają pojedyncze wierzytelności. Oba te rynki mogą być zróżnicowane zarówno pod względem wolumenowym jak również wartościowym.

Obecność Kredyt Inkaso na rynku odbywa się głównie poprzez inwestowanie w hurtowe wierzytelności konsumenckie oraz w mniejszym stopniu również korporacyjne, które generowane są w związku z zaciąganiem kredytami bankowymi oraz umowami o świadczenie usług powszechnych. W związku ze zróżnicowanym rozwojem inicjatorów rynku spodziewamy się dalszego wzrostu na znaczeniu segmentu bankowego oraz spadku na znaczeniu segmentu wierzytelności generowanych przez dostawców usług powszechnych.

## Wyniki finansowe

### Rozpoznawanie przychodów oraz ujęcie bilansowe portfela

Przyjęta przez spółkę polityka rachunkowości zakłada, w przypadku rozpoznawania przychodów ze sprzedaży z tytułu nabytych wierzytelności, stosowanie metody kasowej, co sprowadza się do ujęcia w pozycji przychody bieżących wpływów ze spłat z obsługiwanych portfeli wierzytelności. Jednocześnie do momentu pokrycia wpływami ceny zapłaconej za daną wierzytelność, spółka do wysokości tych wpływów rozpoznaje koszt nabycia wierzytelności. W rezultacie do momentu pełnego pokrycia spłatami nakładów na daną wierzytelność, spółka nie rozpoznaje na niej zysku. Analizując historyczne krzywe spłat nakładów okres pokrycia 100% ceny kształtuje się w granicach od 2 do 3 lat. Oczywiście realizowane wpływy dotyczą wierzytelności nabytych w różnym okresie, które dodatkowo charakteryzuje różny harmonogram spłat, co znacząco ogranicza zmienność zysku. Zasada memoriałowa jest natomiast stosowana w odniesieniu do przychodów z tytułu zasądzonych kosztów opłat sądowych, które są rozpoznawane w momencie zakończenia postępowania sądowego (analogicznie w odniesieniu do wyroku e-sądu). Spółka jednocześnie zawiązuje rezerwę na ok. 50% tych kosztów, co zgodne jest z dotychczasowymi doświadczeniami spółki w zakresie odzyskania kosztów opłat sądowych w toku windykacji wierzytelności.

Ujęcie bilansowe zakupionych wierzytelności zakłada ich przeszacowanie do wartości godziwej w momencie nabycia, która określana jest poprzez zdyskontowanie przyszłych wpływów (prognozowanych na podstawie historycznych krzywych spłat dla podobnych portfeli) stopą dyskontową równą WACC spółki oraz odniesienie nadwyżki tak ustalonej wartości nad ceną nabycia w kapitał z aktualizacji wyceny. Tym samym efekt przeszacowania nabytej wierzytelności do wartości godziwej nie jest ujmowany bezpośrednio w rachunku wyników.

W celu zobrazowania tego podejścia poniżej zaprezentowano ujęcie księgowe nabytej przez spółkę pojedynczej wierzytelności (w praktyce spółka nabywa wierzytelności w formie pakietów i stosuje do nich jednorodne podejście) według scenariusza, w którym rzeczywiste wpływy w danym okresie są równe planowanym wpływom.

### Ujęcie księgowe pojedynczej nabytej wierzytelności w Kredyt Inkaso

								Razem
<b>Wpływy</b>	-20	<b>7</b>	<b>14</b>	<b>8</b>	<b>6</b>	<b>4</b>	<b>2</b>	<b>21</b>
Harmonogram spłat		35%	68%	39%	30%	20%	12%	
<b>IRR</b>	<b>32%</b>							
<b>Ujęcie bilansowe</b>	<b>WACC</b>	<b>12%</b>	<b>12%</b>	<b>12%</b>	<b>12%</b>	<b>12%</b>	<b>12%</b>	
Wartość godziwa portfela (BO)		30	23	9	6	2	0	
Wartość godziwa portfela (BZ)		23	9	6	2	0	0	
Kapitał z aktualizacji wyceny		10	10	9	6	2	0	
Wpływy (przychody brutto)		7	14	8	6	4	2	41
KWS		7	13	0	0	0	0	20
<b>Przychody netto</b>		<b>0</b>	<b>1</b>	<b>8</b>	<b>6</b>	<b>4</b>	<b>2</b>	<b>21</b>

<sup>1</sup>Pomniejszanie wartości godziwej nabytych wierzytelności

Źródło: Trigon DM

Odmienne podejście w zakresie wyceny nabytych wierzytelności, a następnie sposobu rozpoznawania przychodów z tytułu spłat wierzytelności stosuje Kruk. Spółka ta na podstawie historycznych krzywych spłat dla podobnych portfeli prognozuje wpływy i uwzględniając cenę nabycia pakietu ustala jego stopę IRR. Wierzytelności w bilansie prezentowane są w wartości godziwej otrzymanej poprzez zdyskontowanie prognozowanych wpływów stopą IRR - co sprowadza ich wartość godziwą do ceny nabycia. Przychody natomiast są rozpoznawane zgodnie z zasadą memoriału i w danym okresie stanowią iloczyn pozostałej do spłaty wartości godziwej wierzytelności oraz stopy IRR. Natomiast wpływy danego okresu pomniejszone o ustalone przychody pomniejszają wartość godziwą wierzytelności prezentowaną w bilansie.

W celu zobrazowania tego podejścia na kolejnej stronie zaprezentowano ujęcie księgowe nabytej przez Kruka pojedynczej wierzytelności (w praktyce spółka nabywa wierzytelności w formie pakietów i stosuje do nich jednorodne podejście) według scenariusza, w którym rzeczywiste wpływy w danym okresie są równe planowanym wpływom.

**Ujęcie księgowo pojedynczej nabytej wierzytelności w Kruku**

								Razem
<b>Wpływy</b>	-20	<b>7</b>	<b>14</b>	<b>8</b>	<b>6</b>	<b>4</b>	<b>2</b>	<b>21</b>
Harmonogram spłat		35%	68%	39%	30%	20%	12%	
<b>IRR</b>	<b>32%</b>							

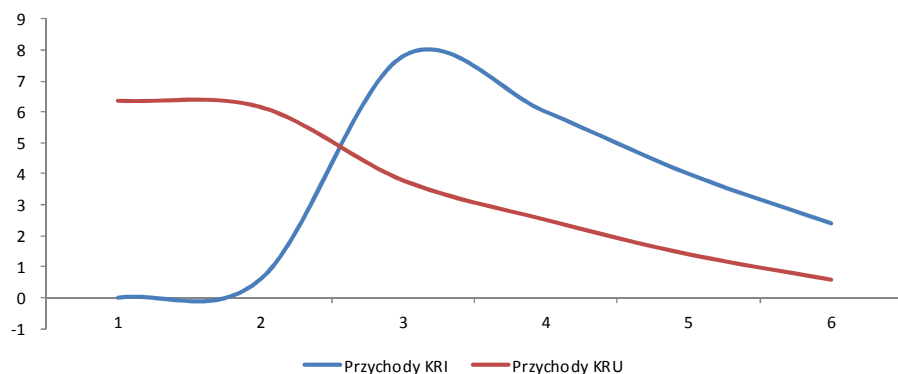
**Ujęcie bilansowe**

Wartość godziwa portfela (BO)	<b>20</b>	<b>19</b>	<b>12</b>	<b>8</b>	<b>4</b>	<b>2</b>	
Amortyzacja portfela <sup>1</sup>	1	7	4	3	3	2	20
Wartość godziwa portfela (BZ)	<b>19</b>	<b>12</b>	<b>8</b>	<b>4</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	
Wpływy	7	14	8	6	4	2	41
<b>Przychody netto</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>21</b>

<sup>1</sup>Pomniejszanie wartości godziwej nabytych wierzytelności

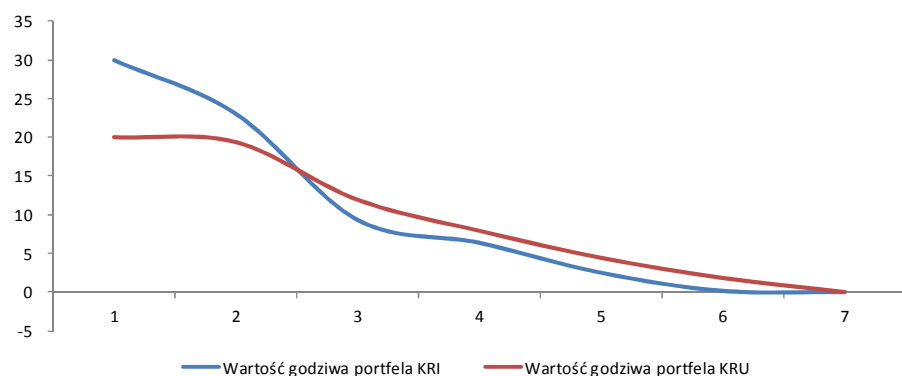
Źródło: Trigon DM

Analizując przedstawiony scenariusz ujęcia księgowego wpływów z tytułu spłaty wierzytelności zaprezentowany dla obu spółek, widać że tempo rozpoznawania przychodów (dla Kredyt Inkaso pozycja przychodów prezentowana w sprawozdaniu Kruka bardziej odpowiada przychodom pomniejszonym o koszt nabycia wierzytelności, tj. zyskowi brutto ze sprzedaży) przez Kredyt Inkaso jest wolniejsze, przez co spółka reprezentuje bardziej ostrożne podejście w tym obszarze. Jednocześnie sposób ujmowania przychodów przez Kruka bardziej odzwierciedla historyczną krzywą spłat nakładów na wierzytelności zaprezentowaną w części raportu poświęconej wycenie.

**Porównanie tempa rozpoznawania przychodów netto z pojedynczej wierzytelności w Kredyt Inkaso i Kruku**


Źródło: Trigon DM

Jednocześnie oba przedstawione powyżej podejścia powodują różne tempo amortyzacji wartości godziwej portfela nabytych wierzytelności. Wpływ na większą wartość początkowego ujęcia wierzytelności w przypadku Kredyt Inkaso wynika z zastosowanej do oszacowania wartości godziwej stopy dyskontowej (WACC vs. IRR). Warto w tym miejscu dodatkowo zwrócić uwagę, na fakt, iż ewentualny efekt zmiany wartości godziwej wierzytelności w przypadku Kruka zostanie bezpośrednio rozpoznany w jego rachunku wyników.

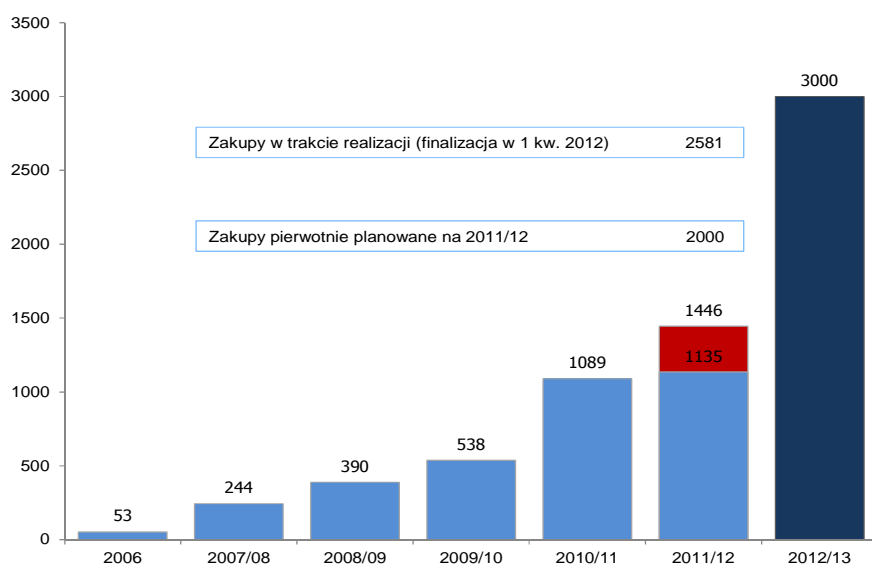
**Porównanie kształtowania się wartości godziwej pojedynczej wierzytelności w Kredyt Inkaso i Kruku**


Źródło: Trigon DM

## Portfel wierzytelności

Zaprezentowana w bilansie na koniec września wartość portfela wierzytelności nabytych na poziomie 226,6 mln zł odpowiada 1,5 mld zł ich wartości nominalnej. Tym samym spółka w pierwszym półroczu roku 2011/12 zrealizowała połowę zakładanych w całym roku obrotowym inwestycji. Uwzględniając natomiast wygraną listopadową licytację dwóch portfeli PKO BP o łącznej wartości ponad 1 mld zł, z których pakiet detaliczny wynosi 510,7 mln zł, a korporacyjny 524,6 mln zł (cena jaką zapłaciła spółka za portfel detaliczny i korporacyjny stanowiła odpowiednio ok. 21% i 5% wartości nominalnej portfela), łączna wartość nominalna nabytych i obsługiwanych przez spółkę wierzytelności po tych transakcjach wzrosła do 2,6 mld zł. Tym samym tegoroczne założenia spółki w tym obszarze zostały zrealizowane z nawiązką, a przyszłoroczny cel na poziomie 3 mld zł wydaje się łatwy do zrealizowania. W naszych prognozach zakładamy, że wartość godziwa portfela wzrośnie z poziomu 285 mln zł szacowanego na koniec roku 2011/2012 do 360 mln zł w przyszłym roku. Niemniej jednak poziom wartości nominalnej obsługiwanych wierzytelności na koniec roku 2012/2013 jest trudny do oszacowania ze względu na dużą rozpiętość cen płaconych za różne typy wierzytelności.

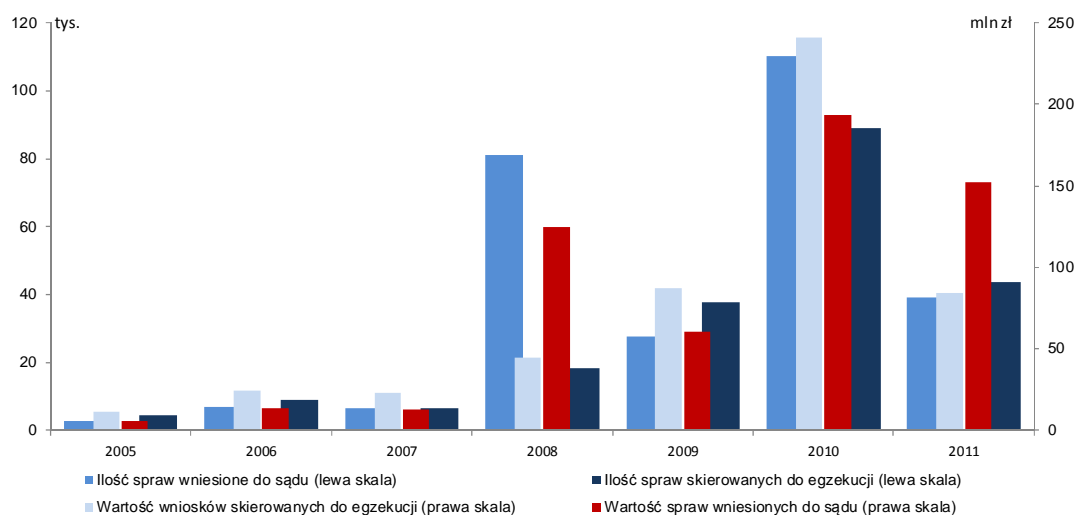
## Inwestycje w pakiety wierzytelności (wg wartości nominalnej, w mld zł)



Źródło: Prezentacja Kredyt Inkaso

Następstwem dynamicznego wzrostu wartości portfela jest rosnąca liczba spraw wniesionych do sądu oraz skierowanych do egzekucji w ostatnich latach (pod tym względem za sprawą e-sądu rekordowy był 2010r.). W ramach grupy funkcjonuje obecnie również kancelaria prawnicza, co przyczyniło się do wzrostu rentowności Kredyt Inkaso. Warto zwrócić również uwagę na fakt, iż skumulowana liczba uzyskanych wyroków sądowych może zmniejszać wyniki, gdyż spółka tworzy w ciężar kosztów rezerwę na należności równą ok. 50% poniesionych kosztów sądowych.

## Statystyka postępowań sądowych i egzekucyjnych



Źródło: Prezentacja Kredyt Inkaso

## Wyniki finansowe za 1 półrocze 2011/12

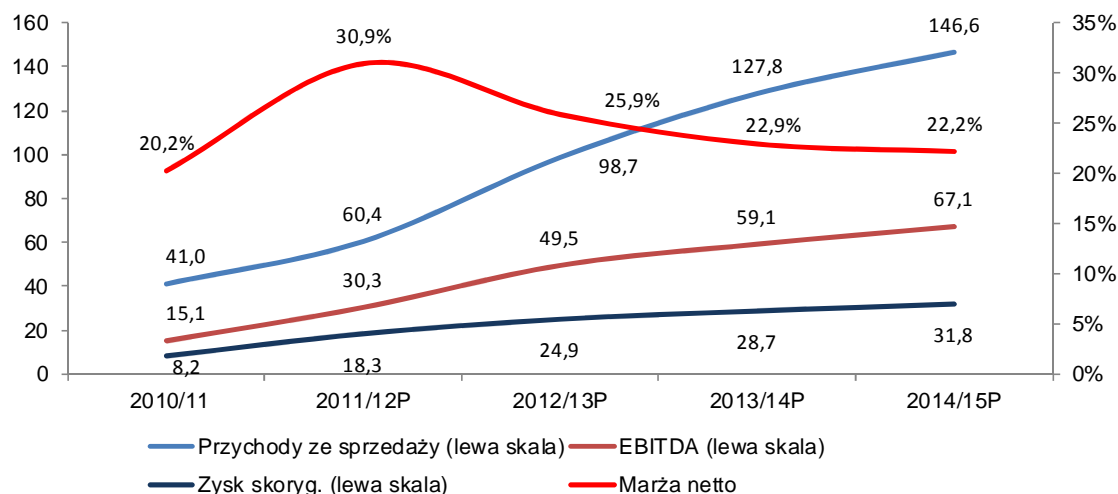
Utrzymujący się w spółce dynamiczny wzrost inwestycji w portfele wierzytelności przekłada się na systematyczną poprawę rezultatów finansowych. Tempo tej poprawy ze względu na omówiony sposób rozpoznawania przychodów stosowany przez spółkę (wpływy w pierwszej kolejności pokrywają wydatki na zakup danej wierzytelności) sprawia, że zyski z danego portfela rozpoznawane są po okresie 2 – 3 lat od daty zakupu. Jednakże systematyczna realizacja zakupów oraz ich wartościowy wzrost powoduje, że poza okresami ujęcia wysokich rezerw na koszty sądowe, w wynikach spółki widoczne są zyski z wcześniej nabytych portfeli, które dodatkowo wykazują tendencję wzrostową. W 2 kw. 2011/2012r. spółka osiągnęła 11,1 mln zł przychodów (wzrost o 31% r/r), dalszej poprawie uległa marża EBIT (wzrost o 17p.p. r/r do poziomu 50%), na co pozytywny wpływ miał nie tylko efekt dźwigni operacyjnej, ale również niższe koszty opłat sądowych za sprawą drożenia e-sądu oraz konsolidacja kancelarii prawniczej. Ostatecznie spółka jako beneficjent umowy o unikaniu podwójnego opodatkowania dochodów jaką Polska zawarła z Luksemburgiem oraz zapisów ustawy o funduszach inwestycyjnych w odniesieniu do funduszy sekurytyzacyjnych, posiada niską efektywną stopę podatkową, co pozwoliło w ostatnim kwartale na wzrost zysku netto do poziomu 3,7 mln zł oraz osiągnięcie marży netto w wysokości 33% (wzrost o 14p.p. r/r).

## Wyniki finansowe w ujęciu kwartalnym

m zł	IQ'10/11	IIQ'10/11	IIIQ'10/11	IVQ'10/11	IQ'11/12	IIQ'11/12
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	11,1	8,4	10,7	10,7	10,2	11,1
- zmiana (r/r)	-	-	41%	27%	-9%	31%
<b>EBIT</b>	2,8	2,8	4,5	4,2	4,8	5,6
<b>EBITDA</b>	3,0	2,9	4,7	4,5	5,1	5,9
<b>Zysk netto dla jedn. dominującej</b>	1,4	1,6	2,9	2,3	2,9	3,7
Rentowność						
- EBIT	25%	33%	42%	39%	47%	50%
- EBITDA	27%	35%	44%	42%	50%	53%
- netto	13%	19%	27%	22%	28%	33%

Nasza tegoroczna prognoza wyników zakłada osiągnięcie przez spółkę przychodów ze sprzedaży na poziomie 60,4 mln zł oraz 18,3 mln zł zysku netto dla akcjonariuszy jednostki dominującej. Tym samym po 1 półroczu jest ona zrealizowana odpowiednio w 35% oraz 36%. Niemniej jednak w 2 półroczu zakładamy wzrost wpływów w portfele nabytych w horyzoncie ostatnich 2 lat i nie dostrzegamy obecnie zagrożenia jej wykonania. Dodatkowo parametry naszej prognozy nie odbiegają istotnie od tych opublikowanych przez zarząd spółki w oficjalnej prognozie, która w bieżącym roku zakłada osiągnięcie przychodów na poziomie 59,9 mln zł oraz 18,6 mln zł zysku netto.

## Prognozowane wyniki finansowe oraz marża zysku netto



Źródło: raporty spółki, P - prognozy Trigon DM

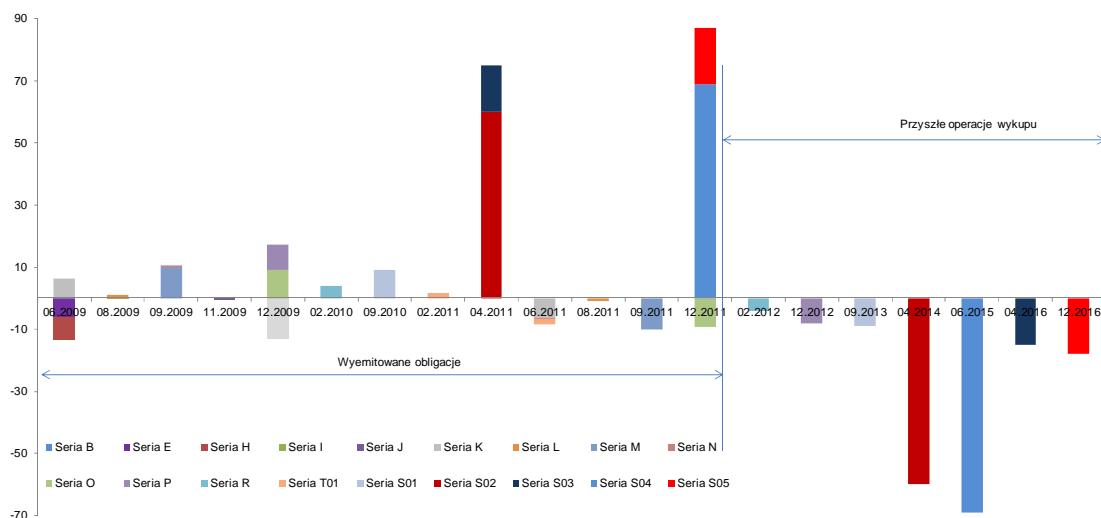
## Finansowanie działalności

W ostatnich latach spółka finansowania rosnący portfel wierzytelności zarówno poprzez podwyższenie kapitału jak również korzystając z zewnętrznych źródeł finansowania emitując obligacje. Ostatnie dwie emisje długu (seria S04 oraz seria S05) miały miejsce w listopadzie, kiedy spółka wyemitowała 3,5 - letnie oraz 5 - letnie obligacje oferując odpowiednio 5,0p.p. oraz 6p.p. marży ponad WIBOR 6M. Po tych transakcjach łączne zadłużenie grupy wzrosło do

ok. 190m zł, implikując dźwignię finansową na poziomie 1,4x. Jednocześnie jednym z kowenantów jest nie przekraczanie poziomu zadłużenia, który powodowałby wzrost wartości tego wskaźnika powyżej 2,0x. W naszych prognozach zakładamy jego stopniowy wzrost do poziomu 1,8x, co wydaje się podejściem dość konserwatywnym biorąc pod uwagę relacje kapitału własnego do poziomu zadłużenia w innych spółkach reprezentujących branżę zarządzania wierzytelnościami (np. Kruk, Magellan, MW Trade).

Poniżej zestawiliśmy również harmonogram wybranych historycznych emisji obligacji spółki oraz terminów ich wykupu. W związku z tym, że ostatnie plasowane przez spółkę duże emisje obligacji mają zapadalność od 3 do 5 lat, istotne negatywne przepływy pieniężne z tytułu ich wykupu pojawiają się dopiero w 2 kw. 2014r.

### Harmonogram emisji i wykupu obligacji



Źródło: Trigon DM

### Zawieszenie rozmów dotyczących przejęcia spółki Ultimo

Spółka na początku grudnia informowała o zawieszeniu rozmów w sprawie przejęcia jednego z głównych graczy na krajowym rynku wierzytelności—spółki Ultimo, choć nie oznacza to, że transakcja nie dojdzie już do skutku, a konsolidacja rynku wydaje się nieunikniona.

Wartość nominalna portfela wierzytelności Ultimo szacowana jest obecnie na 4,7 mld zł. Biorąc za kryterium wielkości biznesu spółki wspomniany parametr oraz uwzględniając ostatnie zakupy pakietów bankowych przez Kredyt Inkaso, Ultimo jest podmiotem niemal dwukrotnie większym od wspomnianego konkurenta i jednocześnie 1/3 mniejszym od Kruka. Tym samym, bez względu na podmiot przejmujący taka transakcja oznaczałaby znaczącą konsolidację polskiego rynku obrotu wierzytelnościami. W rzeczywistości, pomimo dynamicznego wzrostu naszego rynku na przestrzeni ostatnich lat, niewielu jest inwestorów branżowych, którzy mogliby powalczyć o przejęcie Ultimo, wśród nich oczywiście są Kredyt Inkaso oraz Kruk. Natomiast uwaga zachodnich graczy branżowych może być bardziej skupiona na dużej podaży wierzytelności w Zachodniej Europie w związku z pogarszającą się sytuacją makroekonomiczną gospodarek z tego regionu.

Skupiając się na lokalnych nabywcach w grze o ewentualne przejęcie Ultimo bardziej stawiamy na Kredyt Inkaso niż na Kruka, nawet pomimo zawieszenia rozmów. Po pierwsze, obie spółki są do siebie bardzo zbliżone produktowo poprzez specjalizację w inwestowaniu głównie w portfele wierzytelności generowanych przez sektor bankowy w szczególności w segmencie klienta detalicznego. Stosując przy tym nieco odmienną politykę działania w odniesieniu do podejścia do dłużnika na przedsądowym etapie dochodzenia wierzytelności, co w tym aspekcie modelu działania spółki czyni Ultimo bardziej podobne do Kruka. Tym samym przejęcie spółki przez Kredyt Inkaso oznaczałoby nabycie nie tylko portfela ale również know how Ultimo, więc efekty synergii byłyby większe niż w przypadku transakcji zrealizowanej przez Kruka. Po drugie, dominujący akcjonariusze Kruka oraz Ultimo reprezentują podobny model inwestowania w spółki, z którym wiąże się realizacja określonej stopy zwrotu i wyjście z inwestycji, a przejęcie Ultimo wymagałoby ich znaczącego zaangażowania kapitałowego. Po trzecie, biorąc pod uwagę wartość portfela Kruka istniałoby ryzyko, że urząd antymonopolowy mógłby zablokować taką transakcję. Ostatecznie ewentualne przejęcie Ultimo zależałoby od zgody akcjonariuszy Kredyt Inkaso, którzy w ostatnich dwóch latach dwukrotnie uczestniczyli w SPO spółki.

## Wyniki i prognozy

m zł	IQ'10/11	IIQ'10/11	IIIQ'10/11	IVQ'10/11	IQ'11/12	IIQ'11/12
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>11,1</b>	<b>8,4</b>	<b>10,7</b>	<b>10,7</b>	<b>10,2</b>	<b>11,1</b>
- zmiana (r/r)	-	-	41%	27%	-9%	31%
<b>EBIT</b>	<b>2,8</b>	<b>2,8</b>	<b>4,5</b>	<b>4,2</b>	<b>4,8</b>	<b>5,6</b>
<b>EBITDA</b>	<b>3,0</b>	<b>2,9</b>	<b>4,7</b>	<b>4,5</b>	<b>5,1</b>	<b>5,9</b>
<b>Zysk netto dla jedn. dominującej</b>	<b>1,4</b>	<b>1,6</b>	<b>2,9</b>	<b>2,3</b>	<b>2,9</b>	<b>3,7</b>
Rentowność						
- EBIT	25%	33%	42%	39%	47%	50%
- EBITDA	27%	35%	44%	42%	50%	53%
- netto	13%	19%	27%	22%	28%	33%

m zł	2009/10	2010/11	2011/12P	2012/13P	2013/14P	2014/15P
<b>Aktywa</b>	<b>145,6</b>	<b>268,8</b>	<b>497,9</b>	<b>634,4</b>	<b>781,4</b>	<b>899,0</b>
Majątek trwały	1,9	9,0	13,4	13,1	12,8	12,5
Majątek obrotowy	143,7	259,8	484,6	621,3	768,6	886,5
- wierzycielności nabyte	131,2	237,7	451,2	585,1	730,4	846,9
<b>- gotówka</b>	<b>0,5</b>	<b>1,9</b>	<b>2,3</b>	<b>3,0</b>	<b>3,0</b>	<b>3,0</b>
<b>Pasywa</b>	<b>145,6</b>	<b>268,8</b>	<b>498,0</b>	<b>634,5</b>	<b>781,5</b>	<b>899,0</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>98,6</b>	<b>213,5</b>	<b>305,4</b>	<b>373,8</b>	<b>478,6</b>	<b>548,9</b>
<b>Kapitał własny skoryg.<sup>1</sup></b>	<b>34,5</b>	<b>82,6</b>	<b>138,5</b>	<b>157,4</b>	<b>177,8</b>	<b>200,2</b>
Kapitał z aktualizacji wyceny	64,1	130,9	166,9	216,4	300,8	348,7
Zobowiązania długoterminowe	36,1	16,9	144,9	202,6	241,8	280,2
- kredyty, obligacje	34,8	15,3	143,8	201,4	240,6	279,0
Zobowiązania krótkoterminowe	10,8	38,4	47,7	58,1	61,1	69,9
- kredyty, obligacje	4,1	32,8	40,6	50,4	52,8	61,3
<b>Dług netto</b>	<b>38,4</b>	<b>46,2</b>	<b>182,1</b>	<b>248,8</b>	<b>290,5</b>	<b>337,3</b>
ROE	17%	14%	17%	17%	17%	17%
ROA	4%	4%	5%	5%	4%	4%
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>29,7</b>	<b>41,0</b>	<b>60,4</b>	<b>98,7</b>	<b>127,8</b>	<b>146,6</b>
<b>KWS</b>	<b>13,5</b>	<b>18,1</b>	<b>19,8</b>	<b>37,3</b>	<b>55,1</b>	<b>65,2</b>
Amortyzacja	0,6	0,8	1,2	1,3	1,3	1,4
Wynagrodzenia i inne świadczenia	1,7	2,9	6,1	7,1	7,8	8,5
Usługi obce	1,8	2,1	3,8	5,9	7,4	8,2
Pozostałe koszty operacyjne	0,9	0,7	0,6	1,0	1,3	1,5
Pozostałe koszty działalności podstaw.	2,9	3,3	6,0	6,3	7,0	7,5
<b>EBIT</b>	<b>10,6</b>	<b>14,3</b>	<b>29,1</b>	<b>48,2</b>	<b>57,8</b>	<b>65,7</b>
<b>EBITDA</b>	<b>11,1</b>	<b>15,1</b>	<b>30,3</b>	<b>49,5</b>	<b>59,1</b>	<b>67,1</b>
Zysk brutto	6,7	9,4	19,7	26,6	30,5	33,9
Podatek dochodowy	1,2	1,2	0,9	1,1	1,2	1,4
<b>Zysk netto</b>	<b>5,5</b>	<b>8,3</b>	<b>18,7</b>	<b>25,5</b>	<b>29,3</b>	<b>32,5</b>
<b>Zysk skoryg.</b>	<b>5,5</b>	<b>8,2</b>	<b>18,3</b>	<b>24,9</b>	<b>28,7</b>	<b>31,8</b>
Rentowność						
- EBIT	36%	35%	48%	49%	45%	45%
- EBITDA	38%	37%	50%	50%	46%	46%
- netto	19%	20%	31%	26%	23%	22%
- stopa podatku dochodowego	18%	13%	5%	4%	4%	4%
CF operacyjny	-4,9	-35,2	-173,5	-59,7	-32,4	-36,3
<b>- amortyzacja</b>	<b>0,6</b>	<b>0,8</b>	<b>1,2</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,4</b>
CF inwestycyjny	-0,4	-8,5	-13,1	-1,0	-1,0	-1,1
<b>- CAPEX</b>	<b>-0,4</b>	<b>-7,0</b>	<b>-1,0</b>	<b>-1,0</b>	<b>-1,0</b>	<b>-1,1</b>
CF finansowy	5,2	45,1	176,1	61,4	33,4	37,4
<b>- dywidenda</b>	<b>-0,5</b>	<b>-1,6</b>	<b>-4,1</b>	<b>-6,0</b>	<b>-8,2</b>	<b>-9,5</b>
Środki pieniężne na koniec roku	0,5	1,9	2,3	3,0	3,0	3,0
Liczba akcji (m szt.)	5,5	9,2	12,9	12,9	12,9	12,9
BVPS (zł)	17,95	23,29	23,60	28,89	36,99	42,43
BVPS (skoryg.)	6,29	9,01	10,70	12,16	13,75	15,47
EPS	1,01	0,89	1,41	1,93	2,22	2,46
DPS (zł)	0,09	0,18	0,32	0,47	0,64	0,73
P/E (x)	12,1	13,6	8,6	6,3	5,5	5,0
P/E skoryg. (x)	12,1	13,6	8,6	6,3	5,5	5,0
EV/EBITDA (x)	4,5	3,9	6,4	5,3	5,1	5,2
P/BV (x)	1,9	1,4	1,1	1,0	0,9	0,8
DY (%)	0,7%	1,4%	2,6%	3,8%	5,2%	6,0%

<sup>1</sup>kapitał własny skorygowany o kapitał z aktualizacji wyceny nabytych wierzytelności

Źródło: raporty spółki, P - prognozy Trigon DM



Research:	<b>Tomasz Mazurczak</b>	t.mazurczak@trigon.pl	(22) 4338-368
	<b>Hanna Kędziora</b>	h.kedziora@trigon.pl	(22) 4338-371
	<b>Michał Sztabler</b>	m.sztabler@trigon.pl	(22) 4338-375
Sales:	<b>Grzegorz Kujawski</b>	g.kujawski@trigon.pl	(22) 4338-369
	<b>Paweł Wiśniewski</b>	p.wisniewski@trigon.pl	(22) 4338-365
	<b>Krzysztof Kasiński</b>	k.kasinski@trigon.pl	(22) 4338-364
	<b>Artur Szymecki</b>	a.szymecki@trigon.pl	(22) 4338-363
	<b>Mariusz Musiał</b>	m.musial@trigon.pl	(22) 4338-385
	<b>Krzysztof Zajkowski</b>	k.zajkowski@trigon.pl	(22) 4338-362
	<b>Artur Pałka</b>	a.palka@trigon.pl	(22) 4338-361

## Disclaimer

### Informacje ogólne

Dokument został sporządzony przez Trigon Dom Maklerski S.A. („Dom Maklerski”). Dom Maklerski podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego. Dokument adresowany jest pierwotnie do wybranych przez Dom Maklerski Klientów korzystających z usług w zakresie sporządzania analiz i rekomendacji. Dokument poczyniony od wskazanego w nim dnia może podlegać dystrybucji do szerokiego kręgu odbiorców (na stronie www Domu Maklerskiego lub poprzez przekazanie go do dyspozycji podmiotom mogącym go w wybranym przez siebie zakresie cytować w mediach, lub też w inny sposób) jako rekomendacja w rozumieniu Rozporządzenia Ministra Finansów w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz.U. Nr 206, poz. 1715, „Rozporządzenie w sprawie rekomendacji”).

### Objaśnienia używanej terminologii fachowej:

kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej i liczby akcji spółki  
free float (%) - udział liczby akcji znajdujących się w rękach akcjonariuszy posiadających poniżej 5 proc. ogólnej liczbie akcji pomniejszony o akcje własne należące do spółki  
min/max 52 tyg. – minimum/maksimum kursu rynkowego akcji z ostatnich 52 tygodni  
średni wolumen - średni wolumen obrotu akcjami w ostatnim miesiącu

EBIT - zysk operacyjny  
EBITDA - zysk operacyjny powiększony o amortyzację  
zysk skorygowany – zysk netto skorygowany o transakcje o charakterze jednorazowym  
CF – cash flow, przepływy pieniężne  
capex – suma wydatków inwestycyjnych przeznaczonych na aktywa trwałe

ROA - stopa zwrotu z aktywów ogółem  
ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych  
rentowność zysku brutto na sprzedaży - iloraz zysku brutto na sprzedaży do przychodów netto ze sprzedaży  
rentowność EBITDA - iloraz sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży  
rentowność EBIT - iloraz zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży  
rentowność netto - iloraz zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży

EPS - zysk netto na 1 akcję  
DPS - dywidenda na 1 akcję  
P/E - iloraz ceny rynkowej do zysku netto na 1 akcję  
P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji do wartości księgowej jednej akcji  
EV/EBITDA - iloraz EV do EBITDA spółki  
EV - suma bieżącej kapitalizacji i długu netto spółki  
DY – stopa dywidendy, relacja wypłaconej dywidendy do kursu akcji

### Rekomendacje wydawane przez Dom Maklerski

KUPIJ – w ocenie Domu Maklerskiego potencjał wzrostu instrumentu finansowego wynosi co najmniej 20%  
TRZYMAJ - w ocenie Domu Maklerskiego spodziewane są względnie stabilne notowania instrumentu finansowego  
SPRZEDAJ - w ocenie Domu Maklerskiego potencjał spadku instrumentu finansowego jest większy niż 20%  
Rekomendacje wydawane przez Dom Maklerski traktowane są jako obowiązujące w okresie 9 miesięcy od daty udostępnienia (data wskazana na wstępie dokumentu) lub do chwili realizacji docelowego kursu instrumentu finansowego.  
Dom Maklerski może w każdym czasie zaktualizować rekomendację, w zależności od aktualnych uwarunkowań rynkowych, lub oceny powziętej przez osoby sporządzające rekomendację.  
Rekomendacje krótkookresowe (w tym oznaczone szczególnie jako spekulacyjne) mogą być oznaczone krótszym okresem obowiązywania. Rekomendacje krótkookresowe oznaczane jako spekulacyjne związane są z podwyższonym ryzykiem inwestycyjnym.

### Stosowane metody wyceny

DM stosuje zwykle dwie metody wyceny: model DCF - zdyskontowanych przepływów pieniężnych oraz metodę wskaźnikową, a więc zestawienie podstawowych wskaźników rynkowych spółki ze wskaźnikami dla spółek porównywalnych. Opcjonalnie może być wykorzystywany model zdyskontowanych dywidend.  
Wadą metod opartych na zdyskontowanych przepływach jest wysoka wrażliwość na przyjęte założenia. Zaletą tych metod jest brak zależności z bieżącą wyceną rynkową spółki. Z kolei wadą metody wskaźnikowej jest ryzyko, że w danej chwili wycena rynkowa porównywalnych spółek może nie odzwierciedlać prawidłowo ich rzeczywistej wartości. Jej zaletą jest to, że pokazuje ona wycenę rynkową spółki uzyskaną w oparciu o rynkowe wyceny spółek porównywalnych.

### Zastrzeżenia prawne, zastrzeżenia dotyczące ryzyka

W ocenie Domu Maklerskiego Dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności oraz z wykluczeniem wpływu ewentualnego konfliktu interesów. Ewentualne powstałe pomimo tego niezgodności informacji podanych w Dokumencie ze stanem faktycznym lub błędne oceny Domu Maklerskiego nie stanowią podstawy odpowiedzialności Domu Maklerskiego. W szczególności Dom Maklerski nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w Dokumencie.

Dokument nie uwzględnia indywidualnych potrzeb i sytuacji danego inwestora, ani też nie jest wskazaniem, iż jakkolwiek inwestycja jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji danego inwestora, wobec czego wnioski wynikające z Dokumentu mogą okazać się nieodpowiednie dla danego inwestora.  
Dom Maklerski nie ponosi odpowiedzialności za sposób, w jaki informacje podane w Dokumencie zostaną wykorzystane. Przedstawiane dane historyczne odnoszą się do przeszłości, a wyniki osiągnięte w przeszłości nie stanowią gwarancji ich osiągnięcia w przyszłości. Przedstawione dane odnoszące się do przyszłości mogą okazać się błędne, stanowią wyraz ocen osób wypowiedziających się w imieniu podmiotu, którego dotyczy raport lub wyniki oceny własnej Domu Maklerskiego.  
Posługując się informacjami lub wnioskami podanymi w Dokumencie nie należy rezygnować z przeprowadzenia niezależnej oceny podawanych informacji i uwzględnienia informacji innych niż przedstawione; weryfikacji we własnym zakresie podawanych danych oraz oceny ryzyka związanego z podejmowaniem decyzji na podstawie Dokumentu; rozważenia korzystania z usług niezależnego analityka, doradcy inwestycyjnego lub innych osób posiadających specjalistyczną wiedzę.  
O ile Dokument nie wskazuje inaczej, informacji w nim zawartych nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez podmiot, którego dotyczy, a wnioski i opinie w nim zawarte są wyłącznie opiniami i wnioskami Domu Maklerskiego.

Na datę sporządzenia Dokumentu Dom Maklerski nie posiada akcji emitenta, może je nabywać w przyszłości.  
Dom Maklerski nie wykonuje na rzecz emitenta usług nabywania lub zbywania instrumentów finansowych na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego, nabywania lub zbywania instrumentów finansowych na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe. Nie występują inne okoliczności w zakresie potencjalnego konfliktu interesów podlegające ujawnieniu na podstawie Rozporządzenia o Rekomendacjach.  
Ponadto Dom Maklerski może w każdym czasie złożyć emitentowi ofertę świadczenia innych usług maklerskich lub podjąć świadczenie takich usług. Dom Maklerski lub podmioty z nim powiązane mogą uczestniczyć w transakcjach związanych z finansowaniem emitenta, oraz świadczyć usługi na rzecz emitenta lub pośredniczyć w świadczeniu usług przez emitenta, jak również mieć możliwość realizacji lub realizować transakcje instrumentami finansowymi emitowanymi przez emitenta lub podmioty z nim powiązane, również zanim Dokument zostanie przedstawiony odbiorcom.

Dom Maklerski zarządza aktualnymi lub potencjalnymi konfliktami interesów poprzez podejmowanie środków przewidzianych w Rozporządzeniu w sprawie rekomendacji oraz realizację ogólnej polityki zarządzania konfliktami interesów Domu Maklerskiego. W ocenie Domu Maklerskiego Dokument został sporządzony z wykluczeniem wpływu ewentualnego konfliktu interesów.

Dom Maklerski zwraca szczególną uwagę na liczne czynniki ryzyka związane z inwestycją w instrumenty finansowe. Inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z wysokim ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków.  
Data podana na pierwszej stronie niniejszego dokumentu jest datą jego sporządzenia i przekazania do wiadomości odbiorców. Znaki towarowe, oznaczenia usług i logo zawarte w niniejszym dokumencie są znakami towarowymi, oznaczeniami usług, oraz logo Trigon Domu Maklerskiego S.A. Prawa autorskie do Dokumentu oraz zamieszczonych w nim treści przysługują Domowi Maklerskiemu. Publikowanie, rozpowszechnianie, kopiowanie, wykorzystywanie lub udostępnianie osobom trzecim w jakikolwiek inny sposób Dokumentu (lub jego części) poza dozwolonym prawem użyciem wymagają zgody Domu Maklerskiego.

Z uwagi na ograniczenia formalne wynikające z przepisów prawa Dokument nie może zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazany, udostępniony lub wydany w jurysdykcjach, gdzie jego rozpowszechnianie może podlegać lokalnym ograniczeniom prawnym. Osoby udostępniające lub rozpowszechniające Dokument są obowiązane znać powyższe ograniczenia i ich zastrzeżenia.  
Przyjmując się, że każda osoba (jednostka organizacyjna), która niniejszy dokument pobiera, przyjmuje lub wyraża zgodę na przekazanie jej niniejszego dokumentu, tym samym:

- wyraża zgodę na treść wszelkich powyższych zastrzeżeń;
- potwierdza, że zapoznała się z Regulaminem świadczenia usług w zakresie sporządzania Analiz i Rekomendacji obowiązującym w Trigon Dom Maklerski S.A. (dostępnego na stronie internetowej: www.doakcji.pl, www.trigon.pl, zwanego dalej „Regulaminem”) oraz akceptuje postanowienia Regulaminu;
- wyraża zgodę na jednorazowe (w zakresie Dokumentu) świadczenie przez Dom Maklerski usług w zakresie przekazywania analiz i rekomendacji poprzez udostępnienie Dokumentu. Na zasadach określonych w Regulaminie oraz z uwzględnieniem zastrzeżeń zawartych w Dokumencie oraz zastrzeżeń opublikowanych wraz z Dokumentem, przy czym: (1) przedmiot usługi ograniczony jest do nieodpłatnego udostępnienia Dokumentu oraz korzystania z niego przez adresata, (2) umowa o świadczenie tej usługi wiąże strony wyłącznie w okresie korzystania przez adresata z Dokumentu.

Dokument nie stanowi: oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu cywilnego ani podstawy do zawarcia innej umowy lub powstania innego zobowiązania.