

Kredyt Inkaso

Obrót wierzytelnościami | Polska

Kupuj | PLN 23,4 (z PLN 18,2)

Podwyższenie ceny docelowej

- Solidny wzrost EPS (+30% CAGR 2012/13-2015/16)
- Atrakcyjna wycena (8,8x 2013E P/E, 35% dyskonto do Kruka)

27 września 2013

Wyższe prognozy, wyższa wycena

Podtrzymujemy rekomendację Kupuj oraz podwyższamy cenę docelową dla Kredyt Inkaso do PLN 23,4 na akcję (z PLN 18,2 poprzednio). Mimo wzrostu kursu akcji w ostatnim czasie Kredyt Inkaso w dalszym ciągu notowane jest ze znaczącym dyskontem do Kruka (35% na 8,8x 2013 P/E). Ponadto, aktywne wejście spółki na rynki zagraniczne oraz solidne wyniki za 1 kwartał 2013/14 (+99% r/r, +6% kw./kw.) skłoniły nas do podwyższenia prognoz zysku netto o 5% w 2013/14 oraz o 6% w 2014/15.

Dynamiczny wzrost EPS (+40% w roku 2013/14 oraz 2014/15). Na koniec czerwca 2013r. wartość nominalna portfela Kredyt Inkaso na rynkach zagranicznych wyniosła PLN 245m (z czego PLN 185m przypadało na Rumunię, PLN 50m na Rosję oraz PLN 10m na Bułgarię). Aktywne wejście spółki na rynki zagraniczne oraz solidne wyniki za 1 kwartał 2013/14 skłoniły nas do podwyższenia prognoz zysku netto na lata 2013/14, 2014/15 oraz 2015/16 o odpowiednio 5%, 6% oraz 4%. Tym samym podtrzymujemy nasze oczekiwania dynamicznego wzrostu wyników spółki w najbliższych latach (oczekujemy wzrostu EPS w latach 2012/13-2015/16 w tempie CAGR 30%).

Atrakcyjna wycena 8,8x P/E 2013P. Mimo dynamicznego wzrostu kursu akcji w ostatnim czasie Kredyt Inkaso w dalszym ciągu notowane jest ze znaczącym dyskontem do Kruka (35% oraz 50% na 2013 i 2014 P/E oraz odpowiednio 58% i 57% na P/BV). Nie znajdujemy uzasadnienia dla tak wysokiego dyskonta ponieważ: 1) Kredyt Inkaso charakteryzuje się relatywnie niższym poziomem dźwigni finansowej (dług netto/kapitały 1,5x wobec 1,7x w Kruku), 2) spółka poprawia rentowność i oczekiwane przez nas ROE w 2014 r. powinno zbliżyć się do poziomu generowanego przez Kruka (oczekujemy 18% wobec 22% w Kruku wg konsensusu), 3) model biznesowy obu spółek, a tym samym potencjał wzrostu rynku jest podobny.

Solidne wyniki za 1 kw. 2013/14. W 1kw.13/14 zysk netto Kredyt Inkaso wzrósł do PLN 8,1m (+99% r/r, -18% kw./kw., +6% kw./kw. po wyłączeniu PLN 2,2m jednorazowego przychodu z przeszacowania wartości nieruchomości w 4Q12/13). Poprawa wyniku r/r była efektem wzrostu odzysków (+20% r/r), niższych kosztów finansowych (-17% r/r) oraz niższej efektywnej stawki podatkowej (1% vs. 15% w 1kw.12/13). Wartość nominalna portfeli nabytych przez Kredyt Inkaso wzrosła do PLN 3,6 mld (z PLN 3,3 mld na koniec roku 2012/13). Przypominamy, że w 1 kw. 2013/14 spółka zmieniła sposób rozpoznawania wpłat z portfeli.

Tabela 1. Kredyt Inkaso - Prognozy i wskaźniki wyceny, 2010/11-2015/16E

	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14E	2014/15E	2015/16E
Przychody (PLNm)	22,9	45,0	69,9	87,9	110,9	124,4
EBITDA (PLNm)	15,1	31,8	49,7	56,5	69,6	74,1
Zysk netto (PLNm)	8,2	18,5	19,2	27,0	37,9	42,2
EPS (PLN)	0,9	1,4	1,5	2,1	2,9	3,3
P/E (x)	20,5	12,8	12,3	8,8	6,2	5,6
P/BV (x)	2,0	1,7	1,5	1,3	1,1	0,9
EV/EBITDA (x)	13,7	14,9	9,3	7,9	6,4	5,9

Źródło: Kredyt Inkaso, DI Investors

Podstawowe informacje

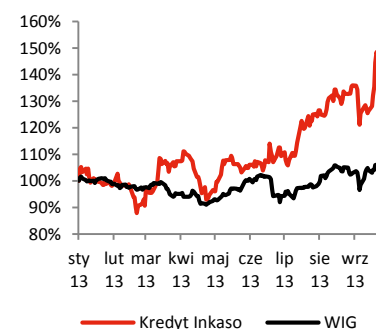
Rekomendacja	Kupuj
Cena docelowa (PLN)	23,4
Cena bieżąca (PLN)	18,3
Potencjał wzrostu/spadku	+28%
Min (52T)	11,02
Max (52T)	19,39
Liczba akcji (mln)	12,9
Kapitalizacja (PLNm)	237,9
Śr. dzienny obrót (3M, PLNm)	0,04

Akcjonariat

	%
Agnieszka Buchajska	23,4
Generali OFE	12,4
Dekra Holdings Ltd	7,2
Pioneer Pekao IM	7,1
Aviva Investors	6,2
Pozostali	43,7

Opis spółki

Przedmiotem działalności Kredyt Inkaso jest nabywanie pakietów wierzytelności i odzyskiwanie ich na własny rachunek. Spółka inwestuje przede wszystkim w konsumenne portfele bankowe. Z początkiem 2013 r. Kredyt Inkaso rozpoczęła działalność również w Rumunii, Rosji i Bułgarii.

Kredyt Inkaso: relatywny kurs akcji vs. WIG YTD

Źródło: Bloomberg, DI Investors

Michał Fidelus

(+48) 22 378 9212

Michal.Fidelus@investors.pl

Tabela 2. Kredyt Inkaso - Prognozy i wskaźniki wyceny, 2010-2015E (PLNm o ile nie wskazano inaczej)

Rachunek zysków i strat	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Przychody netto*	22,9	45,0	69,9	87,9	110,9	124,4
Koszty	-8,6	-14,7	-22,0	-33,2	-43,3	-52,3
EBIT	14,3	30,3	48,0	54,6	67,6	72,1
EBITDA	15,1	31,8	49,7	56,5	69,6	74,1
Wynik na działalności finansowej	-4,9	-11,7	-28,5	-26,0	-27,5	-27,5
Zysk brutto	9,4	18,6	19,5	28,6	40,1	44,6
Podatek dochodowy	1,1	-0,1	0,1	1,4	2,0	2,2
Zysk netto	8,2	18,5	19,2	27,0	37,9	42,2
Bilans	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Aktywa trwałe	9,0	16,7	32,1	32,9	33,6	34,1
Rzeczowe aktywa trwałe	1,9	3,6	14,0	14,8	15,5	16,0
Wartość firmy	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7
Wartości niematerialne i prawne	1,4	1,6	2,3	2,3	2,3	2,3
Aktywa obrotowe	259,8	870,4	421,1	463,4	497,9	535,8
Należności	4,7	5,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Wierzytelności nabyte	237,7	804,2	357,9	372,0	403,0	431,0
Gotówka	1,9	41,9	42,8	70,9	74,5	84,3
AKTYWA RAZEM	268,8	887,1	453,2	496,2	531,5	569,9
Kapitały własne	213,5	588,3	160,7	187,7	222,9	261,4
Kapitał własny skorygowany	82,6	142,6	160,7	187,7	222,9	261,4
Zobowiązania długoterminowe	16,9	260,7	233,3	249,3	249,3	249,3
Zobowiązania krótkoterminowe	38,4	37,7	59,3	59,3	59,3	59,3
PASYWA RAZEM	268,8	887,1	453,2	496,2	531,5	569,9
Rachunek przepływów pieniężnych	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Zysk netto	9,4	18,6	19,5	27,0	37,9	42,2
Amortyzacja	0,8	1,4	1,8	1,9	2,0	2,1
Odsetki i udziały w zyskach	4,5	11,1	28,4	26,0	27,5	27,5
Zmiana kapitału obrotowego	-49,9	-258,7	13,3	-14,2	-31,0	-28,0
Przepływy z działalności operacyjnej	-35,2	-227,6	63,0	40,8	36,4	43,8
CAPEX	-7,0	-1,3	-2,6	-2,6	-2,6	-2,6
Pozostałe	-1,5	2,6	-14,8	0,0	0,0	0,0
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-8,5	1,3	-17,4	-2,6	-2,6	-2,6
Zmiana zadłużenia	10,1	232,5	-16,5	16,0	0,0	0,0
Wpływy z emisji akcji	41,3	45,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Odsetki zapłacone	-4,7	-7,6	-28,3	-26,0	-27,5	-27,5
Dywidenda	-1,6	-4,4	0,0	0,0	-2,7	-3,8
Przepływy z działalności finansowej	45,1	266,3	-44,7	-10,0	-30,2	-31,3
Środki pieniężne na koniec okresu	1,9	41,9	42,8	70,9	74,5	84,3
Wskaźniki rentowności (%)	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Marża EBIT	62%	67%	69%	62%	61%	58%
Marża EBITDA	66%	71%	71%	64%	63%	60%
Marża zysku netto	36%	41%	28%	31%	34%	34%
ROE	14,0%	16,4%	12,7%	15,5%	18,5%	17,4%
ROA	6,8%	5,3%	3,9%	5,7%	7,4%	7,7%
Wskaźniki zadłużenia	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Dług netto	46,7	249,1	235,3	223,2	219,7	209,8
Dług netto/EBITDA (x)	3,1	7,8	4,7	4,0	3,2	2,8
Dług/Kapitał własny (x)	0,7	2,1	1,8	1,6	1,4	1,2
Dług/Aktywa (x)	0,2	0,3	0,6	0,6	0,6	0,5
EBITDA/Odsetki zapłacone (x)	3,2	4,2	1,8	2,2	2,5	2,7
Wskaźniki wyceny	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Liczba akcji	12,9	12,9	12,9	12,9	12,9	12,9
EPS (PLN)	0,9	1,4	1,5	2,1	2,9	3,3
BVPS (PLN)	9,0	11,0	12,4	14,5	17,2	20,2
P/E (x)	20,5	12,8	12,3	8,8	6,2	5,6
P/BV (x)	2,0	1,7	1,5	1,3	1,1	0,9
EV/EBITDA (x)	13,7	14,9	9,3	7,9	6,4	5,9

Analiza scenariuszy				
	Optymistyczny	Bazowy	Pesymistyczny	
2013	Przychody	102,1	87,9	82,9
	EBIT	73,8	54,6	44,6
	Zysk netto	46,6	27,0	16,2
2014	Przychody	117,0	110,9	103,0
	EBIT	80,2	67,6	53,2
	Zysk netto	51,3	37,9	22,8
Cena docelowa		32,3	23,4	16,1

35

30

25

20

15

10

cze 12

wrz 12

gru 12

mar 13

cze 13

wrz 13

gru 13

mar 14

cze 14

scenariusz optymistyczny

scenariusz bazowy

scenariusz pesymistyczny

Źródło: Bloomberg, DI Investors

Scenariusz optymistyczny
Założenia:
1. Suma spłat z krzywych dla portfeli nabytych w roku 2012 i nowszych równa 220% (IRR 22%)
2. Koszty ogółem w latach 2013/14 oraz 2014/15 na poziomie odpowiednio PLN 28m oraz PLN 37m
3. Średnie oprocentowanie długu odsetkowego w latach 2013/14 - 2014/15 na poziomie 9,0%

Scenariusz bazowy
Założenia:
1. Suma spłat z krzywych dla portfeli nabytych w roku 2012 i nowszych równa 189% (IRR 16%)
2. Koszty ogółem w latach 2013/14 oraz 2014/15 na poziomie odpowiednio PLN 33m oraz PLN 43m
3. Średnie oprocentowanie długu odsetkowego w latach 2013/14 – 2014/15 na poziomie 9,5%

Scenariusz pesymistyczny
Założenia:
1. Suma spłat z krzywych dla portfeli nabytych w roku 2012 i nowszych równa 160% (IRR 12%)
2. Koszty ogółem w latach 2013/14 oraz 2014/15 na poziomie odpowiednio PLN 38m oraz PLN 50m
3. Średnie oprocentowanie długu odsetkowego w latach 2013/14 – 2014/15 na poziomie 10,0%

* Pozycja przychody netto na lata 2013-2015E odpowiada pozycji zysk brutto ze sprzedaży dla poprzednich okresów. Źródło: Kredyt Inkaso, prognozy DI Investors

ZASTRZEŻENIA PRAWNE

Niniejszy materiał został przygotowany przez Dom Inwestycyjny Investors S.A. ("DI Investors"), z siedzibą w Warszawie, ul. Mokotowska 1, 00-640 Warszawa, wpisaną do rejestru przedsiębiorców przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy w Warszawie XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000277384, NIP 1080003081, REGON 140943747, kapitał w wysokości 1.666.640 PLN, w całości wpłacony, podmiot podlegający przepisom Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2010 r. Nr 211, poz.1384 – j.t. z późn. zm.), Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. z 2009 r. Nr 185, poz. 1439 – j.t. z późn. zm.) oraz Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U. z 2005 r. Nr 183, poz. 1537 z późn. zm.).

DI Investors podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego, a niniejszy dokument został sporządzony w ramach zakresu działalności wykonywanej przez DI Investors.

DI Investors jest częścią Investors Holding S.A. Więcej informacji o DI Investors i jego podmiotach powiązanych można uzyskać pod następującym adresem internetowym: <http://di.investors.pl/o-nas/grupa-investors>.

Niniejszy raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez DI Investors z przeznaczeniem dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych, zgodnie z definicjami zawartymi w wyżej wymienionych regulacjach, jak również innych kwalifikowanych klientów DI Investors upoważnionych do otrzymywania rekomendacji w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Odbiorcy, którzy nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi w powyższym rozumieniu, przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszego raportu powinni zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego w celu uzyskania niezbędnych wyjaśnień dotyczących jego treści.

DI Investors nie jest obowiązany do zapewnienia, czy instrumenty finansowe, do których odnosi się niniejszy dokument, są odpowiednie dla danego inwestora. Sam fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci DI Investors. Inwestycje oraz usługi przedstawione lub zawarte w niniejszym dokumencie mogą nie być dla konkretnego inwestora właściwe, dlatego w razie wątpliwości dotyczących takich inwestycji, bądź usług inwestycyjnych zaleca się konsultację z niezależnym doradcą inwestycyjnym.

Odbiorcy niniejszego raportu muszą dokonać własnej oceny, czy inwestycja w jakikolwiek instrument, do którego niniejszy raport się odnosi jest dla nich odpowiednia w oparciu o korzyści i ryzyka w nim zawarte biorąc pod uwagę ich własną strategię oraz sytuację prawną i finansową.

Żadna z informacji przedstawionych w niniejszym raporcie nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące odbiorcy, jak również nie stanowi w żaden inny sposób osobistej rekomendacji.

Informacje i opinie zawarte w niniejszym dokumencie zostały zebrane lub opracowane przez DI Investors w oparciu o źródła uznawane za wiarygodne, jednakże DI Investors oraz podmioty z nim powiązane nie ponoszą odpowiedzialności za wszelkie niedokładności lub pominięcia. Każda osoba otrzymująca niniejszy raport będzie odpowiedzialna za przeprowadzenie na własną rękę badań oraz analiz informacji w nim zawartych i będzie odpowiedzialna za ocenę korzyści oraz ryzyk związanych z instrumentami finansowymi będącymi przedmiotem niniejszego dokumentu.

Niniejszy raport zawierać będzie odesłania do stron internetowych lub adresy takich stron. Z wyjątkiem sytuacji kiedy raport odsyła do strony internetowej DI Investors, DI Investors oświadcza, że nie weryfikował tych stron internetowych i nie bierze odpowiedzialności za ich zawartość. Tego rodzaju adresy internetowe i odesłania (włączając w to adresy i odesłania do strony internetowej DI Investors) zostały udostępnione jedynie dla wygody odbiorców raportu, w związku z czym ich zawartość nie stanowi części tego dokumentu.

Niniejszy dokument ma jedynie informacyjny charakter i (i) nie stanowi ani nie tworzy części oferty sprzedaży, subskrypcji lub zaproszenia do nabycia lub subskrypcji jakichkolwiek instrumentów finansowych, (ii) nie ma na celu oferowania nabycia lub zapisu ani nakłaniania do nabycia lub zapisu na jakiegokolwiek instrumenty finansowe (iii) nie stanowi reklamy jakichkolwiek instrumentów finansowych.

Niniejszy raport może zawierać rekomendacje, informacje i opinie, które nie są kierowane, ani przeznaczone do rozpowszechniania, publikowania, udostępniania lub wykorzystywania przez osoby lub podmioty, które są obywatelami, rezydentami lub znajdują się w jakiegokolwiek lokalizacji, miejscowości, stanie, państwie, lub jurysdykcji, gdzie takie ich rozpowszechnianie, publikowanie, udostępnianie lub wykorzystywanie byłoby sprzeczne z prawem lub odpowiednimi regulacjami, lub które wymagałyby dla DI Investors i jego podmiotów powiązanych jakiegokolwiek rejestracji lub uzyskania zezwolenia w takiej jurysdykcji, w szczególności w jurysdykcjach, w których DI Investors i jego podmioty powiązane nie są już zarejestrowane lub nie uzyskały jeszcze zezwolenia na obrót instrumentami finansowymi.

Niniejszy materiał może dotyczyć inwestycji lub instrumentów finansowych podmiotu spoza terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, które nie są regulowane przez KNF, ani inny właściwy organ. Dalsze informacje odnośnie tego, kiedy taka sytuacja może mieć miejsce, dostępne są na życzenie.

NINIEJSZY DOKUMENT, BĄDŹ JEGO KOPIA NIE POWINIEN BYĆ ROZPOWSZECHNIANY BEZPOŚREDNIO LUB POŚREDNIO W STANACH ZJEDNOCZONYCH AMERYKI, KANADZIE, AUSTRALII, JAPONII, ANI UDOSTĘPNIANY OBYWATELOM LUB REZYDENTOM TYCH PAŃSTW, GDZIE ROZPOWSZECHNIANIE TEGO DOKUMENTU MOŻE BYĆ OGRANICZONE PRZEZ PRAWO. W TAKICH PRZYPADKACH OSOBY ROZPOWSZECHNIAJĄCE NINIEJSZY DOKUMENT POWINNY ZAPOZNAĆ SIĘ I DOSTOSOWAĆ DO WSZELKICH TEGO TYPU OGRANICZEŃ.

DI INVESTORS INFORMUJE, ŻE INWESTOWANIE ŚRODKÓW W INSTRUMENTY FINANSOWE WIAŻE SIĘ Z RYZYKIEM UTRATY CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI ZAINWESTOWANYCH ŚRODKÓW.

DI INVESTORS ZWRACA UWAGĘ, ŻE NA CENĘ INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH MA WPLYW WIELE RÓŻNYCH CZYNNIKÓW, KTÓRE SĄ LUB MOGĄ BYĆ NIEZALEŻNE OD EMITENTA I WYNIKÓW JEGO DZIAŁALNOŚCI. MOŻNA DO NICH ZALICZYĆ M.IN. ZMIENIAJĄCE SIĘ WARUNKI EKONOMICZNE, PRAWNE LUB POLITYCZNE.

DECYZJA O ZAKUPIE JAKICHKOLWIEK INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH POWINNA BYĆ PODJĘTA WYŁĄCZNIE NA PODSTAWIE PROSPEKTU, OFERTY LUB INNYCH POWSZECHNIE DOSTĘPNYCH DOKUMENTÓW I MATERIAŁÓW OPUBLIKOWANYCH ZGODNIE Z OBOWIĄZUJĄCYMI PRZEPISAMI POLSKIEGO PRAWA.

Wyniki osiągnięte w przeszłości nie powinny być traktowane jako wskazanie, czy gwarancja przyszłych wyników. DI Investors niniejszym nie składa żadnego dorozumianego lub wyrażonego bezpośrednio oświadczenia lub gwarancji przyszłych wyników. Cena, wartość lub dochód z instrumentów finansowych, o których mowa w niniejszym raporcie może spaść, jak i wzrosnąć. Wartość instrumentów finansowych podlega wahaniom kursowym, które mogą mieć pozytywny lub negatywny wpływ na kurs lub dochód z takich instrumentów finansowych.

Niektóre inwestycje omówione w niniejszym raporcie mogą charakteryzować się dużą zmiennością. Przy inwestycjach o w wysokiej zmienności mogą wystąpić nagłe i duże spadki ich wartości, co powoduje straty w momencie realizacji inwestycji. Straty te mogą być równe początkowej inwestycji. W rzeczywistości, w przypadku niektórych inwestycji potencjalne straty mogą przekroczyć kwoty inwestycji początkowej. W takich okolicznościach, inwestor może być zobowiązany do zapłaty większej kwoty, aby wyrównać straty. Niektóre takie inwestycje mogą napotykać trudności w ich sprzedaży i realizacji, podobnie inwestorzy mogą napotkać trudności z uzyskaniem wiarygodnych informacji na temat wartości, lub zagrożeń, na które takie inwestycje są narażone.

NINIEJSZY DOKUMENT NIE ZOSTAŁ PRZYGOTOWANY PRZEZ LUB WE WSPÓŁPRACY Z EMITENTEM.

INFORMACJI ZAWARTYCH W NINIEJSZYM DOKUMENCIE NIE NALEŻY TRAKTOWAĆ JAKO AUTORYZOWANYCH LUB ZATWIERDZONYCH PRZEZ EMITENTA. OPINIE ZAWARTE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE SĄ WYŁĄCZNIE OPINIAMI DI INVESTORS.

W CIĄGU OSTATNICH 12 MIESIĘCY DI INVESTORS BYŁ STRONĄ UMÓW MAJĄCYCH ZA PRZEDMIOT OFEROWANIE INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH EMITOWANYCH PRZEZ EMITENTA LUB MAJĄCYCH ZWIĄZEK Z CENĄ INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH EMITOWANYCH PRZEZ EMITENTA.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI Investors nie był członkiem konsorcjum oferującego instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta.

DI Investors nie nabywał i nie zbywał instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe.

DI Investors nie pełni roli animatora rynku na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie dla instrumentów finansowych będących przedmiotem niniejszego raportu.

DI Investors nie pełni roli animatora emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie dla instrumentów finansowych będących przedmiotem niniejszego raportu.

DI INVESTORS W CIĄGU OSTATNICH DWUNASTU MIESIĘCY OTRZYMYWAŁ WYNAGRODZENIA Z TYTUŁU ŚWIADCZENIA USŁUG NA RZECZ EMITENTA.

DI Investors nie posiada akcji Emitenta instrumentów finansowych będących przedmiotem niniejszej rekomendacji, w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.

DI Investors nie wyklucza możliwości nabycia przez któryś z podmiotów z nim powiązanych, w okresie sporządzania niniejszej rekomendacji, akcji Emitenta instrumentów finansowych, powodującego osiągnięcie łącznej liczby stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.

DI Investors nie posiada tak bezpośrednio jak i pośrednio instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta, lub których wartość zależy w istotny sposób od wartości

instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta. Nie jest jednak wykluczone, że w okresie następnych dwunastu miesięcy, włącznie z okresem obowiązywania niniejszej rekomendacji, DI Investors składać będzie ofertę świadczenia usług na rzecz Emitenta, jak również będzie nabywał lub zbywał instrumenty finansowe wyemitowane przez Emitenta, lub których wartość zależy od wartości instrumentów finansowych wyemitowanych przez Emitenta.

DI INVESTORS ZAWARŁ Z EMITENTEM UMOWĘ W SPRAWIE ŚWIADCZENIA USŁUG BANKOWOŚCI INWESTYCYJNEJ, KTÓRA OBOWIĄZYWAŁA W OSTATNICH 12 MIESIĄCACH PRZED SPORZĄDZENIEM REKOMENDACJI. WYNAGRODZENIE OTRZYMYWANE PRZEZ OSOBY SPORZĄDZAJĄCE NINIEJSZY DOKUMENT MOŻE BYĆ W SPOSÓB POŚREDNI ZALEŻNE OD WYNIKÓW FINANSOWYCH UZYSKIWANYCH W RAMACH TRANSAKCJI Z ZAKRESU BANKOWOŚCI INWESTYCYJNEJ, DOTYCZĄCYCH INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH EMITOWANYCH PRZEZ EMITENTA, DOKONYWANYCH PRZEZ DI INVESTORS LUB PODMIOTY Z NIM POWIĄZANE.

Podmioty powiązane z DI Investors lub DI Investors mogą, w zakresie dopuszczonym prawem, uczestniczyć lub inwestować w transakcje finansowe w relacjach z Emitentem, świadczyć usługi na rzecz, pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta, mieć możliwość lub realizować transakcje Instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta („instrumenty finansowe”).

DI Investors może, w zakresie dopuszczalnym prawem polskim, oraz innym mającym zastosowanie prawem lub regulacjami, świadczyć usługi bankowości inwestycyjnej oraz zarządzania portfelem instrumentów finansowych lub zachęcać do korzystania z takich usług spółki, do których odnosi się niniejszy raport.

Członkowie organów oraz pracownicy DI Investors mogą, w zakresie nieujawnionym powyżej i dopuszczalnym przez prawo, zająć długie lub krótkie pozycje lub posiadać zaangażowanie w inwestycje (włączając instrumenty pochodne), do których niniejszy raport nawiązuje.

Analitycy DI Investors działali z należytą starannością sporządzając niniejszy raport. Analiza spółek i instrumentów finansowych zawarta w niniejszym raporcie jest oparta o osobiste opinie analityków.

DI Investors, członkowie jego organów ani pracownicy nie przyjmują jakiegokolwiek odpowiedzialności (wynikającej z zaniedbania lub na innej zasadzie) za jakiegokolwiek szkody wynikające z wykorzystania niniejszego dokumentu lub jego treści. DI Investors nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z tą wyceną. DI Investors zastrzega sobie prawo do zmiany poglądów wyrażonych w niniejszym dokumencie w dowolnym czasie i bez powiadomienia. Ponadto zastrzegamy sobie prawo do aktualizacji tych informacji lub zaprzestania jej całkowicie bez uprzedzenia.

Z wyjątkiem zastrzeżeń wyrażonych powyżej niniejszy raport pozostaje w mocy przez okres 12 miesięcy, lecz nie dłużej niż do dnia wydania następnej rekomendacji.

DI Investors podkreśla, że dokument ten ma być aktualizowany co najmniej raz w roku. Na przestrzeni ostatnich 3 miesięcy nie licząc rekomendacji zawartych w niniejszym raporcie DI Investors wydał: 4 rekomendacje kupuj, 1 rekomendację Akumuluj, 2 rekomendacje neutralnie, 2 rekomendacje redukuj oraz 0 rekomendacji sprzedaj. Proporcja liczby emitentów instrumentów finansowych odpowiadających każdemu z wymienionych kierunków rekomendacji, dla których to DI Investors, w okresie ostatnich 12 miesięcy, świadczył usługi w zakresie bankowości inwestycyjnej wynosi 22%.

Data na pierwszej stronie niniejszego raportu jest datą sporządzenia i opublikowania raportu. W przypadku, gdy rekomendacja dotyczy kilku spółek, pojęcie „Emitenta” będzie odnosić się do wszystkich z nich.

NINIEJSZY DOKUMENT JEST SKIEROWANY DO UPOWAŻNIONYCH ODBIORCÓW I NIE POWINIEN BYĆ KOPIOWANY LUB PRZEKAZYWANY INNYM PODMIOTOM. Dodatkowe informacje dostępne są na życzenie. Jeśli niniejszy raport jest rozpowszechniany przez inną instytucję finansową niż DI Investors, lub jego podmioty powiązane, instytucja ta jest wyłącznie odpowiedzialna za dystrybucję niniejszego raportu. Klienci tej instytucji powinny skontaktować się z tą instytucją w celu przeprowadzenia transakcji w papierach wartościowych wskazanych w niniejszym raporcie lub w celu uzyskania dodatkowych informacji. Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej kierowanej przez DI Investors do klientów instytucji finansowej dystrybuującej niniejszy raport i DI Investors, ani jego podmioty powiązane, członkowie organów i pracownicy nie ponoszą żadnej odpowiedzialności za bezpośrednie lub pośrednie szkody wynikające z ich wykorzystania raportu lub jego treści.

Wszystkie znaki towarowe, oznaczenia i loga użyte w niniejszym raporcie są znakami towarowymi lub zastrzeżonymi znakami towarowymi, oznaczeniami lub logami DI Investors lub jego podmiotów powiązanych.

DI Investors jest autorem tego dokumentu.

Wszystkie materiały prezentowane w niniejszym raporcie, o ile nie zaznaczono inaczej, są objęte prawami autorskimi DI Investors. Żaden z materiałów, ani jej treści, ani jego kopia nie mogą być w żaden sposób zmieniane, przekazywane, kopiowane lub przekazywane osobom trzecim, bez uprzedniej pisemnej zgody DI Investors.

Copyright © 2013 DI Investors S.A. i / lub jej podmioty powiązane. Wszelkie prawa zastrzeżone.

Informacja, o podstawach na których oparta została wycena:

Kupuj/Akumuluj/Neutralnie/Redukuj/Sprzedaj – oznacza, iż w ocenie autorów niniejszego dokumentu kurs spółki w ciągu miesiąca może zachować się istotnie lepiej/lepiej/neutralnie/gorzej/istotnie gorzej niż aktualna cena danego instrumentu finansowego.

System rekomendacyjny DI Investors opiera się na wyznaczaniu cen docelowych i ich relacji do ceny bieżącej instrumentów finansowych, poza tym w przypadku rekomendacji kierowanych do szerokiego kręgu odbiorców wymaga zastosowania dwóch sposobów wyceny.

Przy sporządzaniu niniejszego dokumentu DI Investors korzystał co najmniej z dwóch z następujących metod wyceny:

- 1) zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF),
- 2) porównawczej,
- 3) mnożnik docelowy
- 4) analiza scenariuszowa
- 5) zdyskontowanych dywidend (DDM)
- 6) Wartość aktywów netto
- 7) Suma części

Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Do jej mocnych stron zaliczyć można uwzględnienie wszystkich strumieni gotówki, jakie wpływają do spółki oraz kosztu pieniądza w czasie. Wadami wyceny DCF są: duża ilość parametrów i założeń, które należy oszacować i wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

Metoda porównawcza opiera się na ekonomicznym prawie „jednej ceny”. Mocnymi stronami metody porównawczej są: mała ilość parametrów, jakie analityk musi oszacować, oparcie wyceny na aktualnych warunkach rynkowych, stosunkowo duża dostępność wskaźników dla porównywalnych spółek oraz szeroka znajomość metody porównawczej wśród inwestorów. Do wad wyceny metodą porównawczą zaliczyć można znaczną wrażliwość wyników wyceny na wybór spółek do grupy porównawczej, uproszczenie obrazu spółki prowadzące do pominięcia pewnych istotnych czynników (np.: dynamika wzrostu, aktywa pozaoperacyjne, ład korporacyjny, powtarzalność wyników, różnice w stosowanych standardach rachunkowości) oraz niepewność efektywności rynkowej wyceny porównywalnych spółek.

Wycena na podstawie mnożnika docelowego oparta jest na założeniu, iż wartość spółki będzie równa określonej wartości wybranych mnożników cenowych. Do zalet tej metody można zaliczyć możliwość zastosowania jej do każdej spółki. Z drugiej jednak strony metoda ta jest bardzo subiektywna.

Analiza scenariuszowa oparta jest na ważonej prawdopodobieństwem wycenie opartej na trzech scenariuszach: scenariusz negatywny (20% prawdopodobieństwa), scenariusz bazowy (60% prawdopodobieństwa), scenariusz pozytywny (20% prawdopodobieństwa). Scenariusz bazowy oparty jest na założeniach oraz szacunkach uwzględnionych w prognozach finansowych oraz wycenie DCF. W przypadku scenariuszy pozytywnych i negatywnych analizujemy wrażliwość wyceny zmieniając założenia znajdujące się w naszych modelach (stopa wzrostu, nakłady inwestycyjne, rentowność). Zaletą tej metody jest możliwość prezentacji różnych możliwych scenariuszy. Z drugiej strony dobrane miary prawdopodobieństwa są wysoce subiektywne, a analiza wysoce wrażliwa na użyte dane.

Metoda zdyskontowanych dywidend (DDM) bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych dywidendach wypłaconych przez spółkę. Do jej mocnych stron można zaliczyć uwzględnienie realnych przepływów pieniężnych do właścicieli kapitału akcyjnego oraz fakt, że metoda ta jest być wykorzystywana w przypadku spółek z długą historią wypłacania dywidendy. Główną wadą metody zdyskontowanych dywidend jest oszacowywanie wielkości wypłacanej dywidendy na podstawie dużej ilości parametrów i założeń, w tym stopy wypłaty dywidendy.

Metoda wartości aktywów netto bierze pod uwagę wycenę wszystkich aktywów spółki skorygowaną o wartość jej zobowiązań. Do zalet tej metody zaliczyć należy jej użyteczność do spółek holdingowych posiadających relatywnie duże ilości rzeczowych aktywów trwałych oraz fakt, iż dokonywana tą metodą wycena jest relatywnie łatwa do uzyskania. Z drugiej jednak strony podejście to nie bierze pod uwagę wzrostu przychodów, bądź zysków netto oraz może niedoszacować wartości niematerialnych i prawnych.

Metoda sumy części wycenia wartość spółki poprzez wycenę poszczególnych linii biznesowych spółki. Zaletą tej metody jest możliwość zastosowania równych metod wyceny do różnych linii biznesowych. Z drugiej strony za wadę tej metody można uważać niewielką liczbę spółek porównywalnych dla poszczególnych linii biznesowych.

Wyjaśnienia terminologii fachowej użytej w rekomendacji:

P/E - wskaźnik ceny do zysku na akcję
PEG - wskaźnik P/E do wzrostu zysków
EPS - zysk na akcję
P/BV – cena/wartość księgowa
BV – wartość księgowa
EV - kapitalizacja spółki powiększona o dług netto
EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja
EV/EBITDA – kapitalizacja spółki powiększona o dług netto/ zysk operacyjny + amortyzacja
EBIT - zysk operacyjny
NOPAT - teoretyczny zysk operacyjny po opodatkowaniu
FCF - wolne przepływy pieniężne
ROE – zwrot na kapitale własnym
WACC - średni ważony koszt kapitału
CAGR - średnioroczny wzrost
CPI - wskaźnik cen i usług towarów konsumpcyjnych
COE – koszt kapitału własnego
L-F-L – wzrost na wartościach porównywalnych

Definicje rekomendacji:

Kupuj – rekomendacja implikuje stopę zwrotu przekraczającą 1,5-krotność kosztu kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

Akumuluj – rekomendacja implikuje stopę zwrotu przekraczającą kosztu kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

Neutralnie – rekomendacja implikuje stopę zwrotu w zakresie 0% w stosunku do kosztu kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

Redukuj – rekomendacja implikuje stopę zwrotu w zakresie od minus kosztu kapitału własnego do 0% w odniesieniu do kosztu kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

Sprzedaj – rekomendacja implikuje stopę zwrotu poniżej minus kosztu kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

KAŻDY, KTO KORZYSTA Z NINIEJSZEGO DOKUMENTU ZGADZA SIĘ NINIEJSZYM NA POWYŻSZE ZASTRZEŻENIA PRAWNE.