

KREDYT INKASO

Rynek wierzytelności w Polsce, w porównaniu z krajami Europy Zachodniej, cechuje się relatywnie wysokimi stopami zwrotu osiąganymi z przeznaczonych do windykacji pakietów. Kredyt Inkaso w pełni korzysta z potencjału sektora, gdyż ten model biznesowy zakłada nabywanie wierzytelności na własny rachunek i ryzyko. Wartość ściągniętych wierzytelności w ciągu pięciu kolejnych lat przekracza 300% ceny zakupu pakietu. Pozytywnie postrzegamy strategię Spółki w zakresie intensyfikacji wykorzystania kapitału dłużnego oraz emisji akcji. Bezpośrednim powodem wydania zalecenia inwestycyjnego jest wzrostowa dynamika osiąganych przychodów oraz perspektywy zwiększenia skali działalności.

Kredyt Inkaso, od początku swojej obecności na giełdzie, konsekwentnie realizuje założoną strategię. W 2007 roku Spółka pozyskała w drodze oferty publicznej 15 mln zł przy cenie emisyjnej 12 zł za akcję. Dynamicznie rosną przychody Firmy. Kredyt Inkaso, w każdym kwartale swojej działalności, zanotowało zysk netto. W zakończonym 31 marca roku obrotowym 2009/2010 Spółka osiągnęła przychód 29,7 mln zł oraz zysk netto 5,5 mln zł. O utrzymaniu się pozytywnej tendencji w wypracowywanych wynikach finansowych świadczą raportowane przychody za II kwartał roku kalendarzowego (łącznie 11,4 mln zł – ekwiwalent 45,7 mln przychodów ze sprzedaży rocznie). Większość przychodów uzyskiwana jest z windykacji wierzytelności telekomunikacyjnych. Zasadnicza część wpływów księgowana jest zwykle w momencie egzekucji komorniczej. Proces ten trwa ok. 2-3 lata od momentu pozyskania środków i nabycia pakietu. Z tego względu pakiety zakupione ze środków pochodzących z oferty publicznej generują obecnie wysokie wpływy. Zależność ta pozwala na prognozowanie, z dużym poziomem ufności, wzrostu przychodów i zysków na najbliższe kwartały. Ewentualny spadek udziałów w rynku wierzytelności telekomunikacyjnych byłby odczuwalny w wynikach segmentu dopiero w 2012 r.

W styczniu 2010 r. ruszyły sądy elektroniczne. System ten został przewidziany dla nieskomplikowanych spraw (brak postępowania dowodowego), - takich jak pozwy o zapłatę w trybie upominawczym. Postępowanie elektroniczne wpłynie na przyspieszenie tempa odzyskiwania wierzytelności oraz na ograniczenie kosztów. Czterokrotnie niższe opłaty sądowe oraz brak opłat skarbowych bezpośrednio przełożą się na poprawę marży EBIT. Co typowe dla windykacji trudnych długów, w przypadku 50 proc. wszczynanych spraw spółka nie odzyskuje poniesionych kosztów sądowych. W ramach współpracy z e-sądem Kredyt Inkaso już I kwartał br. wszczął 70 tysięcy postępowań. Na wzrost przychodów w II kwartale roku kalendarzowego mogły w szczególności przełożyć się pierwsze wpływy z nakazów zapłaty (e-sąd). Ok. 70% wpływów pochodzić będzie jednak z egzekucji komorniczych w przyszłych okresach.

Biznes windykacyjny kreuje specyficzną wartość dodaną dla akcjonariuszy długoterminowych. Wierzyciele mogą dochodzić swoich roszczeń z tytułu egzekucji komorniczej przez co najmniej 10 lat. W uproszczeniu każdy nabyty w dalszej przeszłości pakiet wierzytelności przynosi wciąż niewielkie wpływy. W związku z powyższym w przypadku ustabilizowania się wielkości kwot wydatkowanych na nowe pakiety wierzytelności przychody pozostają w trendzie wzrostowym i dopiero z czasem tempo ich zmian ulega wygaszeniu.

Model działania Spółki oparty jest o outsourcing działań związanych z windykacją. Głównym partnerem jest powiązana z Kredyt Inkaso (wspólni udziałowcy) kancelaria prawnicza FORUM. Przekłada się to na relatywnie niskie koszty bieżącej działalności, zaś wszelkie usługi obce dają się bezpośrednio powiązać z przychodem. Godne uwagi jest bardzo niskie, jak na warunki branżowe, zatrudnienie – 30 osób.

SEGMENT WIERZYTELNOŚCI BANKOWYCH / EMISJA AKCJI

Dodatkowym czynnikiem wzrostu wartości dla akcjonariuszy powinno okazać się wyjście poza sektor telekomów. Kredyt Inkaso rozpoczął współpracę z TFI Allianz Polska, zawierając umowę zakładającą docelowe objęcie wszystkich certyfikatów inwestycyjnych funduszu sekurytyzacyjnego oraz zobowiązanie do wyszukiwania celów inwestycyjnych. Założeniem strategicznym jest zdobycie znaczącej pozycji na rynku obrotu hurtowego wierzytelnościami trudnymi pochodzącymi od instytucji bankowych.

NOBLE
SECURITIES
DOM MAKLESKI

KUPUJ

Cena bieżąca	12,48 PLN
Cena docelowa	15,54 PLN
Potencjał wzrostu	25%
Kapitalizacja	73 mln PLN

STRUKTURA AKCJONARIATU

Agnieszka Buchajska	40,17%
Dekra Holdings Limited	9,99%
Artur Maksymilian Górnik	8,74%
Monika Chadaaj	7,35%
Sławomir Ćwik	5,46%
free float	28.29%

PROFIL SPÓŁKI:

Kredyt Inkaso zajmuje się nabywaniem pakietów wierzytelności z tytułu usług masowych. Obecnie spółka posiada 35-procentowy udział w wartym nominalnie 420 mln zł rynku wierzytelności telekomunikacyjnych. Planuje wejść w segment wierzytelności bankowych.

CZYNNIKI ATRAKCYJNOŚCI:

- dynamiczny wzrost przychodów,
- wejście w segment wierzytelności bankowych wyższe marże,
- długoterminowa struktura finansowania dłużnego stabilne i tańsze,
- wprowadzenie sądów elektronicznych szybszy zwrot kapitału i niższe koszty.

Rafał Koziol

Analityk, Makler p. w.

+48 721 772 676

rafal.kozioł@noblesecurities.pl

Dowodem skuteczności tej strategii był zakup pakietu wierzytelności korporacyjnych o wartości nominalnej 299 mln zł od banku PKO BP (rynkowe ceny za tego typu pakiety oscylują wokół 5% nominału). Podmioty konkurencyjne osiągają wyższe stopy zwrotu z windykacji wierzytelności bankowych niż telekomunikacyjnych. Ponadto o atrakcyjności i wyższej rentowności segmentu decyduje praktycznie 100% rozpoznanie dłużników. 25 czerwca br. Spółka poinformowała o planach podwyższenia kapitału poprzez emisję od 1,5 mln do 3 mln nowych akcji z wyłączeniem prawa poboru do końca 2010 r. Należy oczekiwać niewielkiego dyskonta względem ceny rynkowej w momencie emisji. Plany zarządu świadczą o pozytywnym postrzeganiu zdolności rozwoju spółki. Podwyższenie kapitału powinno zwiększyć płynność notowań, która dziś jest niewielka. Środki z emisji zostaną przeznaczone na zakup pakietów wierzytelności bankowych. Zwiększenie kapitałów własnych pozwoli ponadto na zintensyfikowanie wykorzystania finansowania dłużnego.

FINANSOWANIE

W minionym roku obrotowym spółka dokonała restrukturyzacji zadłużenia. Zmieniła się struktura zapadalności obligacji z krótkoterminowych na długoterminowe. Jest to zjawisko korzystne. Dłuższa zapadalność pozwala na lepsze dopasowanie przepływów pieniężnych. Priorytetem jest budowa długotrwałego, wiarygodnego wizerunku na rynku długu, co powinno pozwolić na łatwiejszy, tańszy dostęp do finansowania w przyszłości. Zwiększenie wykorzystania zadłużenia obligacyjnego będzie możliwe m. in. w oparciu o trzyletnią umowę podpisaną z polskim oddziałem Banco Espírito Santo de Investimento, zakładającą program emisji obligacji o wartości do 150 mln zł.

PODZIAŁ ZYSKU

Spółka zdecydowała się wypłacić 1 373 500 zł (tj. 25 gr. za akcję) w formie dywidendy pieniężnej oraz przeznaczyć 4 162 500 zł na sfinansowanie emisji akcji gratisowych w proporcji 0,058641 akcji nowej emisji na każdą dotychczasową akcję. Wycena i kapitalizacja uwzględniają nową liczbę akcji.

STRUKTURA BILANSU

Aktywa spółki wynoszą 146 mln zł. Nabyte wierzytelności stanowią 90% sumy bilansowej. Ich wielkość ma bezpośrednie przełożenie na przychody w przyszłych okresach. Wartość kapitałów własnych na dzień 31 marca 2010 r. wyniosła 98,6 mln zł (obecnie 16,95 zł na 1 akcję). Wskaźnik cena do wartości księgowej wynosi 0,73. Spółka jest zatem notowana z dyskontem względem wartości księgowej. Uwagę odbiorcy sprawozdania zwraca pozycja kapitał z aktualizacji wyceny (kapitał z przeszacowania aktywów finansowych dostępnych do sprzedaży) w kwocie 64 mln zł. Kapitał jest tworzony w związku z wyceną wartości godziwej instrumentów finansowych (odzwierciedla zmiany oraz wartość najbardziej prawdopodobnych przyszłych przepływów pieniężnych w oparciu o estymację historyczną). Udział 20 największych nominalnie spraw to około 2% łącznego nominału portfela i około 0,5% bilansowej wartości godziwej. Przeciętna wartość nominalna nabywanej wierzytelności telekomunikacyjnej to 1700 zł. Dywersyfikacja wartości wierzytelności na dużą liczbę oddzielnych pozycji pozwala oczekiwać, że faktyczne przychody nie będą się znacznie różnić od przewidywanych. Stąd ryzyko dużych (negatywnych) zmian kapitału z aktualizacji wyceny jest ograniczone.

WYCENA

Akcje Kredyt Inkaso wyceniliśmy przy zastosowaniu metody DCF oraz metody porównawczej. Obydwom metodom przypisujemy wagę 50%. W wycenie metodą DCF założono prawdopodobne podniesienie kapitału zakładowego o 3 mln nowych akcji. Wyznaczona 6-miesięczna cena docelowa akcji to 15,54 zł. Implikuje to 25-procentowy potencjał wzrostu i skłania nas do wydania rekomendacji kupuj.

WYCENA METODĄ DCF

Założenia do modelu

- przeprowadzenie z sukcesem na jesieni 2010 r. emisji 3 mln akcji (zakładamy cenę emisyjną równą 12,50 zł za akcję; pozyskane środki zostaną przeznaczone na zakup wierzytelności sektora bankowego),
- wzrost zadłużenia z tytułu obligacji o 45 mln w latach 2011-2012 (pozyskane środki zostaną przeznaczone na zakup wierzytelności sektora bankowego),
- stopa odsetek ustawowych 13% w całym okresie prognozy,
- wzrost marży EBIT w sektorze telekomunikacyjnym w 2011 i 2012 r. wynikać będzie z rosnących korzyści skali oraz z obniżenia udziału kosztów operacyjnych (niższe opłaty sądowe),
- zakładamy, że Spółce nie uda się w dłuższym okresie utrzymać tak wysokiego zwrotu na kapitale ze względu na stopniowy wzrost konkurencji w branży, co bezpośrednio będzie przekładać się na wyższe ceny nabywanych pakietów wierzytelności, a zatem na spadek marży EBIT,
- wypracowany zysk będzie w całości przeznaczany na kapitał zapasowy,
- parametr beta na poziomie 1,1,
- wartość przepływów pieniężnych dyskontujemy na początek sierpnia 2010 r.,
- stopa wolna od ryzyka na poziomie 5,7%, premia za ryzyko w wysokości 6%,
- stopa wzrostu FCFF po okresie prognozy 1,5%,
- efektywna stopa podatkowa w całym okresie prognozy 19%.

ZAŁOŻENIA DO MODELU DCF/ MODEL DCF

mln zł	2010/11P	2011/12P	2012/13P	2013/14P	2014/15P	2015/16P	2016/17P	2017/18P	2018/19P
Wydatki na pakiety telekomunikacyjne (nominał)	159,4	170,6	182,5	195,3	201,2	207,2	213,4	219,8	226,4
zmiana	7%	7%	7%	7%	3%	3%	3%	3%	3%
Wydatki na pakiety bankowe (kwotowo)	32,5	29,3	33,4	35,1	36,1	37,2	38,3	39,5	40,7
zmiana	-	-10%	14%	5%	3%	3%	3%	3%	3%
Przychody ze sprzedaży:	48,9	70,8	93,0	110,7	126,0	136,0	146,9	158,7	171,4
Segment telekomunikacyjny (dz. pozostała)	46,3	48,5	55,8	63,2	70,8	76,4	82,5	89,1	96,3
zmiana	56%	5%	15%	13%	12%	8%	8%	8%	8%
EBIT segmentu	17,8	19,9	22,9	24,6	26,2	26,7	27,2	29,4	31,8
marża EBIT	39%	41%	41%	39%	37%	35%	33%	33%	33%
Segment bankowy	2,6	22,3	37,2	47,5	55,2	59,6	64,4	69,6	75,1
zmiana	-	750%	67%	28%	16%	8%	8%	8%	8%
EBIT segmentu	1,2	9,8	16,4	19,5	21,5	22,1	22,5	24,3	26,3
Marża EBIT	44%	44%	44%	41%	39%	37%	35%	35%	35%

mln zł	2010/11P	2011/12P	2012/13P	2013/14P	2014/15P	2015/16P	2016/17P	2017/18P	2018/19P	>2018/19P
Przychody ze sprzedaży	48,9	70,8	93,0	110,7	126,0	136,0	146,9	158,7	171,4	
EBITDA	19,6	30,3	39,8	44,8	48,4	49,6	50,6	54,7	59,0	
EBIT	19,0	29,7	39,2	44,1	47,7	48,8	49,8	53,8	58,1	
NOPLAT	15,4	24,1	31,8	35,7	38,6	39,5	40,3	43,5	47,0	
Amortyzacja	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	0,8	0,8	0,9	0,9	
Nakłady Inwestycyjne	-0,5	-0,6	-0,7	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9	-1,0	-1,0	
zmiana stanu należności, zobowiązań i krótk. inw. finansowych	-38,7	-22,5	-37,2	-13,2	-21,0	-21,8	-21,3	-23,7	-25,0	
Strumień pieniężny brutto	-23,2	1,6	-5,5	22,4	17,6	17,6	18,9	19,7	21,9	
Wpływy z emisji akcji	37,5									
FCFF	14,3	1,6	-5,5	22,4	17,6	17,6	18,9	19,7	21,9	
Stopa wolna od ryzyka	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%
Premia za ryzyko	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
Beta	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
koszt kapitału własnego	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%
Koszt długu	11,0%	10,5%	10,0%	9,5%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Koszt długu po opodatkowaniu	8,9%	8,5%	8,1%	7,7%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%
Dług netto/EV	22,0%	26,0%	31,0%	30,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%
WACC	11,6%	11,4%	11,1%	11,0%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%
Współczynnik dyskonta	0,93	0,84	0,76	0,68	0,62	0,56	0,50	0,45	0,41	
wartość bieżąca FCFF	13,3	1,3	-4,8	15,3	10,8	9,8	9,5	8,9	8,9	

MODEL DCF

zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	73,7
wzrost FCF po okresie prognozy	1,5%
wartość rezydualna	236,4
zdyskontowana wartość rezydualna	96,3
wartość firmy (EV)	169,9
dług netto	38,4
wartość firmy	131,5
liczba akcji	8,82
wartość firmy na akcję	14,92
6 miesięczny koszt kapitału własnego	6,0%
cena docelowa	15,82

Metodą DCF wyceniamy jedną akcję spółki na 15,82 zł. W naszej ocenie prawdopodobieństwo i skala przekroczenia prognozy wolnych przepływów pieniężnych są znacząco większe od możliwości nie osiągnięcia założonych wartości. Z tego powodu, przy uwzględnieniu zasady ostrożności nie decydujemy się na dokonanie korekty wyceny o ryzyko związane z niedojściem do skutku emisji akcji. Poniżej prezentujemy analizę wrażliwości wyceny w zależności od parametrów przyjętych do wyliczenia wartości rezydualnej.

ANALIZA WRAŻLIWOŚCI

Rezydualna stopa wzrostu FCF

	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%
WACC - 1,00%	15,7	16,4	17,2	18,1	19,1
WACC - 0,50%	15,1	15,8	16,5	17,3	18,1
WACC	14,6	15,2	15,8	16,5	17,3
WACC + 0,5%	14,1	14,7	15,2	15,9	16,6
WACC + 1%	13,7	14,2	14,7	15,3	15,9

WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ

Grupę porównawczą stanowią spółki z sektora obrotu wierzytelności. Wycenę oparto na wynikach osiągniętych w 2009 r. Uzyskaną medianę zestawiono z wynikami otrzymanymi przez Kredyt Inkaso w roku obrotowym 2009/2010. Uwzględniając lepsze wyniki sektora w I kwartale 2010 r. w porównaniu z analogicznym okresem 2009 roku, zdecydowaliśmy się na dokonanie 5-procentowej korekty wyceny Spółki. Posłużono się wskaźnikami P/E, EV/S, EV/EBIT, którym przypisano wagę 0,3 oraz wskaźnikiem P/BV z wagą 0,1. Uwzględniając 6-cio miesięczny koszt kapitału własnego uzyskano wycenę 15,26 zł/akcję.

tys. zł	KURS	EV/S	EV/EBIT	P/E	P/BV
Best	13,98	3,3	-36,5	-36,8	3,9
Fast Finance	0,88	7,6	14,4	20,0	5,9
Grupa Finansowa Premium	15,85	5,2	-793,7	48,5	0,9
Pragma Inkaso	15,10	3,2	7,6	9,5	1,7
Vindexus	5,09	3,6	10,8	12,4	1,8
mediana		3,6	10,8	16,2	1,8
Kredyt Inkaso	12,48	3,7	10,5	13,1	0,7
implikowana wartość spółki		106 067	114 038	89 560	182 376
dług netto		38 397	38 397		
implikowana wartość kapitału własnego		67 670	75 641	89 560	182 376
waga wskaźnika		0,3	0,3	0,3	0,1
wartość firmy na akcję		11,63	13,01	15,40	31,56
Wycena		15,15			
dyskonto		-5%			
Wycena		14,39			

OBJAŚNIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ
W TEGO TYPU RAPORTACH, OPRACOWANIACH I REKOMENDACJACH PRZEKAZYWANYCH PRZEZ NOBLE SECURITIES SA

BV – wartość księgowa
EV – wycena rynkowa spółki powiększona o wartość długu odsetkowego netto
EBIT – zysk operacyjny
NOPLAT – zysk operacyjny pomniejszony o hipotetyczny podatek od tego zysku
EBITDA – zysk operacyjny powiększony o amortyzację
EPS – zysk netto przypadający na 1 akcję
DPS – dywidenda przypadająca na 1 akcję
P/E – stosunek ceny akcji do zysku netto przypadającego na 1 akcję
P/EBIT – stosunek ceny akcji do zysku operacyjnego przypadającego na 1 akcję
P/EBITDA – stosunek ceny akcji do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację przypadającą na 1 akcję
P/BV – stosunek ceny akcji do wartości księgowej przypadającej na 1 akcję
MC/S – stosunek kapitalizacji spółki do przychodów spółki
EV/EBIT – stosunek wyceny rynkowej spółki powiększonej o dług netto do zysku operacyjnego
EV/EBITDA – stosunek wyceny rynkowej spółki powiększonej o dług netto do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację
ROE – stopa zwrotu z kapitału własnego
ROA – stopa zwrotu z aktywów
WACC – średni ważony koszt kapitału
FCFF – wolne przepływy pieniężne dla właścicieli kapitału własnego i wierzycieli
Beta – współczynnik uwzględniający zależność zmiany ceny akcji danej spółki od zmiany wartości indeksu

PODSTAWOWE ZASADY WYDAWANIA REKOMENDACJI

Rekomendacja wyraża wyłącznie wiedzę oraz poglądy autora rekomendacji według stanu na dzień jej sporządzenia.

Podstawą do sporządzenia rekomendacji były wszelkie publicznie dostępne informacje znane autorowi rekomendacji do dnia jej sporządzenia.

Przedstawione w rekomendacji prognozy oraz elementy ocenne, jak również zalecenia i sugestie zachowań inwestycyjnych, oparte są wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez autora rekomendacji, bez uzgodnień z Emitentem ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne.

NOBLE Securities SA ani autor rekomendacji nie udzielają żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się.

Rekomendacja jest ważna do momentu osiągnięcia ceny docelowej wskazanej w treści rekomendacji, ale nie dłużej niż w okresie 6 miesięcy od dnia jej udostępnienia rekomendacji Klientom NOBLE Securities SA.

Rekomendacja, z uwagi na intencję NOBLE Securities SA co do wyszukiwania okazji inwestycyjnych dla swoich Klientów, ma charakter jednorazowy i NOBLE Securities SA ani autor rekomendacji nie planują jej aktualizacji, przy czym jest możliwe, że rekomendacja zostanie zaktualizowana w przypadku osiągnięcia przez instrument finansowy ceny docelowej wskazanej w treści rekomendacji lub też w przypadku gdy NOBLE Securities SA zamieści w treści rekomendacji wzmiankę co do planowanej częstotliwości dokonywanych aktualizacji rekomendacji – w takim przypadku rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 12 miesięcy, chyba że wcześniej NOBLE Securities SA podejmie decyzję o zaniechaniu rekomendacji dotyczących danego emitenta lub danego instrumentu finansowego.

Wskazanie kierunku rekomendacji jest wyznaczone oczekiwaną przez autora rekomendacji stopę zwrotu z inwestycji:

- **KUPUJ** – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wynosi więcej niż +20,00%
- **AKUMULUJ** – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji zawiera się w przedziale od +10,00% do +20,00%
- **TRZYMAJ** – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji zawiera się w przedziale od -10,00% do +10,00%
- **REDUKUJ** – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji zawiera się w przedziale od -20,00% do -10,00%
- **SPRZEDAJ** – oczekiwana strata z inwestycji wynosi więcej niż 20,00%

SILNE I SŁABE STRONY METOD WYCENY ZASTOSOWANYCH W REKOMENDACJI

Metoda DCF – uważana jest za najbardziej właściwą metodologicznie technikę wyceny i polega na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez oceniany podmiot; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń co do prognoz w przyjętym modelu.

Metoda porównawcza – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży, w której działa oceniany podmiot; metoda ta lepiej niż metoda DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność związaną z wahaniami cen i indeksów giełdowych (w przypadku porównywania do spółek giełdowych) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

POWIĄZANIA I OKOLICZNOŚCI, KTÓRE MOGŁYBY WPŁYNAĆ NA OBIEKTYWIZM REKOMENDACJI

NOBLE Securities SA ani autor rekomendacji nie są związani umową z Emitentem i nie otrzymują wynagrodzenia od Emitenta.

Wynagrodzenie autora rekomendacji nie jest uzależnione od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej, dotyczących instrumentów finansowych Emitenta, dokonywanych przez NOBLE Securities SA.

Ponadto NOBLE Securities SA informuje, że:

- Emitent nie jest akcjonariuszem NOBLE Securities SA,
- autor rekomendacji nie posiada papierów wartościowych Emitenta ani papierów wartościowych lub udziałów jego spółek zależnych, jak również jakichkolwiek instrumentów finansowych powiązanych bezpośrednio z papierami wartościowymi Emitenta,
- jest możliwe, że NOBLE Securities SA, jego akcjonariusze, podmioty powiązane z akcjonariuszami NOBLE Securities SA, członkowie władz lub inne osoby zatrudnione przez NOBLE Securities SA posiadają, mogą zamierzać zbywać lub nabywać papiery wartościowe Emitenta lub instrumenty

finansowe powiązane bezpośrednio z papierami wartościowymi Emitenta albo papiery wartościowe emitenta (emitentów) lub instrumenty finansowe powiązane bezpośrednio z papierami wartościowymi emitenta (emitentów) działającego (działających) w branży, w której działa Emitent.

Jest możliwe, że NOBLE Securities SA ma lub będzie miał zamiar złożenia oferty świadczenia usług na rzecz Emitenta albo podmiotów wymienionych w rekomendacji.

Zgodnie więc z wiedzą Zarządu NOBLE Securities SA oraz autora rekomendacji pomiędzy Emitentem a NOBLE Securities SA, osobami powiązanymi z NOBLE Securities SA oraz autorem rekomendacji **nie występują inne niż wskazane w treści rekomendacji lub w zastrzeżeniach zamieszczonych pod treścią rekomendacji powiązania lub okoliczności w rozumieniu § 9-10 Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz.U. Nr 206, poz. 1715), które mogłyby wpłynąć na obiektywność rekomendacji.**

POZOSTAŁE INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

Rekomendacja jest materiałem sporządzonym zgodnie z Rozporządzeniem Ministra Finansów z dnia 19 października 2005r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz.U. Nr 206, poz. 1715).

Rekomendujący zapewnia, że rekomendacja została przygotowana z należytą starannością i rzetelnością w oparciu o ogólnodostępne fakty i informacje uznane przez autora rekomendacji za wiarygodne, rzetelne i obiektywne, jednak NOBLE Securities SA ani autor rekomendacji nie gwarantują, że są one w pełni dokładne i kompletne, w szczególności w przypadku gdyby informacje, na których oparto się przy sporządzaniu rekomendacji okazały się niedokładne, niekompletne lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

NOBLE Securities SA ani autor rekomendacji nie ponoszą odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie rekomendacji, ani za działania i szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie rekomendacji i informacji w niej zawartych. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte w oparciu o treść rekomendacji ponoszą wyłącznie inwestorzy.

Rekomendacja ani żaden z jej zapisów nie stanowi:

- oferty w rozumieniu art. 66 ustawy z dnia 23 kwietnia 1964r. - kodeks cywilny (Dz.U. Nr 16, poz. 93, z późn. zm.),
- podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania,
- publicznego proponowania nabycia instrumentów finansowych ani oferty publicznej instrumentów finansowych w rozumieniu art. 3 ustawy z dnia 29 lipca 2005r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (tekst jednolity: Dz.U. z 2009r. Nr 185, poz. 1439),
- zaproszenia do subskrypcji lub zakupu papierów wartościowych Emitenta.

Rekomendacja:

- od dnia jej sporządzenia będzie mogła być udostępniana nieodpłatnie Klientom NOBLE Securities SA,
- nie wcześniej niż tydzień i nie później niż 2 tygodnie od dnia udostępnienia rekomendacji Klientom NOBLE Securities SA zostanie upubliczniona poprzez jej umieszczenie na stronie internetowej www.noblesecurities.pl, a ponadto NOBLE Securities SA nie wyklucza również przekazania do publicznej wiadomości za pośrednictwem mediów części, skrótu lub całości rekomendacji w tym samym terminie co umieszczenie na stronie internetowej www.noblesecurities.pl lub w późniejszym terminie,
- jest przeznaczona do rozpowszechniania wyłącznie na terenie Rzeczypospolitej Polskiej,
- nie zawiera wszystkich informacji o Emitencie i nie umożliwia pełnej oceny Emitenta, w szczególności w zakresie sytuacji finansowej Emitenta, ponieważ do rekomendacji zostały wybrane tylko niektóre dane dotyczące Emitenta,
- ma wyłącznie charakter informacyjny, więc nie jest możliwa kompleksowa ocena Emitenta na podstawie rekomendacji.

Inwestowanie w instrumenty finansowe, w tym w papiery wartościowe, wiąże się z szeregiem ryzyk związanych m.in. z sytuacją makroekonomiczną kraju i na rynkach giełdowych, zmianami przepisów prawa i innych regulacji dotyczących działalności podmiotów gospodarczych. Wylimitowanie ryzyk w inwestowaniu w instrumenty finansowe jest praktycznie niemożliwe.

Inwestorzy korzystający z rekomendacji nie mogą zrezygnować z przeprowadzenia niezależnej oceny i uwzględnienia innych okoliczności niż wskazywane przez autora rekomendacji czy przez NOBLE Securities SA.

UWAGI KOŃCOWE

Dodatkowe informacje o NOBLE Securities SA i kwestiach związanych z ryzykami w inwestowanie w instrumenty finansowe za pośrednictwem NOBLE Securities SA oraz związanych ze sposobem zapobiegania przez NOBLE Securities SA konfliktom interesów występujących w prowadzonej działalności są zamieszczone na stronie internetowej www.noblesecurities.pl.

Rozpowszechnianie lub powielanie rekomendacji (w całości lub w jakiegokolwiek części) bez pisemnej zgody NOBLE Securities SA jest zabronione.

Nadzór nad NOBLE Securities SA w zakresie prowadzonej działalności maklerskiej sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.