

KREDYT INKASO

NOBLE
SECURITIES
DOM MAKLERSKI

W październiku Kredyt Inkaso z sukcesem przeprowadziło emisję nowych akcji pozyskując 37,5 mln zł. Środki, poprzez zwiększenie wartości nabywanych wierzytelności, przełożą się na wzrost przychodów w kolejnych okresach. Potencjalnym czynnikiem usztywniającym zachowanie się kursu akcji może okazać się dodatkowa emisja akcji w ramach zakładanego kapitału docelowego. Podtrzymujemy zalecenie inwestycyjne. Uwzględniając zmiany struktury organizacyjnej Spółki oraz otoczenia rynkowego wyceniamy jedną akcję na 16,25 zł.

KUPUJ

(poprzednia rekomendacja – Kupuj z dnia 3 sierpnia 2010)

ZAKUPY WIERZYTELNOŚCI

Uwagę zwraca niska wartość nabytych wierzytelności z sektora telekomunikacyjnego. Spółka w poprzednim półroczu zakupiła pakiety wierzytelności o wartości nominalnej 11 mln złotych, co odpowiada za jedynie ok. 5% nominalu pakietów wystawionych na sprzedaż. Przypominamy, iż w poprzednich latach Spółka posiadała ponad 30%-owy udział w rynku. W naszych prognozach zakładamy utrzymanie ponad 25% udziału w kolejnych latach. Przesłanką ograniczenia zakupów mógł być zaobserwowany w ostatnich miesiącach niewielki wzrost cen sprzedaży pakietów telekomunikacyjnych względem niskiej bazy z 2009 roku. Kredyt Inkaso, zgodnie z zaprezentowaną strategią rozwoju, skoncentrowało się również na akumulacji środków finansowych celem zakupu dużych pakietów bankowych. Łączna wartość poczynionych w minionym półroczu gotówkowych wydatków na pakiety wierzytelności wyniosła 15,2 mln złotych, co stanowiło 82% wydatków całego poprzedniego roku obrotowego. Zwracamy uwagę, że gros środków pozyskanych z emisji akcji (tj. 37,5 mln zł) zostało przeznaczone na zakup nowych wierzytelności. Według naszych szacunków większość środków posłużyła na zakup portfela wierzytelności detalicznych od banku PKO BP o wartości nominalnej 210 mln zł. Cena za pakiet wyniosła 34,3 mln zł. Ukazuje to oczekiwaną skalę wzrostu działalności Spółki.

WYNIKI FINANSOWE ZA I PÓŁROCZE 2010/11

Po pierwszych 6-iu miesiącach roku obrotowego Spółka zanotowała zysk netto w kwocie 2 965 tys. zł. Przychody wyniosły 19,5 mln zł (44% wzrost rok/roku). W wyniku wyjątkowo dużej liczby spraw skierowanych do windykacji na początku roku, w miesiącach kwiecień-czerwiec nastąpiła koncentracja liczby otrzymywanych nakazów zapłaty oraz klauzul wykonalności. Obniżenie rentowności EBIT, wynikające ze skokowego wzrostu przychodów z zasądzonych kosztów procesu, kosztu własnego przychodów z tytułu kosztów procesu oraz pozostałych kosztów operacyjnych (odpisy aktualizujące), miało charakter jednorazowy. Wzrost zaangażowania długu obligacyjnego przełożył się na zwiększenie płatności kuponowych o ok. 46% względem analogicznego okresu roku ubiegłego. Łącznie koszty finansowe w minionym półroczu zamknęły się kwotą 2,3 mln zł.

Zdecydowanego zwiększenia przychodów Spółki należy oczekiwać dopiero w przyszłym roku kalendarzowym. Przyczyni się do tego dynamiczny wzrost przychodów uzyskanych z egzekucji komorniczej fali pakietów, którą skierowano do e-sądu na początku 2010 roku. Proces ten nieznacznie wydłużył się względem naszych wcześniejszych założeń – stąd niższa wartość raportowanych przychodów w miesiącach wrzesień-listopad. Również od przyszłego kwartału należy oczekiwać pierwszych wpływów z zakupionych w 2010 roku pakietów bankowych. Przepływy z nich cechują się większym spłaszczeniem względem pakietów telekomunikacyjnych, gdzie w drugim roku życia pakietu (od momentu cesji) uzyskiwane jest ok. 40% wszystkich przepływów.

KAPITAŁ DOCELOWY, FINANSOWANIE DŁUŻNE

Uwzględniając zapadalność starszych emisji obligacji (pierwsze w czerwcu 2011 roku) zakładamy, że Spółka wstrzyma się w najbliższych 3-4 miesiącach z emisją długu. Kurs giełdowy może być usztywniany przez potencjalną dodatkową emisję akcji w ramach założonego kapitału docelowego. Kredyt Inkaso może wyemitować jeszcze 4,1 mln akcji. Oczekiwana przez nas cena sprzedaży akcji nowej emisji może zawierać się w przedziale 13-14 zł. Zwracamy uwagę, iż emisja akcji, z której środki kierowane są na zakup wierzytelności powoduje okresowy wzrost wskaźnika C/Z, co czyni walory pozornie mniej atrakcyjnymi na tle branży. Po zrealizowaniu zamierzeń kapitalizacja podmiotu może zbliżyć się do 200 mln złotych, zaś sama Spółka może stać się jedną z najatrakcyjniejszych możliwości do zbudowania ekspozycji na branżę windykacyjną. Pod względem wielkości nabywanych wierzytelności może zbliżyć się do liderów rynku tj. Kruk S.A. oraz Euler Hermes. W wyniku podwyższenia kapitału zakładowego zmieniła się struktura akcjonariatu. Większość z 3 mln nowych akcji została objęta przez inwestorów instytucjonalnych. Pozytywną informacją było przekroczenie przez PZU Asset Management 5%-owego progu w akcjonariacie Spółki.

Cena bieżąca	13,50 PLN
Cena docelowa	16,25 PLN
Potencjał wzrostu	20,4%
Kapitalizacja	119 mln PLN
Liczba akcji	8 816 tys.

STRUKTURA AKCJONARIATU

Agnieszka Buchajska	30,36%
Dekra Holdings Limited	6,59%
Artur Maksymilian Górnik	5,76%
PZU AM	5,05%
Pozostali	52,24%

PROFIL SPÓŁKI

Kredyt Inkaso zajmuje się nabywaniem pakietów wierzytelności z tytułu usług masowych.

CZYNNIKI ATRAKCYJNOŚCI

- dynamiczny wzrost przychodów,
- wejście w segment wierzytelności bankowych
- *wyższe marże, dywersyfikacja.*
- długoterminowa struktura finansowania dłużnego
- *stabilne i tańsze.*
- objęcie certyfikatów KI I NSFIZ przez KIPi w Luksemburgu
- *spadek efektywnej stopy podatkowej Grupy Kredyt Inkaso w przyszłości*

Rafał Koziol

Analityk, Makler p. w.

+48 721 772 676

rafal.koziol@noblesecurities.pl

OPTIMALIZACJA PODATKOWA

W sierpniu br. została utworzona Spółka Kredyt Inkaso Portfolio Investment z siedzibą w Luksemburgu. Nowopowstały podmiot posiada obecnie 146 z 147 certyfikatów Kredytu Inkaso I NSFIZ. Przypominamy, iż poprzez konstrukcję funduszu sekurytyzacyjnego nabywane są w szczególności pakiety pochodzące z sektora bankowego. Pozwala ona również na odroczenie zapłaty podatku od uzyskiwanych zysków. Oczekujemy wymiernych korzyści związanych z założeniem Kredytu Inkaso Portfolio Investment. Podlega ona podatkowi dochodowemu w Luksemburgu w wysokości 28,59%. Podstawę opodatkowania można jednak pomniejszyć o odsetki i dywidendy wypłacone na rzecz właścicieli (Kredyt Inkaso). Dzięki zastosowanej konstrukcji prawnej stopa opodatkowania dywidendy w Luksemburgu wyniesie 0%. Zgodnie z prawem nie będzie drugi raz podlegała opodatkowaniu w Polsce. W związku z powyższym efektywna stopa podatkowa płacona przez Grupę może w przyszłości wynosić zaledwie kilka procent.

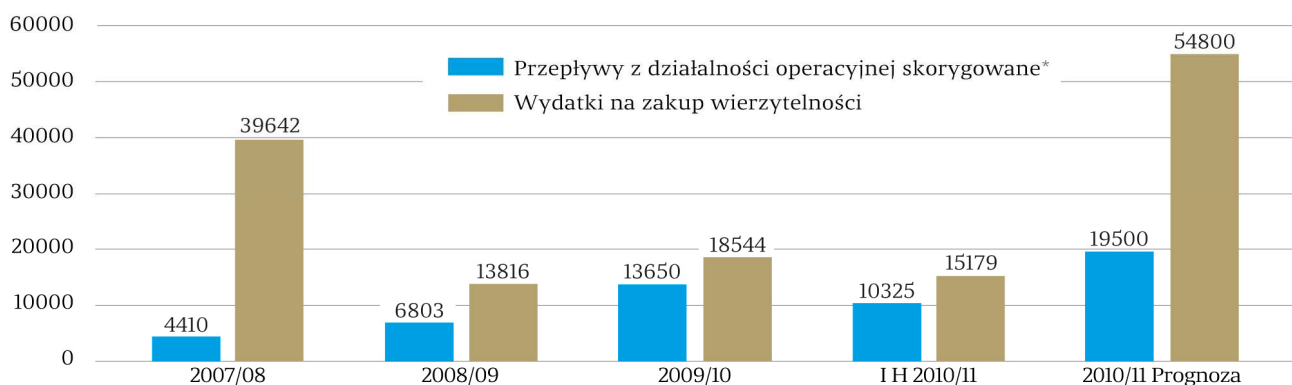
ZMIANY ORGANIZACYJNE

Kredyt Inkaso podpisało list intencyjny w sprawie nabycia większości udziałów Kancelarii Prawniczej Forum. Przejęcie kancelarii powinno mieć dodatni wpływ na rentowność netto Grupy. Saldo netto transakcji z Kancelarią w poprzednim roku obrotowym oraz w okresie IV-VIII 2010 roku wyniosło odpowiednio -6 194 i -1 783 tys. zł. Według naszych szacunków cenę nabycia udziałów, odpowiadającą kapitalizacji kancelarii, nie przekraczającej 12-14 mln zł należałoby uznać za zdecydowanie korzystną dla akcjonariuszy Kredytu Inkaso. Zakładany rozwój Spółki – większa ilość prowadzonych przez Forum spraw, pozwolą na maksymalizację opłacalności zakupu (marża kancelarii pozostanie w Grupie Kredyt Inkaso). Za najbardziej prawdopodobny sposób sfinansowania transakcji uznajemy emisję akcji Kredytu Inkaso w zamian za udziały w Forum. Obecnie ryzyko zakończenia współpracy z Kancelarią, ze względu na wspólnych udziałowców w obu Spółkach, oceniamy jako teoretyczne.

Pod koniec listopada utworzono Spółkę Kredyt Inkaso Nieruchomości Sp. z o.o. Zgodnie z komunikatem, celem działalności Spółki zależnej będzie nabywanie w toku egzekucji komorniczych lub działań windykacyjnych nieruchomości, obrót tymi nieruchomościami, ich zagospodarowanie, komercjalizacja oraz czerpanie z nich pożytków w różnych postaciach. Uważamy, że podmiot ten nie będzie miał dużego wpływu na wyniki Spółki, zaś wartość nabywanych nieruchomości będzie umiarkowana. W szczególności pozwoli to uniknąć sytuacji gdyby sprzedaż nieruchomości na licytacji komorniczej rażąco odbiegała od wartości godziwej.

Przebiegi operacyjne i wydatki na zakup wierzytelności

Poniższy wykres pokazuje wielkość poniesionych w gotówce wydatków na nowe wierzytelności (w tys. zł). Środki pozyskane w 2007 roku podczas debiutu giełdowego zostały przeznaczone na zakup portfeli sektora telekomunikacyjnego. W bieżącym roku będziemy mieli do czynienia z podobną sytuacją (głównie pakiety bankowe). Niebieskim kolorem pokazano wielkość przepływów z działalności operacyjnej uzyskiwanych przez Kredyt Inkaso skorygowaną o wydatki na wierzytelności w danym okresie. Ich wielkość rośnie systematycznie z każdym kolejnym rokiem i w obrazowy sposób ukazują wzrost skali działalności Spółki.



Źródło: Kredyt Inkaso, szacunki NOBLE Securities *przebiegi z działalności operacyjnej powiększone o wydatki na nowe wierzytelności.

WYCENA

Akcje Spółki wyceniliśmy przy zastosowaniu metody DCF oraz metody porównawczej. Obu metodom przypisano równą wagę. Zdecydowaliśmy się przyjąć 5%we dyskonto do wyceny w związku z potencjalną kolejną emisją akcji. Celem skutecznej plasacji jest ona zwykle przeprowadzana z ceną zawierającą dyskonto względem rynkowej. Wyznaczona 6-cio miesięczna cena docelowa akcji wynosi 16,25zł/akcję.

	Udział	Cena
Wycena metodą DCF	50%	16,94
Wycena metodą porównawczą	50%	15,35
Cena wynikowa		16,15
dyskonto	-5%	15,34
Cena docelowa		16,25

WYCENA METODĄ DCF

ZAŁOŻENIA DO MODELU:

- Parametr beta na poziomie 1,1.
- Przyjmujemy dług netto z początku roku obrotowego 2010/11.
- Wartość przepływów pieniężnych dyskontujemy na koniec grudnia 2010 roku.
- Stopa wolna od ryzyka na poziomie 5,8% (rentowność 10-cio letnich obligacji skarbowych), premia za ryzyko w wysokości 6%.
- Stopa wzrostu FCFE po okresie prognozy 1,5%.
- Efektywna stopa podatkowa 10% w nieskończoność (skutek założenia Kredyt Inkaso Portfolio Investment).
- Nie uwzględniamy wpływu kolejnych emisji akcji oraz ewentualnego nabycia udziałów w Kancelarii Forum ze względu na niepewność co do czasu zajścia i parametrów finansowych tych zdarzeń.
- Stopa odsetek ustawowych 13% w całym okresie prognozy.
- wzrost marży EBIT w sektorze telekomunikacyjnym w 2011 i 2012 roku wynikać będzie z rosnących korzyści skali oraz z obniżenia udziału kosztów operacyjnych (niższe opłaty sądowe).
- wypracowany zysk będzie w całości przeznaczany na kapitał zapasowy.

ZAŁOŻENIA DO MODELU DCF / PROGNOZA RACHUNKU WYNIKÓW

	2010/2011P	2011/2012P	2012/2013P	2013/2014P	2014/2015P	2015/2016P	2016/2017P
Przychody ze sprzedaży:	43,0	67,4	79,6	90,0	100,2	110,2	119,2
Segment telekomunikacyjny, działalność pozostała	39,3	45,1	51,9	57,3	62,7	68,1	72,9
zmiana	56,1%	14,8%	15,1%	10,5%	9,3%	8,7%	7,0%
EBIT segmentu	13,2	15,6	18,7	20,6	22,6	23,8	25,5
marża EBIT	33,7%	34,5%	36,0%	36,0%	36,0%	35,0%	35,0%
Segment bankowy	3,7	22,3	27,7	32,6	37,5	42,1	46,3
zmiana		503,2%	24,1%	17,8%	14,9%	12,2%	10,0%
EBIT segmentu	1,1	8,5	11,1	13,7	15,7	17,7	19,4
marża EBIT	30,0%	38,0%	40,0%	42,0%	42,0%	42,0%	42,0%
EBIT	14,4	24,0	29,8	34,3	38,3	41,5	44,9
Wynik na działalności finansowej	-4,7	-6,1	-6,7	-7,0	-7,1	-7,6	-8,0
Zysk brutto	9,7	18,0	23,0	27,4	31,2	34,0	36,9
Podatek dochodowy	1,8	2,9	3,0	2,7	3,1	3,4	3,7
Zysk netto	7,8	15,1	20,0	24,6	28,1	30,6	33,2
marża netto	18,2%	22,4%	25,2%	27,4%	28,1%	27,7%	27,9%

Źródło: szacunki NOBLE Securities

REKOMENDACJA

MODEL DCF

	2010/11P	2011/12P	2012/13P	2013/14P	2014/15P	2015/16P	2016/17P	2017/18P	2018/19P	>2018/19P
Przychody ze sprzedaży:	43,0	67,4	79,6	90,0	100,2	110,2	119,2	125,1	131,4	
EBITDA	14,9	24,6	30,4	35,0	39,0	42,3	45,7	46,2	46,6	
EBIT	14,4	24,0	29,8	34,3	38,3	41,5	44,9	45,3	45,7	
NOPLAT	11,6	20,2	25,9	30,9	34,5	37,4	40,5	40,8	41,1	
Amortyzacja	0,5	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, zob. i krótk. inv. fin	-33,3	-18,2	-16,6	-17,0	-18,3	-19,5	-20,1	-19,3	-18,2	
Strumień pieniężny brutto	-21,7	2,0	9,2	13,8	16,1	17,8	20,3	21,3	22,8	
Wpływy z emisji akcji	37,5									
FCFF	15,8	2,0	9,2	13,8	16,1	17,8	20,3	21,3	22,8	
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%	8,0%
Efektywna stopa podatkowa	19%	16%	13%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Koszt długu po opodatkowaniu	8,9%	8,8%	8,7%	8,6%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	7,2%
Dług netto/EV	46%	43%	45%	43%	40%	37%	35%	29%	29%	29%
WACC	10,8%	10,8%	10,7%	10,7%	10,7%	10,8%	10,9%	11,2%	11,2%	10,9%
Współczynnik dyskonta	0,97	0,88	0,80	0,72	0,65	0,58	0,52	0,46	0,42	
wartość bieżąca FCFF	15,43	1,80	7,32	9,89	10,47	10,38	10,62	9,91	9,51	

Źródło: szacunki NOBLE Securities

MODEL DCF

Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	85,3
Wzrost FCF po okresie prognozy	1,5%
Wartość rezydualna	245,3
Zdyskontowana wartość rezydualna	102,4
Wartość firmy (EV)	187,8
Dług netto	38,4
Wartość firmy	149,4
liczba akcji (mln)	8,82
Wartość firmy na akcję	16,94
6-cio miesięczny koszt kapitału własnego	6,0%
Cena docelowa	17,95

REKOMENDACJA



Metodą DCF wyceniamy jedną akcję Spółki na 17,95 zł. Poniżej prezentujemy analizę wrażliwości wyceny w zależności od parametrów przyjętych do wyliczenia wartości rezydualnej.

ANALIZA WRAŻLIWOŚCI

Rezydualna stopa wzrostu FCF

	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%
WACC - 1,00%	17,84	18,58	19,42	20,36	21,43
WACC - 0,50%	17,22	17,90	18,65	19,49	20,43
WACC	16,67	17,28	17,95	18,71	19,56
WACC + 0,5%	16,16	16,72	17,34	18,02	18,78
WACC + 1%	15,70	16,21	16,78	17,39	18,08

WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ

Grupę porównawczą stanowią spółki z sektora obrotu wierzytelności. Wycenę oparto o wyniki finansowe za ostatnie 12 miesięcy. Posłużono się wskaźnikami EV/S, EV/EBIT, P/E którym przypisano równą wagę 0,33. Do Grupy porównawczej dołączyła debiutująca niedawno na New Connect Spółka EGB Investment. Wycena uwzględnia starą liczbę akcji Kredyt Inkaso (5,8mln). Środki pozyskane z emisji nowych akcji w X 2010 roku nie miały wpływu na wyniki uzyskane w okresie X 2009 - IX 2010. Przy każdej ze spółek przyjęto wielkość długu netto na dzień 30 września 2010 roku. Uwzględniając 6-cio miesięczny koszt kapitału własnego uzyskano wycenę 16,27 zł/akcję.

	KURS	EV/S	EV/EBIT	P/E
Best	11,48	2,7	-112,2	-90,7
EGB Investment	2,68	2,5	35,6	60,7
Fast Finance	0,80	6,1	10,0	14,4
Grupa Finansowa Premium	17,56	5,1	29,7	-85,0
Pragma Inkaso	25,50	4,8	10,0	16,0
Vindexus	5,50	4,2	10,7	12,6
mediana		4,5	10,7	15,2
Kredyt Inkaso	13,50	2,2	7,3	14,1
implikowana wartość spółki		160,5	114,6	84,5
dług netto		45,9	45,9	
implikowana wartość kap. własnego		114,6	68,8	84,5
waga wskaźnika		0,33	0,33	0,33
wartość firmy na akcję	15,35	19,70	11,82	14,53

Źródło: Spółki, szacunki NOBLE Securities

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

BV – wartość księgową
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 ocen, 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 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 powiązаныmi 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. Wyeliminowanie 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.

Poprzednio wydane rekomendacje dotyczące Emitenta:

Dnia 3 sierpnia 2010 roku wydano rekomendację KUPUJ z ceną docelową 15,54, przy cenie bieżącej 12,48