

Rynek windykacji w 2012 r.

Rynek windykacji w Polsce w 2012 r. zbliżony był wielkością do roku 2011. Łączna wartość nominalna spraw przekazanych do windykacji w ubiegłym roku wyniosła ok. 19 mld zł (+4% r/r), co oznacza wyraźne wyhamowanie po wysokich wzrostach w latach ubiegłych. Zaszły istotne zmiany w strukturze rynku, gdzie istotnie na znaczeniu zyskał segment zakupów wierzytelności (głównie korporacyjnych) kosztem segmentu inkasa. Nakłady poniesione na sprawy detaliczne wyniosły ok. 1 mld zł (-17%), a na sprawy korporacyjne ok. 0,1 mld zł (+90%). Wśród spraw detalicznych dynamicznie rósł przede wszystkim segment wierzytelności sprzedawanych przez instytucje finansowe.

Rynek zakupów w latach 2011-2012 był bardzo konkurencyjny (wysokie ceny sprzedaży wierzytelności). W ostatnich miesiącach można jednak obserwować delikatną normalizację rynku, co sugerowałby m.in. spadek w ostatnim roku, a w szczególności w ostatnich miesiącach ubiegłego roku, cen spraw detalicznych (z 16,9% do 14,0%). Związane było to z jednej strony coraz niższą jakością sprzedawanych spraw, z drugiej jednak ze zmniejszającą się konkurencją. W tym roku na podaż nowych pakietów będą oddziaływać dwa przeciwne zjawiska, z jednej strony zwiększenie się problemów z terminowym regulowaniem swoich zobowiązań z racji słabej sytuacji makroekonomicznej (zarówno dla wierzytelności B2C jak i B2B), z drugiej mała akcja kredytowa banków, co ogranicza potencjalną podaż złych długów w przyszłości (szczególnie w segmencie B2C).

Na rynku nabyć spraw korporacyjnych średnia cena wzrosła z 4,2% do 5,5%. Ceny w tym segmencie dynamicznie rosną od 2009 roku, kiedy to śr. cena wyniosła 1,3%. Wzrost ten wynika w dużej mierze z lepszej jakości sprzedawanych spraw.

Najbliższy rok wg naszych prognoz przyniesie dalszą stabilizację wielkości nabyć w segmencie detalicznym oraz wzrost w segmencie korporacyjnym. Wzrost w segmencie detalicznym wg nas będzie możliwy, jeśli sprzedający (głównie banki) zaakceptują znaczący spadek cen sprzedawanych portfeli. Na wzrost rynku wpłynąć może także rozpoczęcie na szerszą skalę sprzedaży wierzytelności hipotecyjnych, które jak na razie odgrywają bardzo małe znaczenie na rynku wierzytelności. Rynek inkasa prawdopodobnie będzie ulegał dalszemu powolnemu kurczeniu, na rzecz rynku zakupów. Część podmiotów z branży spodziewa się zwiększonej podaży pakietów oraz spadku konkurencji w drugiej połowie roku, co zamierzają wykorzystać do zwiększonych zakupów. Niewykluczone w tym roku są przejęcia spółek, szczególnie mniejszych, które mogą mieć problemy z obsługą zapadającego długu, zaciągniętego na zakupy pakietów 2-3 lata temu. Takie sytuacje mogą być wykorzystane przez większe podmioty do zwiększenia swojego udziału w rynku.

Na szybkość i skuteczność windykacji wpływ mogą mieć aktualnie procesowane przez Parlament zmiany w funkcjonowaniu e-Sądów.

Spółki windykacyjne z warszawskiej giełdy poszukując nowych okazji inwestycyjnych coraz chętniej inwestują lub rozważają inwestycje na nowych rynkach (m.in. rumuńskim), gdzie potencjalnie można osiągnąć wyższe stopy zwrotu z racji mniejszej konkurencji.

dane za 2012 r. w tys. zł	Kruk	P.R.E.S.C.O.	Kredyt Inkaso ³
Splaty	451 329	90 346	96 877
Nabycia	309 269	77 754	102 855
Przychody	342 992	90 812	101 195
Przychody z nabytych pakietów	302 996	90 812	101 195
Przychody z usług windykacyjnych	32 883	0	0
Przychody pozostałe	7 113	0	0
Zysk brutto ze sprzedaży	194 110	51 416	62 269
Zyski z nabytych pakietów	180 820	51 416	62 269
Zyski z usług windykacyjnych	12 368	0	0
Zyski pozostałe	922	0	0
EBIT	136 673	28 822	39 270
EBITDAA¹	292 341	48 958	75 996
Zysk brutto	85 094	22 111	10 590
Zysk netto	81 194	22 085	11 582
Inne całkowite dochody	-4 104	0	329 573
Wartość księgowa pakietów	880 012	168 738	687 796 (341 365 ²)
Kapitał własny	317 632	107 624	497 835 (151 404 ²)
Dług netto	553 654	61 703	239 638
Dług netto/skorygowany kapitał własny	1,7	0,6	0,5 (1,6 ²)
Aktywa	971 430	193 020	778 154 (431 723 ²)
CFO + CFI	-60 292	-38 043	-40 842

¹ EBITDA skorygowana o zmianę wartości godziwej portfeli; ² Dane skorygowane o kapitał z aktualizacji wyceny;

³ Dane za ostatnie 12 miesięcy (za cały 2012 rok kalendarzowy)

Źródło: Kruk, P.R.E.S.C.O. Group, Kredyt Inkaso, Noble Securities

**NOBLE
SECURITIES**
DOM MAKLERSKI

REKOMENDACJE

Kruk z dnia 24.04.2013

Cena bieżąca 62,0 zł

Cena docelowa (9M) 60,6 zł

P.R.E.S.C.O. Group z dnia 24.04.2013

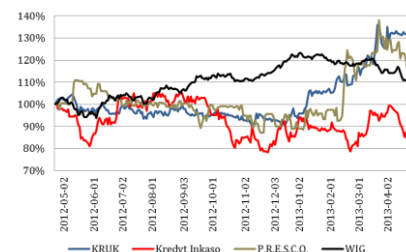
Cena bieżąca 9,3 zł

Cena docelowa (9M) 12,0 zł

Kredyt Inkaso z dnia 27.02.2013

Cena bieżąca 11,9 zł

Cena docelowa (9M) 18,48 zł



RYNEK

Wartość nominalna wierzytelności przekazanych w Polsce do windykacji wyniosła ok. 19 mld zł (+4% r/r), z czego ok. 9,4 mld zł stanowiły zakupy pakietów (+16% r/r), a 9,7 mld zł segment inkasa (-6% r/r). Łączna cena nabytych pakietów równała się ok. 1,1 mld zł (-12% r/r). Po dynamicznym wzroście rynku windykacji w 2011 r. rok ubiegły charakteryzował się stabilizacją wielkości rynku (wzrost znaczenia segmentu nabyć kosztem inkasa) oraz spadkiem śr. ceny nabycia pakietu (widoczny na pakietach detalicznych). Podobnie w naszej ocenie wyglądać będzie rok 2013.

Jarosław Sojka

Analityk

jaroslaw.sojka@noblesecurities.pl

+48 22 244 13 03

Niniejsze opracowanie jest jedynie materiałem informacyjnym do użytku odbiorcy. Materiał został przygotowany z należytą starannością i rzetelnością, w szczególności na podstawie ogólnodostępnych informacji, oraz na podstawie własnych analiz Noble Securities S.A., ale ani autor, ani Noble Securities S.A. nie gwarantują jego kompletności i dokładności.

Wszystkie opinie i prognozy przedstawione w tym opracowaniu są jedynie wyrazem opinii autora (autorów) w dniu publikacji i nie są to opinie czy prognozy Noble Securities S.A., a opinie te lub prognozy mogą ulec zmianie bez zapowiedzi.

Materiał nie został sporządzony zgodnie z wymogami określonymi w Rozporządzeniu 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) (dalej: „**Rozporządzenie**”). Nie stanowi rekomendacji w rozumieniu tego Rozporządzenia, nie powinien być też rozumiany jako materiał o charakterze doradczym lub jako podstawa do podejmowania działań lub decyzji inwestycyjnych. Materiał nie stanowi aktualizacji żadnej wydanej wcześniej przez autorów lub Noble Securities S.A. rekomendacji. Materiał stanowić może jedynie przypomnienie wcześniej wydanych przez autorów lub Noble Securities S.A. rekomendacji lub aktualizacji rekomendacji. Jedyna ważna rekomendacja w rozumieniu Rozporządzenia dla Kredyt Inkaso wydana została w dacie: 27 lutego 2013 r. W dacie niniejszego opracowania NS planuje wydać osobne rekomendacje w rozumieniu Rozporządzenia dla: Kruk i PRESCO. Rekomendacje, o których mowa powyżej, stanowią oddzielne rekomendacje w rozumieniu Rozporządzenia i nie są ze sobą powiązane..

POWIĄZANIA I OKOLICZNOŚCI, KTÓRE MOGŁYBY WPŁYNAĆ NA OBIEKTYWIZM OPRAWOWANIA

Autor (autorzy) opracowania nie jest (nie są) stroną jakiegokolwiek umowy zawartej z Emitentami i nie otrzymuje (nie otrzymują) wynagrodzenia od Emitentów.

Ponadto Noble Securities S.A. informuje, że:

- żaden z Emitentów nie jest akcjonariuszem Noble Securities SA,
- autor (autorzy) opracowania nie posiada (nie posiadają) papierów wartościowych żadnego z Emitentów ani papierów wartościowych lub udziałów jego spółek zależnych, jak również jakichkolwiek instrumentów finansowych powiązanych bezpośrednio z papierami wartościowymi Emitentów,
- jest możliwe, że Noble Securities S.A., jego akcjonariusze, podmioty powiązane z akcjonariuszami Noble Securities S.A., członkowie władz lub inne osoby zatrudnione przez Noble Securities S.A. posiadają, mogą zamierzać zbywać lub nabywać papiery wartościowe Emitentów lub instrumenty finansowe powiązane bezpośrednio z papierami wartościowymi Emitentów albo papiery wartościowe Emitentów lub instrumenty finansowe powiązane bezpośrednio z papierami wartościowymi Emitentów działających w branży, w której działają Emitenci,
- w okresie 12 miesięcy poprzedzających wydanie Aktualizacji Noble Securities S.A. wykonywał czynności dotyczące oferowania obligacji P.R.E.S.C.O. Group S.A. i Kredyt Inkaso S.A. oraz prowadzenia ewidencji obligacji, jak również wykonywał czynności sponsora,
- Noble Securities S.A., działając jako firma inwestycyjna, pośredniczy w obrocie instrumentami finansowymi wyemitowanymi przez P.R.E.S.C.O. Group S.A. z czym może wiązać się konflikt interesów w postaci istotnego interesu finansowego.
- Noble Securities S.A. nie wykonuje czynności dotyczących instrumentów finansowych Emitentów w zakresie nabywania lub zbywania instrumentów finansowych na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe,
- Noble Securities S.A. pełni funkcję animatora rynku dla obligacji wyemitowanych przez P.R.E.S.C.O. Group S.A. oraz Kredyt Inkaso S.A. i notowanych w alternatywnym systemie obrotu na rynku Catalyst,
- ani autor (autorzy) opracowania ani osoby blisko z nimi (nimi) związane, o których mowa w art. 160 ust. 2 pkt 1 – 3 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (tekst jednolity: Dz. U. z 2010 r., Nr 183, poz. 1538 z późn. zm.), nie pełnią funkcji w organach żadnego z Emitentów, ani nie zajmują stanowiska kierowniczego w tych podmiotach.
- jest możliwe, że spółki z Grupy Kapitałowej do której należy Noble Securities S.A. pozostają stroną umowy z Emitentami na mocy których spółka lub spółki należące do Grupy Kapitałowej do której należy Noble Securities S.A. mogą lub pobierają wynagrodzenie od Emitentów.

Jest możliwe, że Noble Securities S.A. ma lub będzie miał zamiar złożenia oferty świadczenia usług na rzecz któregośkolwiek z Emitentów albo podmiotów wymienionych w opracowaniu.

POZOSTAŁE INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

Osoba korzystająca z opracowania nie może rezygnować z przeprowadzenia niezależnej oceny i uwzględnienia innych czynników ryzyka niż przedstawione w materiale. Noble Securities S.A. i osoby zatrudnione przez Noble Securities S.A. nie ponoszą odpowiedzialności za działania lub zaniechania osoby lub podmiotu korzystających z opracowania ani za działania lub decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku tych działań lub decyzji inwestycyjnych.

Nadzór nad działalnością Noble Securities S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Kruk S.A.

Kruk ma za sobą udany rok, w którym mimo zmniejszonych nakładów na nowe pakiety udało mu się powiększyć zysk netto o 22%. Przychody oraz zyski za sam 4Q były powyżej oczekiwań, jednak naszą uwagę zwracają słabsze od naszych oczekiwań wpłaty od dłużników. M.in. z tego powodu zdecydowaliśmy się na pewne modyfikacje przyjętych krzywych odzysków powodujące ich wypłaszczenie. W efekcie tego spadły prognozowane przez nas zyski w najbliższych latach. Planowane zwiększone nakłady na pakiety w tym roku powinny jednak dalej zapewnić zdrową dynamikę zysku (+14%). Wzrost ceny docelowej wynika w dużej mierze ze wzrostu mnożników dla spółek porównawczych. Aktualna wycena rynkowa, implikująca wskaźniki P/E na 2013 oraz 2014 r. odpowiednio 11,5 i 10,9 oraz P/BV 2,5 i 2,0, wg nas jest nieco powyżej wartości godziwej. Biorąc pod uwagę powyższe wydajemy dla akcji Kruka rekomendację TRZYMAJ z podwyższoną 9-msc. ceną docelową 60,6 zł (poprzednio 57,7 zł).

Kurs akcji Kruka bardzo dynamicznie urosł od początku roku. Dodatkowego przyspieszenia nabrał po opublikowaniu przez Spółkę wyników za 2012 r., które zostały bardzo dobrze odebrane przez rynek, mimo że spłaty były poniżej naszych oczekiwań. Po wspomnianej fali wzrostów decyzję o całkowitym wyjściu z akcjonariatu ogłosiło Enterprise Investors, które w drodze book buildingu sprzedało wszystkie posiadane, czyli blisko 25%, akcje Kruka za ok. 252 mln zł (60 zł za akcję wg informacji PAP). Akcje kupiły głównie OFE.

Kruk w 4Q osiągnął 97,9 mln zł przychodów (+14% q/q) oraz 27,1 mln zł zysku netto (+25% q/q). W ujęciu rocznym pozycje te wyniosły odpowiednio 343,0 (+25% r/r) i 81,2 mln zł (+22% r/r). Warte zauważenia była natomiast naszym zdaniem niska w 4Q dynamika wzrostu wpłat od dłużników (+3% q/q), która wyraźnie różniła się od dynamiki przychodów za sprawą dokonanego przeszacowania (7,2 mln zł w 4Q).

Spółka dostrzega duży potencjał w posiadanych już pakietach, na których deklaruje możliwość uzyskania dodatkowych odzysków dzięki dalszemu dopracowywaniu strategii ugodowej. Może to sugerować dodatnie przeszacowania pakietów w bieżącym i przyszłym roku.

Spółka w 1Q 2013 r. zainwestowała ok. 50 mln zł w nabycia pakietów wierzytelności w Polsce i zagranicą, co było zgodne z naszymi oczekiwaniami. 1Q na ogół charakteryzuje się niższymi zakupami (w 1Q 2012 Kruk kupił pakiety za jedynie 12 mln zł). W całym roku Spółka deklaruje zamiar zakupów w przedziale 309-569 mln zł. Uwzględniając sezonowość zakupów wg naszych szacunków może to być ok. 400 mln zł. Wraz ze zwiększonymi nakładami wzrostowi powinien ulec również udział Kruka w rynku nabyć, szczególnie w Polsce oraz Czechach/Słowacji. W zakresie najważniejszego dla Kruka rynku, tzn. nabyć wierzytelności detalicznych w Polsce, Spółka spodziewa się utrzymania wielkości całego rynku zbliżonego do roku ubiegłego. Kruk zamierza rozwijać swoją działalność w segmencie wierzytelności korporacyjnych, zarówno za sprawą nabyć jak i inkasa. Podobnie do Spółki spodziewamy się dalszego wzrostu wielkości nabyć na tym rynku. Kruk rozważa również rozpoczęcie działalności w tym zakresie w Czechach. Natomiast w Rumunii Spółka zamierza rozwijać windykację sądową, którą dotychczas prowadziła w bardzo ograniczonym zakresie.

Spółka w kwietniu poinformowała o zamiarze wyemitowania 2 serii obligacji 4-letnich: P4 i R1, na 40 i 20 mln zł. Pierwsze mają zostać przydzielone do 30.06, a drugie do 31.12 br.

Wzrost oszacowanej przez nas ceny docelowej wynika m.in. z analizy porównawczej, gdzie po części dzięki zwiększeniu mnożników dla AACC podwyższeniu uległa średnia brana do wyceny. Z racji dużej polaryzacji grupy porównawczej zdecydowaliśmy się wykorzystywać do wyceny średnią arytmetyczną zamiast mediany. Ponadto podnieśliśmy nieco nasze prognozy dotyczące inkasa, m.in. z racji lepszego od oczekiwań w tym zakresie 4Q. Natomiast po części za sprawą niższych od prognozowanych przez nas odzysków w 4Q zdecydowaliśmy się na pewne obniżenie krzywych odzysków dla pakietów nabytych w latach 2011-2012 oraz niewielkie wypłaszczenie krzywych dla pakietów nabywanych po 2012 r. Pozytywnie na wycenę wpłynął dalszy spadek WIBORu.

Wartość akcji Kruka oszacowaliśmy na podstawie wyceny metodami: DCF (54,4 zł), zdyskontowanych zysków rezydualnych (58,9 zł) oraz porównawczą (56,2 zł), co po zważeniu powyższych wycen dało 9-miesięczną cenę docelową równą 60,6 zł.

tys. zł	2011	2012	2013P	2014P	2015P
Wpłaty od dłużników	341 122	451 329	549 518	684 803	805 016
Przychody	274 031	342 992	396 522	448 914	504 495
EBITDAA	212 193	292 341	352 503	458 549	549 875
EBIT	95 995	136 673	147 613	167 280	190 113
Zysk netto	66 392	81 194	92 460	98 863	114 832
ROE (%)	36,0%	29,2%	25,1%	20,9%	19,6%
P/E (x)	15,4	12,9	11,5	10,9	9,5
P/BV (x)	4,4	3,3	2,5	2,0	1,7

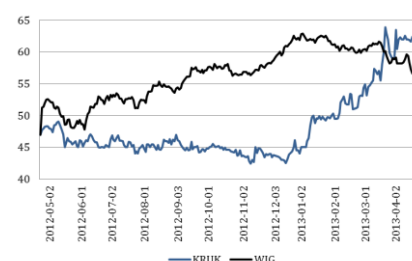
¹ EBITDA skorygowana o zmianę wartości godziwej portfeli;
Źródło: Spółka, Noble Securities

NOBLE
SECURITIES
DOM MAKLECKI

TRZYMAJ

(Aktualizacja)

Cena bieżąca	62,0 zł
Cena docelowa (9M)	60,6 zł
Potencjał wzrostu	-2%
Kapitalizacja	1 048 mln zł
Free float	49,3%
Śr. wolumen 6M	10 542 akcji



PROFIL SPÓŁKI

Kruk zajmuje się windykacją pakietów nabytych na własny rachunek oraz inkasem w Polsce, Rumunii, Czechach i na Słowacji. Wśród windykowanych wierzytelności dominują kredyty detaliczne. Spółka jest liderem polskiego i rumuńskiego rynku windykacyjnego.

STRUKTURA AKCJONARIATU

Piotr Krupa	15,5%
Aviva OFE	11,4%
ING OFE i DFE	5,3%
Amplico OFE i DFE	7,8%
Generali OFE	5,1%

WAŻNE DATY

Raport za IQ 2013 r.	12.05.13
Raport za IH 2013 r.	02.09.13

Jarosław Sojka

Analityk

jaroslaw.sojka@noblesecurities.pl

+48 22 244 13 03

OBLAŚNIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ
W TEGO TYPU RAPORTACH, OPRACOWANIACH I REKOMENDACJACH
PRZEKAZYWANYCH PRZEZ NOBLE SECURITIES S.A.

BV – wartość księgowa
EV – wycena rynkowa spółki powiększona o wartość długu odsetkowego netto
EBIT – zysk operacyjny
NOPAT – zysk operacyjny pomniejszony o hipotetyczny podatek od tego zysku
EBITDA – zysk operacyjny powiększony o amortyzację
EBITDAA – EBITDA skorygowana o zmianę wartości godziwej portfeli
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
CAGR – jest to średni wskaźnik rocznego wzrostu w badanym okresie, przy założeniu, że roczne wzrosty są dodawane do wartości bazy następnego okresu.
SG&A – suma kosztów ogólnego zarządu i sprzedaży

PODSTAWOWE ZASADY WYDAWANIA RAPORTÓW ANALITYCZNYCH

Niniejsza aktualizacja do raportu analitycznego, zwana dalej „Aktualizacją”, wyraża wyłącznie wiedzę oraz poglądy autora (autorów) Aktualizacji, według stanu na dzień jego sporządzenia.

Podstawą do opracowania Aktualizacji były wszelkie publicznie dostępne informacje znane jego autorowi (autorom) na dzień sporządzenia Raportu, w szczególności informacje przekazane przez Emitenta w raportach bieżących i okresowych sporządzanych w ramach wykonywania obowiązków informacyjnych.

Przedstawione w Aktualizacji prognozy oraz elementy ocenne, jak również zalecenia i sugestie zachowań inwestycyjnych, oparte są wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez autora (autorów) Aktualizacji, bez uzgodnień z Emitentem ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. Noble Securities S.A. ani autor (autorzy) Aktualizacji nie udzielają żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się.

Aktualizacja jest aktualizacją rekomendacji wskazanej w tabeli poniżej.

Używane przez Noble Securities S.A. oznaczenia kierunku rekomendacji wyznaczane są oczekiwaną przez autora (autorów) Raportu stopą 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 STOSOWANE PRZEZ NOBLE SECURITIES S.A. W TEGO TYPU RAPORTACH, OPRACOWANIACH I REKOMENDACJACH

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 zdyskontowanych zysków rezydualnych – pozwala wskazać przedsiębiorstwa, które wykazują zyski księgowe, ale nie zarabiają wystarczająco dużo, aby pokryć koszt alternatywny zaangażowania kapitału dla właścicieli. Kluczową wadą tej metody jest oparcie analizy o dane księgowe, a nie gotówkowe.

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 MOGĘBY WPŁYNAĆ NA OBIEKTYWIZM RAPORTU ANALITYCZNEGO

Autor (autorzy) Raportu nie jest (nie są) stroną jakiegokolwiek umowy zawartej z Emitentem i nie otrzymuje (nie otrzymują) wynagrodzenia od Emitenta.

Wynagrodzenie przysługujące autorowi (autorom) Aktualizacji z tytułu jego sporządzenia od Noble Securities S.A. nie jest uzależnione od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej, dotyczących instrumentów finansowych Emitenta, dokonywanych przez Noble Securities S.A. lub podmioty z nią powiązane. Nie można wykluczyć, że wynagrodzenie, które może przysługiwać w przyszłości autorowi (autorom) Aktualizacji od Noble Securities S.A. z innego tytułu, może być w sposób pośredni uzależnione od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej, dotyczących instrumentów finansowych Emitenta, dokonywanych przez Noble Securities S.A. lub podmioty z nią powiązane.

Ponadto Noble Securities S.A. informuje, że:

- Emitent nie jest akcjonariuszem Noble Securities SA,
- autor (autorzy) Raportu nie posiada (nie posiadają) 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 S.A., jego akcjonariusze, podmioty powiązane z akcjonariuszami Noble Securities S.A., członkowie władz lub inne osoby zatrudnione przez Noble Securities S.A. posiadają, mogą zamierzać zbywać lub nabywać papiery wartościowe Emitenta lub instrumenty finansowe powiązane bezpośrednio z papierami wartościowymi emitenta (emitentów) działającego (działających) w branży, w której działa Emitent,
- ani autor (autorzy) Raportu ani osoby blisko z nimi (nimi) związane, o których mowa w art. 160 ust. 2 pkt 1 – 3 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (tekst jednolity: Dz. U. z 2010 r., Nr 183, poz. 1538 z późn. zm.), nie pełnią funkcji w organach podmiotu będącego Emitentem, ani nie zajmują stanowiska kierowniczego w tym podmiocie,
- ani autor (autorzy) Raportu ani Noble Securities S.A. lub podmioty z nią powiązane nie pozostają stroną umowy z Emitentem, dotyczącej sporządzenia Raportu,
- jest możliwe, że spółki z Grupy Kapitałowej do której należy Noble Securities S.A. pozostają stroną umowy z Emitentem na mocy których spółka lub spółki należące do Grupy Kapitałowej do której należy Noble Securities S.A. mogą lub pobierają wynagrodzenie od Emitenta.

Jest możliwe, że Noble Securities S.A. ma lub będzie miał zamiar złożenia oferty świadczenia usług na rzecz Emitenta albo podmiotów wymienionych w Aktualizacji.

Zgodnie więc z wiedzą Zarządu Noble Securities S.A. oraz autora (autorów) Raportu, pomiędzy Emitentem a Noble Securities S.A., osobami powiązanymi z Noble Securities S.A. oraz autorami Raportu **nie występują inne niż wskazane w treści Aktualizacji lub w zastrzeżeniach zamieszczonych pod treścią Aktualizacji powiązania lub**

okoliczności w rozumieniu § 9-10 Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. Nr 206, poz. 1715), które mogłyby wpłynąć na obiektywność Raportu.

POZOSTAŁE INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

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

Rekomendujący zapewnia (zapewniają), że Aktualizacja została przygotowana z należytą starannością i rzetelnością w oparciu o ogólnodostępne fakty i informacje uznane przez autora (autorów) Aktualizacji za wiarygodne, rzetelne i obiektywne, jednak Noble Securities S.A. ani autor (autorzy) Aktualizacji nie gwarantują, że są one w pełni dokładne i kompletne, w szczególności w przypadku gdyby informacje, na których oparto się przy sporządzaniu Aktualizacji okazały się niedokładne, niekompletne lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Noble Securities S.A. ani autor (autorzy) Aktualizacji nie ponoszą odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie Aktualizacji, ani za działania i szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie Aktualizacji i informacji w nim zawartych. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte w oparciu o treść Aktualizacji ponoszą wyłącznie inwestorzy.

Aktualizacja 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 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (tekst jednolity: Dz. U. z 2009 r. Nr 185, poz. 1439 z późn. zm.),
- zaproszenia do subskrypcji lub zakupu papierów wartościowych Emitenta.

Aktualizacja

- jest adresowana do inwestorów instytucjonalnych, Klientów Noble Securities S.A., potencjalnych Klientów Noble Securities S.A., pracowników Noble Securities S.A., użytkowników strony internetowej Noble Securities S.A. www.noblesecurities.pl,
- będzie udostępniany nieodpłatnie powyższym adresatom w drodze elektronicznej lub drodze indywidualnych spotkań lub poprzez umieszczenie go na stronie internetowej www.noblesecurities.pl, a ponadto Noble Securities S.A. nie wyklucza również przekazania do publicznej wiadomości za pośrednictwem mediów części, skrótu lub całości Aktualizacji w tym samym terminie co umieszczenie na stronie internetowej www.noblesecurities.pl lub w późniejszym terminie,
- jest przeznaczony do rozpowszechniania wyłącznie na terenie Rzeczypospolitej Polskiej, a nie jest przeznaczony do rozpowszechniania lub przekazywania, bezpośrednio ani pośrednio, na terenie Stanów Zjednoczonych Ameryki, Kanady, Japonii lub Australii, ani obszaru żadnej innej jurysdykcji, gdzie rozpowszechnianie takie stanowiłoby naruszenie odpowiednich przepisów danej jurysdykcji lub wymagało zarejestrowania w tej jurysdykcji,
- nie zawiera wszystkich informacji o Emitencie i nie umożliwia pełnej oceny Emitenta, w szczególności w zakresie sytuacji finansowej Emitenta, ponieważ do Aktualizacji zostały wybrane tylko niektóre dane dotyczące Emitenta,
- ma wyłącznie charakter informacyjny, więc nie jest możliwa kompleksowa ocena Emitenta na podstawie Aktualizacji.

Na zasadach określonych w § 14 Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. Nr 206, poz. 1715), część opisowa przygotowywanej Aktualizacji została udostępniona Emitentowi w celu weryfikacji faktów prezentowanych w części opisowej Aktualizacji i po tej weryfikacji odpowiednio zmieniona. W pozostałym zakresie Aktualizacja nie została ujawniona Emitentowi.

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 Aktualizacji nie mogą zrezygnować z przeprowadzenia niezależnej oceny i uwzględnienia innych okoliczności niż wskazywane przez autora (autorów) Aktualizacji czy przez Noble Securities S.A.

UWAGI KOŃCOWE

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

Rozpowszechnianie lub powielanie Aktualizacji (w całości lub w jakiegokolwiek części) bez pisemnej zgody Noble Securities S.A. jest zabronione.

Noble Securities S.A. podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

Ostatnio wydane rekomendacje dotyczące Kruk S.A.

Rekomendacja	Trzymaj
Data wydania	07.03.2013
Kurs z dnia rekomendacji	54,80 zł
Cena docelowa	57,7 zł
WIG w dniu rekomendacji	46745,26

P.R.E.S.C.O. GROUP S.A.

P.R.E.S.C.O. może zaliczyć rok 2012 do udanych. Spółka w większości zrealizowała zaktualizowaną w listopadzie prognozę (przychody 90,8 mln zł odchyliły się +1,4% od prognozy, a zysk netto 22,1 mln zł odchylił się -4,8%). W całym roku nabyła pakiety za łączną cenę 77,8 mln zł (+74% r/r). Spółka konsekwentnie realizuje strategię wzrostu udziału w rynku zakupów detalicznych wierzytelności bankowych (z 4,2% w 2011 do 5,2% w 2012). W 2013 r. spodziewamy się dalszego wzrostu przychodów (+9%) oraz EBITDAA (+18%) oraz przejściowego spadku zysku netto (-10%), spowodowanego znaczącym wzrostem amortyzacji pakietów. Wpływ tego zjawiska powinien się zmniejszyć w 2014 r, dla którego spodziewamy się wzrostu wyniku netto. Aktualna wycena implikująca wskaźniki P/E na 2013 oraz 2014 r. odpowiednio 9,2 i 7,2 oraz P/BV 1,4 i 1,2 jest bliższa wartości godziwej niż była przed wydaniem poprzedniej rekomendacji, jednak cały czas postrzegamy ją jako atrakcyjną biorąc pod uwagę inne spółki z branży. Podtrzymujemy dla akcji P.R.E.S.C.O. rekomendację KUPUJ z obniżoną ceną docelową 12,0 zł (poprzednio 13,02 zł).

W drugiej połowie roku Spółka spodziewa się zwiększonej podaży pakietów (szczególnie ze strony banków) oraz zmniejszenia konkurencji i w konsekwencji spadku cen pakietów. P.R.E.S.C.O. zamierza wówczas zwiększyć zakupy a w związku z tym, w pierwszej części roku, będą one prawdopodobnie mocno ograniczone. W przypadku większych zakupów niewykluczone jest ich sfinansowanie poprzez emisję nowych obligacji. Spółka ocenia, że w br. nakłady na nowe portfele prawdopodobnie będą podobne jak w roku ubiegłym (ok. 80 mln zł). Dalej największy udział w zakupach powinny mieć detaliczne pakiety bankowe. Spółka spodziewa się, że cały rynek wierzytelności konsumenckich w tym roku może wzrosnąć o ok. 20% za sprawą problemów dłużników z terminowym regulowaniem swoich zobowiązań (w związku ze słabą sytuacją makroekonomiczną) oraz możliwym zwiększeniem podaży pakietów ze strony m.in. SKOK-ów i banków spółdzielczych.

P.R.E.S.C.O. zapowiedziało opublikowanie długookresowej strategii rozwoju, której szczegóły mają zostać zaprezentowane jeszcze w I półroczu 2013 r. Prawdopodobnymi istotnymi elementami tej strategii będzie ekspansja zagraniczna oraz, co mniej prawdopodobne, przejścia na polskim rynku. Z racji niskiego poziomu zadłużenia Spółka posiada w naszej ocenie duży potencjał gwałtownego rozwoju w przypadku zlokalizowania atrakcyjnych znaczących inwestycji.

Spółka na początku br. zadeklarowała chęć wejścia na rynki zagraniczne. Aktualnie rozważa wejście do jednego z trzech analizowanych krajów, tzn. Rosji, Turcji lub na Ukrainie. Wejście na nowy rynek prawdopodobnie będzie miało miejsce w drugiej połowie roku. Nie należy spodziewać się jednak bardzo dużych nakładów na pakiety na początku obecności na zagranicznych rynkach. Spółka na początku będzie chciała zdobyć doświadczenie na mniejszych pakietach (ograniczając ryzyko), także większych nakładów na pakiety poza Polską można w naszej opinii spodziewać się najwcześniej w 2014 r.

Spółka zasygnalizowała możliwość przejęcia którejś z mniejszych spółek, które mogą mieć problemy z obsługą zapadającego długu, zaciągniętego na zakupy pakietów 2-3 lata temu. Na chwilę obecną Spółka nie przedstawiła jeszcze żadnych konkretnych planów w tym zakresie.

Kolejnym pomysłem na rozwój Spółki jest utworzenie na początku br. spółki „Debet Partner”, która działać będzie w obszarze consumer finance związanym z udzielaniem pożyczek.

Obniżenie ceny docelowej wynika głównie z obniżenia założonych nakładów na pakiety w br. oraz zmiany ich rozkładu w trakcie roku, tzn. zdecydowaną większość zakupów założono w drugiej połowie roku, co jest zgodne ze strategią Spółki. Dodatkowo zmianie uległy szacunki amortyzacji, efektem czego jest wzrost prognozowanego zysku netto w br.

Z racji wysokiego udziału odzysków z windykacji sądowo-komorniczej w całości spłat P.R.E.S.C.O., na szybkość i skuteczność windykacji wpływ mogą mieć aktualnie procesowane przez Parlament zmiany w funkcjonowaniu e-Sądów.

Wartość akcji P.R.E.S.C.O. oszacowaliśmy na podstawie wyceny metodami: DCF (10,3 zł), zdyskontowanych zysków rezydualnych (11,0 zł) oraz porównawczą (11,6 zł), co po zważeniu powyższych wycen dało 9-miesięczną cenę docelową równą 12,0 zł.

tys. zł	2011	2012	2013P	2014P	2015P
Przychody ze sprzedaży	41 112	90 812	98 869	129 233	144 184
EBITDAA ¹	7 432	48 958	57 564	85 927	96 891
EBIT	16 485	28 822	25 352	34 718	37 196
Zysk netto	14 707	22 085	19 899	25 470	26 526
ROE (%)	20,5%	22,5%	16,9%	18,4%	16,9%
P/E (x)	12,5	8,3	9,2	7,2	6,9
P/BV (x)	2,1	1,7	1,4	1,2	1,1

¹ EBITDA skorygowana o zmianę wartości godziwej portfeli;

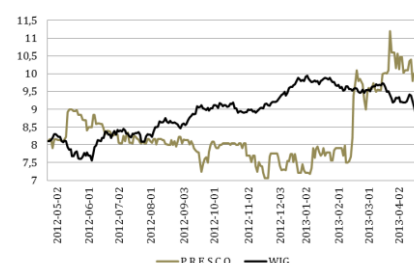
Źródło: Spółka, Noble Securities

**NOBLE
SECURITIES**
DOM MAKLECKI

KUPUJ

(Aktualizacja)

Cena bieżąca	9,3 zł
Cena docelowa (9M)	12,0 zł
Potencjał wzrostu	29%
Kapitalizacja	183,8 mln zł
Free float	13,4%
Śr. wolumen 6M	2 620 akcji

**PROFIL SPÓŁKI**

Spółka od 1998 r. zajmuje się usługami windykacyjnymi. Od 2008 r. windykuje wyłącznie pakiety zakupione na rachunek własny. Od 2011 r. znacząco zwiększyła skalę swojej działalności kupując pakiety za łączną cenę ponad 120 mln zł.

STRUKTURA AKCJONARIATU

Andrzejewski Investments	40,7%
Piwoński Investments	40,6%
Legg Mason	5,3%

WAŻNE DATY

Raport za IQ 2013 r.	15.05.13
Raport za IH 2013 r.	02.09.13

Jarosław Sojka

Analityk

jaroslaw.sojka@noblesecurities.pl

+48 22 244 13 03

OBJAŚNIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ
W TEGO TYPU RAPORTACH, OPRACOWANIACH I REKOMENDACJACH
PRZEKAZYWANYCH PRZEZ NOBLE SECURITIES S.A.

BV – wartość księgowa
EV – wycena rynkowa spółki powiększona o wartość długu odsetkowego netto
EBIT – zysk operacyjny
NOPAT – zysk operacyjny pomniejszony o hipotetyczny podatek od tego zysku
EBITDA – zysk operacyjny powiększony o amortyzację
EBITDAA – EBITDA skorygowana o zmianę wartości godziwej portfeli
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
CAGR – jest to średni wskaźnik rocznego wzrostu w badanym okresie, przy założeniu, że roczne wzrosty są dodawane do wartości bazy następnego okresu.
SG&A – suma kosztów ogólnego zarządu i sprzedaży

PODSTAWOWE ZASADY WYDAWANIA RAPORTÓW ANALITYCZNYCH

Niniejsza aktualizacja do raportu analitycznego, zwana dalej „Aktualizacją”, wyraża wyłącznie wiedzę oraz poglądy autora (autorów) Aktualizacji, według stanu na dzień jego sporządzenia.

Podstawą do opracowania Aktualizacji były wszelkie publicznie dostępne informacje znane jego autorowi (autorom) na dzień sporządzenia Raportu, w szczególności informacje przekazane przez Emitenta w raportach bieżących i okresowych sporządzanych w ramach wykonywania obowiązków informacyjnych.

Przedstawione w Aktualizacji prognozy oraz elementy ocenne, jak również zalecenia i sugestie zachowań inwestycyjnych, oparte są wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez autora (autorów) Aktualizacji, bez uzgodnień z Emitentem ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. Noble Securities S.A. ani autor (autorzy) Aktualizacji nie udzielają żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się.

Aktualizacja jest aktualizacją rekomendacji wskazanej w tabeli poniżej.

Używane przez Noble Securities S.A. oznaczenia kierunku rekomendacji wyznaczane są oczekiwaną przez autora (autorów) Raportu stopą 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 STOSOWANE PRZEZ NOBLE SECURITIES S.A. W TEGO TYPU RAPORTACH, OPRACOWANIACH I REKOMENDACJACH

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 zdyskontowanych zysków rezydualnych – pozwala wskazać przedsiębiorstwa, które wykazują zyski księgowe, ale nie zarabiają wystarczająco dużo, aby pokryć koszt alternatywny zaangażowania kapitału dla właścicieli. Kluczową wadą tej metody jest oparcie analizy o dane księgowe, a nie gotówkowe.

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 MOGĘBY WPŁYNAĆ NA OBIEKTYWIZM RAPORTU ANALITYCZNEGO

Autor (autorzy) Raportu nie jest (nie są) stroną jakiegokolwiek umowy zawartej z Emitentem i nie otrzymuje (nie otrzymują) wynagrodzenia od Emitenta.

Wynagrodzenie przysługujące autorowi (autorom) Aktualizacji z tytułu jego sporządzenia od Noble Securities S.A. nie jest uzależnione od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej, dotyczących instrumentów finansowych Emitenta, dokonywanych przez Noble Securities S.A. lub podmioty z nią powiązane. Nie można wykluczyć, że wynagrodzenie, które może przysługiwać w przyszłości autorowi (autorom) Aktualizacji od Noble Securities S.A. z innego tytułu, może być w sposób pośredni uzależnione od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej, dotyczących instrumentów finansowych Emitenta, dokonywanych przez Noble Securities S.A. lub podmioty z nią powiązane.

Ponadto Noble Securities S.A. informuje, że:

- Emitent nie jest akcjonariuszem Noble Securities SA,
- autor (autorzy) Aktualizacji nie posiada (nie posiadają) 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 S.A., jego akcjonariusze, podmioty powiązane z akcjonariuszami Noble Securities S.A., członkowie władz lub inne osoby zatrudnione przez Noble Securities S.A. posiadają, mogą zamierzać zbywać lub nabywać papiery wartościowe Emitenta lub instrumenty finansowe powiązane bezpośrednio z papierami wartościowymi Emitenta (emitentów) działającego (działających) w branży, w której działa Emitent,
- w okresie 12 miesięcy poprzedzających wydanie Aktualizacji Noble Securities S.A. wykonywał czynności dotyczące oferowania obligacji Emitenta oraz prowadzenia ewidencji obligacji, jak również wykonywał czynności sponsora,
- Noble Securities S.A., działając jako firma inwestycyjna, pośredniczy w obrocie instrumentami finansowymi wyemitowanymi przez Emitenta z czym może wiązać się konflikt interesów w postaci istotnego interesu finansowego.
- Noble Securities S.A. nie wykonuje czynności dotyczących instrumentów finansowych Emitenta w zakresie nabywania lub zbywania instrumentów finansowych na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe,
- ani autor (autorzy) Aktualizacji ani osoby blisko z nimi (nimi) związane, o których mowa w art. 160 ust. 2 pkt 1 – 3 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (tekst jednolity: Dz. U. z 2010 r., Nr 183, poz. 1538 z późn. zm.), nie pełnią funkcji w organach podmiotu będącego Emitentem, ani nie zajmują stanowiska kierowniczego w tym podmiocie,
- Noble Securities S.A. pełni funkcję animatora rynku dla obligacji wyemitowanych przez Emitenta i notowanych w alternatywnym systemie obrotu na rynku Catalyst,

- ani autor (autorzy) Aktualizacji ani Noble Securities S.A. lub podmioty z nią powiązane nie pozostają stroną umowy z Emitentem, dotyczącej sporządzenia Aktualizacji.

Jest możliwe, że Noble Securities S.A. ma lub będzie miał zamiar złożenia oferty świadczenia usług na rzecz Emitenta albo podmiotów wymienionych w Aktualizacji.

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

POZOSTAŁE INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

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

Rekomendujący zapewnia (zapewniają), że Aktualizacja została przygotowana z należytą starannością i rzetelnością w oparciu o ogólnodostępne fakty i informacje uznane przez autora (autorów) Aktualizacji za wiarygodne, rzetelne i obiektywne, jednak Noble Securities S.A. ani autor (autorzy) Aktualizacji nie gwarantują, że są one w pełni dokładne i kompletne, w szczególności w przypadku gdyby informacje, na których oparto się przy sporządzaniu Aktualizacji okazały się niedokładne, niekompletne lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Noble Securities S.A. ani autor (autorzy) Aktualizacji nie ponoszą odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie Aktualizacji, ani za działania i szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie Aktualizacji i informacji w nim zawartych. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte w oparciu o treść Aktualizacji ponoszą wyłącznie inwestorzy.

Aktualizacja 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 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (tekst jednolity: Dz. U. z 2009 r. Nr 185, poz. 1439 z późn. zm.),
- zaproszenia do subskrypcji lub zakupu papierów wartościowych Emitenta.

Aktualizacja

- jest adresowana do inwestorów instytucjonalnych, Klientów Noble Securities S.A., potencjalnych Klientów Noble Securities S.A., pracowników Noble Securities S.A., użytkowników strony internetowej Noble Securities S.A. www.noblesecurities.pl,
- będzie udostępniany nieodpłatnie powyższym adresatom w drodze elektronicznej lub drodze indywidualnych spotkań lub poprzez umieszczenie go na stronie internetowej www.noblesecurities.pl, a ponadto Noble Securities S.A. nie wyklucza również przekazania do publicznej wiadomości za pośrednictwem mediów części, skrótu lub całości Aktualizacji w tym samym terminie co umieszczenie na stronie internetowej www.noblesecurities.pl lub w późniejszym terminie,
- jest przeznaczony do rozpowszechniania wyłącznie na terenie Rzeczypospolitej Polskiej, a nie jest przeznaczony do rozpowszechniania lub przekazywania, bezpośrednio ani pośrednio, na terenie Stanów Zjednoczonych Ameryki, Kanady, Japonii lub Australii, ani obszaru żadnej innej jurysdykcji, gdzie rozpowszechnianie takie stanowiłoby naruszenie odpowiednich przepisów danej jurysdykcji lub wymagało zarejestrowania w tej jurysdykcji,
- nie zawiera wszystkich informacji o Emitencie i nie umożliwia pełnej oceny Emitenta, w szczególności w zakresie sytuacji finansowej Emitenta, ponieważ do Aktualizacji zostały wybrane tylko niektóre dane dotyczące Emitenta,
- ma wyłącznie charakter informacyjny, więc nie jest możliwa kompleksowa ocena Emitenta na podstawie Aktualizacji.

Na zasadach określonych w § 14 Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. Nr 206, poz. 1715), część opisowa przygotowywanej Aktualizacji została udostępniona Emitentowi w celu weryfikacji faktów prezentowanych w części opisowej Aktualizacji i po tej weryfikacji odpowiednio zmieniona. W pozostałym zakresie Aktualizacja nie została ujawniona Emitentowi.

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 Aktualizacji nie mogą zrezygnować z przeprowadzenia niezależnej oceny i uwzględnienia innych okoliczności niż wskazywane przez autora (autorów) Aktualizacji czy przez Noble Securities S.A.

UWAGI KOŃCOWE

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

Rozpowszechnianie lub powielanie Aktualizacji (w całości lub w jakiegokolwiek części) bez pisemnej zgody Noble Securities S.A. jest zabronione.

Noble Securities S.A. podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

Ostatnio wydane rekomendacje dotyczące P.R.E.S.C.O. Group	
Rekomendacja	Kupuj
Data wydania	07.02.2013
Kurs z dnia rekomendacji	7,70 zł
Cena docelowa	13,02 zł
WIG w dniu rekomendacji	46329,66

KREDYT INKASO S.A.

NOBLE
SECURITIES
 DOM MAKLERSKI

Wyniki III kwartału oceniamy neutralnie. Względem ubiegłych kwartałów sploty w portfelu wierzytelności wzrosły w umiarkowanym tempie, a towarzyszący temu wzrost kosztów operacyjnych oraz ciągle wysokie saldo kosztów finansowych sprawiły, że osiągnięty zysk brutto (3,5 mln zł) nie zachwycił. Dopiero w przyszłym roku obrotowym dokonane inwestycje w portfele bankowe przełożą się znacząco na wyniki. Dodatkowo pozytywny efekt dźwigni finansowej pozwoli na wypracowanie 24,7 mln zł zysku netto. Tym samym, oceniamy że ostatnia przecena na akcjach Spółki stanowi okazję do inwestycji i wydajemy rekomendację Kupuj.

W obecnym roku obrotowym Spółka skoncentrowała się na obsłudze portfeli bankowych nabytych na przełomie 2011 i 2012 roku. Zwiokrotnienie wartości obsługiwanych portfeli spowodował spadek efektywności obsługi. Z tego względu zdecydowano się rozbudować Contact Center w Zamościu. Przychody Grupy za minione 3 kwartały b.r. okazały się poniżej oczekiwań rynkowych. Wynikało to również z tego, że nabyte portfele bankowe cechowały się dłuższym okresem nominalnego zwrotu oraz bardziej spłaszczonymi krzywymi.

Według naszych szacunków łączna wartość nakładów na portfele wierzytelności w tym roku obrotowym nie przekroczy skromnych 17 mln zł. Zakładamy, że w 2013/14 roku Spółka powróci do znaczących kwotowo inwestycji. Zarząd celuje w duże portfele wierzytelności bankowych. Powoduje to, że skala inwestycji w poszczególnych kwartałach może znacząco fluktuować. Brak możliwości lub opóźnienie w dokonaniu atrakcyjnych (na obecnym rynku) inwestycji uważamy za znaczący czynnik ryzyka. W tym kontekście szansę stanowi zapoczątkowana ekspansja na Bałkanach. W naszych prognozach przyjmujemy średnioroczny poziom inwestycji w najbliższych dwóch latach na 71,5 mln zł. Nabycie dużego portfela bankowego może jednak spowodować, że przekroczy on znacznie 100 mln zł.

Oczekujemy, że w bieżącym roku obrotowym Spółka wypracuje 110 mln zł przychodów i 12,2 mln zł zysku netto. Przyszły rok obrotowy przyniesie wzrost przychodów do 143,2 (+30%), za sprawą wzrostu wpływów z portfeli PKO BP i GNB. Dynamika wzrostu zysku operacyjnego będzie jednak niższa i wyniesie 24%, co wynikać będzie z: i) wzrostu wskaźnika kosztu nabycia wierzytelności (niegotówkowej amortyzacji nabytych portfeli) oraz ii) wzrostu bazy kosztowej związanej ze zwiększeniem zatrudnienia związanego z rozbudową Contact Center oraz ekspansją zagraniczną. Pozytywny efekt dźwigni finansowej i spadek stóp WIBOR pozwolą na podwojenie zysku netto r/r do 24,7 mln zł.

Spółka jest obecnie wyceniana przez rynek poniżej cen emisyjnych z 2007 r. (12 zł) i z lat 2010/2011 (12,5 zł), które rynek postrzegał jako poziom wsparcia. Łączna wartość środków pozyskanych z emisji pomniejszona o dywidendy gotówkowe wynosi 94 mln zł i stanowi 62% obecnej kapitalizacji. Ostatecznie Kredyt Inkaso wyceniane jest na wskaźniku P/E 6,2 dla przyszłego roku. W efekcie uważamy, że dyskonto wynikające z wysokiego zadłużenia (choć uzasadnione), jest na tle wycen konkurentów zbyt wysokie.

Oszacowana przez nas historyczna krzywa odzysków wypada gorzej od najbliższych konkurentów. W dużej mierze jest to jednak efekt wysokich zakupów portfeli telekomunikacyjnych po IPO w 2007 r., kiedy to ceny oscylowały wokół 20% wartości nominalnej (lokalny szczyt). IRR jakie prognozujemy na portfelach bankowych należy uznać za mało atrakcyjne. Niemniej jednak pozwalają one na realizację ROE (tj. z uwzględnieniem kosztów stałych i finansowania) nie niższego niż poziom kosztu kapitału własnego. Zakładana przez nas normalizacja rynku może wiązać się z niewielkim wzrostem IRR na pakietach nabytych w kolejnych kwartałach vs. nabyte portfele wierzytelności bankowych.

Niezmiennie istotnymi czynnikami ryzyka, tak jak dla całej branży, są potencjalne zmiany regulacyjne, takie jak zmiany bądź ograniczenia działalności e-Sądów, zmiany regulacji podatkowych lub brak konieczności podniesienia zarzutu przedawnienia przez dłużnika.

Wartość akcji Kredyt Inkaso oszacowaliśmy na podstawie wyceny metodami: DCF (16,59 zł), zdyskontowanych zysków rezydualnych (15,35 zł) oraz porównawczą (17,86 zł), co po zważeniu powyższych wycen dało 9-miesięczną cenę docelową równą 18,48 zł.

mln zł	2010/11	2011/12	2012/13P	2013/14P	2014/15P
Przychody ze sprzedaży	41 020	63 437	110 074	143 232	166 400
EBITDAA ¹	28 015	47 088	82 425	111 834	134 236
EBIT	14 331	30 340	40 790	50 444	60 893
Zysk netto	8 336	18 726	12 268	24 735	35 568
ROE (%)	14,23%	16,63%	8,25%	14,90%	18,48%
P/E (x)	13,1	8,2	12,6	6,2	4,3
P/BV ² (x)	1,3	1,1	1,0	0,9	0,7

¹ EBITDA skorygowana o koszt nabycia wierzytelności; ² kapitalizacja/skorygowane kapitały własne

Źródło: Spółka, Noble Securities

KUPUJ

(poprzednio Kupuj z dnia 22.12.2010)

Cena bieżąca	11,91 zł
Cena docelowa (9M)	18,48 zł
Potencjał wzrostu	55%
Kapitalizacja	154 mln zł
Free float	43,6%
Śr. wolumen 6M	17 500 akcji



PROFIL SPÓŁKI

Kredyt Inkaso zajmuje się nabywaniem pakietów wierzytelności i windykacją na rachunek własny. W 2011/12 roku znacząco zwiększyła skalę swojej działalności kupując pakiety za łączną cenę ok. 265 mln zł.

STRUKTURA AKCJONARIATU

Agnieszka Buchajaska	23,39%
Generali OFE	12,34%
Dekra Holding Ltd	7,24%
Pioneer PIM	7,09%
Aviva Investors	6,20%
Akcje własne	0,16%

WAŻNE DATY

Raport za 2012/13 r.	11.06.13
----------------------	----------

Rafał Koziół

Analityk, Makler p.w.

rafal.kozioł@noblesecurities.pl

+48 22 244 13 03

OBJAŚNIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ
W TEGO TYPU RAPORTACH, OPRAWOWANIACH I REKOMENDACJACH
PRZEKAZYWANYCH PRZEZ NOBLE SECURITIES S.A.

BV – wartość księgowa
EV – wycena rynkowa spółki powiększona o wartość długu odsetkowego netto
EBIT – zysk operacyjny
NOPAT – zysk operacyjny pomniejszony o hipotetyczny podatek od tego zysku
EBITDA – zysk operacyjny powiększony o amortyzację
EBITDAA – EBITDA skorygowana o koszt nabycia wierzytelności
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
CAGR – jest to średni wskaźnik rocznego wzrostu w badanym okresie, przy założeniu, że roczne wzrosty są dodawane do wartości bazy następnego okresu.
SG&A – suma kosztów ogólnego zarządu i sprzedaży

PODSTAWOWE ZASADY WYDAWANIA RAPORTÓW ANALITYCZNYCH

Niniejszy raport analityczny, zwany dalej „Raportem”, wyraża wyłącznie wiedzę oraz poglądy autora (autorów) Raportu, według stanu na dzień jego sporządzenia.

Podstawą do opracowania Raportu były wszelkie publicznie dostępne informacje znane jego autorowi (autorom) na dzień sporządzenia Raportu, w szczególności informacje przekazane przez Emitenta w raportach bieżących i okresowych sporządzanych w ramach wykonywania obowiązków informacyjnych.

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

Noble Securities S.A. ani autor (autorzy) Raportu nie udzielają żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się.

Raport ma charakter jednorazowy, ale możliwa jest jego aktualizacja w ciągu najbliższych 6 miesięcy.

Używane przez Noble Securities S.A. oznaczenia kierunku rekomendacji wyznaczane są oczekiwaną przez autora (autorów) Raportu stopą zwrotu z inwestycji:

- **KUPIJ** – 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 STOSOWANE PRZEZ NOBLE SECURITIES S.A. W TEGO TYPU RAPORTACH, OPRAWOWANIACH I REKOMENDACJACH

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 zdyskontowanych zysków rezydualnych – pozwala wskazać przedsiębiorstwa, które wykazują zyski księgowe, ale nie zarabiają wystarczająco dużo, aby pokryć koszt alternatywny zaangażowania kapitału dla właścicieli. Kluczową wadą tej metody jest oparcie analizy o dane księgowe, a nie gotówkowe.

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 MOGĘBY WPŁYNAĆ NA OBIEKTYWIZM RAPORTU ANALITYCZNEGO

Autor (autorzy) Raportu nie jest (nie są) stroną jakiegokolwiek umowy zawartej z Emitentem i nie otrzymuje (nie otrzymują) wynagrodzenia od Emitenta.

Wynagrodzenie przysługujące autorowi (autorom) Raportu z tytułu jego sporządzenia od Noble Securities S.A. nie jest uzależnione od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej, dotyczących instrumentów finansowych Emitenta, dokonywanych przez Noble Securities S.A. lub podmioty z nią powiązane. Nie można wykluczyć, że wynagrodzenie, które może przysługiwać w przyszłości autorowi (autorom) Raportu od Noble Securities S.A. z innego tytułu, może być w sposób pośredni uzależnione od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej, dotyczących instrumentów finansowych Emitenta, dokonywanych przez Noble Securities S.A. lub podmioty z nią powiązane.

Ponadto Noble Securities S.A. informuje, że:

- Emitent nie jest akcjonariuszem Noble Securities SA,
- autor (autorzy) Raportu nie posiada (nie posiadają) 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 S.A., jego akcjonariusze, podmioty powiązane z akcjonariuszami Noble Securities S.A., członkowie władz lub inne osoby zatrudnione przez Noble Securities S.A. 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,
- w okresie 12 miesięcy poprzedzających wydanie Raportu Noble Securities S.A. wykonywał czynności dotyczące oferowania obligacji Emitenta oraz prowadzenia ewidencji obligacji, jak również wykonywał czynności sponsora,
- Noble Securities S.A. nie wykonuje czynności dotyczących instrumentów finansowych Emitenta w zakresie nabywania lub zbywania instrumentów finansowych na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe,
- ani autor (autorzy) Raportu ani osoby blisko z nimi (nimi) związane, o których mowa w art. 160 ust. 2 pkt 1 – 3 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (tekst jednolity: Dz. U. z 2010 r., Nr 183, poz. 1538 z późn. zm.), nie pełnią funkcji w organach podmiotu będącego Emitentem, ani nie zajmują stanowiska kierowniczego w tym podmiocie,
- Noble Securities S.A. pełni funkcję animatora rynku dla obligacji wyemitowanych przez Emitenta i notowanych w alternatywnym systemie obrotu na rynku Catalyst,
- ani autor (autorzy) Raportu ani Noble Securities S.A. lub podmioty z nią powiązane nie pozostają stroną umowy z Emitentem, dotyczącej sporządzenia Raportu,

- jest możliwe, że spółki z Grupy Kapitałowej Noble Securities S.A. pozostają stroną umowy z Emitentem.

Jest możliwe, że Noble Securities S.A. ma lub będzie miał zamiar złożenia oferty świadczenia usług na rzecz Emitenta albo podmiotów wymienionych w Raporcie.

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

POZOSTAŁE INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

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

Rekomendujący zapewnia (zapewniają), że Raport został przygotowany z należytą starannością i rzetelnością w oparciu o ogólnodostępne fakty i informacje uznane przez autora (autorów) Raportu za wiarygodne, rzetelne i obiektywne, jednak Noble Securities S.A. ani autor (autorzy) Raportu 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 S.A. ani autor (autorzy) Raportu nie ponoszą odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie Raportu, ani za działania i szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie Raportu i informacji w nim zawartych. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte w oparciu o treść Raportu ponoszą wyłącznie inwestorzy.

Raport ani żaden z jego 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 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (tekst jednolity: Dz. U. z 2009 r. Nr 185, poz. 1439 z późn. zm.),
- zaproszenia do subskrypcji lub zakupu papierów wartościowych Emitenta.

Raport:

- jest adresowany do inwestorów instytucjonalnych, Klientów Noble Securities S.A., potencjalnych Klientów Noble Securities S.A., pracowników Noble Securities S.A., użytkowników strony internetowej Noble Securities S.A. www.noblesecurities.pl, oraz użytkowników strony internetowej Emitenta www.kredytinkaso.pl,
- będzie udostępniany nieodpłatnie powyższym adresatom w drodze elektronicznej lub drodze indywidualnych spotkań lub poprzez umieszczenie go na stronie internetowej www.noblesecurities.pl (w całości, części lub w skróconej wersji), a ponadto Noble Securities S.A. nie wyklucza również przekazania do publicznej wiadomości za pośrednictwem mediów części, skrótu lub całości Raportu w tym samym terminie co umieszczenie na stronie internetowej www.noblesecurities.pl lub w późniejszym terminie,
- jest przeznaczony do rozpowszechniania wyłącznie na terenie Rzeczypospolitej Polskiej, a nie jest przeznaczony do rozpowszechniania lub przekazywania, bezpośrednio ani pośrednio, na terenie Stanów Zjednoczonych Ameryki, Kanady, Japonii lub Australii, ani obszaru żadnej innej jurysdykcji, gdzie rozpowszechnianie takie stanowiłoby naruszenie odpowiednich przepisów danej jurysdykcji lub wymagało zarejestrowania w tej jurysdykcji,
- nie zawiera wszystkich informacji o Emitencie i nie umożliwia pełnej oceny Emitenta, w szczególności w zakresie sytuacji finansowej Emitenta, ponieważ do Raportu zostały wybrane tylko niektóre dane dotyczące Emitenta,
- ma wyłącznie charakter informacyjny, więc nie jest możliwa kompleksowa ocena Emitenta na podstawie Raportu.

Na zasadach określonych w § 14 Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. Nr 206, poz. 1715), część opisowa przygotowywanego Raportu została udostępniona Emitentowi w celu weryfikacji faktów prezentowanych w części opisowej Raportu i po tej weryfikacji odpowiednio zmieniona. W pozostałym zakresie Raport nie został ujawniony Emitentowi.

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 Raportu nie mogą zrezygnować z przeprowadzenia niezależnej oceny i uwzględnienia innych okoliczności niż wskazywane przez autora (autorów) Raportu czy przez Noble Securities S.A.

UWAGI KOŃCOWE

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

Rozpowszechnianie lub powielanie Raportu (w całości lub w jakiegokolwiek części) bez pisemnej zgody Noble Securities S.A. jest zabronione.

Nadzór nad Noble Securities S.A. w zakresie prowadzonej działalności maklerskiej sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Poprzednia sporządzona przez Noble Securities rekomendacja dla akcji Kredyt Inkaso S.A. została wydana w dniu 22 grudnia 2010, z zaleceniem Kupuj.

DEPARTAMENT ANALIZ RYNKOWYCH

Marta Dancewicz

marta.dancewicz@noblesecurities.pl

mobile: +48 22 244 13 03

Analitycy:

Rafał Kozioł

rafal.koziol@noblesecurities.pl

mobile: +48 22 244 13 03

spółki przemysłowe, usługowe, dystrybucyjne, windykacyjne

Krzysztof Radojewski, CFA

krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl

mobile: +48 22 244 13 03

spółki przemysłowe, budowlane, detaliczne

Jarosław Sojka

jaroslaw.sojka@noblesecurities.pl

mobile: +48 22 244 13 03

spółki windykacyjne, deweloperzy

