

3 czerwca 2013

Aktualizacja raportu



Finanse

Polska

<b>Cena bieżąca</b>	<b>62,70 PLN</b>
<b>Cena docelowa</b>	<b>73,20 PLN</b>
Kapitalizacja	1 060 mln PLN
Free float	921 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	1,80 mln PLN

#### Struktura akcjonariatu

Piotr Krupa, Prezes	13,10%
Aviva OFE	11,43%
ING PTE	10,86%
Generali OFE	9,10%
Amplico PTE	7,75%
Pozostali członkowie Zarządu	2,31%
Pozostali	45,44%

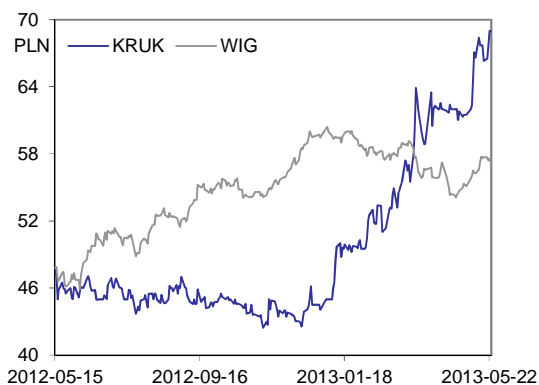
#### Profil spółki

Kruk jest liderem rynku windykacyjnego w Polsce i Rumunii, koncentrującym się na bankowych wierzytelnościach detalicznych. Ponadto, w 4Q 2011 Spółka rozpoczęła działalność operacyjną na rynkach czeskim i słowackim. W Polsce i w Rumunii Spółka prowadzi działalność w dwóch wzajemnie uzupełniających się segmentach: oferując usługi windykacji na zlecenie (tzw. inkaso) oraz nabywając pakiety wierzytelności na własny rachunek.

#### Ważne daty

13.06.13 - Zwyczajne Walne Zgromadzenie  
02.09.13 - publikacja raportu za 1H 2013  
14.11.13 - publikacja raportu za 3Q 2013

#### Kurs akcji Kruka na tle WIG



#### Iza Rokicka

(48 22) 697 47 37  
Iza.Rokicka@dibre.com.pl  
[www.dibre.com.pl](http://www.dibre.com.pl)

# Kruk

KRU PW; KRU.WA

# Kupuj

(Podtrzymana)

## Kontynuacja strategii wzrostu, mimo spowolnienia

Po skorygowaniu w górę naszych prognoz zysku netto o 5-6% na lata 2013-2015, podwyższamy naszą 9-miesięczną cenę docelową dla walorów Kruka o 7% do 73,2 PLN. Ponieważ nasza nowa wycena wskazuje na 17% potencjału wzrostu, podtrzymujemy naszą rekomendację Kupuj. Choć od początku 2013 r. walory Kruka zyskały aż 42%, najwięcej wśród polskich spółek z sektora zarządzania wierzytelnościami, jest to wynik w połowie stawki wśród zagranicznych spółek porównywalnych. Ponieważ obecna kapitalizacja Kruka jest bliższa większym spółkom zagranicznym niż mniejszym lokalnym konkurentom, uważamy, że podmioty zagraniczne w lepszy sposób obrazują profil inwestycyjny Spółki. Przy obecnej cenie rynkowej Kruk nadal jest notowany na atrakcyjnym poziomie wskaźników P/E 11,6x na 2013 i 10,6x na 2014, czyli odpowiednio 24% i 20% poniżej średniej dla zagranicznych spółek porównywalnych. Kolejnym argumentem za stopniowym zawężaniem się tego dyskonta jest brak ryzyka znacznej podaży akcji, po tym jak fundusz Enterprise Investors całkowicie wyszedł z akcjonariatu Spółki. Warto podkreślić również fakt, że Kruk jako jedyna spółka z naszego sektora podmiotów finansowych wyraźnie poprawiła zysk netto w tym roku. Prognozujemy jego 14% wzrost do 92,2 mln PLN względem 12% spadku w przypadku banków i PZU.

#### Wyniki za 1Q'13: po raz drugi z rzędu pozytywne zaskoczenie w inkasie

Kruk zaraportował wyniki za 1Q 2013 z zyskiem netto na poziomie 19,7 mln PLN, +41% R/R (ale -27% Q/Q z powodu zwyczajowej sezonowości), realizując naszą prognozę całoroczną w 21%. Pozytywnie zaskoczyła nas segment inkasa, zarówno po stronie przychodów, jak i kosztów. Z drugiej strony, "niespodziewane" przychody z tytułu inkasa wtórnego Spółka częściowo spożytkowała na przyspieszenie procesu składania spraw do e-sądu oraz rozbudowę windykacji terenowej, co ma przynieść pozytywne efekty po stronie spłat w przyszłych okresach.

#### Podwyższamy nasze prognozy zysku netto o 5-6% na lata 2013-2015

Po tym jak Kruk zaraportował silne wyniki za 1Q 2013, korygujemy w górę nasze prognozy zysku netto o 6% na 2013 do 92,2 mln PLN, o 6% na 2014 do 101,4 mln PLN oraz o 5% na 2015 do 109,8 mln PLN. Względem naszych poprzednich prognoz, podwyższyliśmy przychody w segmencie inkasa oraz obniżyliśmy koszt finansowania w konsekwencji niższego niż wcześniej oczekiwaliśmy poziomu stóp procentowych w Polsce.

#### Podtrzymujemy nasze prognozy skali inwestycji w latach 2013-2015

Podtrzymujemy nasze wcześniejsze oczekiwania co do skali inwestycji w zakup portfeli wierzytelności: 361 mln PLN w 2013 (w 14% zrealizowany w 1Q), 382 mln PLN w 2014 i 406 mln PLN w 2015 oraz nasze założenia co do kształtu krzywych spłat z docelowym IRR na poziomie 32%.

(mln PLN)	2011	2012	2013P	2014P	2015P
Przychody	274,0	343,0	397,5	449,0	495,4
Marża pośrednia	143,7	194,1	212,0	236,7	267,7
Zysk operacyjny	96,0	136,7	145,6	163,6	188,7
Zysk netto	66,2	81,0	92,2	101,4	109,8
ROE (%)	35,9	29,2	25,3	21,9	19,8
EPS (PLN)	4,03	4,80	5,42	5,89	6,30
BVPS (PLN)	14,09	18,79	24,11	29,66	33,84
DPS (PLN)*	0,00	0,00	0,00	1,76	3,13
P/E (x)	15,5	13,1	11,6	10,6	10,0
P/BV (x)	4,45	3,34	2,60	2,11	1,85
Stopa dywidendy (%)*	0,0	0,0	0,0	2,8	5,0

\*dywidenda z zysków za dany rok, wypłacona w roku następnym



Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38  
Dyrektor Zarządzający  
Dyrektor Departamentu Analiz  
[michal.marczak@dibre.com.pl](mailto:michal.marczak@dibre.com.pl)  
Strategia, Telekomunikacja, Surowce, Metale

**Departament Analiz:**

Kamil Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06  
Wicedyrektor  
[kamil.klischcz@dibre.com.pl](mailto:kamil.klischcz@dibre.com.pl)  
Paliwa, Chemia, Energetyka

Iza Rokicka tel. (+48 22) 697 47 37  
[iza.rokicka@dibre.com.pl](mailto:iza.rokicka@dibre.com.pl)  
Banki

Jakub Szkopek tel. (+48 22) 697 47 40  
[jakub.szkopek@dibre.com.pl](mailto:jakub.szkopek@dibre.com.pl)  
Przemysł

Paweł Szpigiel tel. (+48 22) 697 49 64  
[pawel.szpigiel@dibre.com.pl](mailto:pawel.szpigiel@dibre.com.pl)  
Media, IT

Piotr Zybala tel. (+48 22) 697 47 01  
[piotr.zybala@dibre.com.pl](mailto:piotr.zybala@dibre.com.pl)  
Budownictwo, Deweloperzy

**Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:**

Piotr Dudziński tel. (+48 22) 697 48 22  
Dyrektor  
[piotr.dudzinski@dibre.com.pl](mailto:piotr.dudzinski@dibre.com.pl)

Marzena Łempicka-Wilim tel. (+48 22) 697 48 95  
Wicedyrektor  
[marzena.lempicka@dibre.com.pl](mailto:marzena.lempicka@dibre.com.pl)

**Kierownik zagranicznej sprzedaży instytucjonalnej:**

Matthias Falkiewicz tel. (+48 22) 697 48 47  
[matthias.falkiewicz@dibre.com.pl](mailto:matthias.falkiewicz@dibre.com.pl)

**Maklerzy:**

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44  
[michal.jakubowski@dibre.com.pl](mailto:michal.jakubowski@dibre.com.pl)

Tomasz Jakubiec tel. (+48 22) 697 47 31  
[tomasz.jakubiec@dibre.com.pl](mailto:tomasz.jakubiec@dibre.com.pl)

Szymon Kubka tel. (+48 22) 697 48 16  
[szymon.kubka@dibre.com.pl](mailto:szymon.kubka@dibre.com.pl)

Anna Łagowska tel. (+48 22) 697 48 25  
[anna.lagowska@dibre.com.pl](mailto:anna.lagowska@dibre.com.pl)

Paweł Majewski tel. (+48 22) 697 49 68  
[pawel.majewski@dibre.com.pl](mailto:pawel.majewski@dibre.com.pl)

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 47 90  
[adam.prokop@dibre.com.pl](mailto:adam.prokop@dibre.com.pl)

Michał Roźmiej tel. (+48 22) 697 49 85  
[michal.rozmiej@dibre.com.pl](mailto:michal.rozmiej@dibre.com.pl)

Jakub Słotkiewicz tel. (+48 22) 697 48 30  
[jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl](mailto:jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl)

**„Prywatny Makler”**

Jarosław Banasiak tel. (+48 22) 697 48 70  
Dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży  
[jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl)

Dom Inwestycyjny  
BRE Banku S.A.  
ul. Wspólna 47/49  
00-950 Warszawa  
[www.dibre.com.pl](http://www.dibre.com.pl)

**Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**

**EV** - dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)

**EBIT** - Zysk operacyjny

**EBITDA** - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

**BOOK VALUE** - wartość księgową

**WNDB** - wynik na działalności bankowej

**P/CE** - cena do zysku wraz z amortyzacją

**MC/S** - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

**EBIT/EV** - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

**P/E** - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję

**ROE** - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych

**P/BV** - (Cena/Wartość księgową) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

**Dług netto** - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent

**Marża EBITDA** - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

**Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.**

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

**KUPUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

**AKUMULUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%

**TRZYMAJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%

**REDUKUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%

**SPRZEDAJ** - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. DI BRE Banku S.A. nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

DI BRE Banku S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Do rekomendacji wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji. Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

Jest możliwe, że DI BRE Banku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją. DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora emitenta. DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi. DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla emitenta.

DI BRE Banku, jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody DI BRE Banku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .

Nadzór nad działalnością Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w DI BRE Banku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

**Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:**

**DCF** – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu

**Wskaźnikowa** – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

**Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Kruka**

rekomendacja	Kupuj	Trzymaj	Trzymaj	Kupuj
data wydania	2012-12-10	2013-02-06	2013-03-06	2013-03-28
kurs z dnia rekomendacji	43,02	49,60	54,50	58,85
WIG w dniu rekomendacji	45538,45	46674,78	46676,09	45247,90