

## 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 przyśpieszenia 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 wierzycielności 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 wierzycielności detalicznych w Polsce, Spółka spodziewa się utrzymania wielkości całego rynku zbliżonego do roku ubiegłego. Kruk zamierza rozwijać swoją działalność w segmencie wierzycielności 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

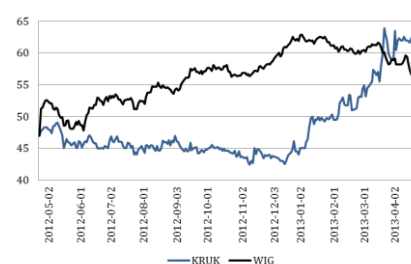
<sup>1</sup> EBITDA skorygowana o zmianę wartości godziwej portfeli;  
Źródło: Spółka, Noble Securities

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 wierzycielności 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

# REKOMENDACJA

**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 kapitałem własnym  
**ROA** – stopa zwrotu z aktywów  
**WACC** – średni ważony koszt kapitału  
**FCFF** – wolne przepływy pieniężne dla właścicieli kapitału własnego i wierzycieli  
**Beta** – współczynnik uwzględniający zależność 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:

- **KUPOJ** – 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 albo papiery wartościowe emitenta (emitentów) 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, 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.

# REKOMENDACJA

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](http://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](http://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](http://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](http://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

## REKOMENDACJA

---

### DEPARTAMENT ANALIZ RYNKOWYCH

Marta Dancewicz

[marta.dancewicz@noblesecurities.pl](mailto:marta.dancewicz@noblesecurities.pl)

mobile: +48 22 244 13 03

#### **Analitycy:**

Rafał Koziół

[rafal.kozioł@noblesecurities.pl](mailto:rafal.kozioł@noblesecurities.pl)

mobile: +48 22 244 13 03

spółki przemysłowe, usługowe, dystrybucyjne, windykacyjne

Krzysztof Radojewski, CFA

[krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl](mailto:krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl)

mobile: +48 22 244 13 03

spółki przemysłowe, budowlane, detaliczne

Jarosław Sojka

[jaroslaw.sojka@noblesecurities.pl](mailto:jaroslaw.sojka@noblesecurities.pl)

mobile: +48 22 244 13 03

spółki windykacyjne, deweloperzy

