

22 czerwca 2011

Raport analityczny**Finanse**

Polska

Cena bieżąca	39,7 PLN
Cena docelowa	53,0 PLN
Kapitalizacja	671 mln PLN
Free float	369 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	5,62 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Polish Enterprise Fund IV, LP	24,8%
Piotr Krupa	15,7%
Pracownicy	4,4%
Pozostali	55,0%

Strategia dotycząca sektora

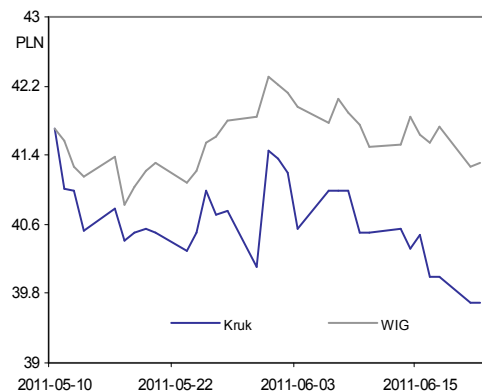
Wartość polskiego rynku windykacyjnego w 2010 sięgnęła 16,6 mld PLN, a rynku rumuńskiego 6,6 mld PLN. Na obydwu rynkach segment inkasa stanowił 69% rynku, a segment zakupu wierzytelności pozostałe 31%. Sądzymy, że rynek zakupu wierzytelności zarówno w Polsce, jak i w Rumunii, wszedł w fazę dynamicznego wzrostu, który zwyczajowo następuje po okresie prężnego przyrostu rynku inkasa.

Profil spółki

Kruk jest liderem rynku windykacyjnego w Polsce i Rumunii, z szacowanym udziałem rynkowym w 2010 odpowiednio na poziomie 23% i 31%, koncentrując się na wierzytelnościach detalicznych. Zarówno w Polsce, jak 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

30.08.11 - publikacja sprawozdania za 1H 2011
14.11.11 - publikacja sprawozdania za 3Q 2011

Kurs akcji Kruk na tle WIG**Iza Rokicka**

(48 22) 697 47 37

Iza.Rokicka@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

Kruk

KRU.WA; KRU.PW

Kupuj

(Nowa)

Zyskowe długi

Kruk jest nie tylko liderem szybko rosnącego rynku windykacyjnego w Polsce i w Rumunii, ale również kreatorem rozwiązań produktowo-proceduralnych dla całej branży. Spółka, koncentrując się na detalicznych wierzytelnościach bankowych, prowadzi działalność w dwóch wzajemnie uzupełniających się segmentach. Doświadczenie i kompetencje zdobyte przez lata obecności w segmencie windykacji na zlecenie (inkaso) są z sukcesem wykorzystywane w działalności inwestycyjnej, czyli przy nabywaniu pakietów wierzytelności na własny rachunek. Na naszej prognozie zysku netto na poziomie 62 mln PLN na 2011 (+71%) oraz 74 mln PLN na 2012 (+19%), Kruk jest notowany na atrakcyjnym wskaźniku P/E 10,6x na 2011 i 9,2x na 2012, czyli odpowiednio 20% i 18% poniżej średniej dla spółek porównywalnych. Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji od Kupuj z ceną docelową na poziomie 53,0 PLN.

Kruk jest liderem szybko rosnącego rynku w Polsce i w Rumunii

Kruk jest liderem rynków windykacyjnych w Polsce i Rumunii, z szacowanymi udziałami w 2010 odpowiednio na poziomie 23% i 31%. Wartość polskiego rynku windykacyjnego sięgnęła 16,6 mld PLN w 2010, wzrastając o 23% średniorocznie na przestrzeni ostatnich trzech lat. Wartość rynku rumuńskiego wzrastała o 55% rocznie pomiędzy 2008 i 2010 osiągając poziom do 6,6 mld PLN.

Spodziewamy się dynamicznego wzrostu rynku zakupu wierzytelności

Uwzględniając średnie ceny nabycia, prognozujemy, że w latach 2010-2012 nastąpi dynamiczny wzrost rynku zakupu wierzytelności, średniorocznie o 59% w Polsce i 51% w Rumunii. Ponieważ wierzytelności trafiają na sprzedaż średnio po dwóch latach od momentu przeterminowania, oczekiwany wzrost jest wynikiem skali przyrostu należności z utratą wartości w latach 2009-2010.

Prognozujemy 32% średnioroczny wzrost zysku w latach 2010-2013

Po trzyletnim okresie wzrostu w średnim tempie 49% rocznie z 16,5 mln PLN w 2008 do 36,1 mln w 2010, stopa wzrostu zysków Kruka w kolejnych trzech latach spowolni jedynie do 32% średniorocznie. Prognozujemy zysk netto na poziomie 61,8 mln PLN w 2011 (+71% R/R), 73,7 mln PLN w 2012 (+19% R/R) i 82,7 mln PLN w 2013 (+12% R/R).

Nasza cena docelowa wskazuje na 34% potencjał wzrostu kursu

Bazując na dwóch metodach wyceny, wycenie porównawczej z wagą 40% oraz wycenie dochodowej z wagą 60%, wyznaczamy 9-miesięczną cenę docelową na walory Kruka na poziomie 53,0 PLN.

(mln PLN)	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Przychody	128,6	164,3	264,3	344,3	426,3
Marża pośrednia	57,0	74,7	127,5	163,0	192,0
Zysk operacyjny	31,7	42,6	82,6	108,6	127,3
Zysk netto	23,4	36,1	61,8	73,7	82,7
ROE (%)	26,5	31,1	33,5	26,9	23,4
EPS (PLN)	1,48	2,34	3,75	4,34	4,80
BVPS (PLN)	6,34	8,62	14,05	18,20	22,76
DPS (PLN)*	0,00	0,00	0,00	0,00	2,15
P/E (x)	26,7	16,9	10,6	9,2	8,3
P/BV (x)	6,26	4,60	2,83	2,18	1,74
Stopa dywidendy (%)*	0,0	0,0	0,0	0,0	5,4

* dywidenda z zysku za dany rok, wypłacona w roku następnym



Spis treści

Podsumowanie inwestycyjne.....	3
Wycena.....	5
Wycena porównawcza.....	5
Wycena dochodowa.....	6
Podsumowanie wyceny.....	7
Profil spółki.....	8
Struktura grupy i opis spółek.....	8
Historia.....	9
Struktura akcjonariatu.....	9
Program opcji menadżerskich.....	10
Działalność.....	11
Model biznesowy.....	11
Czynniki kreujące popyt na specjalistyczne usługi windykacyjne.....	11
Filozofia procesu windykacji.....	12
Modele windykacji.....	13
Metody i narzędzia windykacji.....	17
Strategia rozwoju.....	18
Dalszy rozwój na rynku wierzytelności w Polsce i Rumunii.....	18
Ekspansja zagraniczna na Węgry i do Czech.....	18
Nowe produkty.....	19
Rynek windykacyjny.....	20
Polska.....	20
Rozmiary i struktura rynku.....	20
Rynek inkasa.....	21
Rynek zakupu wierzytelności w wartości nominalnej.....	23
Rynek zakupu wierzytelności w wartości godziwej.....	26
Otoczenie konkurencyjne.....	27
Rumunia.....	28
Rozmiary i struktura rynku.....	28
Rynek inkasa.....	28
Rynek zakupu wierzytelności w wartości nominalnej.....	29
Rynek zakupu wierzytelności w wartości godziwej.....	29
Otoczenie konkurencyjne.....	30
Wyniki 1Q2011.....	31
Prognozy finansowe.....	33
Inkaso – marża pośrednia.....	33
Zakup wierzytelności – marża pośrednia.....	35
Nowe produkty.....	42
Koszty ogólnego zarządu oraz amortyzacja.....	43
Zysk operacyjny.....	43
Finansowanie.....	44
Podatek dochodowy.....	45
Zysk netto.....	46
Kluczowe ryzyka.....	47
Załącznik 1: Bilans i rachunek wyników Kruka.....	49
Załącznik 2: Charakterystyka spółek porównywalnych.....	51
Załącznik 3: Model finansowy Kruka.....	52
Załącznik 4: Schemat szacowania wartości rynku windykacji.....	53
Załącznik 5: Dane i prognozy makroekonomiczne dla wybranych krajów CEE	54
Załącznik 6: Rynek kredytowy w wybranych krajach CEE.....	55



Podsumowanie inwestycyjne

Kruk jest liderem polskiego i rumuńskiego rynku windykacyjnego

Kruk jest liderem rynku windykacyjnego w Polsce i Rumunii, z szacowanym udziałem rynkowym w 2010 na poziomie odpowiednio 23% i 31%. Spółka koncentruje się na bankowych wierzytelnościach detalicznych, które nie tylko stanowią największą część rynku, ale również są najbardziej dynamicznie rosnącym jego fragmentem. Zarówno w Polsce, jak i w Rumunii, Kruk prowadzi działalność w dwóch wzajemnie uzupełniających się segmentach, oferując usługi windykacji na zlecenie (tzw. inkaso) oraz nabywając pakiety wierzytelności na własny rachunek. Spółka rozpoczęła działalność w 1999 roku na rynku inkasa, a od 2002 nabywa również wierzytelności na własny rachunek. W 2010 przychody z zakupu wierzytelności stanowiły 72% ogółu przychodów spółki.

Obecnie Kruk ma ok. 230 klientów z obszaru B2C, w tym współpracuje z 8 z 10 największych polskich banków detalicznych oraz z 5 z 10 największych banków rumuńskich. Na przestrzeni lat 2002-2010 spółka skupiła w sumie ponad 140 portfeli o wartości nominalnej 6,1 mld PLN, wydając 520 mln PLN. W tym okresie Kruk wycenił ponad 800 portfeli stanowiących ok. 99% wszystkich wystawionych na sprzedaż wierzytelności. Od połowy 2008 Kruk, jako pierwsza firma windykacyjna w Polsce, zaczął konsekwentnie, na masową skalę, realizować strategię ugodową. Według szacunków spółki, prawdopodobieństwo uzyskania spłaty deklarowanej w strategii ugodowej wzrasta znacząco w porównaniu do strategii klasycznej, z ok. 40%-50% do ok. 70%-80%. W 2010 aż 57% spłat uzyskanych przez Kruka opartych było o strategię ugodową.

Kompetentny i zmotywowany Zarząd jest jednym z kluczowych czynników sukcesu spółki

Uważamy, że jednym z kluczowych czynników sukcesu Kruka jest jego kompetentny, silnie zmotywowany i nastawiony na wzrost biznesu Zarząd. Zwracamy uwagę na historycznie stabilny skład Zarządu - Prezes Zarządu Piotr Krupa jest jednym z głównych współwłaścicieli spółki, a pozostali Członkowie Zarządu są związani ze spółką od co najmniej siedmiu lat.

Sektor bankowy odpowiada za 70% rynku wierzytelności wartego 16,6 mld PLN w Polsce i 6,6 mld PLN w Rumunii

Wartość polskiego rynku windykacyjnego sięgnęła 16,6 mld PLN w 2010, wzrastając o 23% średniorocznie na przestrzeni ostatnich trzech lat. Wartość rynku rumuńskiego rosła średnio o 55% rocznie od 2008 osiągając wartość 6,6 mld PLN w 2010. Zwracamy uwagę, że wierzytelności sektora bankowego (z czego 79% stanowią kredyty detaliczne) są nie tylko największym segmentem rynku wierzytelności (70% w Polsce w 2009), ale również najszybciej rosnącą częścią rynku - pomiędzy 2006 a 2009 wierzytelności bankowe wzrastały średnio o 30% szybciej niż cały polski rynek.

Spodziewamy się dynamicznego wzrostu rynku zakupu wierzytelności wskutek przyrostu należności przeterminowanych w latach 2009-2010

Sądzimy, że rynki zakupu wierzytelności w Polsce i w Rumunii weszły w fazę dynamicznego wzrostu, który zwyczajowo następuje po okresie prężnego przyrostu rynku inkasa (dominującego w początkowej fazie rozwoju rynku windykacyjnego). Uwzględniając średnie ceny nabycia, prognozujemy, że w latach 2010-2012 nastąpi dynamiczny wzrost rynku zakupu wierzytelności, średniorocznie o 59% w Polsce i 51% w Rumuni. Ponieważ wierzytelności trafiają na sprzedaż średnio po dwóch latach od momentu przeterminowania, oczekiwany wzrost jest wynikiem skali przyrostu niespłaconych należności w latach 2009-2010.

Wykorzystując przewagi konkurencyjne, Kruk umocni pozycję lidera na rynku wierzytelności w Polsce i Rumunii...

Uważamy, że Kruk będzie umacniać swoją pozycję lidera na szybko rosnącym rynku wierzytelności w Polsce i Rumuni bazując na swoich przewagach konkurencyjnych. Zakładamy, że dzięki dostępowi do finansowania oraz umiejętności wyceny pakietów wierzytelności, Kruk zwiększy swój udział w rynku zakupu wierzytelności w Polsce do 25% w 2013 (z 19% w 2010) oraz utrzyma pozycję niekwestionowanego lidera na rynku rumuńskim z udziałem na poziomie 25% w 2013 (względem 65% w 2010). Szacujemy, że dzięki wypracowaniu sprawnego i efektywnego procesu windykacyjnego oraz rozbudowanym relacjom z bankami, spółka obroni swoją pozycję lidera na rynku inkasa w Polsce z udziałem rynkowym na poziomie 24% i zdobędzie 20% rynku inkasa w Rumuni w 2013 (względem 16% w 2010). W konsekwencji prognozujemy, że wartość pakietów wierzytelności nabytych przez Kruka na własny rachunek wzrośnie aż o 105% z 193 mln PLN w 2010 do 395 mln PLN w 2013, a wartość portfeli przyjętych do inkasa wzrośnie o 4% z 3,7 mld PLN w 2010 do 3,9 mld PLN w 2013.



... w czym pomoże również dalsze poszerzenie oferty produktowej

Kruk nieustannie wprowadza innowacyjne rozwiązania do swojej bazy produktowej. W 2Q 2010 spółka zainicjowała produkt „pożyczka Novum” kierowany do osób wykluczonych z bankowego rynku kredytowego, które terminowo spłaciły w całości lub w większości swoje zadłużenie względem Kruka. Uważamy, że w 2013 ta krótkoterminowa, wysokomarżowa pożyczka wygeneruje 10 mln PLN przychodów i 4 mln PLN marży pośredniej. Ponadto, dzięki wejściu w życie w 2010 nowej ustawy o udostępnianiu informacji gospodarczej, Rejestr Dłużników ERIF, który do chwili obecnej był jedynie narzędziem wspierającym efektywność procesu windykacji, będzie w przyszłości również źródłem przychodów. Przewidujemy, że przychody te sięgną 20 mln PLN w 2013, co przełoży się na 6 mln PLN marży pośredniej.

Bazując na korzyściach skali spółka obroni wysoką rentowność...

Jednym z kluczowych czynników stojących za sukcesem Kruka w branży windykacyjnej jest odpowiednio duża skala działalności, która pozwala na efektywną kosztowo masową obsługę dużych pakietów wierzytelności. Oczekujemy, że marża Kruka na poziomie zysku operacyjnego wzrośnie z 26% w 2010 do 30% w 2013. W konsekwencji, oczekiwane 37% średnioroczne tempo wzrostu przychodów w latach 2010-2013 przełoży się na wzrost zysku operacyjnego o 44% rocznie.

... i osiągnie 32% średnioroczne tempo wzrostu zysków w latach 2011-2013

W latach 2008-2010 zyski Kruka zwiększały się w tempie 49% rocznie, rosnąc z 16,5 mln do 36,1 mln PLN. W kolejnych trzech latach przewidujemy 32% średnioroczne tempo wzrostu zysku netto. Prognozujemy zysk netto na poziomie 61,8 mln PLN w 2011 r. (+71% R/R), 73,7 mln PLN w 2012 r. (+19% R/R) i 82,7 mln PLN w 2013 r. (+12% R/R).

Ponadto, Kruk zamierza kontynuować ekspansję zagraniczną

Po czterech latach od wejścia na rynek rumuński, gdzie spółka z sukcesem wdrożyła model biznesowy wypracowany w Polsce, Kruk planuje dalszą ekspansję zagraniczną. W 3Q 2011 spółka zamierza rozpocząć działalność operacyjną na rynku czeskim, a w dalszej kolejności (najprawdopodobniej w 2012) Kruk zamierza wejść na rynek węgierski z zamiarem osiągnięcia pozycji lidera na każdym z rynków (obecnie spółka prowadzi wyłączne negocjacje w celu nabycia pakietu wierzytelności na rynku czeskim o wartości nominalnej ok. 230 mln PLN). Zwracamy uwagę, że w sumie wartość tych dwóch rynków jest porównywalna do rynku rumuńskiego, który w 2010 odpowiadał za 39% (29 mln PLN) marży pośredniej (zysku operacyjnego przed kosztami ogólnego zarządu) spółki. Podkreślamy fakt, że plany ekspansji w Czechach i na Węgrzech nie są uwzględnione w naszych prognozach.

Kruk jest notowany na 2011 P/E na poziomie 10,6x, z 21% dyskontem do średniej dla spółek porównywalnych

Kruk jest notowany na wskaźniku P/E na poziomie 10,6x na 2011 i 9,2x na 2012, czyli odpowiednio 21% i 18% poniżej średniej dla sześciu spółek porównywalnych. W przypadku wskaźnika P/BV, Kruk jest wyceniany na poziomie 2,33x na 2011 i 2,02x na 2012. Chociaż oznacza to premię do średniej dla spółek porównywalnych, odpowiednio 21% i 8%, w naszej opinii jest ona więcej niż wyjaśniona przez znacznie wyższą oczekiwaną rentowność kapitałów własnych.

Naszym zdaniem, wycena wskaźnikowa Kruka jest na atrakcyjnym poziomie, a tak wysokie dyskonto do średniej dla spółek porównywalnych nie jest usprawiedliwione. Zwracamy uwagę, że oczekujemy 36% średniorocznego wzrostu zysku na akcję w Kruku między 2010 a 2012, podczas gdy średnie tempo wzrostu zysków dla spółek porównywalnych w analogicznym okresie wynosi 23%.

Cena docelowa na poziomie 53,0 PLN, rekomendacja Kupuj

Bazując na dwóch metodach wyceny, wycenie porównawczej z wagą 40% oraz wycenie dochodowej z wagą 60%, wyznaczamy 9-miesięczną cenę docelową na walory Kruka na poziomie 53,0 PLN. Ponieważ potencjał wzrostu względem obecnej ceny rynkowej wynosi 34%, wydajemy rekomendację Kupuj.

Wycena

Wycena porównawcza

(Krótka charakterystyka spółek porównywalnych została zaprezentowana w załączniku nr 2 na stronie 51).

Kruk jest notowany na 2011 P/E na poziomie 10,6x, z 21% dyskontem

Kruk jest notowany na wskaźniku P/E na poziomie 10,6x na 2011 i 9,2x na 2012, czyli odpowiednio 21% i 18% poniżej średniej dla sześciu spółek porównywalnych. W przypadku wskaźnika P/BV, Kruk jest wyceniany na poziomie 2,33x na 2011 i 2,02x na 2012. Choć oznacza to premię do średniej dla spółek porównywalnych, odpowiednio 21% i 8%, w naszej opinii jest ona więcej niż wyjaśniona przez znacznie wyższą oczekiwaną rentowność kapitałów własnych.

Naszym zdaniem, wycena wskaźnikowa Kruka jest na atrakcyjnym poziomie, a tak wysokie dyskonto do średniej dla spółek porównywalnych nie jest usprawiedliwione. Zwracamy uwagę, że oczekujemy 36% średniorocznego wzrostu zysku na akcję w Kruku między 2010 a 2012, podczas gdy średnie tempo wzrostu zysków dla spółek porównywalnych w analogicznym okresie wynosi 23%.

Wycena porównawcza

Spółka	Kapitalizacja (mln EUR)*	P/E (x)		EPS CAGR	P/BV (x)		ROE (%)	
		2011P	2012P	2010-2012	2011P	2012P	2011P	2012P
Kruk	168	10,6	9,2	36	2,83	2,18	33,5	26,9
Portfolio Recovery	1 008	14,8	12,4	25	2,40	2,02	17,8	17,9
Intrum Justitia	768	12,8	11,3	17	2,57	2,31	20,4	21,4
Encore Capital	502	12,7	10,1	20	2,10	1,79	17,9	19,4
Credit Corp	161	10,4	7,9	41	2,11	1,85	21,4	21,0
AACC	76	12,1	7,4	-	0,84	0,77	7,3	11,2
Asta Funding	73	10,3	13,1	57	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.
Średnia ważona kapitalizacją		13,3	11,2	24	2,33	2,02	18,5	19,2
<i>Premia / dyskonto do średniej (%)</i>		-21	-18	48	21	8	81	40
Implikowana wartość godziwa Kruka (PLN)		50,0	48,7	-	54,1**	52,3**	-	-

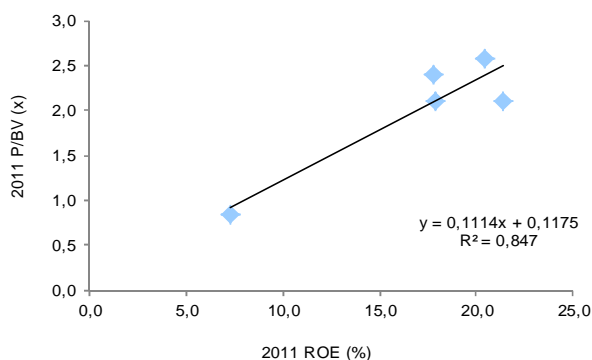
Źródło: Bloomberg, DI BRE; * ceny z dnia 20 czerwca; ** wycena oparta o wskaźnik P/BV uwzględniająca oczekiwaną rentowność kapitałów własnych

Wartość godziwa implikowana przez spółki porównawcze w przedziale 48,7 PLN – 54,1 PLN

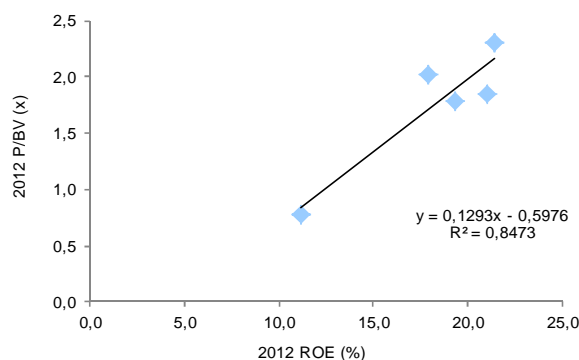
W oparciu o średnie poziomy wskaźnika P/E na lata 2011-2012, szacujemy wartość godziwą Kruka odpowiednio na poziomie 50,0 PLN i 48,7 PLN.

W oparciu o wskaźniki P/BV na lata 2011-2012 oraz uwzględniając oczekiwaną rentowność kapitałów własnych (czyli licząc w oparciu o równania regresji z wykresów poniżej, czyli $P/BV = 0,1114 * ROE + 0,1175$ na 2011 i $P/BV = 0,1293 * ROE - 0,5976$ na 2012), spółka jest wyceniana odpowiednio na 54,1 PLN i 52,3 PLN.

Regresja P/BV vs. ROE (2011)



Regresja P/BV vs. ROE (2012)



Źródło: Bloomberg, DI BRE

Wycena dochodowa

Wycena oparta o model wyceny zdyskontowanych zysków rezydualnych

Podobnie jak w przypadku analizowanych przez nas spółek z sektora finansowego, wyceny walorów Kruka dokonujemy w oparciu o model zdyskontowanych zysków rezydualnych. W modelu tym do wartości kapitałów własnych na koniec 2010 dodajemy wpływ z tytułu emisji akcji, sumę zdyskontowanych nadwyżek zwrotu z kapitału ponad koszt kapitału (w okresie prognozy na lata 2010-2013 oraz w okresie przejściowym na lata 2014-2020) oraz zdyskontowaną wartość rezydualną (po okresie prognozy).

Dla obliczenia wartości rezydualnej przyjmujemy następujące założenia:

- Stopę wolną od ryzyka na poziomie 5,9% (rentowność 10-letnich obligacji skarbowych);
- Premię za ryzyko na poziomie 5,0%;
- Wartość bety na poziomie 1,0x;
- W konsekwencji, przyjmujemy koszt kapitału na poziomie 10,9%;
- Długoterminowy zwrot z kapitałów (ROE) w wysokości 21,3%, czyli na poziomie oczekiwanej przez nas rentowności w 2015;
- Długoterminową stopę wzrostu zysków (g) na poziomie 4,0%;
- Docelowy poziom wypłaty dywidendy w wysokości 81,2%, obliczony według wzoru $1-(g/ROE)$.

Wycena metodą zdyskontowanych zysków rezydualnych

(mln PLN)	2010	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	+	WG
Zysk netto	36,1	61,8	73,7	82,7	91,6	100,3	108,3	115,4	121,4	126,5	131,5		
Zmiana R/R (%)	54,1	71,4	19,2	12,2	10,8	9,4	8,0	6,6	5,2	4,2	4,0	4,0	
Kapitały własne	132,0	237,5	311,4	394,4	448,8	494,0	520,9	548,4	576,1	604,0	632,9		
Stopa wypłaty dywidendy (%)	0,0	0,0	0,0	45,0	60,0	81,2	81,2	81,2	81,2	81,2	81,2	81,2	
ROE (%)	31,1	33,5	26,9	23,4	21,7	21,3	21,3	21,6	21,6	21,4	21,3	21,3	
Koszt kapitału własnego (%)	10,9	10,9	10,9	10,9	10,9	10,9	10,9	10,9	10,9	10,9	10,9	10,9	
Nadwyżkowa stopa zwrotu (%)		22,6	16,0	12,5	10,8	10,4	10,4	10,7	10,7	10,5	10,4	10,4	
Zysk rezydualny		42	44	44	46	49	53	57	60	62	64	929	
Współczynnik dyskonta		0,94	0,85	0,77	0,69	0,62	0,56	0,51	0,46	0,41	0,37	0,37	
Zdyskontowany zysk rezydualny		39	37	34	32	30	30	29	27	26	24	345	
Kapitały własne na koniec 2010													132
Wpływ z tytułu emisji akcji													44
YTD nadwyżka dochodu całkowitego ponad zysk netto													0
Zdyskontowany zysk rezydualny, 2011P-2013P													110
Zdyskontowany zysk rezydualny, 2014P-2020P													197
Zdyskontowana wartość rezydualna													345
Wartość godziwa													828
Liczba akcji (mln)													17,3
Wartość godziwa na akcję (PLN)													47,8

Źródło: Kruk, DI BRE

Szacujemy wartość godziwą na poziomie 47,8 PLN na akcję

W oparciu o model zdyskontowanych zysków rezydualnych, szacujemy wartość godziwą Kruka na 47,8 PLN na akcję.

Wycena (wartość godziwa) metodą zdyskontowanych zysków rezydualnych – analiza wrażliwości (PLN na akcję)

		Długoterminowe ROE					Koszt kapitału				
		-2,0pp	-1,0pp	-	+1,0pp	+2,0pp	+1,0pp	+0,5pp	-	-0,5pp	-1,0pp
		19,3%	20,3%	21,3%	22,3%	23,3%	11,9%	11,4%	10,9%	10,4%	9,9%
Stopa wzrostu zysków	-2,0pp 2,0%	39,1	40,6	42,1	43,6	45,1	36,4	39,1	42,1	45,5	49,3
	-1,0pp 3,0%	41,1	42,9	44,6	46,3	48,1	38,1	41,1	44,6	48,5	53,0
	- 4,0%	43,8	45,8	47,8	49,8	51,9	40,2	43,7	47,8	52,5	58,0
	+1,0pp 5,0%	47,3	49,7	52,1	54,5	56,9	42,9	47,2	52,1	58,0	65,1
	+2,0pp 6,0%	52,4	55,3	58,2	61,2	64,1	46,6	51,9	58,2	66,1	75,9
Stopa wzrostu zysków	-2,0pp 2,0%	39,1	40,6	42,1	43,6	45,1	36,4	39,1	42,1	45,5	49,3
	-1,0pp 3,0%	41,1	42,9	44,6	46,3	48,1	38,1	41,1	44,6	48,5	53,0
	- 4,0%	43,8	45,8	47,8	49,8	51,9	40,2	43,7	47,8	52,5	58,0
	+1,0pp 5,0%	47,3	49,7	52,1	54,5	56,9	42,9	47,2	52,1	58,0	65,1
	+2,0pp 6,0%	52,4	55,3	58,2	61,2	64,1	46,6	51,9	58,2	66,1	75,9

Źródło: DI BRE

Podsumowanie wyceny
9-miesięczna cena docelowa na poziomie 53,0 PLN, rekomendacja Kupuj

Bazując na dwóch metodach wyceny, wycenie porównawczej z wagą 40% oraz wycenie dochodowej z wagą 60%, wyznaczamy 9-miesięczną cenę docelową na walory Kruka na poziomie 53,0 PLN. Ponieważ potencjał wzrostu względem obecnej ceny rynkowej wynosi 34%, wydajemy rekomendację Kupuj.

Podsumowanie wyceny

(PLN na akcję)	Średnia	Metoda dochodowa	P/E (X)		P/BV (X)*	
			2011P	2012P	2011P	2012P
Implikowana wartość godziwa		47,8	50,0	48,7	54,1	52,3
Waga (%)		60	10	10	10	10
Wartość godziwa (średnia ważona)	49,2					
9-miesięczna cena docelowa	53,0					
Obecna cena	39,7					
Potencjał zmiany (%)	33,5					

Źródło: DI BRE; * wycena oparta o wskaźnik P/BV uwzględniająca oczekiwaną rentowność kapitałów własnych

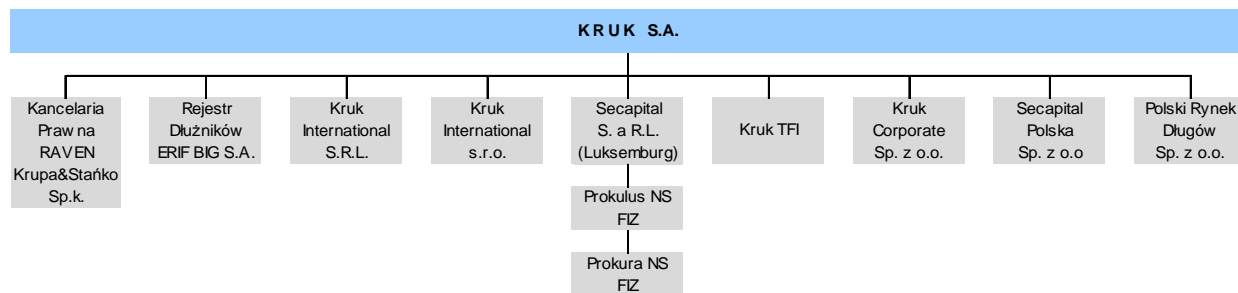
Profil spółki

Struktura grupy i opis spółek

Kruk świadczy usługi windykacyjne

Podmiotem dominującym w grupie kapitałowej Kruk jest spółka Kruk, która świadczy usługi inkasa oraz obsługuje pakiety wierzytelności zakupionych przez grupę na rynku polskim. Ponadto spółka jest wpisana do prowadzonego przez MSWiA rejestru działalności regulowanej w zakresie usług detektywistycznych i zatrudnia licencjonowanych detektywów.

Struktura grupy kapitałowej Kruk



Źródło: Kruk, DI BRE

Kancelaria Prawna Raven

Kancelaria Prawna Raven prowadzi działalność w zakresie obsługi postępowań sądowo-egzekucyjnych, działając na potrzeby procesu windykacyjnego grupy oraz jej partnerów. Ponadto kancelaria doradza w projektach związanych z nabywaniem i obsługą pakietów wierzytelności (w tym w projektach sekurytyzacyjnych), prowadzi procesy *due diligence* pakietów wierzytelności oraz przeprowadza windykację sądową spraw B2B, korporacyjnych oraz wierzytelności zabezpieczonych rzeczowo.

Rejestr Dłużników ERIF

Rejestr Dłużników ERIF funkcjonuje jako platforma zajmująca się gromadzeniem, przetwarzaniem oraz udostępnianiem informacji o osobach fizycznych i podmiotach gospodarczych, zarówno o dłużnikach, jak i podmiotach terminowo regulujących zobowiązania. Rejestr służy obecnie przede wszystkim jako narzędzie wspierające efektywność procesów windykacyjnych grupy.

Kruk International

Spółka Kruk International S.R.L. została założona w 2007 w celu prowadzenia działalności w zakresie windykacji wierzytelności na zlecenie oraz windykacji pakietów wierzytelności nabytych na rachunek grupy na rynku rumuńskim. Spółka Kruk International s.r.o. (wcześniej Reberifa) będzie odpowiedzialna za prowadzenie działalności na rynku czeskim i słowackim. Spółka zakupiona w kwietniu 2011.

Secapital Luksemburg

Secapital Luksemburg to spółka sekurytyzacyjna specjalnego przeznaczenia, której działalność obejmuje inwestowanie w wierzytelności lub aktywa zabezpieczone wierzytelnościami. W ramach działalności grupy związanej z nabywaniem wierzytelności na własny rachunek, inwestycje w wierzytelności dokonywane są przez Secapital Luksemburg, która korzysta ze specjalnego reżimu podatkowego obowiązującego w Luksemburgu.

Fundusze sekurytyzacyjne Prokura NS FIZ i Prokulus NS FIZ

Fundusze sekurytyzacyjne Prokura NS FIZ oraz Prokulus NS FIZ stanowią platformy sekurytyzacyjno-inwestycyjne, które biorą udział w przetargach na sprzedaż pakietów wierzytelności. Posiadaczem certyfikatów emitowanych przez fundusze sekurytyzacyjne jest Secapital Luksemburg, dzięki czemu zysk z tytułu wzrostu wartości certyfikatów emitowanych przez Prokura NS FIZ i Prokulus NS FIZ opodatkowany jest na terenie Luksemburga.

Pozostałe spółki

Poza wymienionymi powyżej podmiotami, w ramach grupy Kruk funkcjonuje spółka Secapital Polska – podmiot serwisujący wierzytelności sekurytyzowane, Kruk Corporate – spółka dedykowana do obsługi wierzytelności gospodarczych, Polski Rynek Długów – spółka wspomagająca proces odzyskiwania należności oraz Kruk TFI, która w przyszłości ma przejąć zarządzanie FIZ'ami.

Historia spółki

Kruk został założony w 1998, a w 2003 był już liderem rynku windykacji

Spółka Kruk z siedzibą we Wrocławiu została założona w 1998 roku przez dwóch prawników: Piotra Krupę oraz Wojciecha Kuźnickiego. W początkowej fazie spółka prowadziła działalność wydawniczą. W 1999 działalność firmy została poszerzona o usługi zarządzania wierzytelnościami, początkowo sektora telefonii komórkowej oraz systemów sprzedaży ratalnej. W grudniu 2002 Kruk dokonał zakupu pierwszego pakietu wierzytelności na własny rachunek. W konsekwencji dynamicznego wzrostu, w 2003 spółka osiągnęła pozycję lidera rynku windykacyjnego w Polsce.

Również w 2003 fundusz Enterprise Investors objął 70% pakiet w spółce. Rok później fundusz dokonał podwyższenia kapitału inwestując 10 mln USD. W sumie EI zainwestował w Kruka 21 mln USD.

Od 2007 spółka jest obecna w Rumunii

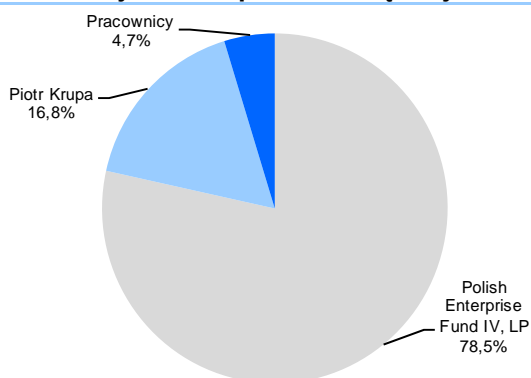
Kolejny krok milowy w historii firmy Kruk miał miejsce w 2007, kiedy to spółka zdecydowała się na ekspansję zagraniczną rozpoczynając działalność na rumuńskim rynku inkasa. Bazując na doświadczeniach zdobytych w Polsce, posiłkując się relacjami z polskimi bankami należącymi do międzynarodowych grup kapitałowych oraz w oparciu o kilkumiesięczne doświadczenie na rumuńskim rynku inkasa, Kruk w 2007 zakupił pierwszy pakiet wierzytelności na tamtejszym rynku. W tym samym roku spółka nabyła również jedno z trzech działających w Polsce biur informacji gospodarczej, KSV BIG, które obecnie funkcjonuje pod nazwą Rejestr Dłużników ERIF. W połowie 2008 spółka zmieniła swoją klasyczną strategię windykacyjną na strategię ugodową, a w 2010 wprowadziła do oferty nowe produkty, między innymi platformę internetową e-Kruk oraz Pożyczkę Novum.

Struktura akcjonariatu

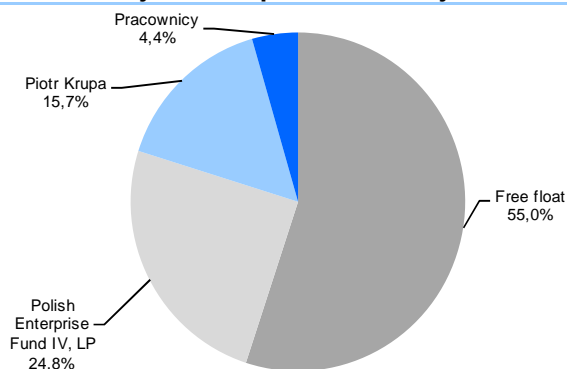
Free float wynosi 55%

W ramach przeprowadzonej oferty publicznej, Kruk wyemitował 1,1 mln nowych akcji, a fundusz Enterprise Investors sprzedał 8,2 mln istniejących akcji redukując swój stan posiadania do 4,2 mln akcji. W konsekwencji, udział funduszu Enterprise Investor obniżył swój udział w kapitale spółki do 24,8% z 78,5% przed ofertą, a udział Piotra Krupy rozwinął się z 16,8% do 15,7%. Udział akcji pozostających w wolnym obrocie wynosi 55,0%.

Struktura akcjonariatu przed ofertą akcji



Struktura akcjonariatu po ofercie akcji



Źródło: Kruk, DI BRE

Obowiązujące lock-up'y

Zaznaczamy, że Prezes – Piotr Krupa – zobowiązał się do niesprzedawania posiadanych akcji przez 360 dni od dnia przydziału akcji (26 kwietnia 2011), czyli do 20 kwietnia 2012. Ponadto, spółka podjęła decyzję o nieprzeprowadzaniu kolejnej emisji akcji w okresie pierwszych 180 dni od dnia przydziału akcji, czyli do 22 września 2011. Ponadto, zwracamy uwagę, że zasadniczo akcje serii C, przydzielone pracownikom i kadry kierowniczej w związku z zakończonym programem motywacyjnym, podlegają 12-miesięcznemu ograniczeniu



sprzedaży, od dnia pierwszego notowania akcji GPW (z pewnymi wyjątkami), czyli do 10 maja 2012.

W końcu główny akcjonariusz, Polish Enterprise Fund IV reprezentowany przez Enterprise Investors, zobowiązał się co do zasady do niesprzedawania posiadanych przez siebie akcji przez okres 270 dni od dnia przydziału akcji (czyli do 21 stycznia 2012). Z drugiej strony warunkiem zawieszającym *lock-up* jest wzrost kursu akcji o więcej niż 5% od ceny emisyjnej (czyli powyżej 41,69 PLN).

Program opcji menadżerskich

Warunki programu na lata 2011-2014

W dniu 30 marca 2011 Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy Kruka przyjęło program motywacyjny na lata 2011-2014. Zgodnie z uchwałą, spółka wyemituje nie więcej niż 845 015 warrantów subskrypcyjnych/akcji, czyli 2,9% obecnie istniejących akcji. Program motywacyjny skierowany jest do Członków Zarządu spółki, oprócz Prezesa, oraz wybranych pracowników spółki, w tym Członków Zarządów i pracowników spółek zależnych.

Liczba warrantów subskrypcyjnych oferowanych w ramach programu motywującego została podzielona na cztery transze, czyli po 211 254 na każdy z czterech lat trwania programu (przy czym z możliwością przenoszenia nieprzydzielonych warrantów subskrypcyjnych z danej transzy na kolejne lata obrotowe). Warranty zostaną wyemitowane oraz wydane nieodpłatnie pod warunkiem osiągnięcia przez grupę w danym roku obrotowym:

- 1) wzrostu zysku na akcję o co najmniej 17,5% oraz
- 2) wzrostu EBITDA o co najmniej 17,5% lub ROE na poziomie co najmniej 20%.

Każdy warrant subskrypcyjny będzie uprawniał do objęcia jednej akcji zwykłej po cenie emisyjnej (39,7 PLN) nie wcześniej niż sześć miesięcy od daty objęcia warranta.

Uwzględniamy rozwodnienie akcji w latach 2011-2012

Ponieważ nasze prognozy wskazują, że warunki programu motywacyjnego zostaną spełnione w latach 2011 i 2012, rozważamy liczbę akcji w sumie o 0,4 mln do 17,3 mln akcji odnosząc koszty programu (różnicę między obecną ceną rynkową i ceną emisyjną) w pozostałe koszty operacyjne.

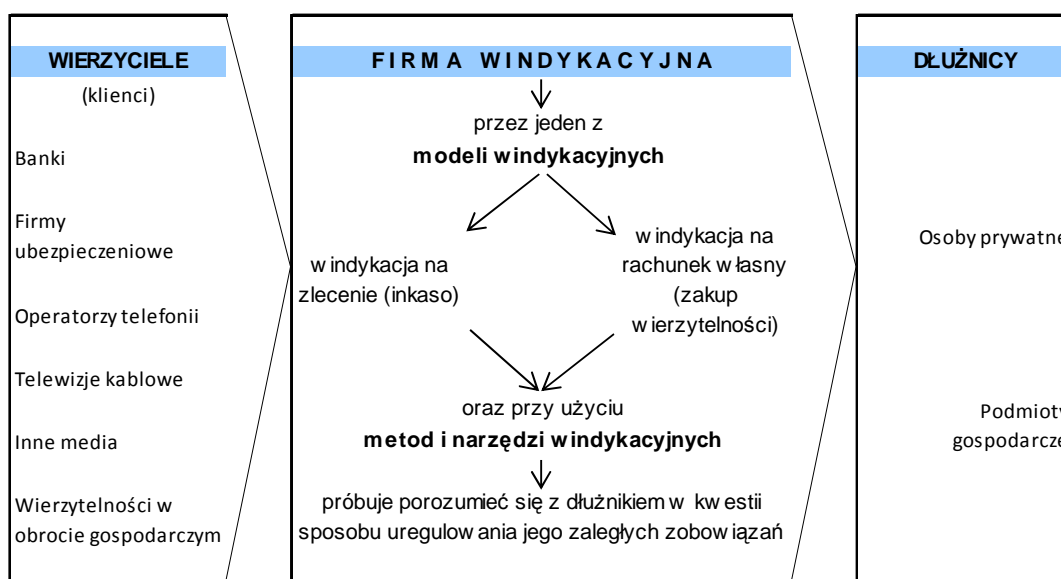
Działalność

Model biznesowy

Kruk zarządza masowymi wierzytelnościami, skupiając się na zobowiązaniach osób prywatnych względem sektora bankowego

Głównym obszarem działalności Kruka jest odzyskiwanie należności konsumenckich na rzecz instytucji finansowych (banków) i innych podmiotów instytucjonalnych, a także na własny rachunek. Spółka zarządza wierzytelnościami banków, pośredników kredytowych, firm ubezpieczeniowych i firm leasingowych oraz pakietami spraw telefonii stacjonarnych i komórkowych, telewizji kablowych, platform cyfrowych oraz firm z sektora FMCG i B2B. Grupa koncentruje swą działalność na rynku bankowym, który stanowi 70% rynku, w oparciu o długoterminowe relacje z kluczowymi klientami.

Model biznesowy firmy Kruk



Źródło: Kruk, DI BRE

Windykacja jest przeprowadzana w oparciu o dwa modele

Kruk zarządza wierzytelnościami w oparciu o dwa modele windykacji, które stanowią jednocześnie podstawowe segmenty działalności spółki. Spółka przeprowadza windykację wierzytelności na zlecenie (tzw. inkaso), a także na własny rachunek, poprzez wcześniejszy zakup pakietów wierzytelności.

W jednym i drugim modelu przychody Kruka uzależnione są od skuteczności prowadzonych działań windykacyjnych. W przypadku usługi inkasa wynagrodzenie ma charakter prowizji od sukcesu, a działalność inwestycyjna nastawiona jest na maksymalizację zwrotu z zainwestowanego kapitału.

Metody i narzędzia windykacji stoją za sukcesem procesu windykacyjnego

W zależności od specyfiki i statusu należności oraz od preferencji klienta, zarządzanie wierzytelnościami odbywa się w sposób przewidziany wewnątrznymi procedurami. Kruk prowadzi działalność w zakresie zarządzania wierzytelnościami na wszystkich etapach przeterminowania, z zastosowaniem instrumentów adekwatnych do danego pakietu należności (okres obsługi, stosowane narzędzia, proces).

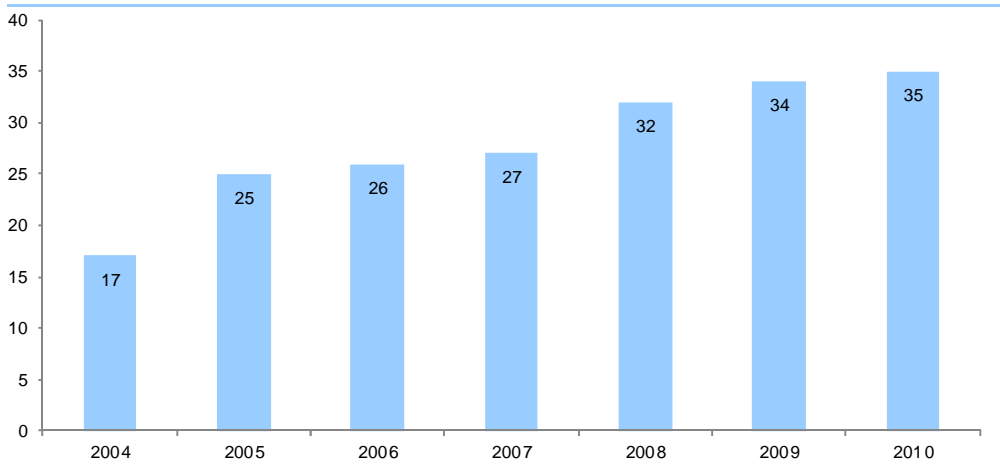
Czynniki kreujące popyt na specjalistyczne usługi windykacyjne

Od windykacji we własnym zakresie przez inkaso do sprzedaży wierzytelności

W latach dziewięćdziesiątych dwudziestego wieku dominującą formą windykacji w Polsce było samodzielne odzyskiwanie należności przez wierzyciela. Stopniowo w miarę rozwoju rynku, skłonność wierzycieli do zlecania windykacji firmom zewnętrznym rosła, co dało podstawy dla

utworzenia się rynku inkasa. Począwszy od lat 2003-2005, popularność zaczął zyskiwać trzeci model windykacji, czyli sprzedaż przeterminowanych należności do firm zewnętrznych.

Liczba polskich banków i pośredników kredytowych współpracujących z Krukiem



Źródło: Kruk

Firma windykacyjna ma większą elastyczność działania, niż wierzyciel pierwotny

Banki, które odpowiadają za ponad 70% rynku windykacyjnego, w procesie windykacji wewnętrznej są w znacznej części ograniczone przepisami prawa, co określa się mianem „gorsetu bankowego”. Tymczasem firmy windykacyjne oferują większą elastyczność w procesie restrukturyzacji i renegocjacji harmonogramu spłat.

Proces restrukturyzacji zadłużenia przeprowadzany przez bank jest z reguły czasochłonny i wymaga przestrzegania określonych procedur, między innymi ponownego wyliczenia zdolności kredytowej klienta, weryfikacji ryzyka kredytowego i utworzenia odpowiednich rezerw z tytułu ryzyka kredytowego oraz podpisania nowej umowy kredytowej.

Wierzyciel może się skoncentrować na swojej podstawowej działalności

Wraz z rozwojem rynku - czy to wartości kredytów w gospodarce czy liczby abonentów w przypadku telefonii i telewizji - rośnie również liczba i wartość zobowiązań przeterminowanych. Firma zamiast poszerzać działalność wewnętrznych departamentów windykacji, przekazuje *problem* firmie zewnętrznej, a sama może się skoncentrować na swojej działalności podstawowej.

Kwestia wizerunku - wierzyciel nie jest kojarzony z windykacją

W środowisku, w którym rozpoznawalność marki i wizerunek jest jednym z głównych aktywów, przeprowadzanie szeroko zakrojonych procesów windykacyjnych przez wierzyciela we własnym zakresie może mieć negatywny wpływ na postrzeganie firmy przez jej klientów.

Specjalizacja pozytywnie wpływa na skuteczność i efektywność kosztową

Prowadzenie wyspecjalizowanej działalności windykacyjnej na szeroką skalę przy wykorzystaniu nowoczesnych technologii pozwala firmie windykacyjnej zwiększyć skuteczność i obniżyć jednostkowe koszty względem windykacji we własnym zakresie.

Filozofia procesu windykacji

Klasyczna strategia windykacji wynika ze stereotypowego postrzegania dłużnika

Klasyczne podejście do procesu windykacji polega na „zmobilizowaniu” dłużnika do jednorazowego spłacenia całości zadłużenia w jak najkrótszym czasie. Taka strategia jest związana z typowym, czasem stereotypowym postrzeganiem dłużnika jako osoby, która z premedytacją nie spłaca swoich zobowiązań, która wykorzystuje luki w prawie i zaciąga kolejne zobowiązania, i która jest świadoma niskiej skuteczności wymiaru sprawiedliwości.

Strategia ugodowa Kruka wpływa na wzrost skuteczności procesu windykacji

Od połowy 2008 Kruk, jako pierwsza firma windykacyjna na rynku, konsekwentnie realizuje strategię ugodową na masową skalę, która z powodzeniem zastąpiła strategię klasyczną. Strategia ta zakłada postrzeganie dłużnika jako konsumenta, który nie jest w stanie spłacić

swoich zobowiązań z przyczyn zewnętrznych, ale który ma jednocześnie świadomość konieczności uregulowania tych zobowiązań.

Zgodnie z tą strategią Kruk koncentruje działania windykacyjne na uzyskaniu jak najlepszego rozwiązania w ramach aktualnych możliwości finansowych dłużnika. Spółka proponuje dłużnikowi ugodę, np. rozkładając wierzytelność na raty, których wysokość proponuje sam dłużnik. Jednocześnie firma jasno informuje dłużnika o konsekwencjach niepodpisania ugody lub jej złamania. Taki dłużnik (który nie podpisał ugody lub ją złamał) zostanie wpisany do Rejestru Dłużników ERIF. W dalszej kolejności, jeżeli nadal nie spłaci swojego zobowiązania, jego sprawa jest najpierw kierowana do sądu, a później do egzekucji komorniczej. Całość procesu, zarówno zachęta do podpisania i przestrzegania ugody, jak i nieuchronna kara w postaci wpisu do ERIFa i postępowania sądowego, jest wspierana przez intensywną, budującą świadomość kampanię reklamową w telewizji.

Według szacunków spółki, prawdopodobieństwo uzyskania spłaty deklarowanej w strategii ugodowej wzrasta znacząco w porównaniu do strategii klasycznej, z ok. 40%-50% do ok. 70%-80%. Od momentu wprowadzenia strategii windykacyjnej opartej na ugodach z dłużnikami, Kruk podpisał 178 tys. ugód, w tym 25 tys. wynikających ze spraw zakupionych w 2010. Ponadto w 2010 ponad 57% spłat uzyskanych przez spółkę opartych było o strategię ugodową. Warto podkreślić, że w wymiarze finansowym efektem wdrożenia strategii opartej na ugodach jest maksymalizacja skuteczności oraz stabilizacja i przewidywalność poziomu wpłat uzyskiwanych od dłużników.

Modele windykacji

Istnieją dwa modele windykacyjne

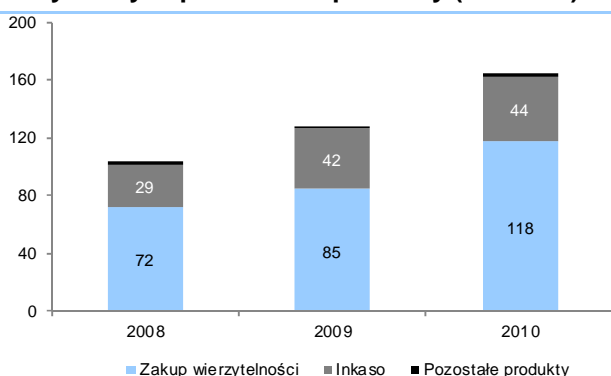
Działalność windykacją zewnętrzną można prowadzić w oparciu o dwa modele windykacyjne. Podstawowym kryterium podziału jest sposób pozyskania wierzytelności do windykacji: windykacja na zlecenie – inkaso, oraz windykacja pakietów nabytych – zakup wierzytelności.

Kruk jest obecny w obydwu segmentach rynku...

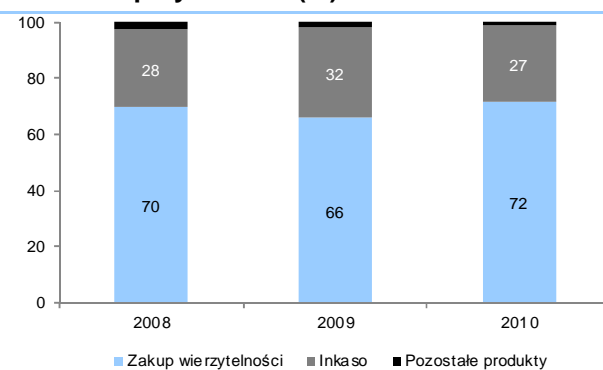
Działalność Kruka rozpoczęła się od inkasa, które jest charakterystyczne dla wczesnych stadiów rozwoju rynku zarządzania wierzytelnościami. Od końca 2002, spółka zaczęła stopniowo nabywać portfele wierzytelności i prowadzić działalność windykacyjną również na własny rachunek. Obecnie segment zakupu wierzytelności jest dominującym źródłem przychodów, które w 2010 wygenerowało 118 mln PLN stanowiących 72% ogółu przychodów spółki.

W naszej opinii, długoletnia obecność na rynku inkasa pozwoliła spółce zdobyć wiedzę w postaci rozbudowanych baz danych oraz doświadczenie w zakresie współpracy z wierzycielami pierwotnymi (głównie bankami), ale również z dłużnikami. Rozbudowana baza danych pozwala lepiej wyceniać portfele wystawione na sprzedaż (często spółka obsługiwała już podobny portfel w ramach usługi inkasa), przez co minimalizowane jest ryzyko nieudanej inwestycji. Z drugiej strony, w zależności od bieżących tendencji na rynku i własnych decyzji strategicznych, Kruk może realokować środki pomiędzy oboma segmentami.

Przychody w podziale na produkty (mln PLN)



Struktura przychodów (%)

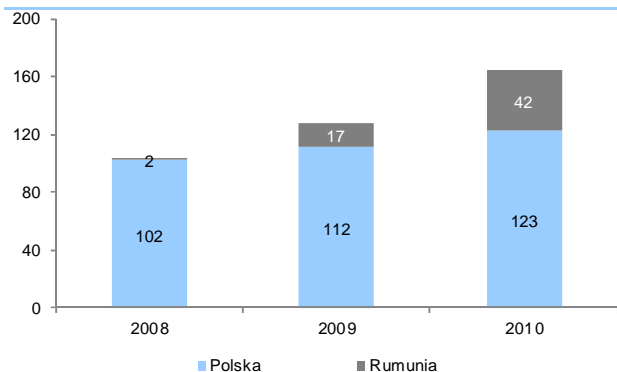


Źródło: Kruk

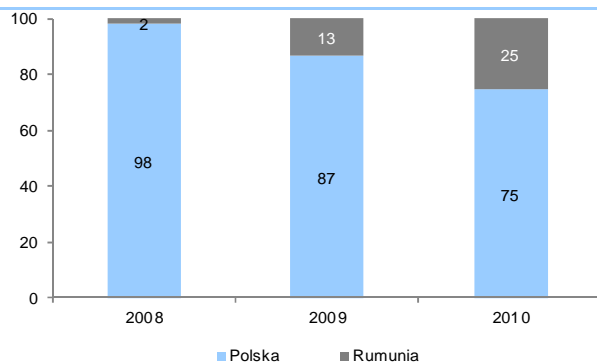
... zarówno w Polsce, jak i w Rumunii

Warto podkreślić, że Kruk prowadzi działalność w obydwu segmentach na swoich głównych rynkach, czyli w Polsce i w Rumunii. Chociaż rynek polski jest nadal najistotniejszym obszarem działalności, waga rynku rumuńskiego w strukturze przychodów grupy dynamicznie rośnie, z tylko 2% w 2008 do 25% w 2010.

Przychody w podziale na kraje (mln PLN)



Struktura przychodów (%)



Źródło: Kruk

Ścisła współpraca między Wrocławską siedzibą i oddziałem w Rumunii

Oddział Kruka w Rumunii został założony w 2007 i jest obecnie kierowany w większości przez lokalną kadrę menadżerską. W tym samym roku spółka nie tylko przyjęła pierwsze portfele do inkasa, ale również dokonała pierwszego zakupu. Oddział rumuński z powodzeniem wciela w życie rozwiązania opracowane i wdrożone na rynku polskim, w tym proces ugodowy. Obecnie spółka zatrudnia w Rumunii 210 osób, co stanowi 18% ogółu zatrudnionych przez grupę Kruk, z których 90 obsługuje centrum telefoniczne w miejscowości Targoviste (80 km od Bukaresztu). Poza własnym centrum telefonicznym, rumuńska spółka prowadzi także jedyne w Rumunii biuro detektywistyczne. Warto podkreślić, że wyceny portfeli i strategiczne decyzje są dokonywane we Wrocławiu. Dzięki temu spółka na bieżąco kontroluje działalność oddziału.

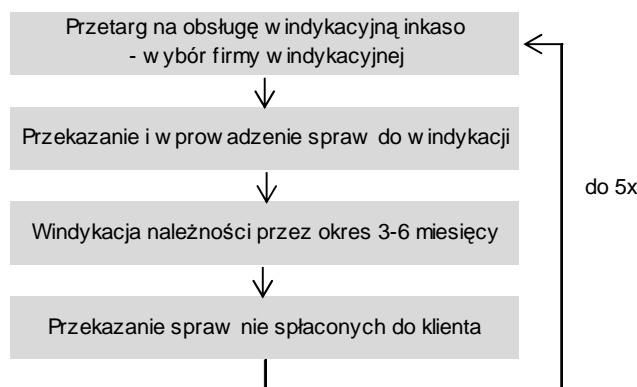
Inkaso

Usługa inkasa polega na zarządzaniu portfelem wierzytelności w imieniu i na rachunek klienta. W tym modelu windykacji wierzyciel ma decydujący wpływ na wybór narzędzi i metod windykacji oraz na formę i częstotliwość kontaktu z dłużnikiem. Ponadto wierzyciel i firma windykacyjna są w stałym kontakcie i na bieżąco wymieniają się informacjami nt. wpływających spłat. Współpraca w ramach usługi inkasa na danym portfelu wierzytelności z reguły trwa od 3 do 6 miesięcy.

Firma windykacyjna jest wynagradzana w systemie prowizyjnym od wartości uzyskanych spłat. Wysokość prowizji jest oparta o cechy charakterystyczne pakietu wierzytelności i jest indywidualnie negocjowana z wierzycielem. Cechy, które mają wpływ na wysokość prowizji to m.in. geneza powstania wierzytelności (zobowiązanie banku, telewizji czy operatora telefonii), średnia wartość sprawy w pakiecie, okres przeterminowania, fakt czy dany pakiet wierzytelności był już wcześniej poddany procedurze windykacji.

Kolejną cechą charakterystyczną usługi inkasa jest fakt, że wierzyciele współpracują jednocześnie z kilkoma (najczęściej 2-4) firmami windykacyjnymi i na bieżąco monitorują ich skuteczność. Od miejsca w rankingu w danym miesiącu zależy liczba spraw powierzonych danej firmie w kolejnym miesiącu.

Proces obsługi portfela wierzytelności na zlecenie w Kruku



Źródło: Kruk



Kruk jest obecny na rynku inkasa od 1999 w Polsce i od 2007 w Rumunii

Kruk rozpoczął działalność na polskim rynku inkasa w 1999, a od 2007 firma prowadzi działalność również na rynku rumuńskim, na który z powodzeniem przeniosła rozwiązania wypracowane na rynku rodzimym. Spółka posiada w sumie ponad 4 tys. klientów, z czego mniejszość jest z sektora B2C. W latach 2008–2010 Kruk przyjął do windykacji sprawy o łącznej wartości 8,3 mld PLN, z czego 81% przypada na Polskę. Kruk w swoim portfelu klientów ma m.in. 8 z 10 największych banków detalicznych w Polsce oraz 5 z 10 największych banków w Rumunii. Kompleksowy zakres usług, wysoki standard oferowanych produktów oraz skuteczność działania znajdują potwierdzenie w wysokim wskaźniku częstości współpracy (zdefiniowanego jako liczba miesięcy, w których bank przekazał portfele, do liczby miesięcy kalendarzowych) przekraczającym 90%.

Wskaźnik częstości współpracy z 8 z 10 największych banków detalicznych w Polsce

Rok rozpoczęcia współpracy z bankiem	Liczba banków z 10 największych banków detalicznych w Polsce	Wskaźnik częstości współpracy (%)			
		2007	2008	2009	2010
2003	3	100	97	100	100
2004	2	96	92	96	100
2005+	3	75	83	94	82
Razem	8	92	91	97	93

Źródło: Kruk

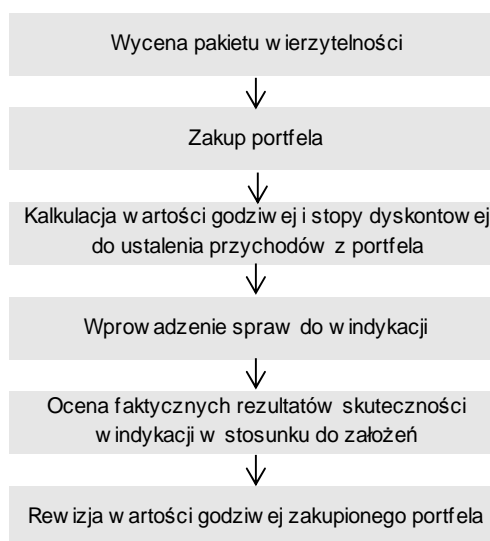
W ramach usługi inkasa, Kruk od 2007 serwisuje (jako podwykonawca - stąd określenie tego typu działalności mianem inkasa na rynku wtórnym) bankowe portfele korporacyjne na zlecenie zagranicznych podmiotów i funduszy. Wartość nominalna wierzytelności windykowanych przez spółkę wynosi ok. 4 mld PLN. Według szacunków spółki, Kruk jest liderem tego segmentu rynku z ok. 40% udziałem we wszystkich bankowych portfelach korporacyjnych sprzedanych w latach 2006-2010.

Zakup portfeli wierzytelności

Sprzedaż pakietów wierzytelności odbywa się w formie przetargu. W zaproszeniu do przetargu wierzyciel zamieszcza statystyczne informacje nt. charakterystyki portfela (w przypadku portfeli korporacyjnych przeprowadzany jest proces *due diligence* polegający na prawnej analizie dokumentacji, w szczególności dotyczącej zabezpieczeń). Na jej podstawie firma windykacyjna dokonuje wyceny i składa propozycję ceny. Cena nabycia pakietu wierzytelności stanowi wartość godziwą inwestycji, a przy użyciu oczekiwanej krzywej spłat, spółka dokonuje obliczenia stopy dyskontowej (IRR). W oparciu o wyliczoną stopę dyskontową spółka później dokonuje wyliczenia przychodów zgodnie z MSR 39.

Po nabyciu portfela, sprawy zostają przekazane do windykacji. Pierwszym krokiem jest próba skontaktowania się z dłużnikiem w celu przedstawienia mu scenariuszy rozwoju sytuacji i skłonienia go do zawarcia ugody. W przeciwieństwie do inkasa, w przypadku zakupu wierzytelności dobór metod i narzędzi windykacji jest wyłącznie w gestii firmy windykacyjnej, czyli Kruka. Efekty pracy (faktyczne spłaty) są weryfikowane co kwartał i porównywane do oryginalnych założeń, co wiąże się z rewizją wartości godziwej zakupionego portfela.

Proces zakupu i obsługi portfela wierzytelności w Kruku



Źródło: Kruk

Począwszy od 2002 Kruk nabył 140 portfeli, a wycenił zdecydowaną większość portfeli wystawionych na sprzedaż

Kruk nabywa portfele wierzytelności nieprzerwanie od 2002. W sumie do tej pory spółka skupiła ponad 140 portfeli o wartości nominalnej 6,1 mld PLN kosztem 520 mln PLN. Na przestrzeni lat 2002-2010, spółka wyceniła ponad 800 portfeli - niemal wszystkie wystawione na sprzedaż na rynku. Warto podkreślić, że Kruk nabywa praktycznie wyłącznie portfele od instytucji, z którymi współpracuje w inkaso (w tym wiele portfeli obsługiwanych wcześniej w inkaso), wykorzystując swoją przewagę informacyjną nad konkurencją.

Porównanie oraz podsumowanie modeli windykacji

Kryterium	Inkaso	Zakup wierzytelności
1) Wierzytelność jest wykazana na bilansie:	wierzyciela	firmy windykacyjnej
2) Decyzje odnośnie strategii windykacyjnej podejmuje:	wierzyciel	firma windykacyjna
3) Jak długo wierzytelność jest przeterminowana?	nawet kilka dni	średnio powyżej 2 lat
4) Jak długo wierzytelność jest windykowana?	3-6 miesięcy	nie ma górnej granicy, nawet do 10 lat
5) Przychody firmy windykacyjnej zależą od:	provizji od wysokości spłat	stopy dyskontowej przyjętej przy kalkulacji wartości godziwej portfela weryfikowanej kwartalnie w oparciu o skuteczność odzysku w danym okresie sprawozdawczym

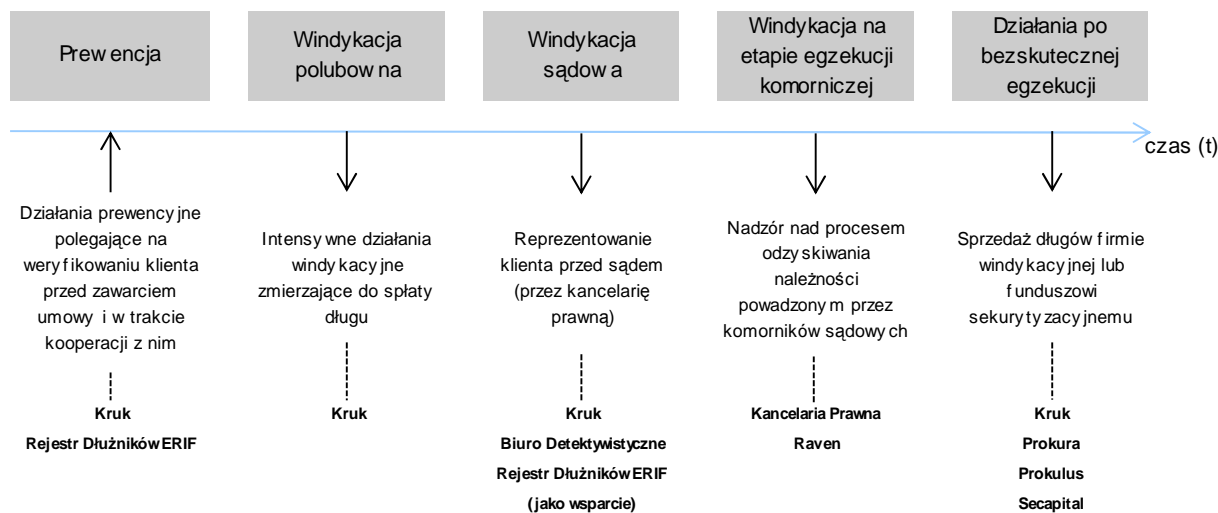
Źródło: DI BRE

Metody i narzędzia windykacji

Kruk posiada kompleksową ofertę metod windykacji na każdym etapie procesu

Kruk posiada kompleksową ofertę usług obejmującą prewencję, windykację polubowną, windykację sądową, windykację na etapie egzekucji komorniczej oraz działania po bezskutecznej egzekucji komorniczej.

Metody windykacji oferowane przez Kruka



Źródło: Kruk

Narzędzia windykacji, czyli formy kontaktu z dłużnikiem

Kruk wykorzystuje szeroką gamę narzędzi windykacji rozumianych jako formy kontaktu z dłużnikiem lub ustalenia jego danych teleadresowych w celu kontaktu. Zaliczają się do nich: *skip tracing* (ustalenie danych teleadresowych dłużnika w ogólnodostępnych bazach danych), telefon, sms, pismo windykacyjne (służy wskazaniu dłużnikowi kwoty zaległości i konsekwencji braku jej spłaty), ugoda (pisemne porozumienie z dłużnikiem, które gwarantuje mu spłatę zadłużenia w ratach; warunki ugody ustalane są indywidualnie z każdym dłużnikiem), negocjacje bezpośrednie, e-KRUK (interaktywny serwis wspomagający proces windykacji dostępny za pośrednictwem przeglądarki internetowej), Rejestr Dłużników ERIF oraz pieczęć prewencyjna (przystawienie pieczęci prewencyjnej na fakturach ostrzega, że w razie braku zapłaty w terminie, należności dochodzone będą przez Kruka). Ponieważ sukces firmy windykacyjnej w dużej mierze zależy od skutecznego skontaktowania się z dłużnikiem, Kruk posiada rozbudowane centrum telefoniczne (*contact center*). W Polsce działają dwa oddziały *contact center* wyposażone łącznie w 278 stanowisk pracy (główne w Szczawnie-Zdroju, koło Wałbrzycha oraz rezerwowe we Wrocławiu). Ponadto spółka posiada jedno *contact center* w Rumunii wyposażone w 90 stanowisk.

Strategia rozwoju

Dalszy rozwój na rynku wierzytelności w Polsce i w Rumunii

Utrzymanie pozycji rynkowej na rynku inkasa oraz na rynku zakupów detalicznych wierzytelności w Polsce i w Rumunii

Kruk zamierza utrzymać wiodącą pozycję na rynku windykacji w Polsce i Rumunii, koncentrując się na klientach z sektora bankowego, jako największego i najbardziej perspektywicznego segmentu rynku. Ambicją spółki jest utrzymanie swojego udziału w rynku inkasa w Polsce (26% w 2010) oraz utrzymanie pierwszego miejsca na rynku zakupu wierzytelności w Rumunii ze znaczną przewagą nad kolejnym graczem (w 2010 Kruk miał udział rynkowy na poziomie 65%). Ponadto cele strategiczne Kruka zakładają wzmocnienie pozycji rynkowej na polskim rynku zakupu wierzytelności detalicznych (udział rynkowy w wartości godziwej sięgnął 20% w 2010) oraz na rumuńskim rynku inkasa (w 2010 udział rynkowy wyniósł 16%).

W celu osiągnięcia założeń na rynku zakupu wierzytelności, Kruk zamierza dalej rozwijać umiejętności wyceny pakietów oraz zwiększyć dostęp do kapitału dłużnego poprzez rozszerzenie współpracy z bankami i inwestorami zainteresowanymi obligacjami spółki. Ponadto spółka zamierza reinwestować zyski w zakupy wierzytelności. W ramach usługi inkasa, Kruk zamierza wzmocnić współpracę ze strategicznymi klientami, w tym poprzez integrację informatyczną. Planuje również zaoferować niestandardowe usługi windykacyjne.

Rozwój na polskim rynku zakupu bankowych wierzytelności korporacyjnych

Wykorzystując swoją wiedzę i kompetencje zdobyte na rynku inkasa wtórnego (serwisowanie portfeli korporacyjnych na zlecenie głównie zagranicznych podmiotów), Kruk chce rozwinąć swoją obecność na rynku zakupu wierzytelności korporacyjnych w Polsce. Spółka zamierza osiągnąć pozycję lidera w tym segmencie rynku, bazując na ok. 40% udziale rynkowym w obsłudze wierzytelności korporacyjnych.

Ekspansja zagraniczna na Węgry i do Czech

Czechy –przez budowę własnej lokalnej organizacji

Kruk zamierza aktywnie uczestniczyć w rozwoju usług windykacyjnych w rejonie Europy Środkowo-Wschodniej. Sukces na rynku rumuńskim dowodzi, że model biznesowy wypracowany w Polsce może być powielany na innych rynkach. W kwietniu 2011 Kruk nabył 100% udziałów czechskiej spółki Reberifa (obecnie Kruk International s.r.o.) z kapitałem zakładowym wynoszącym 0,2 mln CZK (ok. 0,03 mln PLN) na bazie, której będzie tworzył własną organizację. Obecnie spółka zakłada, że rozpocznie działalność operacyjną od 3Q 2011. Celem strategicznym jest osiągnięcie pozycji lidera rynkowego.

Obecnie spółka prowadzi z jednym z tamtejszych banków (który w ramach grupy kapitałowej prowadzi działalność również w Polsce) wyłączone negocjacje w celu nabycia pakietu wierzytelności o wartości nominalnej ok. 230 mln PLN. W ramach tego pakietu ok. 180 mln PLN (1,1 mld CZK) stanowią wierzytelności czeskie, a ok. 50 mln PLN (12,8 mln EUR) wierzytelności słowackie.

Kruk szacuje, że przychody czechskiego rynku inkasa wynoszą obecnie ok. 30 mln PLN rocznie, podczas gdy wartość sprzedanych portfeli detalicznych (w wartości godziwej) wyniosła ok. 100 mln PLN rocznie. Do głównych podmiotów branży windykacyjnej działających w Czechach należą Profidebt, Intrum Justitia, EOS KSI, Transcom.

Węgry – najprawdopodobniej przez akwizycję

W dalszej kolejności (z dużym prawdopodobieństwem nie wcześniej niż w 2012) Kruk zamierza wejść na rynek węgierski, najprawdopodobniej poprzez akwizycję spółki posiadającej licencje na zakup i serwisowanie wierzytelności na tym rynku. Podobnie jak na rynku czeskim, ambicją spółki jest osiągnięcie pozycji wiodącego gracza, zarówno na rynku inkasa jak i zakupu wierzytelności.

Kruk szacuje, że przychody węgierskiego rynku inkasa wynoszą obecnie ok. 25 mln PLN rocznie, podczas gdy wartość sprzedanych portfeli detalicznych (w wartości godziwej) wahała się w granicach 50-75 mln PLN rocznie. Na rynku węgierskim obecny jest EOS KSI, Intrum Justitia, Credit Express, Dijbeszedo oraz liczne niewielkie podmioty o charakterze lokalnym.



Nowe produkty

Rejestr Dłużników ERIF jako źródło przychodów

Obecnie Rejestr Dłużników ERIF jest wykorzystywany jako narzędzie zwiększające efektywność windykacji. Dzięki wejściu w życie ustawy o udostępnianiu informacji gospodarczych (w dniu 14 czerwca 2010), spółka oczekuje znacznego wzrostu znaczenia biur informacji gospodarczej (BIG). W myśl nowej ustawy każdy wierzyciel (również wtórny, taki jak Kruk) może przekazać do biur informacji gospodarczej dane swojego dłużnika. Do momentu wejścia w życie tej ustawy prawo to przysługiwało tylko ściśle określonej przepisami prawa grupie podmiotów. Spółka szacuje, że w perspektywie kilku najbliższych lat w bazach biur informacji gospodarczej znajdą się dane 3-4 mln dłużników. ERIF jest jednym z trzech działających na rynku polskim biur informacji gospodarczej, obok Krajowego Rejestru Długów i InfoMonitora.

Spółka zamierza na szeroką skalę udostępniać odpłatnie zgromadzone dane dłużników. ERIF umożliwi weryfikację lub będzie stanowić potwierdzenie wiarygodności płatniczej danego podmiotu (informacje pozytywne i negatywne przekazywane w formie raportów). Produkt jest adresowany zarówno do dużych podmiotów z masowymi płatnościami, jak i małych i średnich przedsiębiorstw.

Pożyczka Novum

Kruk zamierza dalej rozwijać produkt Pożyczka Novum, który został wprowadzony w drugim kwartale 2010 i jest kierowany do osób, które spłaciły całość lub większość zadłużania (i regularnie spłacają pozostałe zadłużenie) względem Kruka. Pożyczka wzorcowa ma charakter krótkoterminowy (roczny) i jej średnia wartość nie przekracza 2 tys. PLN. Rentowność takiej pożyczki jest bardzo wysoka i kształtuje się na poziomie porównywalnym z pożyczkami para-bankowymi. Naszym zdaniem Kruk podejmuje relatywnie ograniczone (względem przychodów) ryzyko, ponieważ zna charakterystykę zachowań konkretnego dłużnika. Celem spółki jest, by za trzy lata udzielać kilkudziesięciu tysięcy pożyczek rocznie w porównaniu do niecałych 3 tys. pożyczek udzielonych w 2010.

Rynek windykacyjny

Polska – rozmiary i struktura rynku

Skala akcji kredytowej jako główny determinant rozwoju rynku windykacji

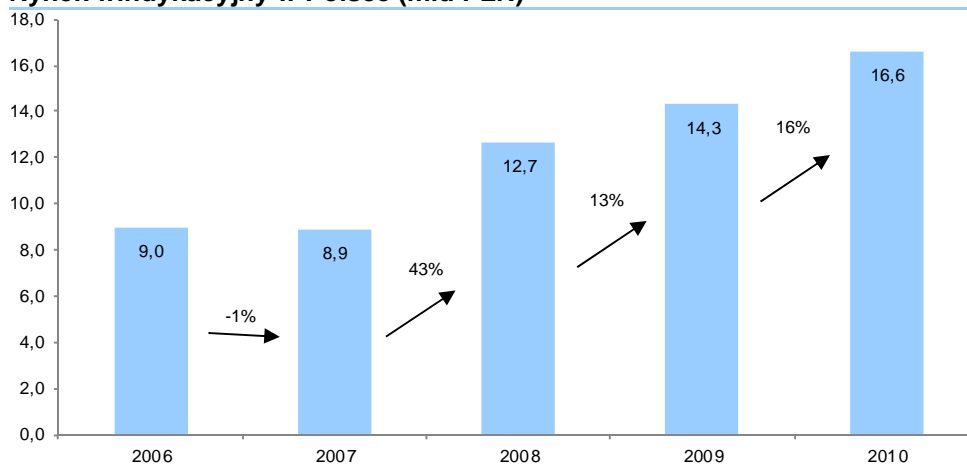
Głównym czynnikiem wpływającym na rozmiary rynku windykacji jest dynamika akcji kredytowej. Większa wartość kredytów w gospodarce, przy nawet utrzymującej się na stabilnym poziomie jakości portfela kredytowego, przekłada się na większą wartość niespłaconych należności. Kolejnym czynnikiem mającym kluczowy wpływ na wartość rynku windykacji jest skłonność wierzycieli pierwotnych (głównie banków) do korzystania z usług zewnętrznych firm windykacyjnych.

(Schemat modelu, w oparciu o który przeprowadzamy analizy i prognozy rynku windykacyjnego, jest zamieszczony w załączniku nr 4 na stronie 53).

Wartość rynku windykacji wyniosła 16,6 mld PLN w 2010

W 2010 wartość rynku windykacyjnego, zdefiniowanego jako wartość nominalna spraw przekazanych do zewnętrznych firm windykacyjnych, wyniosła 16,6 mld PLN i była o 16% wyższa, niż w roku poprzednim. W czteroletnim okresie od 2006 do 2010 rynek wzrósł w sumie o 85%, co daje średnioroczne tempo wzrostu na poziomie 17%. Zwracamy uwagę, że rok 2007 charakteryzował się przejściową stabilizacją, po której nastąpił trzyletni okres dynamicznego rozwoju.

Rynek windykacyjny w Polsce (mld PLN)

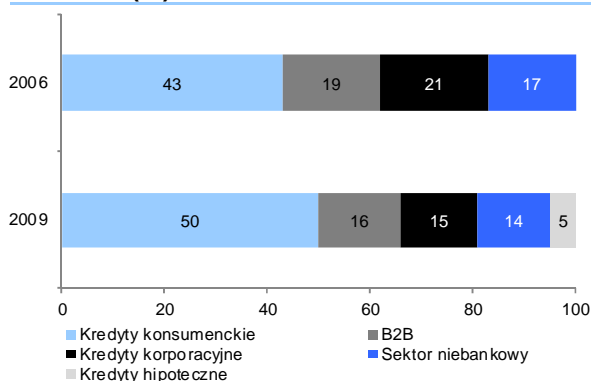


Źródło: IBnGR, DI BRE

Wierzytelności sektora bankowego odpowiadają za 70% rynku i wzrosły o 74% pomiędzy 2006 a 2009

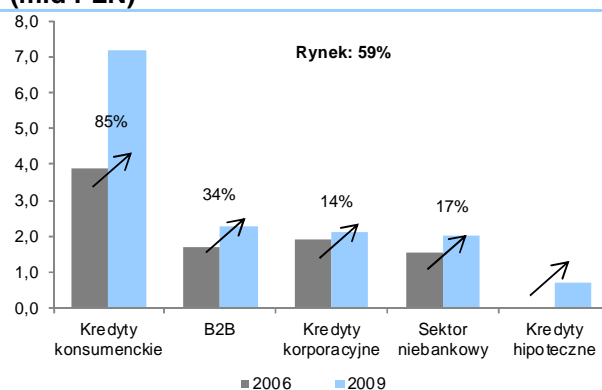
Kredyty konsumenckie stanowiły połowę rynku windykacji w 2009 względem 43% w 2006. Na przestrzeni lat 2006-2009 były one również najszybciej rosnącym segmentem rynku. Skumulowany 3-letni wzrost wyniósł 85%, podczas gdy cały rynek wzrósł o 59% do 14,3 mld PLN w 2009. Drugim największym segmentem rynku były wierzytelności B2B (czyli wierzytelności firm względem innych firm), których udział spadł z 19% w 2006 do 16% w 2009. Na dalszych miejscach były kredyty korporacyjne z udziałem 15% oraz sektor niebankowy (czyli wierzytelności względem firm ubezpieczeniowych, operatorów telefonii, telewizji cyfrowych i kablowych, zakładów energetycznych, spółdzielni i wspólnot mieszkaniowych, a także instytucji publicznych) z udziałem 14%. Zwracamy uwagę, że sektor bankowy (czyli wierzytelności inne, niż B2B i sektora niebankowego) jest odpowiedzialny za 70% rynku wierzytelności i wzrósł w sumie o 74% pomiędzy 2006 i 2009.

Struktura segmentowa rynku windykacji: 2009 vs. 2006 (%)



Źródło: IBnG, DI BRE

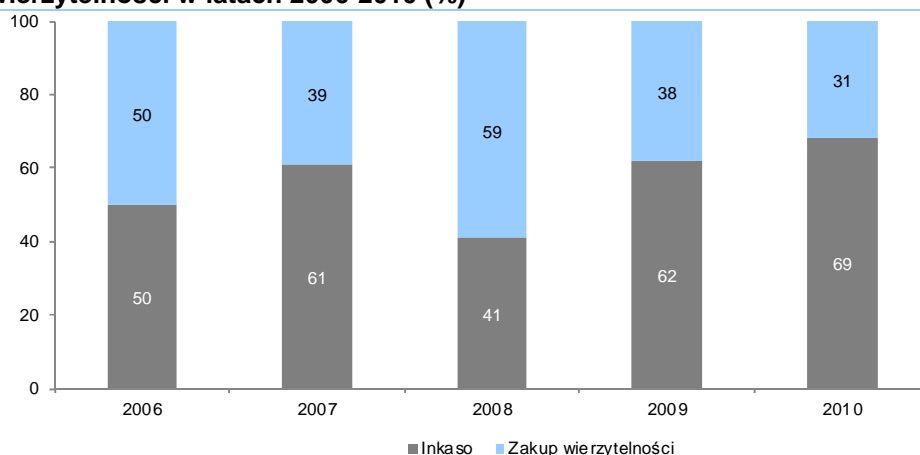
Rynek windykacji w podziale na segmenty (mld PLN)



Windykacja na zlecenie (inkaso) stanowi 69% rynku

Rynek windykacji można również podzielić ze względu na sposób pozyskiwania wierzytelności przez firmy windykacyjne, czyli na windykację na zlecenie (inkaso) oraz windykację pakietów nabytych (zakup wierzytelności). Takie rozbitcie ukazuje, że inkaso jest dominującym modelem prowadzenia działalności z udziałem na poziomie 69% w 2010.

Struktura rynku wierzytelności w podziale na sposób pozyskania wierzytelności w latach 2006-2010 (%)



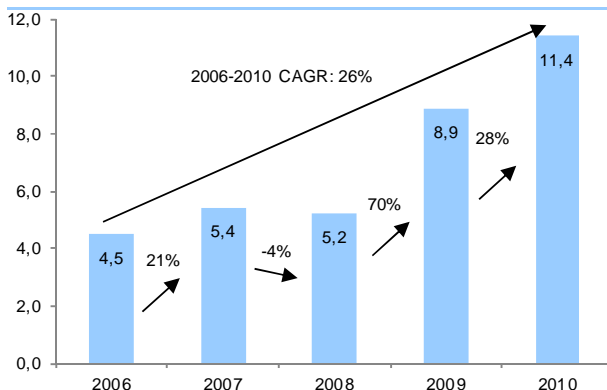
Źródło: IBnG, DI BRE

Polska – rynek inkasa

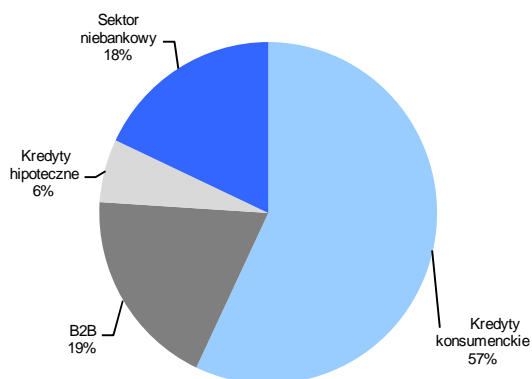
Wartość rynku inkasa w 2010 wyniosła 11,4 mld PLN, z czego 63% przypadało na sektor bankowy

Wartość rynku inkasa wyniosła w 2010 11,4 mld PLN. Oznacza to, że w ciągu 4 lat od 2006 rynek wzrósł o 153%, czyli w tempie 26% średniorocznie. Okres najszybszego wzrostu przypadał na lata 2009-2010, czyli lata spowolnienia gospodarczego oraz szybkiego przyrostu wartości nieterminowo regulowanych zobowiązań w gospodarce. Był to również okres dynamicznego wzrostu popytu na usługi inkasa oferowane przez firmy windykacyjne. Wspomagały one wierzycieli w odzyskiwaniu ich trudnych należności.

Rynek windykacji na zlecenie (mld PLN)



Struktura rynku inkasa (2009)



Źródło: IBnG, DI BRE

Analiza rynku inkasa według produktów wskazuje, że kredyty bankowe odpowiadają aż za 63% rynku, z czego 57% stanowią kredyty konsumpcyjne. W konsekwencji, wierzytelności inne, niż te względem banków, stanowią 37% rynku, przy czym udział ten jest niemal po równo rozłożony pomiędzy wierzytelności B2B i wierzytelności sektora niebankowego.

Oczekiwania co do rozwoju kredytów z utratą wartości stanowią dobry wskaźnik przyszłego popytu na usługi inkasa

Uważamy, że rozwój jakości kredytów bankowych jest dobrym wskaźnikiem popytu na usługi inkasa oferowane przez firmy windykacyjne ze strony banków, jak również ze strony pozostałych uczestników rynku (wierzycieli). W naszej opinii, terminowość regulowania zobowiązań gospodarstw domowych względem instytucji niebankowych charakteryzuje się podobnymi trendami, jak terminowość obsługi kredytów tychże gospodarstw domowych, a terminowość regulowania zobowiązań przedsiębiorstw względem siebie nawzajem kształtuje się podobnie, jak regulowanie kredytów tychże podmiotów. Niemniej jednak zwracamy uwagę na fakt, że dana wierzytelność albo portfel wierzytelności może nawet kilka razy (standardowo do pięciu razy) trafić do inkasa, a to nie jest odzwierciedlone w danych o jakości kredytów bankowych. Ponadto, wierzyciel może podjąć decyzję o przekazaniu sprawy do inkasa zanim dana wierzytelność zostanie zakwalifikowana jako przeterminowana, czyli nawet po kilku dniach od momentu zaprzestania płatności. Takie wierzytelności również nie są odzwierciedlone w statystykach o jakości kredytów w gospodarce.

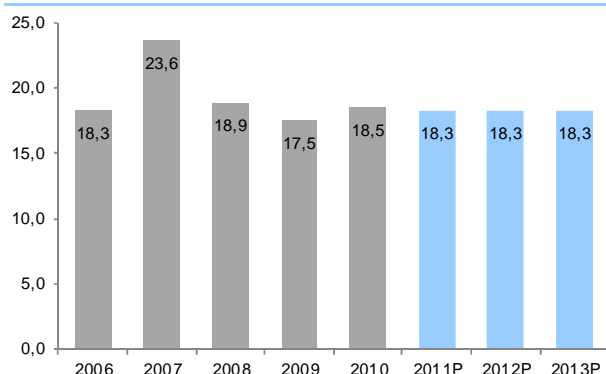
Wskaźnik skłonności do outsourcingu obrazuje zależność między rynkiem inkasa a wartością kredytów z utratą wartości

W celu zobrazowania zależności między wartością rynku inkasa oraz wartością kredytów z utratą wartości w sektorze, będziemy się posługiwać wskaźnikiem skłonności do outsourcingu. Definiujemy go jako stosunek wartości rynku inkasa w danym roku do wartości kredytów z utratą wartości na koniec danego okresu.

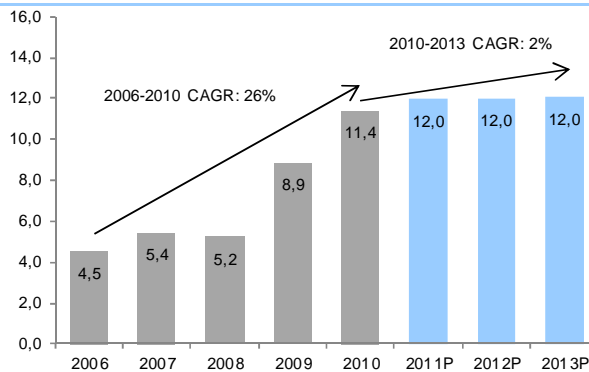
Stabilizacja skłonności do outsourcingu na poziomie 18,3% w latach 2008-2010

Na przestrzeni ostatnich pięciu lat, wartość wskaźnika skłonności do outsourcingu kształtowała się na średnim poziomie 19,3% wahając się od 17,5% w 2009 do 23,6% w 2007. Zwracamy uwagę, że w latach 2008-2010 nastąpiła stabilizacja wskaźnika na średnim poziomie 18,3%.

Wskaźnik skłonności do outsourcingu (%)



Prognoza wartości rynku inkasa (mld PLN)



Źródło: IBnG, NBP, DI BRE

Oczekujemy wzrostu wartości rynku inkasa do 12,0 mld PLN w 2011, a później jego przejściowej stabilizacji

Zakładamy, że w latach 2011-2013 wskaźnik skłonności do outsourcingu będzie się kształtował na stałym poziomie 18,3%, odpowiadającym średniej z lat 2008-2010. W konsekwencji, po latach dynamicznego wzrostu, prognozujemy przyrost rynku o kolejne 5% w 2011 do 12,0 mld PLN, a dalej jego przejściową stabilizację na poziomie 12,0 mld PLN.

Oczekiwana stabilizacja w latach 2012-2013 wynika z naszej prognozy braku przyrostu wartości kredytów z utratą wartości w tym okresie. Chociaż oczekujemy, że akcja kredytowa będzie stopniowo przyspieszać, sądzimy, że jednocześnie nastąpi stopniowa poprawa jakości kredytów.

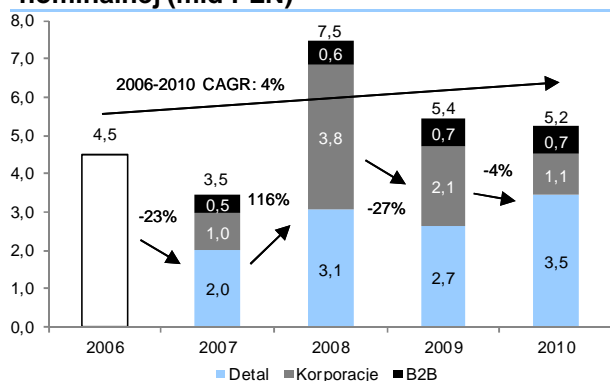
Polska – rynek zakupu wierzytelności w wartości nominalnej

Wartość rynku zakupu wierzytelności wyniosła 5,2 mld PLN...

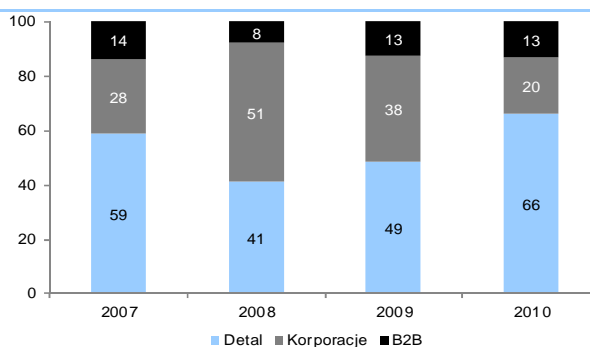
Wartość rynku zakupu wierzytelności w 2010 wyniosła 5,2 mld PLN względem 4,5 mld PLN w 2006. Oznacza to, że średnioroczne tempo wzrostu wyniosło tylko 4%, czyli znacznie poniżej średniorocznego tempa wzrostu rynku inkasa (26%). Zwracamy uwagę na znaczną różnicę w tempie wzrostu rynku zakupu wierzytelności detalicznych i korporacyjnych. W latach 2007-2010 segment detaliczny wzrósł średniorocznie o 19%, podczas gdy segment korporacyjny o 4%. Zaznaczamy, że za nieregularny rozwój rynku zakupu wierzytelności (wartość rynku sięgnęła już poziomu 7,5 mld PLN w 2008 i 5,4 mld PLN w 2009) odpowiada segment korporacyjny. Charakteryzuje się on nierównomiernymi odstępami pomiędzy poszczególnymi aukcjami portfeli wierzytelności, a te z kolei mają relatywnie dużą (względem segmentu detalicznego) wartość nominalną transakcji.

W naszej opinii przejściowe kurczenie się rynku w latach 2009-2010 było następstwem spowolnienia gospodarczego oraz dużej niepewności co do przyszłej sytuacji ekonomicznej kraju. Z jednej strony firmy windykacyjne ograniczały swoje zakupy portfeli wierzytelności z powodu niepewności co do kształtowania się przyszłych spłat. Nie bez znaczenia była również kwestia ograniczonego dostępu do finansowania dla firm windykacyjnych. Pod koniec 2008 banki znacząco zaostrzyły politykę kredytowania przedsiębiorstw. Z drugiej strony, wierzyciele (w szczególności banki) koncentrowali się na restrukturyzacji swoich należności, co częściowo wynikało z niskich cen możliwych do uzyskania na rynku. Skutkowało to mniejszą skłonnością do sprzedaży wierzytelności przeterminowanych do zewnętrznych firm windykacyjnych.

Rynek zakupu wierzytelności w wartości nominalnej (mld PLN)



Struktura rynku zakupu wierzytelności (%)



Źródło: IBnG, DI BRE

Podobnie jak w przypadku inkasa, również na rynku zakupu wierzytelności sektor bankowy jest największym klientem firm windykacyjnych. Jego udział jest stabilny na poziomie ok. 90% (w 2010 roku wyniósł 86%). W ramach segmentu bankowego, analogicznie jak w inkasie, dominują wierzytelności detaliczne. Ich udział w 2010 sięgnął 66%.

Wartość segmentu B2B w latach 2009-2010 kształtowała się na poziomie 700 mln PLN. Sądzimy, że w przyszłości jego wartość ustabilizuje się na podobnym poziomie.

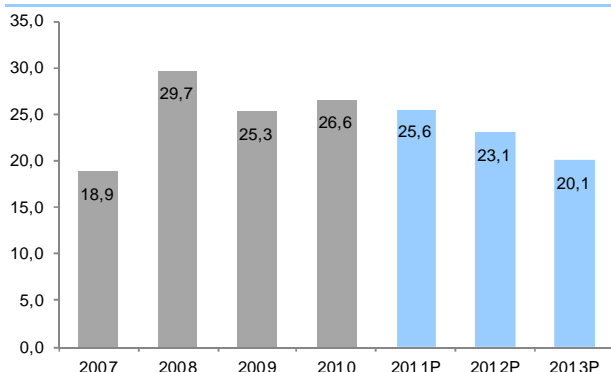
... z czego na segment detaliczny przypadło 3,5 mld PLN

Rynek zakupu wierzytelności detalicznych wzrósł w 2010 do 3,5 mld PLN z 2,0 mld PLN w 2007. Oznacza to, że średnioroczne tempo wzrostu wyniosło 28% i było porównywalne ze średniorocznym tempem wzrostu rynku inkasa. W naszej opinii, rok 2009 był jedynie przejściowym okresem wyhamowania długoterminowego trendu wzrostowego. Uważamy, że było to związane ze spowolnieniem gospodarczym w kraju.

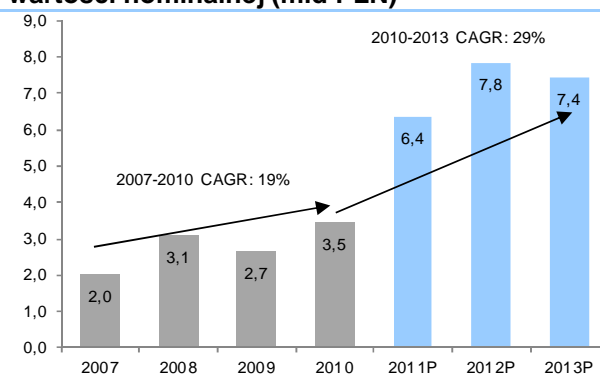
Wierzyciel decyduje się na sprzedaż wierzytelności po ok. 2 latach od momentu jej przeterminowania się

W celu zobrazowania zależności między rynkiem zakupu wierzytelności a rynkiem kredytów z utratą wartości posługujemy się wskaźnikiem skłonności do sprzedaży, który ma podobną (ale nie taką samą) konstrukcję, jak wskaźnik skłonności do outsourcingu w przypadku rynku inkasa. Zwracamy uwagę, że wierzyciel podejmuje decyzję o sprzedaży wierzytelności z opóźnieniem zarówno względem momentu przeterminowania się zobowiązania, jak i względem decyzji o przekazaniu danej wierzytelności do inkasa. Zanim podejmie decyzję o sprzedaży, wierzyciel z reguły próbuje sam we własnym zakresie odzyskać należność (tzw. proces windykacji wewnętrznej). W kolejnym kroku, zwraca się on do zewnętrznej wyspecjalizowanej firmy windykacyjnej z prośbą o pomoc przy odzyskaniu należności (należność cały czas pozostaje na bilansie wierzyciela). Dopiero jeżeli wcześniejsze kroki nie odniosły skutku, wierzyciel podejmuje ostateczną decyzję o usunięciu należności z bilansu przez jej sprzedaż do firmy windykacyjnej. Nasza analiza rozwoju rynku zakupu wierzytelności względem rozwoju kredytów z utratą wartości w sektorze sugeruje, że decyzja o sprzedaży jest podejmowana po ok. 2 latach od momentu przeterminowania się należności. Dlatego też definiujemy wskaźnik skłonności do sprzedaży jako stosunek wartości rynku zakupu wierzytelności w danym roku do wartości kredytów z utratą wartości dwa lata wcześniej (np. wartość rynku zakupu wierzytelności w 2010 w stosunku do wartości kredytów z utratą wartości na koniec 2008). Wskaźnik skłonności do sprzedaży liczymy tak samo (zakładając takie same 2-letnie opóźnienie) zarówno dla segmentu detalicznego jak i korporacyjnego.

Wskaźnik skłonności do sprzedaży - detal (%)



Rynek zakupu wierzytelności detalicznych w wartości nominalnej (mld PLN)



Źródło: IBnG, NBP, DI BRE

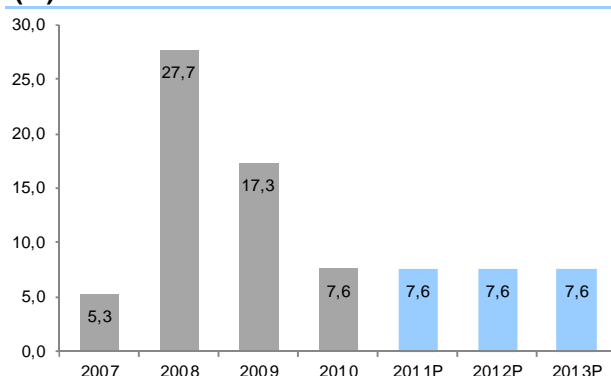
Prognozowany skokowy wzrost rynku wynika z tempa przyrostu należności z utratą wartości w latach 2009-2010

W latach 2007-2010 wskaźnik skłonności do sprzedaży wierzytelności detalicznych wahał się między 18,9% w 2007 a 29,7% w 2008. W naszych prognozach na lata 2011-2013 zakładamy konserwatywnie, że wartość wskaźnika będzie stopniowo spadać. Pomimo tego spodziewamy się dynamicznego wzrostu rynku zakupu wierzytelności detalicznych. W naszej opinii już w tym roku rynek wzrośnie o 84% do 6,4 mld PLN, potem o kolejne 23% do 7,8 mld PLN w 2012, a następnie delikatnie spadnie o 5% w 2013 do 7,4 mld PLN. Zwracamy uwagę, że jest to konsekwencja silnego przyrostu detalicznych kredytów z utratą wartości w latach 2009-2010. Na koniec 2010 wartość detalicznych kredytów z utratą wartości sięgnęła 34 mld PLN, co oznacza wzrost aż o 161% względem końca roku 2008. Zgodnie z mechanizmem opisanym wcześniej oczekujemy, że wierzytelności, które uległy przeterminowaniu w roku 2009 i 2010 będą wchodzić systematycznie na rynek w 2011 i 2012.

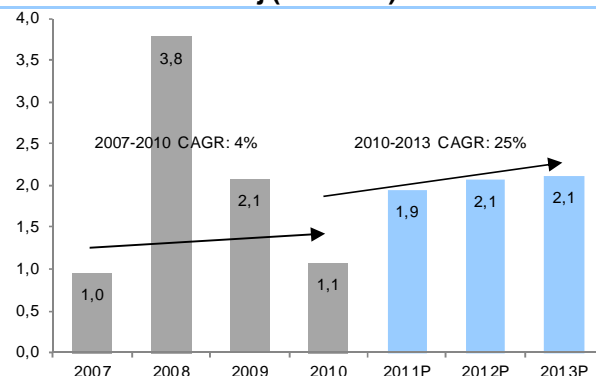
Rynek zakupu wierzytelności korporacyjnych podlega dużej zmienności...

Wartość rynku zakupu wierzytelności korporacyjnych wyniosła 1,1 mld PLN w 2010 i była tylko o 12% większa niż w 2007. Z drugiej strony, wartość rynku była już znacząco wyższa w latach 2008-2009, kiedy na rynek trafiło kilka dużych pakietów sprzedanych zagranicznym bankom inwestycyjnym (w tym Lehman Brothers) i funduszom hedgingowym. Ponadto przetargi przeprowadzane są w nieregularnych odstępach czasu, a jednostkowa wartość nominalna portfela może być znacząco wyższa, niż średnia wielkość portfela detalicznego.

Wskaźnik skłonności do sprzedaży - korporacje (%)



Rynek zakupu wierzytelności korporacyjnych w wartości nominalnej (mld PLN)



Źródło: IBnG, NBP, DI BRE

Z powodu znacznej zmienności wartości rynku, wskaźnik skłonności do sprzedaży również podlega znacznym wahaniom. Wartość wskaźnika kształtowała się na poziomie 5,3% w 2007 i 27,7% w 2008; w 2010 osiągnęła poziom 7,6%.

...więc nasza ostrożna prognoza zakłada wzrost rynku do 2,1 mld PLN w średnim terminie

Z powodu dużej niepewności co do momentu i częstotliwości przeprowadzenia przetargów, podchodzimy konserwatywnie do naszych prognoz. Zakładamy, że wskaźnik skłonności do sprzedaży w kolejnych latach pozostanie na stabilnym, niskim poziomie 7,6% z 2010. W konsekwencji oczekujemy, że wartość rynku wzrośnie o 81% R/R do 1,9 mld PLN w 2011, a dalej utrzyma się na stabilnym poziomie 2,1 mld PLN. Zwracamy uwagę, że prognozowany wzrost rynku wynika ze skali przyrostu korporacyjnych kredytów z utratą wartości w trakcie 2009 i 2010 (wzrost o 92% do 27 mld PLN).

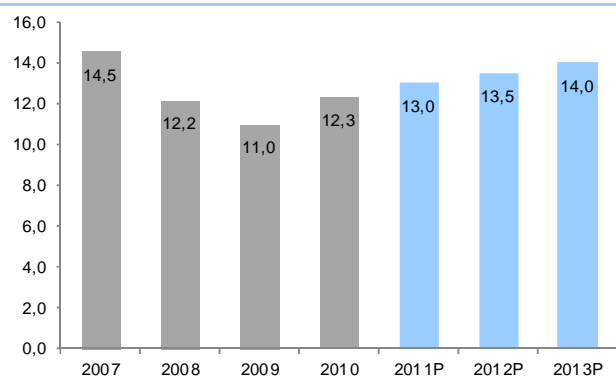
Polska – rynek zakupu wierzytelności w wartości godziwej

Cena, po jakiej firma windykacyjna nabywa wierzytelność jest równie kluczowa, jak potencjał wzrostu rynku mierzony w wartości nominalnej

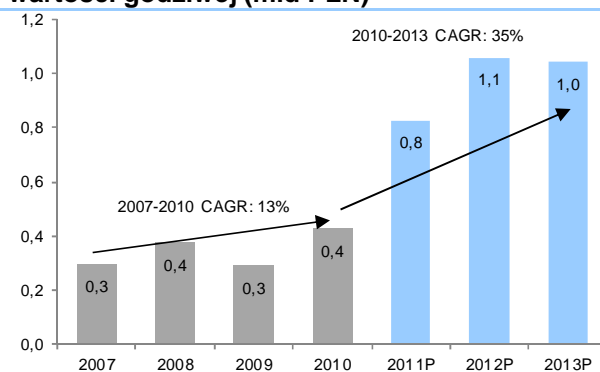
Chociaż wartość rynku wierzytelności jest mierzona w wartościach nominalnych, z punktu widzenia firm windykacyjnych prowadzących działalność w zakresie windykacji zakupionych portfeli wierzytelności kluczową kwestią jest wartość rynku w wartości godziwej, czyli przy uwzględnieniu ceny, po jakiej spółka nabywa dany portfel. Taka cena jest wyrażona jako procent wartości nominalnej sprzedanego portfela i obrazuje, jakiej skali odzysku z portfela oczekuje firma windykacyjna. Zwracamy uwagę na fakt, że cena jest pozytywnie skorelowana z tempem wzrostu PKB.

Średnia cena rynkowa portfela detalicznego w 2010 wzrosła do 12,3% z 11,0% rok wcześniej, zbliżając się do 4-letniej średniej na poziomie 12,5%. W przypadku portfeli korporacyjnych średnia cena w 2010 wyniosła 3,0% względem 1,3% w 2009 i 4-letniej średniej na poziomie 3,5%. Zwracamy uwagę, że chociaż średnia cena portfela detalicznego jest o średnio 4,8x wyższa, niż średnia cena portfela korporacyjnego, te dwa segmenty rynku nie są ze sobą porównywalne w tym parametrze. Wynika to głównie z faktu, że wierzytelności korporacyjne są znacznie trudniejszymi portfelami, z mniejszą statystycznie szansą odzysku. Sytuacja dłużnika jest znacznie gorsza - w przeważającej części są to podmioty w trakcie procesu likwidacji.

Średnie ceny rynkowe - detal (%)



Rynek zakupu wierzytelności detalicznych w wartości godziwej (mld PLN)



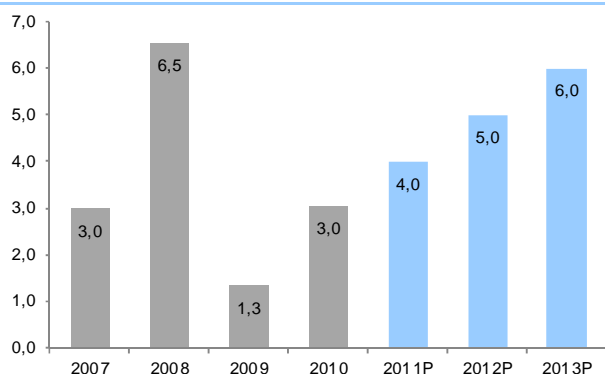
Źródło: Kruk, IBnG, NBP, DI BRE

Zakładamy wzrost cen rynkowych wraz z postępującym ożywieniem gospodarczym

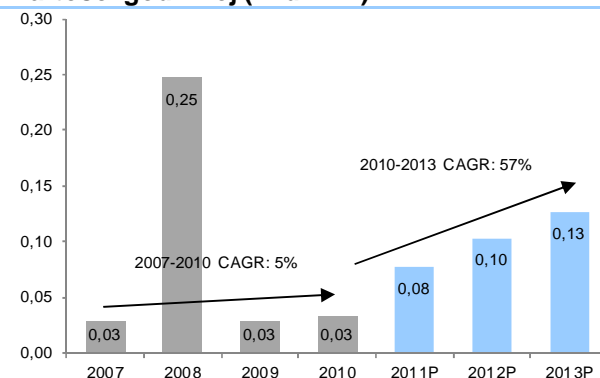
W naszych prognozach oczekujemy, że w perspektywie lat 2011-2013 średnie ceny rynkowe w poszczególnych segmentach będą stopniowo wzrastać wraz z przyspieszającym wzrostem PKB. Dla portfela detalicznego zakładamy stopniowy wzrost z 12,3% w 2010 do 14,0% w 2013, a dla portfela korporacyjnego przewidujemy wzrost z 3% w 2010 do 6% w 2013.

W konsekwencji prognozujemy, że rynek zakupu wierzytelności detalicznych wyrażony w wartości godziwej będzie rósł średnio o 35% rocznie do 1,0 mld PLN w 2013, a rynek korporacyjny będzie się powiększał w tempie 57% średniorocznie aby w 2013 osiągnąć wartość 127 mln PLN.

Średnie ceny rynkowe - korporacje (%)



Rynek zakupu wierzytelności korporacyjnych w wartości godziwej (mld PLN)



Źródło: Kruk, IBnG, NBP, DI BRE

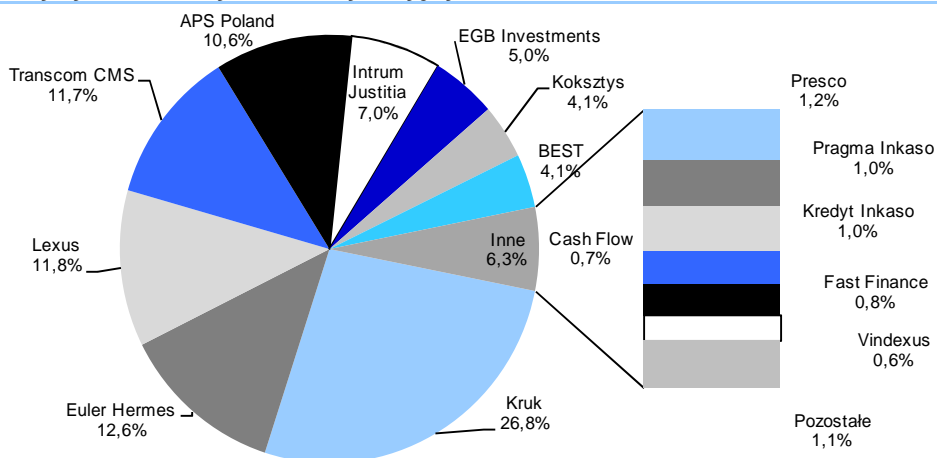
Polska – otoczenie konkurencyjne

Kruk jest liderem rynku z 27% udziałem

Na polskim rynku windykacyjnym (mierzonym jako suma nominalnych wartości rynku inkasa i zakupu wierzytelności) działalność prowadzi kilkanaście podmiotów, z czego pięć największych odpowiada za 74% rynku. Udział Kruka, lidera rynku, sięgnął poziomu 27% w 2009. Drugi największy gracz, Euler Hermes specjalizujący się w ubezpieczeniach należności, odpowiada za ok. 13% rynku, czyli ponad dwa razy mniej niż Kruk. Kancelaria prawna Lexus zajmuje trzecie miejsce z udziałem rynkowym na poziomie 12%.

Zwracamy uwagę na fakt, że Kruk utrzymuje swoją pozycję lidera niezmiennie przynajmniej od 2007 roku. W 2007 jego udział rynkowy sięgnął 29,7%, a w 2008 21,7%.

Udziały rynkowe w rynku windykacyjnym* za 2009



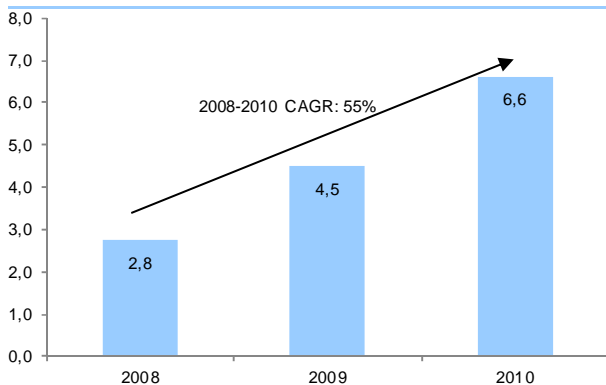
Źródło: „Rzeczpospolita”, Kruk, firmy,* mierzonego w wartości nominalnej jako suma rynku inkasa i zakupu wierzytelności

Rumunia – rozmiary i struktura rynku

Wartość rynku sięgnęła 6,6 mld PLN w 2010, 2,5x mniej niż wartość rynku polskiego

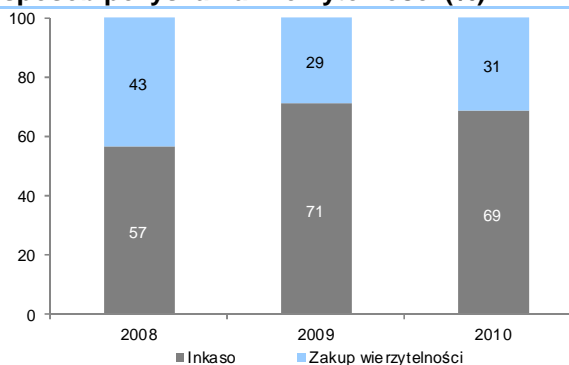
Rynek windykacyjny w Rumunii rozwijał się bardzo dynamicznie na przestrzeni ostatnich trzech lat, rosnąc z 2,8 mld PLN w 2008 do 6,6 mld PLN w 2010. Oznacza to, że średnioroczna stopa wzrostu sięgnęła 55% względem 15% dla Polski.

Rynek windykacyjny w Rumunii (mld PLN)



Źródło: Kruk, DI BRE

Struktura rynku windykacyjnego w podziale na sposób pozyskania wierzytelności (%)



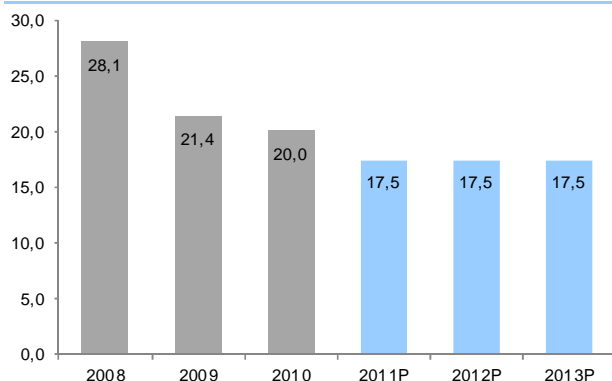
Podobnie jak w Polsce, rynek rumuński również jest zdominowany przez usługi inkasa, czyli windykację na zlecenie. Jej udział wzrósł z 57% w 2008 do 69% w 2010.

Rumunia – rynek inkasa

Rynek wzrósł do 4,5 mld PLN w 2010, czyli o 71% średniorocznie od 2008

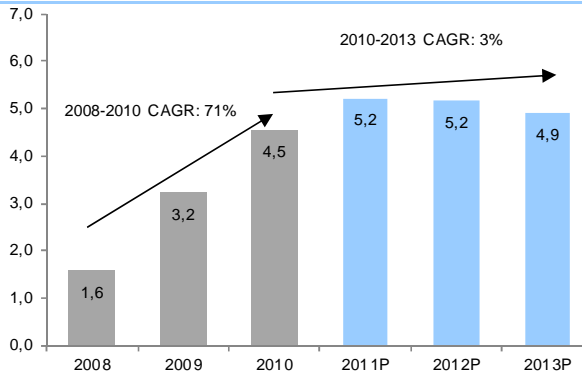
Rynek inkasa wzrósł o 191% w okresie od 2008 do 2010, osiągając wartość 4,5 mld PLN. Chociaż bez wątpienia rynek rozwijał się bardzo dynamicznie, jego wartość rosła wolniej, niż wartość kredytów z utratą wartości. W omawianym okresie kredyty zagrożone wzrosły o skumulowane 308%, czyli o 102% średniorocznie. W konsekwencji wskaźnik skłonności do outsourcingu spadł z 28,1% w 2008 do 20,0% w 2010.

Wskaźnik skłonności do outsourcingu (%)



Źródło: Kruk, NBR, DI BRE

Wartość rynku inkasa (mld PLN)



Po okresie dynamicznego wzrostu prognozujemy stabilizację wartości rynku po 2011

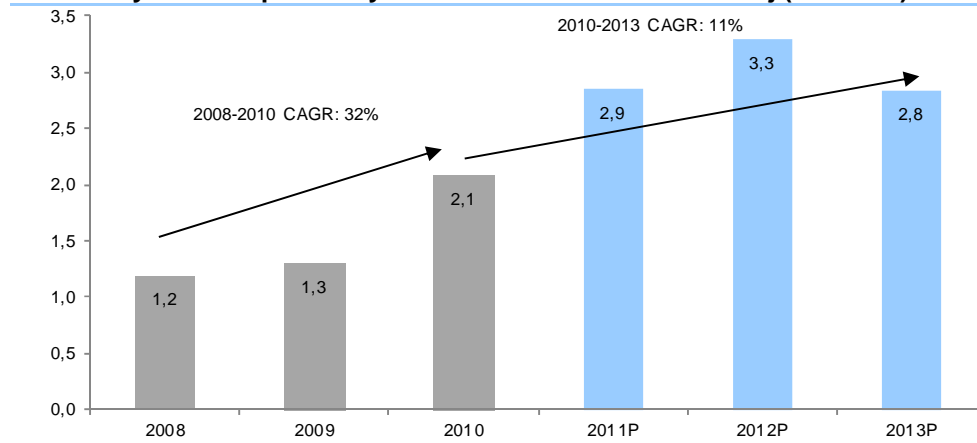
Uważamy, że skłonność do outsourcingu może być dalej pod presją szybkiego tempa przyrostu kredytów z utratą wartości w gospodarce. Zakładamy, że wskaźnik skłonności do outsourcingu spadnie w 2011 do 17,5%, aby później ustabilizować się na tym poziomie. W konsekwencji prognozujemy, że rynek wzrośnie w 2011 o 15% R/R do 5,2 mld PLN (poniżej tempa przyrostu kredytów z utratą wartości prognozowanego w 2011 na poziomie 29% R/R) i będzie się stabilizował na poziomie 4,9-5,2 mld PLN w latach następnych.

Rumunia – rynek zakupu wierzytelności w wartości nominalnej

Wartość rynku sięgnęła poziomu 2,1 mld PLN w 2010

Analogicznie do sytuacji, jaka miała miejsce na rynku polskim, rumuński rynek zakupu wierzytelności rozwijał się wolniej od rynku inkasa. Rynek zakupu wierzytelności w Rumunii wzrósł do 2,1 mld PLN w 2010, czyli średniorocznie o 32% od 2008. Ponieważ tempo przyrostu kredytów z utratą wartości (dwa lata wcześniej) było większe, niż tempo wzrostu rynku, wskaźnik skłonności do sprzedaży systematycznie spadał, choć z relatywnie wysokiego poziomu 52,5% w 2009 do 37,3% w 2010.

Wartość rynku zakupu wierzytelności w wartości nominalnej (mld PLN)



Źródło: Kruk, NBR, DI BRE

Oczekujemy dynamicznego przyspieszenia w tempie wzrostu rynku już od 2011

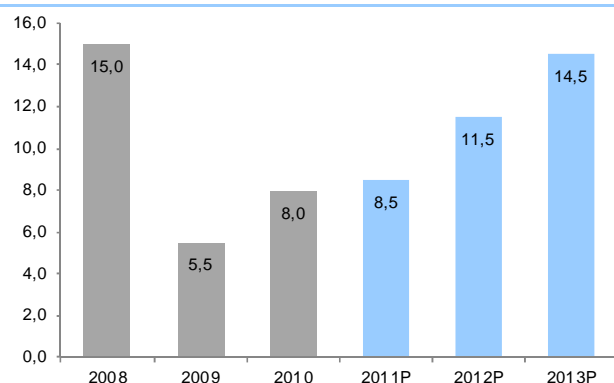
Zakładając, że rynek rumuński będzie rozwijał się podobnie, jak rynek polski, spodziewamy się, że wskaźnik skłonności będzie dalej spadał, do 19% w 2011. Niemniej jednak, z powodu dynamicznego przyrostu kredytów z utratą wartości w Rumuni w latach 2008-2010 (średniorocznie o 112%), prognozujemy atrakcyjny wzrost rynku zakupu wierzytelności. Oczekujemy 11% średniorocznego tempa wzrostu do 2,8 mld PLN w 2013.

Rumunia – rynek zakupu wierzytelności w wartości godziwej

Gwałtowny spadek cen w 2008-2009 spowodowany załamaniem gospodarczym

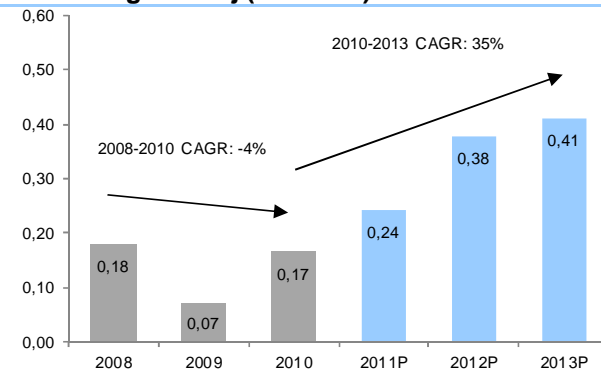
Z powodu załamania gospodarczego w Rumunii w 2009 (realny PKB spadł o 7,1% względem 7,4% wzrostu w 2008), średnia cena zakupu portfela wierzytelności spadła z 15,0% w 2008 do 5,5% w 2009. Chociaż realne PKB w Rumunii w 2010 dalej spadło o 1,2%, tempo tego spadku było już mniejsze, co przełożyło się na wzrost średnich cen do 8,0%. Spadek średnich cen rynkowych znalazł odzwierciedlenie w wartości rynku zakupu wierzytelności wyrażonego w wartościach godziwych. W 2010 roku wyniosła ona 166 mln PLN, co stanowiło 7% spadek względem 2008.

Średnie ceny rynkowe (%)



Źródło: Kruk, NBR, DI BRE

Wartość rynku zakupu wierzytelności w wartości godziwej (mld PLN)



Oczekujemy odbicia w cenach i wzrostu rynku

MFV prognozuje, że realne PKB Rumunii wzrośnie do 4,4% w 2012 względem 1,3% spadku w 2010. Ponieważ średnie ceny rynkowe są pozytywnie skorelowane z tempem rozwoju gospodarki, zakładamy ich stopniowy wzrost z 8,5% w 2011 do 14,5% w 2013. W konsekwencji prognozujemy, że wartość rynku zakupu wierzytelności wyrażona w wartości godziwej będzie wzrastać szybciej, niż w wartości nominalnej. Oczekujemy 46% przyrostu w 2011 do 242 mln PLN, 56% w 2012 do 379 mln PLN oraz 9% w 2013 do 411 mln PLN.

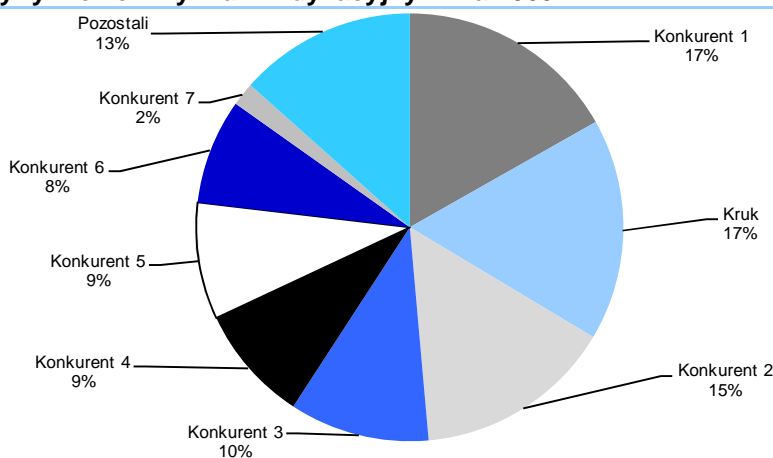
Rumunia – otoczenie konkurencyjne

Kruk jest liderem rynku dzięki silnej pozycji na rynku zakupów wierzytelności

Podobnie jak w Polsce, w Rumunii pięciu największych graczy rynkowych odpowiada za ok. 2/3 rynku (68% względem 74% dla Polski). W 2009 Kruk był współliderem rynku rumuńskiego wraz z jednym z konkurentów, kontrolując po 17% rynku.

Zwracamy uwagę, że 17% udział rynkowy Kruka w 2009 można rozbić na 15% udział w rynku inkasa i 27% udział w rynku zakupów w wartości godziwej. W 2010 Kruk dodatkowo umocnił swoją pozycję, zdobywając 16% rynku inkasa i 65% rynku zakupów w wartości godziwej.

Udziały rynkowe w rynku windykacyjnym* za 2009



Źródło: Kruk, DI BRE, * mierzonego w wartości nominalnej jako suma rynku inkasa i zakupu wierzytelności

Wyniki za 1Q 2011

Zysk netto wzrósł o 97% R/R do 14 mln PLN

W 1Q 2011 Kruk zaraportował zysk netto na poziomie 14,2 mln PLN, co oznacza wzrost o 97% R/R. Po pierwszym kwartale spółka wykonała 23% naszej prognozy całorocznej zysku netto na 2011 (61,8 mln PLN, +71% R/R) względem 20% w 2010.

Podsumowanie wyników kwartalnych

(mln PLN)	1Q10	1Q11	R/R	1Q10 jako % FY 2010	1Q11 jako % FY 2011P
Przychody	33,4	53,2	59%	20%	20%
zakup wierzytelności	22,0	42,9	95%	19%	20%
inkaso	11,0	9,7	-12%	25%	22%
pozostałe	0,3	0,6	98%	14%	10%
Koszty bezpośrednie i pośrednie	-18,3	-25,3	38%	20%	19%
zakup wierzytelności	-12,0	-18,4	53%	20%	18%
inkaso	-5,8	-6,2	5%	23%	22%
pozostałe	-0,4	-0,8	86%	15%	13%
Marża pośrednia	15,1	27,8	85%	20%	22%
zakup wierzytelności	10,0	24,5	145%	17%	22%
inkaso	5,2	3,5	-32%	28%	22%
pozostałe	-0,1	-0,2	55%	17%	85%
Koszty ogólnego zarządu (razem z amortyzacją)	-6,9	-9,5	38%	21%	22%
Pozostała działalność operacyjna	-0,5	-0,3	-40%	442%	33%
Zysk operacyjny	7,7	18,1	134%	18%	22%
Wynik na działalności finansowej	-0,4	-3,9	930%	5%	21%
Zysk brutto	7,3	14,2	94%	21%	22%
Podatek dochodowy	-0,2	-0,1	-31%	-32%	4%
Zyski mniejszości	0,0	0,0	130%	24%	-
Zysk netto	7,2	14,1	97%	20%	23%
Przychody z zakupów jako % spłat	53,7%	64,8%		-	-
Koszty w zakupach jako % spłat	29,3%	27,8%		-	-
Marża pośrednia (%)	45,2%	52,3%		-	-
zakup wierzytelności (%)	45,4%	57,1%		-	-
inkaso (%)	47,0%	36,3%		-	-
Marża EBIT (%)	23,1%	34,0%		-	-
Marża zysku netto (%)	21,4%	26,5%		-	-
Koszt finansowania (spread ponad 3M WIBOR, %)	0,3%	9,1%		-	-
Efektywna stopa podatkowa (%)	2,2%	0,8%		-	-
ROE (%)	28,3%	40,5%		-	-
ROA (%)	12,3%	15,6%		-	-
Wartość portfela na koniec okresu	167,4	307,0	83%	-	-
Aktywa ogółem	259,2	405,5	56%	-	-
Kapitały własne	102,4	146,0	43%	-	-
Dług	86,9	166,1	91%	-	-
Dług netto	28,8	134,9	369%	-	-
Nakłady na zakupy wierzytelności	36,0	69,2	92%	19%	18%
Spłaty	41,0	66,2	61%	21%	18%
Dług netto/kapitały własne (%)	28%	92%		-	-

Źródło: Kruk, Bloomberg, DI BRE Banku



Segment zakupu wierzytelności głównym motorem poprawy wyniku

W 1Q 2011 Kruk zainwestował 69,2 mln PLN (+92% R/R) w zakup 10 portfeli wierzytelności o łącznej wartości nominalnej 739,0 mln PLN. Szacujemy, że ok. 70% środków zostało zainwestowanych na rynku rumuńskim, a reszta (ok. 30%) w Polsce. Jednocześnie spłaty z portfeli sięgnęły 66,2 mln PLN, czyli wzrosły o 61% R/R. W konsekwencji, wartość portfela wierzytelności na bilansie Kruka na koniec 1Q 2011 wyniosła 307,0 mln PLN, co oznacza wzrost o 83% R/R oraz 17% Q/Q.

Przychody Kruka z tytułu zakupionych wierzytelności wyniosły 42,9 mln PLN, czyli wzrosły o 95% R/R. W trakcie konferencji spółka wyjaśniła, że znacznie lepiej od prognoza spłacały się ostatnio zakupione portfele w Rumunii. Jednak, pomimo tego, spółka nie zdecydowała się jeszcze na ich rewaluację w górę (w przychodach została ujęta jedynie nadwyżka spłat rzeczywistych ponad spłaty planowane). Ponieważ koszty bezpośrednie i pośrednie tego segmentu powiększyły się w wolniejszym tempie niż przychody (o 53% R/R do 18,4 mln PLN) marża pośrednia wzrosła o 145% R/R do 24,5 mln PLN. Marża pośrednia jako % przychodów poprawiła się aż o 11,7pp R/R do 57,1%. W naszej opinii, głównym powodem tego jest lepsza niż oczekiwana spłacalność portfeli w Rumunii.

Segment inkasa spada z powodu niższych przychodów na rynku wtórnym

W 1Q 2011 przychody z segmentu inkasa wyniosły 9,7 mln PLN, co oznacza spadek o 12% R/R. Zarząd spółki wyjaśnił, że za ten spadek w znacznej mierze odpowiada brak w 1Q 2011 relatywnie dużych spłat na portfelach korporacyjnych (w tzw. inkasie na rynku wtórnym), które wystąpiły w 1Q 2010. W 1Q 2011 Kruk pozyskał do inkasa na rynku pierwotnym (portfele detaliczne) ok. 0,6 mld PLN portfel, co oznacza spadek o 26% R/R. Ponieważ przychody spadały w wolniejszym tempie niż wartość pozyskanego do inkasa, marża na inkasie poprawiła się z 1,3% w 1Q 2010 do 1,6% w 1Q 2011.

Koszty bezpośrednie i pośrednie w segmencie inkasa wzrosły o 5% R/R do 6,2 mln PLN, pomimo spadku przychodów. Zarząd Kruka poinformował, że spółka strategiczną decyzję zmierzającą do poprawienia wskaźnika odzysku, co powinno przełożyć się w późniejszym terminie na poprawę marży na inkasie oraz w konsekwencji wzrost przychodów. Z powodu spadku przychodów oraz wzrostu kosztów, wartość marży pośredniej zmniejszyła się o 32% R/R do 3,5 mln PLN. Marża pośrednia jako % przychodów pogorszyła się o 10,7pp do 36,3%.

Zysk operacyjny poprawił się o 134% R/R do 18 mln PLN

Koszty ogólnego zarządu (razem z amortyzacją) wzrosły o 38% R/R do 9,5 mln PLN. Ponieważ ich dynamika była niższa niż przyrost przychodów ogółem, ich udział w przychodach spadł z 20,5% w 1Q 2010 do 17,8% w 1Q 2011. W konsekwencji, zysk operacyjny wzrósł o 134% do 18,1 mln PLN, a jego marża poprawiła się o 10,9pp do 34,0%.

Różnice kursowe spowodowały znaczny wzrost kosztów finansowania

Koszt finansowania (wynik na działalności finansowej łącznie z różnicami kursowymi netto) na długi netto wzrósł znacząco R/R, o 8,7pp do 13,1%. Oznacza to, że spread ponad średni 3M WIBOR rozszerzył się o 8,7pp do 9,1%. Powodem takiego wzrostu są straty netto z tytułu różnic kursowych netto, które wzrosły o 1,2 mln PLN R/R do 0,9 mln PLN. Po skorygowaniu wyniku na działalność finansową o różnice kursowe, koszt finansowania na długi netto wzrósł o 1,5pp. do 10,3%, a spread rozszerzył się o 1,6pp. do 6,3%.

Struktura bilansu nadal bezpieczna

Mimo, że wskaźnik dług netto/kapitałów własnych wzrósł od końca 2010 o 16pp. do 92%, w naszej opinii znajduje się on nadal na niskim i bezpiecznym poziomie.

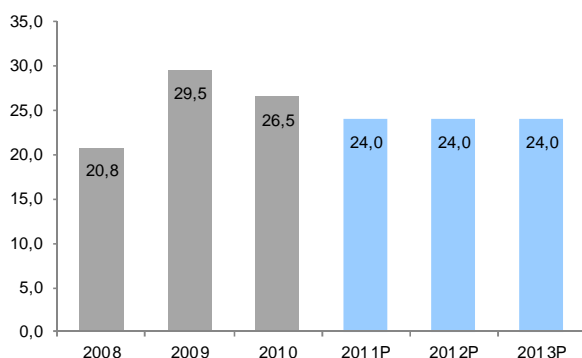
Prognozy finansowe

Inkaso – marża pośrednia

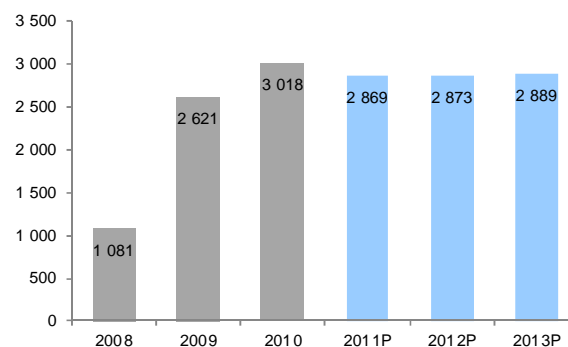
Kruk utrzyma pozycje lidera w Polsce z 24% udziałem...

Udział rynkowy Kruka w rynku inkasa w Polsce kształtował się w granicach 21%-30% w ciągu ostatnich trzech lat, ostatecznie wynosząc 26,5% w 2010. Uważamy, że spółka będzie w stanie utrzymać swoją pozycję lidera z udziałem rynkowym na poziomie 24%, bazując na swoich długoletnich relacjach z największymi bankami w Polsce oraz oferując wysoką jakość usług. Po latach prężnego wzrostu oczekujemy stabilizacji wartości rynku inkasa w Polsce w następnych trzech latach. W konsekwencji prognozujemy, że wartość portfeli przyjętych do inkasa przez Kruka utrzyma się na poziomie ok. 2,9 mld PLN w latach 2011-2013.

Udziały w rynku inkasa w Polsce (%)



Wartość portfeli przyjętych do inkasa w Polsce (mln PLN)*



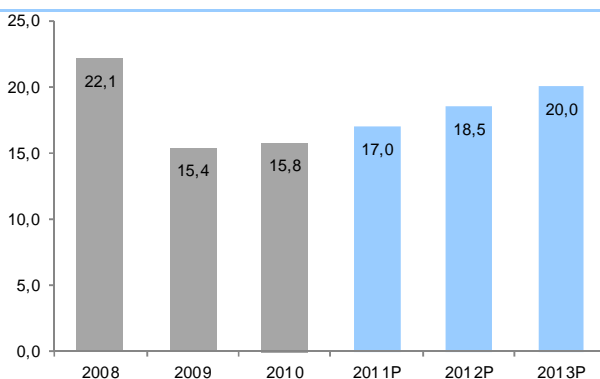
Źródło: Kruk, DI BRE, * w ramach tzw. rynku pierwotnego

... i zdobędzie 20% rynku rumuńskiego

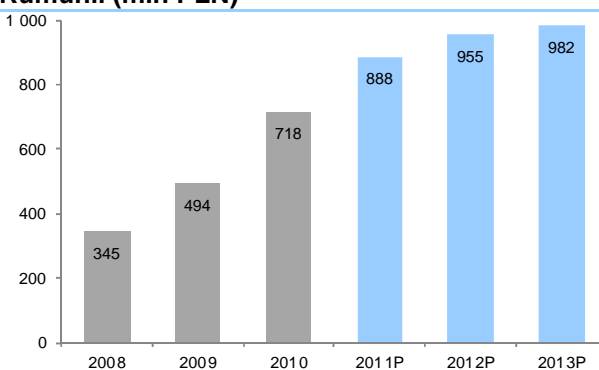
W 2008 roku, czyli w drugim roku swojej obecności na rynku rumuńskim, Kruk przyjął do inkasa portfele o wartości 345 mln PLN, co przekładało się na 22,1% udział w rynku. Rok później, pomimo że wartość portfela przyjętego przez spółkę do inkasa wzrosła aż o 43% R/R do 494 mln PLN, udział rynkowy Kruka spadł do 15,4%. Spółka podjęła świadomą decyzję przejściowej koncentracji na segmencie zakupu wierzytelności, wykorzystując okres słabości konkurentów (dostęp do finansowania) i niskich średnich cen rynkowych.

Uważamy, że Kruk będzie w stanie zdobywać udziały rynkowe. Oczekujemy, że wzrosną one stopniowo z 15,8% w 2010 do 20,0% w 2013. W rezultacie prognozujemy, że wartość pozyskanych portfeli do inkasa wzrośnie średniorocznie o 11% z 718 mln PLN w 2010 do 982 mln PLN w 2013.

Udziały w rynku inkasa w Rumunii (%)



Wartość portfeli przyjętych do inkasa w Rumunii (mln PLN)



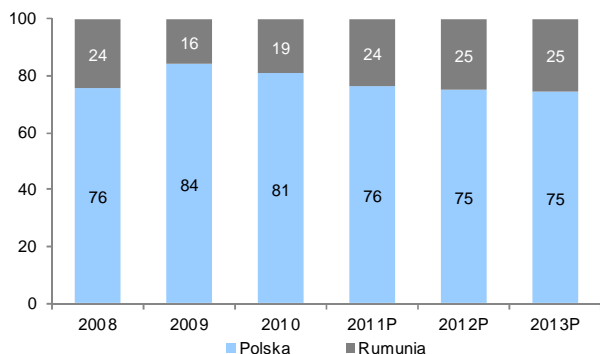
Źródło: Kruk, DI BRE

Marża jest pozytywnie skorelowana z tempem rozwoju gospodarczego

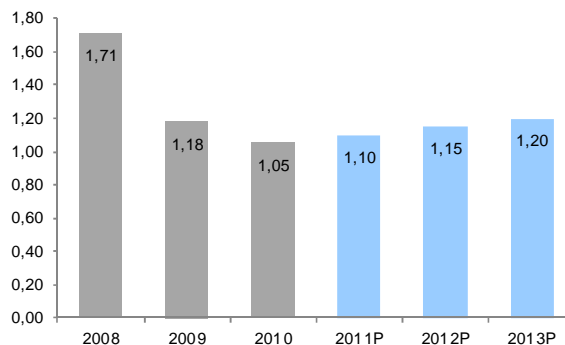
Marża na inkasie (definiowana jako stosunek przychodów do wartości portfeli pozyskanych do inkasa) spadła w 2010 do 1,05% z 1,71% w 2008 i 1,18% w 2009. W opinii spółki nie był to wynik obniżki cen, lecz efekt spowolnienia gospodarczego i mniejszych efektywnych

odzysków. Ponieważ oczekujemy odbicia gospodarczego zarówno w Polsce, jak i w Rumunii, spodziewamy się, że spółka będzie w stanie zwiększyć efektywność odzysków, a w konsekwencji poprawić swoją marżę. Zwracamy uwagę, że w naszej prognozie marża nie powraca do swoich historycznych maksimów z roku 2008. Uważamy, że walka o udziały rynkowe w Rumunii przełoży się na presję na marże na tym rynku.

Struktura geograficzna portfeli przyjętych do inkasa (%)



Marża na inkasie – rynek pierwotny (%)

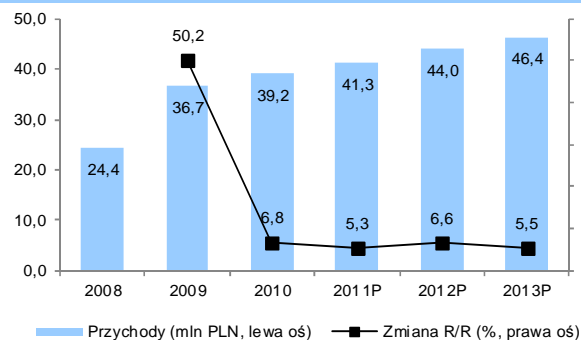


Źródło: Kruk, DI BRE

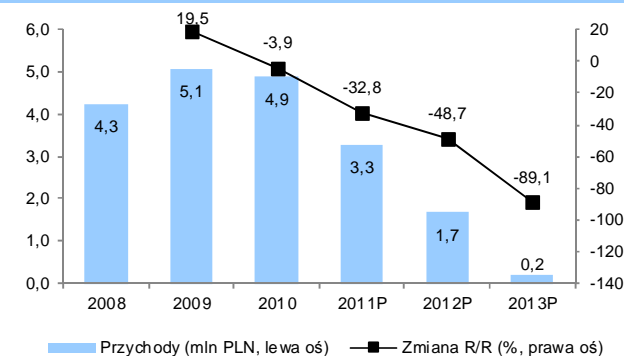
Prognozujemy wzrost przychodów z 44 mln PLN w 2010 do 47 mln PLN w 2013

Prognozujemy, że tempo wzrostu przychodów z tytułu inkasa na rynku pierwotnym nieznacznie spowolni z 7% w 2010 do 5%-6% w latach 2011-2013. W przychodach z usługi serwisowej (tzw. inkasa na rynku wtórnym, który dotyczy bankowych długów korporacyjnych – opis usługi na stronie 14 raportu) zakładamy stopniowy spadek z poziomu 4,9 mln PLN w 2010 do 0,2 mln PLN w 2013. Jest to zgodne ze strategią Zarządu, spółka zamierza wygasić tę część działalności i skoncentrować się na zakupie portfeli korporacyjnych na własny rachunek. Podsumowując naszą prognozę przychodów z inkasa, oczekujemy marginalnego wzrostu, 1%-2% R/R, w latach 2011-2013, z 44,1 mln PLN w 2010 do 46,6 mln PLN w 2013.

Przychody z inkasa – rynek pierwotny



Przychody z inkasa – rynek wtórny (serwis)



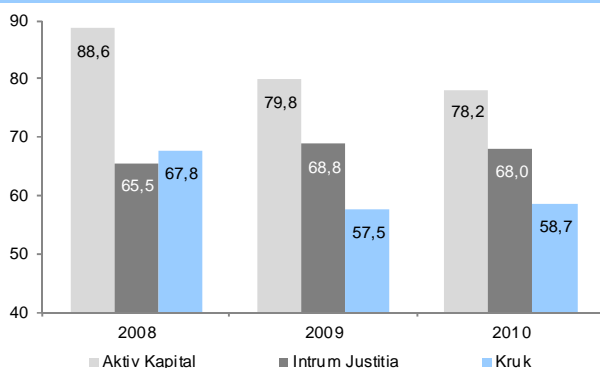
Źródło: Kruk, DI BRE

Spodziewamy się, że Kruk utrzyma wysoką rentowność na poziomie marży pośredniej, powyżej 34%

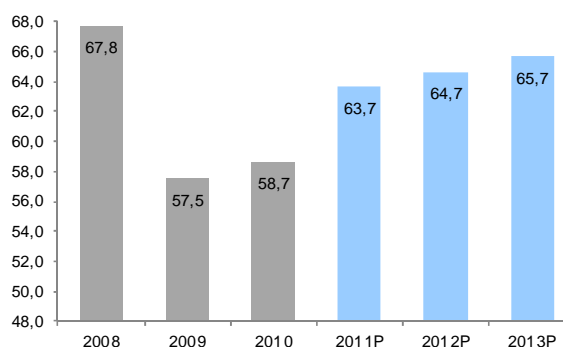
W porównaniu do dwóch europejskich spółek porównywalnych oferujących usługi inkasa, Kruk jest podmiotem najbardziej efektywnym kosztowo, ze średnim wskaźnikiem koszty/dochody na poziomie 58% w latach 2009-2010. Odpowiednia średnia dla Aktiv Kapital kształtowała się na poziomie 79%, a dla Intrum Justitia na poziomie 68%. Choć prognozujemy wzrost tego wskaźnika w Kruku do średniego poziomu 65% za lata 2011-2013, zwracamy uwagę, że pozostanie on nadal poniżej średnich historycznych dla spółek porównywalnych.

Uważamy, że różnice w poziomach efektywności tłumaczy przede wszystkim fakt, że Kruk operuje wyłącznie na rynkach rozwijających się, podczas gdy cała (Aktiv Kapital) lub większość (Intrum Justitia) biznesu spółek porównywalnych pochodzi z rynków rozwiniętych. Oczekujemy, że wraz z postępowaniem gospodarczym w Polsce i Rumunii efektywność kosztowa Kruka w średnim i długim terminie będzie upodabniać się do efektywności charakterystycznej dla rynków rozwiniętych.

Porównanie wskaźnika koszty*/dochody dla inkasa w spółkach porównywalnych (%)



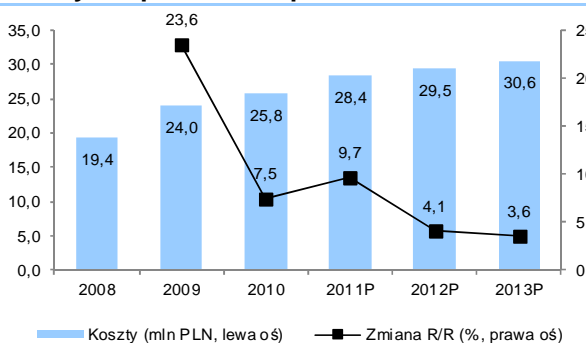
Kruk: Koszty*/dochody dla inkasa (%)



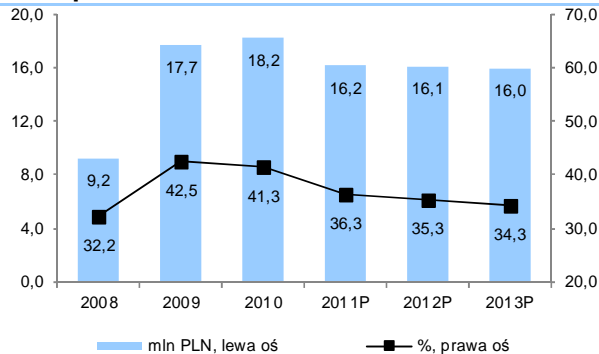
Źródło: Kruk, DI BRE, * koszty bezpośrednie i pośrednie, czyli bez kosztów ogólnego zarządu i amortyzacji

Prognozujemy, że koszty bezpośrednie i pośrednie w inkasie wzrosną o 10% w 2011 do 28,4 mln PLN. Uważamy, że później, w latach 2012-2013, ich tempo przyrostu ustabilizuje się na poziomie ok. 4%. Chociaż oczekujemy, że marża pośrednia na inkasie spadnie z 41,3% w 2010 do 34,3% w 2013, w naszej opinii cały czas utrzyma się na relatywnie wysokim poziomie.

Koszty bezpośrednie i pośrednie w inkasie



Marża pośrednia w inkasie



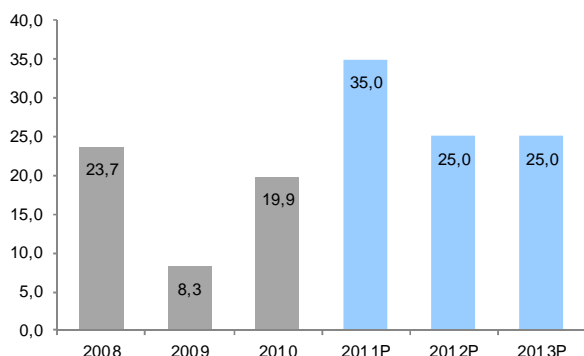
Źródło: Kruk, DI BRE

Zakup wierzytelności – marża pośrednia

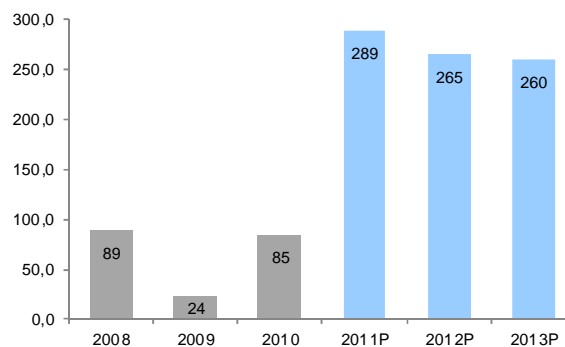
Zakładamy, że docelowo w 2013 Kruk będzie miał 25% udział rynkowy w polskim rynku wierzytelności detalicznych, ...

Sądzimy, że Kruk będzie partycypował w oczekiwanym wzroście rynku zakupu wierzytelności detalicznych w Polsce i docelowo w 2013 osiągnie 25% udział w rynku. Prognozujemy, że tymczasowo w 2011 udział rynkowy wzrośnie do rekordowego poziomu 35%, co związane jest z nabyciem przez spółkę dwóch dużych portfeli w 2Q 2011, od PKO BP portfela o nominalnej wartości 541 mln PLN oraz od BRE portfela o nominalnej wartości 621 mln PLN. W konsekwencji prognozujemy, że wartość inwestycji poniesionych przez Kruka w nabycia portfeli wzrośnie w 2011 o 241% R/R do 289 mln PLN, aby później obniżyć się o 8% R/R w 2012 do 265 mln PLN oraz o kolejne 2% R/R w 2013 do 260 mln PLN.

Udziały w rynku* detalicznych wierzytelności w Polsce (%)



Wartość* zakupionych portfeli detalicznych w Polsce (mln PLN)

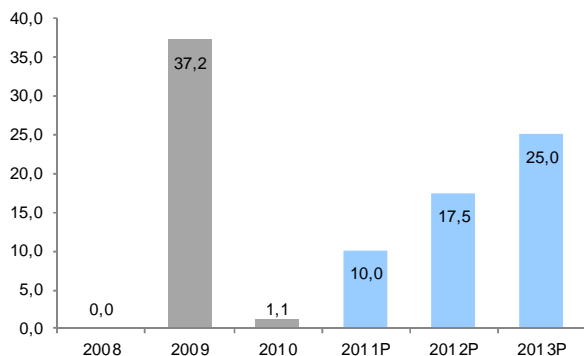


Źródło: Kruk, DI BRE, * w wartości godziwej

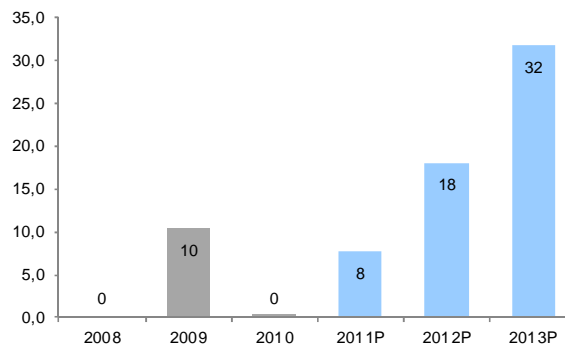
... w polskim rynku wierzytelności korporacyjnych oraz ...

W naszej opinii doświadczenie oraz kompetencje w zakresie przyjmowania zabezpieczeń rzeczowych, jakie Kruk zdobył w ciągu ostatnich czterech lat wykonując usługę serwisową (inkaso wtórne, czyli obsługę bankowych długów korporacyjnych na zlecenie wierzycieli wtórnych), przełożą się na stopniowe zdobywanie udziałów rynkowych w rynku zakupów wierzytelności korporacyjnych w Polsce. Zakładamy, że udział rynkowy sięgnie 10% w 2011, 18% w 2012 i 25% w 2013. W konsekwencji prognozujemy, że wartość zakupionych wierzytelności korporacyjnych wyniesie 8 mln PLN w 2011, 18 mln PLN w 2012 i 32 mln PLN w 2013.

Udziały w rynku* korporacyjnych wierzytelności w Polsce (%)



Wartość* zakupionych portfeli korporacyjnych w Polsce (mln PLN)



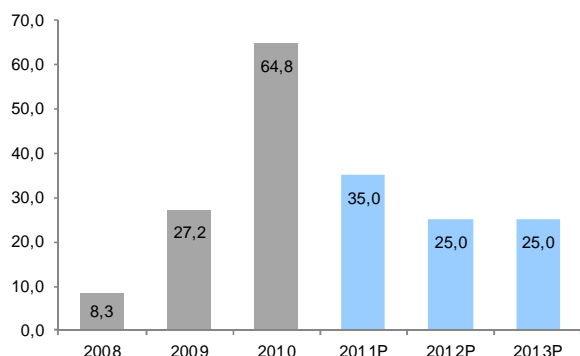
Źródło: Kruk, DI BRE, * w wartości godziwej

... w rynku rumuńskim

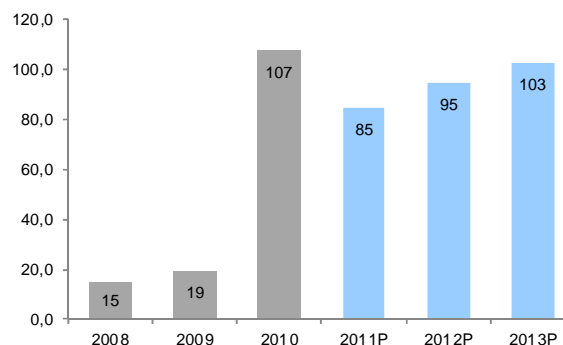
W 2010 Kruk skoncentrował swoją działalność na rumuńskim rynku zakupu wierzytelności. W sumie nabył portfele za 107 mln PLN, co ostatecznie przełożyło się na blisko 65% udział rynkowy. Uważamy, że spółka będzie w stanie utrzymać pozycję lidera rynkowego, chociaż nie obroni swojego bardzo wysokiego udziału w rynku. Prognozujemy, że w średnim terminie udział rynkowy w Rumunii będzie kształtował się na poziomie 25%.

Zwracamy uwagę, że pomimo znacząco spadającego udziału rynkowego Kruka, w naszej opinii spółka będzie w stanie kupować portfele za ok. 95 mln PLN średniorocznie, czyli jedynie 10%-15% poniżej poziomu osiągniętego w 2010. Wynika to z bardzo dynamicznego tempa wzrostu jakiego spodziewamy się na rynku rumuńskim.

Udziały w rynku* wierzytelności w Rumunii (%)



Wartość* zakupionych portfeli w Rumunii (mln PLN)

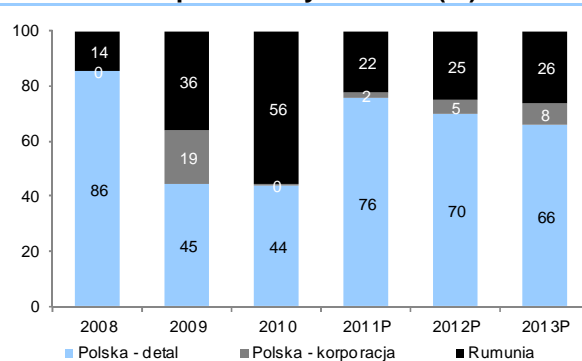
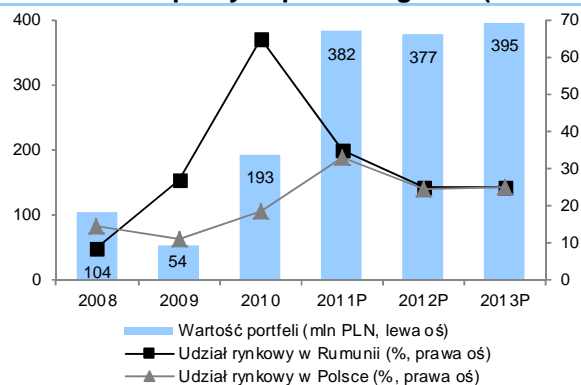


Źródło: Kruk, DI BRE, * w wartości godziwej

Łączna wartość zakupów wierzytelności sięgnie poziomu 395 mln PLN w 2013

Oczekujemy, że po tym jak Kruk zakupił 193 mln PLN wierzytelności w 2010 (+257% R/R), wartość zakupów sięgnie 382 mln PLN w 2011 (+98% R/R), 377 mln PLN w 2012 (-1%) oraz 395 mln PLN w 2013 (+5% R/R).

Wartość* zakupionych portfeli ogółem (mln PLN) Struktura zakupów wierzytelności* (%)



Źródło: Kruk, DI BRE, * w wartości godziwej

Przychody są rozpoznawane zgodnie z MSR 39

Spółka rozpoznaje przychody w oparciu o MSR 39 (mechanizm zobrazowany w załączniku nr 3 na stronie 52). Na sumę przychodów z windykacji zakupionych pakietów składają się otrzymywane odsetki oraz aktualizacje wyceny pakietów wierzytelności.

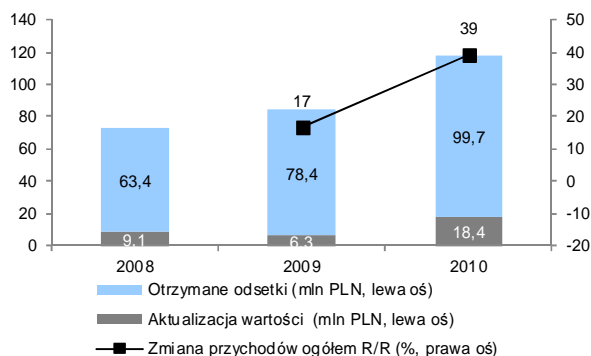
Zwracamy uwagę na dwie podstawowe zasady w oparciu o które są rozpoznawane przychodów z tytułu otrzymanych odsetek. Po pierwsze, w przychodach wykazywana jest sama „marża” (bez amortyzacji kapitału), podobnie jak przychody odsetkowe w bankach (suma przychodów z danego portfela przez cały okres jego spłacalności równa się sumie spłat z portfela pomniejszonej o wartość zakupu tego portfela, czyli kapitał zainwestowany). Po drugie, przychody są rozpoznawane w oparciu o średnioroczną oczekiwaną stopę zwrotu (IRR, inną dla każdego portfela). W momencie nabycia portfela, spółka prognozuje rozkład spłat z tego pakietu wierzytelności w przyszłości. W oparciu o te prognozowane przepływy gotówkowe, spółka wylicza średnioroczną stopę zwrotu, czyli IRR, która pozostaje niezmienna do momentu całkowitego zamortyzowania się danego portfela. Aby wyliczyć przychody należy pomnożyć IRR przez bilansową wartość portfela wierzytelności na początek danego okresu sprawozdawczego.

Mogą być dwa źródła aktualizacji, różnica między rzeczywistymi a planowanymi spłatami w danym okresie sprawozdawczym lub zmiana oczekiwań spółki co do kształtowania się przyszłych spłat (względem oczekiwań pierwotnych).

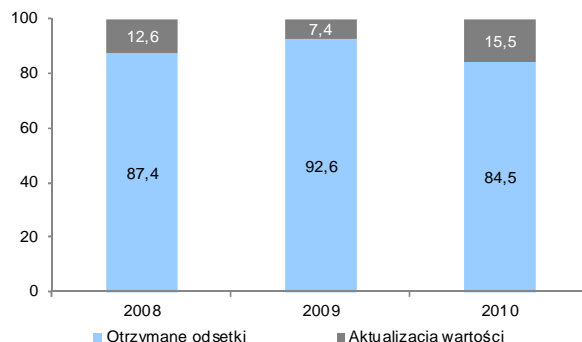
Pozytywna wartość aktualizacji wynikająca z różnicy między rzeczywistymi a planowanymi spłatami oznacza, że rzeczywiste spłaty w danym okresie były większe niż planowane, a w konsekwencji wyższa niż planowana rentowność portfela nie jest uchwycona przez pierwotnie skalkulowany IRR (który pozostaje niezmienny do momentu całkowitego zamortyzowania się portfela). W rezultacie aktualizacja wartości to rozpoznanie przeszłych przychodów. Wartość przychodów wynikających z tego rodzaju aktualizacji to prosta nadwyżka rzeczywistych spłat nad planowanymi.

Pozytywna wartość aktualizacji wynikająca ze zmiany oczekiwań spłaty co do kształtowania się spłat w przyszłych okresach, oznacza że firma w danym momencie spodziewa się otrzymać w przyszłości wyższe spłaty niż pierwotnie to zakładała. Czyli ponownie wyższa niż planowana rentowność portfela nie jest uchwycona przez jego pierwotnie skalkulowany IRR. Spółka oblicza nadwyżkę obecnie oczekiwanych przyszłych spłat względem odpowiednich pierwotnych szacunków i dyskontuje tę różnicę IRR'em do wartości godziwej.

Przychody z zakupionych portfeli (mln PLN)



Struktura przychodów (%)

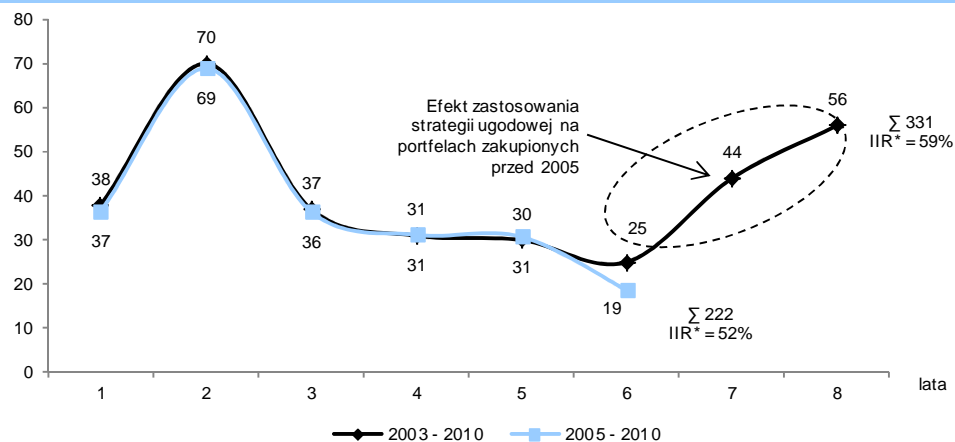


Źródło: Kruk

Analiza historycznej krzywej spłat

Bazując na rzeczywistych wpływach spłat, spółka sporządziła tzw. krzywą spłat, czyli uśredniony historyczny rozkład wpływów pieniężnych z tytułu nabytych pakietów wierzytelności ujętych jako udział w wartości nakładów na zakup pakietów. Na wykresie poniżej są zaprezentowane dwie krzywe, jedna oparta o spłaty w latach 2003-2010, druga o spłaty w latach 2005-2010. Zwracamy uwagę, że pierwsza krzywa po szóstym roku jest znacząco zniekształcona przez efekt wprowadzenia strategii ugodowej w połowie 2008. Spółka zanotowała znaczące wpływy z portfeli nabytych w 2003 i 2004.

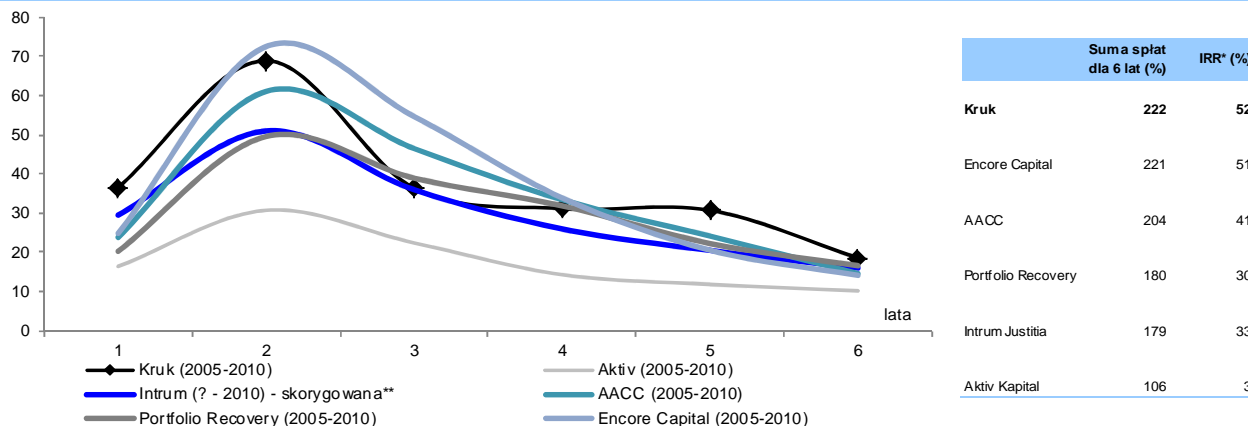
Historyczna krzywa spłat Kruka (%)



Źródło: Kruk, DI BRE, * IRR – stopa dyskontowa zannualizowana policzona wg cykli półrocznych spłat dla całego okresu spłat

W porównaniu do 6-letnich krzywych spłat spółek porównywalnych, historyczna krzywa spłat Kruka (za lata 2005-2010) charakteryzuje się wysoką spłacalnością w okresie pierwszych dwóch lat, a później gwałtownym wypłaszczeniem w roku trzecim i czwartym. Oznacza to, że chociaż suma spłat w ciągu pierwszych sześciu lat nie jest znacząco większa niż w przypadku najefektywniejszych spółek porównywalnych takich jak Encore Capital czy AACC, rentowność portfela zobrazowana przez IRR jest najwyższa. Zwracamy uwagę, że Intrum, która jako jedyna z zaprezentowanych spółek prowadzi działalność częściowo w krajach Europy Środkowo-Wschodniej, ma znacząco niższy IRR niż Kruk (33% względem 52%). W naszej opinii można to tłumaczyć niższą sumą spłat (179% w Intrum względem 222% w Kruku), inną strukturą portfela (większym udziałem wierzytelności telekomunikacyjnych w Intrum, 23% względem 14% w Kruku) oraz głębszym kryzysem gospodarczym w Europie Zachodniej niż w Europie Środkowo-Wschodniej.

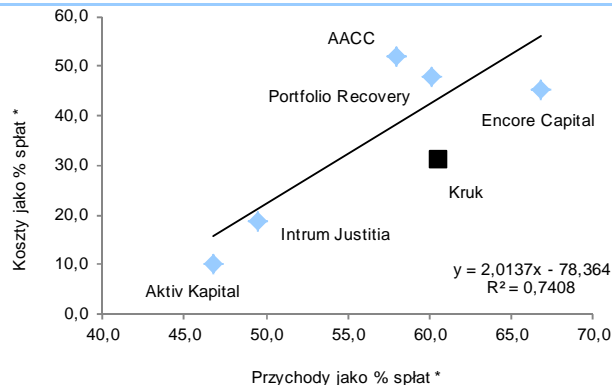
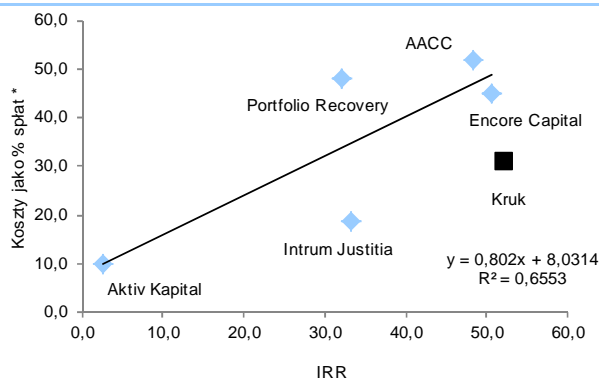
Porównanie 6-letnich krzywych spłat (za ostatnie dostępne lata) (%)



Źródło: Spółki, DI BRE, * IRR – stopa dyskontowa zannualizowana policzona wg cykli półrocznych spłat dla 6-letniego okresu spłat; ** doprowadzona do porównywalności z pozostałymi krzywymi – przekształcona z cykli 12-miesięcznych rozumianych jako kolejne 12 miesięcy od momentu nabycia portfela, na cykle w oparciu o rok kalendarzowy zakładając nabycie wszystkich portfeli w połowie roku

Uważamy, że suma spłat i tempo ich pozyskiwania, a przez to wysokość IRR, są ściśle skorelowane z wysokością kosztów jakie trzeba ponieść w celu uzyskania założonej krzywej spłat. Z wykresów poniżej wynika, że rentowność Kruka (zobrazowana przez IRR oraz przychody jako procent spłat) jest znacząco wyższa niż spółek porównywalnych w relacji do poniesionych kosztów.

Porównanie rentowności (lewy) oraz efektywności kosztowej (prawy) spółek porównywalnych i Kruka



Źródło: Kruk, DI BRE, * średnia za lata 2008-2010

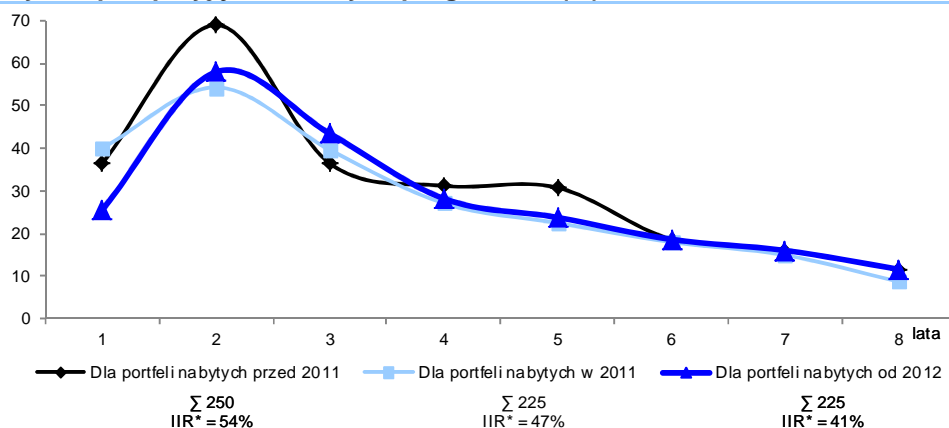
Krzywe spłat przyjęte w prognozach

Uważamy, że Kruk będzie w stanie utrzymać relatywnie wysoką skumulowaną wartość spłat (jako procent wartości godziwej portfela) w długim terminie. W naszej opinii spółka dysponuje przewagą konkurencyjną w postaci rozbudowanej bazy danych oraz efektywnym procesem windykacyjnym opartym na strategii ugodowej. Ponadto dopiero od 2010 Kruk zaczął naliczać odsetki od nabytych pakietów. Wcześniej spółka oczekiwała, że dłużnik spłaci tylko tyle, ile zalegał w stosunku do wierzyciela pierwotnego. Analiza przeprowadzona przez Kruka dowiodła, że fakt naliczania dodatkowych odsetek przez firmę windykacyjną nie wpływa znacząco na chęć dłużnika do zawarcia ugody, a później na terminowość obsługi kolejnych płatności. Uważamy, że naliczanie odsetek przez Kruka pozytywnie wpłynie na kształt przyszłej krzywej spłat.

Z drugiej strony sądzimy, że rosnące średnie ceny rynkowe mogą negatywnie wpłynąć na skumulowaną wartość spłat (przy rosnących cenach rynkowych, aby uzyskać ten sam poziom skumulowanych spłat jako procent ceny nabycia, trzeba osiągnąć wyższą sumę spłat jako procent wartości nominalnej). Uważamy również, że presja konkurencyjna i stopniowe zawężanie się różnicy w efektywności windykacji między Krukiem a pozostałymi graczami spowodują, że trudniej będzie uzyskać sumę spłat tak wysoką, jak w przeszłości (szczególnie w pierwszych dwóch latach), ponieważ nabyte pakiety zostały bardziej efektywnie zwindykowane na wcześniejszych etapach procesu (w ramach windykacji własnej banków oraz w ramach usługi inkasa). Ponadto konserwatywnie zakładamy, że spółka nie będzie wykazywała przychodów z tytułu aktualizacji wartości portfela, czyli że rzeczywista krzywa nie będzie korzystniejsza od krzywej pierwotnie założonej.

W konsekwencji w naszych prognozach posługujemy się trzema krzywymi spłat. Dla pakietów nabytych do końca 2010 przyjmujemy rzeczywistą krzywą spłat Kruka za lata 2005-2010 dodatkowo wydłużoną o dwa lata. W tej krzywej suma spłat wynosi 250% ceny nabycia, a IRR kształtuje się na poziomie 54%. Dla pakietów nabytych począwszy od 2012 przyjmujemy wypłaszczonej w stosunku do krzywej historycznej krzywą spłat, w której suma spłat wynosi 225%, a IRR 41%. W końcu w stosunku do pakietów nabytych w 2011 przyjmujemy zmodyfikowaną wersję krzywej założonej dla pakietów nabytych począwszy od 2012 roku. Ponieważ zakładamy, że w 1H 2011 spółka wyda aż 75% środków prognozowanych przez nas na cały 2011 (konsekwencja nabycia dwóch dużych pakietów wierzytelności od PKO BP i od BRE), uważamy że spłaty z tych portfeli będą „przesunięte do przodu” względem krzywej przyjmującej równe średnioroczne tempo nabywania portfeli. Zakładamy, że spłaty z tych portfeli wpłyną średnio o kwartał wcześniej niż z portfeli nabytych od 2012. W tej krzywej suma spłat wynosi 225%, a IRR 47%.

Krzywe spłat przyjęte w naszych prognozach (%)



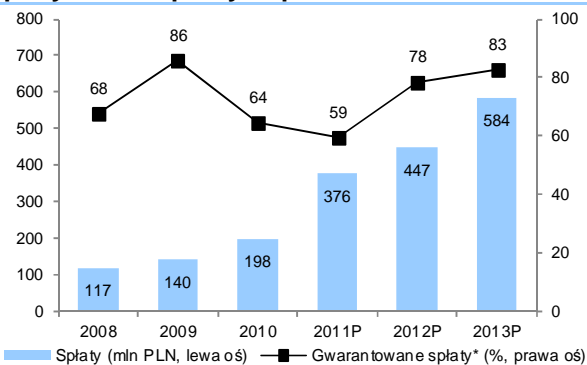
Źródło: Kruk, DI BRE, * IRR – stopa dyskontowa zannualizowana policzona wg cykli półrocznych spłat dla 6-letniego okresu spłat

Spłaty są przewidywalne w blisko 80% na rok z góry

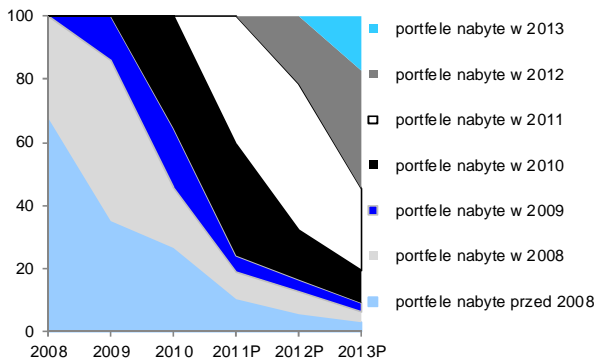
W oparciu o założenie trzech krzywych spłat, prognozujemy, że spłaty wzrosną o 90% w 2011 do 376 mln PLN, o 19% w 2012 do 447 mln PLN oraz o 30% w 2013 do 584 mln PLN. Zwracamy uwagę, że średnio 74% oczekiwanych spłat w latach 2011-2013 jest gwarantowana przez spłaty na portfelach nabytych do końca poprzedniego roku kalendarzowego. Oznacza to, że spółka z dużą dokładnością jest w stanie oszacować wartość wpływów gotówkowych na rok z góry.

Zwracamy uwagę na fakt, że aktywa spółki mają charakter długoterminowy dzięki czemu generują przychody przez okres kilku lat, w naszych prognozach ośmiu. Oznacza to, że w przypadku spadku R/R wartości inwestycji w zakupy portfeli, procentowy negatywny wpływ na przychody i zyski spółki jest mniejszy niż procentowy spadek wartości zakupów. Oszacowaliśmy, że jeżeli w 2011 spółka zainwestuje 50% mniej niż oczekujemy w naszej prognozie bazowej (czyli 191 mln PLN, -1% R/R), prognozowane przez nas przychody będą mniejsze względem naszej prognozy bazowej o 15% w 2011, 18% w 2012 i 11% w 2013. Negatywny wpływ na zysk netto względem naszej prognozy bazowej będzie jeszcze mniejszy i wyniesie 9% w 2011, 10% w 2012 i 9% w 2013.

Spląty na zakupionych portfelach



Struktura spląt (%)

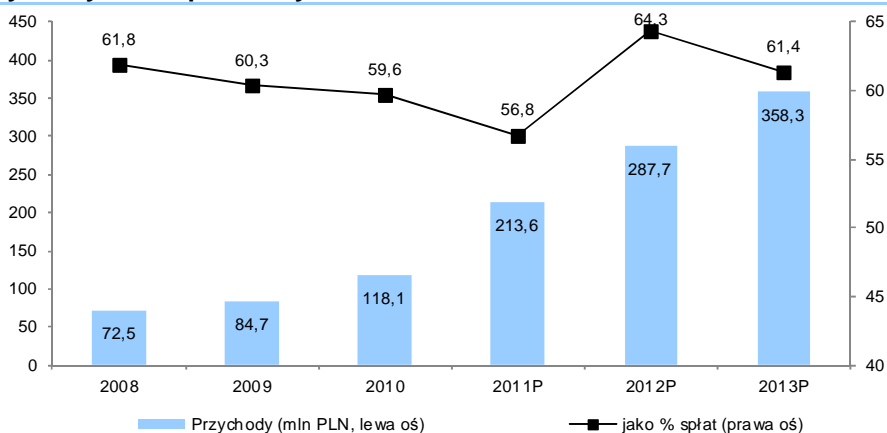


Źródło: Kruk, DI BRE; * gwarantowane przez spląty z portfeli zakupionych do końca poprzedniego roku kalendarzowego

Przychody stanowią tylko ok. 61% wartości spląt

Bazując na naszych założeniach odnośnie stóp dyskontowych (54% dla portfeli nabytych do końca 2010 47% dla portfeli nabytych w 2011 oraz 41% dla portfeli nabytych od początku 2012), prognozujemy, że przychody wzrosną o 81% w 2011 do 214 mln PLN, o 35% w 2012 do 288 mln PLN oraz o 25% w 2013 do 358 mln PLN. Zwracamy uwagę, że wartość przychodów stanowi tylko część wpływów gotówkowych spółki, średnio 61%. Wynika to z tego, że spółka nie wykazuje w przychodach amortyzacji zainwestowanego kapitału.

Przychody z zakupu wierzytelności



Źródło: Kruk, DI BRE

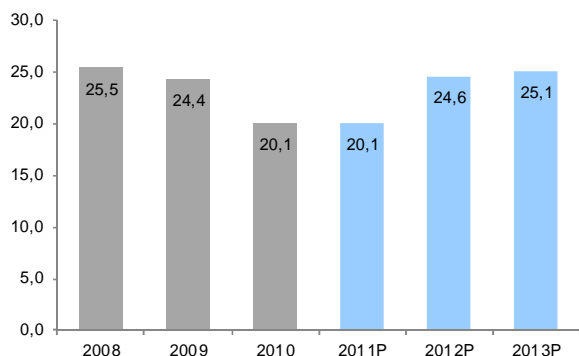
Koszty pozostaną utrzymane na relatywnie niskim poziomie

Zwracamy uwagę, że w segmencie zakupu wierzytelności koszty bezpośrednio i pośrednio związane z usługą nie zależą od generowanych w danym okresie przychodów (tak jak w inkasie), lecz od wartości uzyskanych spląt. Ponadto Kruk dzieli te koszty na tzw. podstawowe (czyli związane z działalnością windykacyjną na bieżących portfelach) oraz na dodatkowe (mające charakter jednorazowy), jak wzmozżona akcja marketingowa lub koszty związane z zastosowaniem strategii ugodowej na starych portfelach (starszych niż dwa lata), dodatkowe koszty związane z „ponadplanową” liczbą spraw wpisanych do bazy ERIF (np. koszt listu poleconego do dłużnika) albo z liczbą załozonych sprawy sądowych.

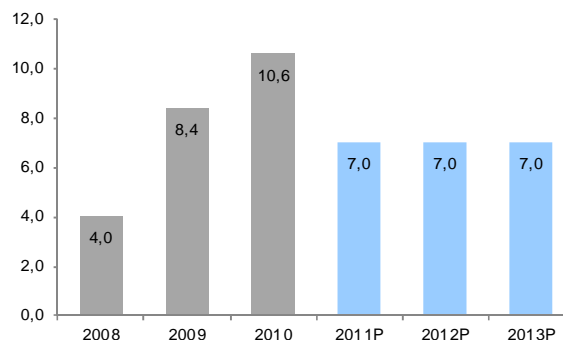
Wskaźnik kosztów podstawowych jako procent spląt w Kruku nie tylko kształtuje się na niskim poziomie, ale również spadł z 25,5% w 2008 do 20,1% w 2010. Uważamy, że spadek wynikał częściowo z „ponadplanowych” spląt ze starych portfeli. W wyniku zastosowania strategii ugodowej, przy relatywnie niskim nakładzie kosztów, spółka uzyskała relatywnie duże wpływy. Z drugiej strony wskaźnik ten dla kosztów dodatkowych wzrósł z 4,0% w 2008 do 10,6% w 2010. Głównym elementem tych kosztów są wydatki związane z masowym kierowaniem spraw do sądu.

W konsekwencji zakładamy, że wskaźnik kosztów podstawowych w 2010 utrzyma się na niskim poziomie z 2010 (20,1%) dzięki utrzymującej się wysokiej splącalności portfeli rumuńskich aby później stopniowo się zwiększać do 24,6% w 2012 oraz 25,1% w 2013, a wskaźnik dla kosztów dodatkowych spadnie do poziomu 7% w latach 2011-2013.

Koszty podstawowe* jako % spłat



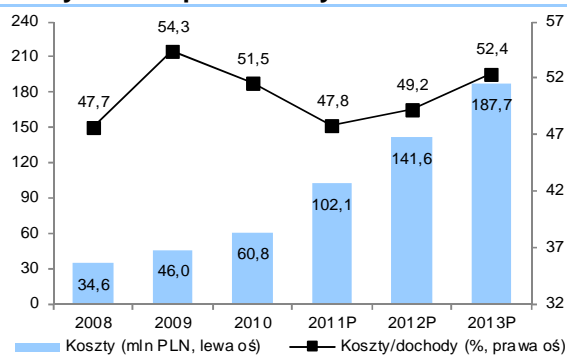
Koszty dodatkowe* jako % spłat



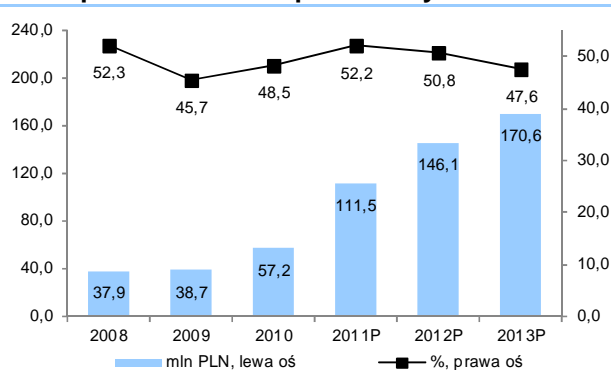
Źródło: Kruk, DI BRE, * koszty bezpośrednie i pośrednie

Prognozujemy, że marża pośrednia wzrośnie średniorocznie o 44% między 2010 a 2013 z 57 mln PLN do 171 mln PLN, a rentowność utrzyma się na wysokim poziomie 48-52%.

Koszty* w zakupach wierzytelności



Marża pośrednia z zakupów wierzytelności



Źródło: Kruk, DI BRE, * koszty bezpośrednie i pośrednie

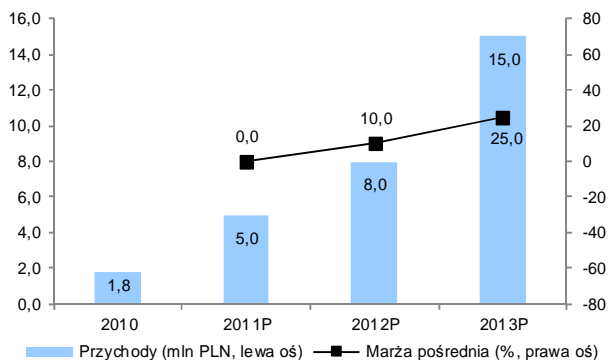
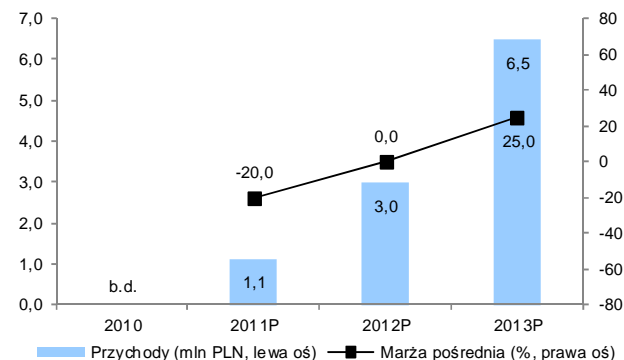
Nowe Produkty

ERIF będzie kontrybuował do zysku operacyjnego od 2012...

ERIF wygenerował ok. 1,8 mln PLN przychodów w 2010. Uważamy, że dzięki wprowadzeniu ustawy o udostępnianiu informacji gospodarczych, która daje możliwość dodawania dłużników do biur informacji gospodarczych (BIG) wierzycielom wtórnym (takim jak Kruk) oraz Rekomendacji T, która zobowiązuje banki do korzystania z zewnętrznych baz danych (w tym BIGów), Kruk będzie w stanie skokowo zwiększać przychody w tym segmencie. Prognozujemy, że przychody wzrosną z 5 mln PLN w 2011 do 15 mln PLN w 2013. Oczekujemy, że produkt osiągnie pozytywną marżę pośrednią w 2012, która w 2013 wzrośnie do 25%.

... a pożyczka Novum od 2013

Oczekujemy, że przychody z tytułu udzielonych pożyczek (koszt odsetkowy dla klienta założony na poziomie 50%, pomniejszony o oczekiwany koszt ryzyka szacowany na poziomie 15%) sięgną 1,1 mln PLN w 2011, żeby później wzrosnąć do 3,0 mln w 2012 i 6,5 mln w 2013. Sądzymy, że Kruk osiągnie próg rentowności na tym produkcie w 2012, a w 2013 marża pośrednia wyniesie 25%.

Przychody i rentowność ERIFa

Przychody i rentowność pożyczki Novum


Źródło: Kruk, DI BRE

Koszty ogólnego zarządu oraz amortyzacja
Oczekujemy korzyści skali

Ponieważ uważamy, że spółka będzie w stanie dostarczyć korzyści skali, zakładamy, że koszty nieprzypisane do żadnego z segmentów będą spadać z 19,5% przychodów ogółem w 2010 do 15% przychodów w 2013. W konsekwencji prognozujemy, że koszty nieprzypisane wzrosną z 32,0 mln PLN w 2010 do 64,0 mln PLN w 2013.

Koszty nieprzypisane do żadnego z segmentów

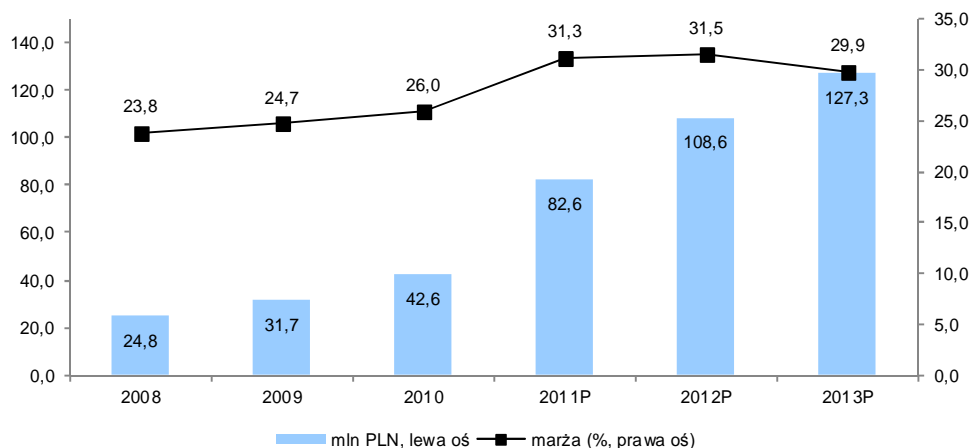
(mln PLN)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Koszty ogólnego zarządu	19,1	21,4	28,1	39,0	48,3	57,6
zmiana R/R (%)		11,9	31,0	38,9	23,9	19,4
jako % przychodów ogółem	18,4	16,7	17,1	14,7	14,0	13,5
Amortyzacja	2,6	3,1	3,9	5,0	5,6	6,4
zmiana R/R (%)		18,2	27,4	26,5	13,2	12,8
jako % aktywów rzeczowych	30,3	28,2	30,2	33,2	35,2	37,2
Koszty nieprzypisane do żadnego z segmentów	21,7	24,5	32,0	43,9	53,9	64,0
zmiana R/R (%)		12,7	30,6	37,4	22,7	18,7
jako % przychodów ogółem	20,9	19,1	19,5	16,6	15,7	15,0

Źródło: Kruk, DI BRE

Zysk operacyjny
Oczekujemy 44% średniorocznego wzrostu do 127 mln PLN w 2013

Prognozujemy 44% średnioroczny przyrost zysku operacyjnego w latach 2010-2013, czyli o 94% w 2011 do 82,6 mln PLN, o 31% w 2012 do 108,6 mln PLN oraz o 17% w 2013 do 127,3 mln PLN. Zwracamy uwagę, że nasza prognoza wskazuje na poszerzenie się marży zysku operacyjnego z 26,0% w 2010 do 29,9% w 2013. Wynika to z rosnącej wagi bardziej rentownego segmentu zakupu wierzytelności, kosztem segmentu inkasa.

Zysk operacyjny



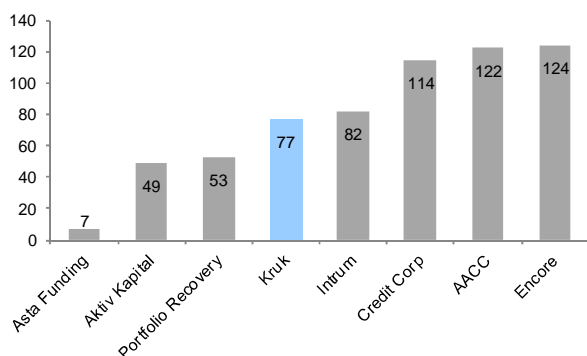
Źródło: Kruk, DI BRE

Finansowanie

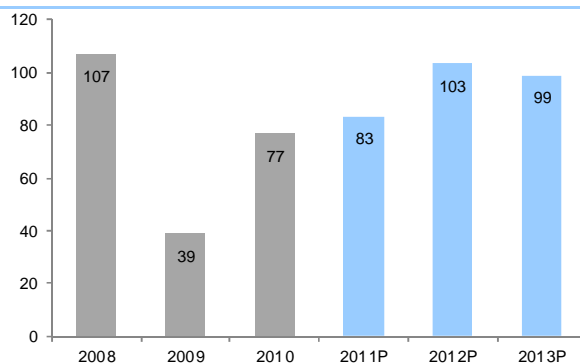
Dług netto do kapitałów własnych na koniec 2010 na poziomie tylko 77%

Kruk zarządza swoją strukturą finansowania w oparciu o wskaźnik dług netto/kapitały własne. Na koniec 2010 roku wyniósł on 77%, czyli na średnim poziomie dla spółek porównywalnych. Uważamy, że obecny poziom tego wskaźnika pozwala na zwiększenie w przyszłości dźwigni finansowej.

Porównanie wskaźnika dług netto/kapitały własne (2010, %)



Kruk: Dług netto/kapitały własne (%)



Źródło: Spółki, Kruk, DI BRE

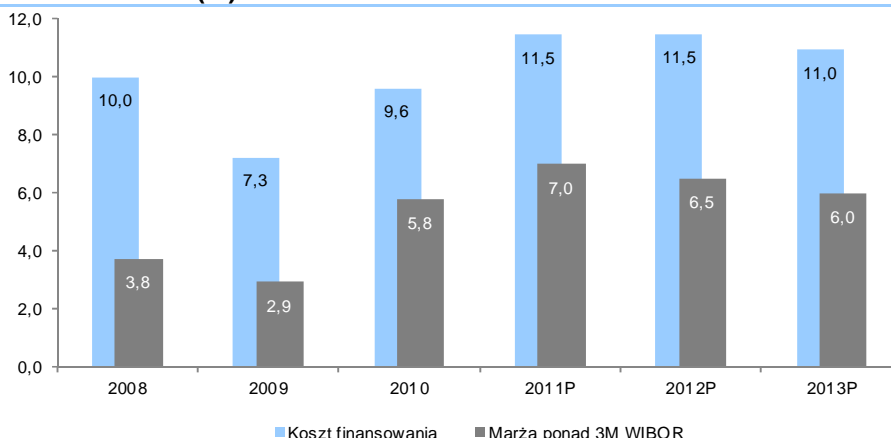
Zakładamy reinwestowanie całego zysku netto z lat 2011-2012

W latach 2008-2010 Kruk nie wypłacał dywidendy. W ramach polityki dywidendowej na lata 2010-2011 spółka zamierza reinwestować cały wypracowany zysk w działalność związaną z nabywaniem pakietów wierzytelności. W naszych prognozach zakładamy, że pierwsza dywidenda zostanie wypłacona w 2014 z zysku netto za 2013.

Prognozujemy stopniowy spadek marży finansowania dłużnego

W efekcie spowolnienia gospodarczego i kryzysu zadłużeniowego na świecie, koszt finansowania Kruka w 2010 znacząco wzrósł. Marża ponad stopę rynkową 3M WIBOR wzrosła o 325pb. R/R z 2,9% do 6,2%. Uważamy, że wraz z ożywieniem gospodarczym w Polsce, efektywna marża kredytowa dla przedsiębiorstw będzie stopniowo się obniżać. Z drugiej strony zwracamy uwagę, że w szczególności w ciągu roku 2011 oraz 2012 oczekujemy znacznego przyrostu finansowania długiem w wartościach nominalnych, co oznacza że arytmetyczna średnia poziomu zadłużenia bazująca na danych rocznych jest zaniżona względem średnich bazujących na danych kwartalnych. W konsekwencji wynikowa średnioroczna marża kredytowa liczona na danych rocznych będzie wyższa niż efektywna marża kredytowa ponoszona przez spółkę. Efekt ten jest widoczny przede wszystkim w naszych założeniach na 2011, gdzie spodziewany się wzrostu marży o 1,2pp do 7,0%. W latach następnym oczekujemy stopniowego spadku marży do 6,5% w 2012 oraz do 6,0% w 2013.

Koszt finansowania (%)



Źródło: Kruk, DI BRE

Podatek dochodowy

Niekorzystne regulacje podatkowe w Polsce

Zgodnie z polskimi przepisami podatkowymi firma windykacyjna nie może rozpatrywać łącznie dla potrzeb podatkowych spraw nabytych w ramach jednego portfela wierzytelności. Dla każdej indywidualnej sprawy jest kalkulowany przychód i koszt (koszt proporcjonalnie do wartości portfela). Ponieważ spłaty (a więc przychody) są uzyskiwane tylko na pewnej części spraw nabytych, a koszty pozostałych spraw nie mogą stanowić kosztu uzyskania przychodu, efektywny podatek dochodowy w Polsce wyniósłby w granicach 50-60%, zgodnie z szacunkami spółki. W związku z tym spółka zdecydowała się optymalizację podatkową, wykorzystując przepisy prawne obowiązujące w Luksemburgu.

Optymalizacja podatkowa

W ramach działalności spółki związanej z dokonywaniem zakupów wierzytelności na własny rachunek, wierzytelności nabywane są co do zasady przez polskie fundusze sekurytyzacyjne wchodzące w skład grupy kapitałowej Kruka oraz przez spółkę Secapital Luksemburg. Przedmiotem działalności Secapital Luksemburg jest dokonywanie transakcji sekurytyzacyjnych polegających na nabywaniu ryzyk związanych z różnymi klasami aktywów – głównie pakietów wierzytelności oraz papierów wartościowych związanych z wierzytelnościami. W ramach Secapital Luksemburg istnieje możliwość wydzielenia subfunduszy, które mają własne bilanse i zachowują odrębne ryzyko inwestycyjne. Zgodnie z obowiązującym w Luksemburgu prawem, Secapital Luksemburg w pełni podlega opodatkowaniu podatkiem dochodowym. Spółka korzysta ze specjalnego reżimu podatkowego, który zakłada, że wszystkie świadczenia na rzecz inwestorów (w tym wypłata dywidendy lub odsetek na rzecz akcjonariuszy) stanowią koszt uzyskania przychodów, co w sposób znaczący obniża efektywną stopę opodatkowania. Jednocześnie, na podstawie przepisów o unikaniu podwójnego opodatkowania, dywidenda wypłacana właścicielowi Secapital Luksemburg, tj. spółce, nie jest w Polsce obciążona podatkiem dochodowym. Wchodzące w skład grupy polskie fundusze sekurytyzacyjne (Prokura NS FIZ i Prokulus NS FIZ), to podmioty utworzone w oparciu o polskie przepisy regulujące działania funduszy inwestycyjnych. Fundusze te biorą udział w przetargach na zakup pakietów wierzytelności organizowanych przez banki oraz inne instytucje. Fundusze sekurytyzacyjne nie są płatnikami podatku dochodowego. Secapital Luksemburg, jako posiadacz certyfikatów emitowanych przez fundusz sekurytyzacyjny, obciążony jest podatkiem dochodowym z tytułu dochodów wynikających ze wzrostu wartości certyfikatów w przypadku ich umorzenia.

Zakładamy efektywną stopę podatkową na poziomie 6,3% w 2012-2013

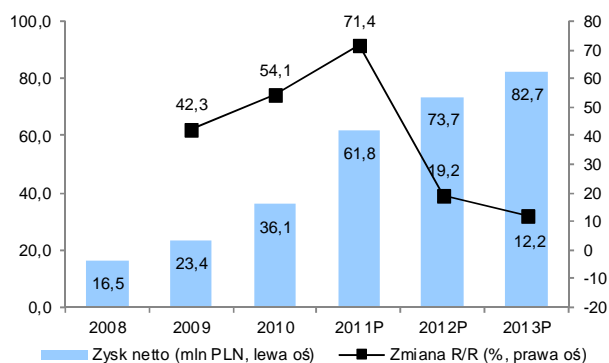
Mając na uwadze niekorzystne prawo podatkowe w Polsce oraz fakt, że stopa podatku dochodowego w Rumunii wynosi 16%, zakładamy, że efektywna stopa podatkowa pozostanie znacznie poniżej stopy podatku dochodowego obowiązującej w Polsce (19%). Średnia efektywna stopa podatku Kruka za lata 2009-2010 wyniosła 6,3%. Na lata 2012-2013 zakładamy efektywną stopę podatkową na poziomie 6,3%, a w 2011 na poziomie 4,0% biorąc pod uwagę poziom efektywnej stopy podatkowej w 1Q.

Zysk netto

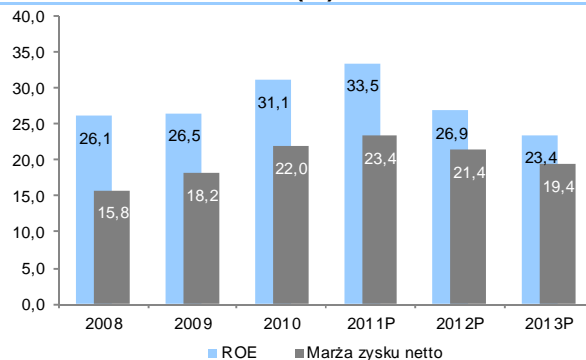
Oczekujemy 32% średniorocznego wzrostu zysków w latach 2010-2013

W oparciu o przedstawione powyżej prognozy, oczekujemy 32% średniorocznego wzrostu zysku netto w latach 2010-2013, z 36,1 mln PLN w 2010 do 82,7 mln PLN w 2013.

Zysk netto



Wskaźniki rentowności (%)



Źródło: Kruk, DI BRE

Kluczowe ryzyka

Ryzyko zmniejszenia się skłonności do sprzedaży wierzytelności przez banki

Istotnym parametrem mającym kluczowy wpływ na wielkość rynku jest skłonność do sprzedaży pakietów wierzytelności. Istnieje ryzyko, że banki będą decydować się na sprzedaż przeterminowanych kredytów w mniejszym stopniu, niż oczekujemy. Powodem tego może być niska cena zaoferowana przez firmy windykacyjne. Wymagałaby ona od banku dodatkowego dorezerwowania sprzedawanego portfela, a to wpłynęłoby negatywnie na jego bieżące wyniki.

Ryzyko wzrostu presji konkurencyjnej

Kruk konkuruje na rynku z wieloma podmiotami we wszystkich segmentach swojej działalności. Dostrzegamy ryzyko, że utrzymująca się wysoka rentowność prowadzonej działalności oraz atrakcyjne perspektywy wzrostu wartości rynku mogą spowodować napływ nowych podmiotów i w konsekwencji presję na marże (zarówno na rynku inkasa jak i rynku zakupu wierzytelności). W naszej opinii może to w szczególności dotyczyć polskiego rynku wierzytelności korporacyjnych, na którym mogą pojawić się podmioty z dostępem do zagranicznego kapitału.

Zwracamy uwagę, że w segmencie zakupu wierzytelności detalicznych istnieją wysokie bariery wejścia. Poza dostępem do finansowania, kluczowe jest posiadanie historii spłacalności pakietów wierzytelności przez dłużników jako bazy do sporządzania wycen oraz odpowiednia skala działalności, umożliwiająca prowadzenie masowej windykacji dużych pakietów. Dodatkowo zaznaczamy, że rynek rumuński charakteryzuje się mniejszym poziomem konkurencji niż rynek polski ze względu na niewielkie możliwości finansowe lokalnego kapitału. Ponadto, dostrzegamy większy poziom konkurencji przy przetargach o małej i średniej wielkości niż w przetargach o wysokim nominalnie transakcji. Wynika to z dużej dysproporcji w rozmiarach spółek, potrzeby dywersyfikacji oraz dostępu do finansowania.

Ryzyko błędnego oszacowania wartości godziwej nabytych pakietów

W ramach prowadzonej działalności Kruk nabywa pakiety wierzytelności. Istnieje ryzyko, że w przypadku błędnego oszacowania wartości godziwej, spółka nie osiągnie przepływów pieniężnych w zakładanym horyzoncie czasowym (a w konsekwencji przychodów) i konieczne będzie przeszacowanie w dół wartości takiego pakietu.

Zwracamy uwagę, że spółka posiada siedmioletnią historię wyceny i nabywania pakietów wierzytelności na rynku polskim oraz że od 2007 Kruk dokonuje wyceny i zakupów pakietów na rynku rumuńskim. Ponadto, w ramach udostępnionych wyników finansowych za lata 2008-2010 spółka nie dokonała negatywnej aktualizacji wartości, pomimo tego, że lata te obejmowały okres spowolnienia gospodarczego zarówno w Polsce, jak i w Rumunii.

Ryzyko braku systematycznego nabywania pakietów wierzytelności

Zwracamy uwagę, że z tytułu nabytego pakietu wierzytelności spółka generuje przychody przez wiele lat (w naszym modelu przez osiem lat). Brak systematyczności w procesie nabywania nowych pakietów lub znaczący spadek wartości nabytych pakietów będzie rzutował na dynamikę i przewidywalność przychodów przez kilka następnych lat.

Ryzyko walutowe

Podczas gdy Kruk prowadzi działalność inwestycyjną (zakupy pakietów wierzytelności) na rynku rumuńskim, finansuje się prawie w całości na rynku polskim. W konsekwencji w bilansie występuje niedopasowanie struktury walutowej aktywów i pasywów. Na koniec 2010 aktywa w RON stanowiły 32% aktywów spółki, podczas gdy zobowiązania w RON stanowiły tylko 10% pasywów. W sytuacji znacznego umocnienia się PLN do RON, spółka odnotowałaby stratę. Według szacunków spółki na koniec 2010, 10% umocnienie się PLN względem RON wygenerowałaby 7 mln PLN stratę na poziomie zysku brutto, czyli równowartość 19% zaraportowanego zysku brutto.

Spółka poinformowała, że nie prowadzi polityki zabezpieczania ryzyka walutowego ze względu na brak odpowiednich instrumentów (pochodnych instrumentów walutowych na parę walut PLN / RON) lub ich bardzo wysoki koszt. Zamiast tego spółka uwzględnia ryzyko walutowe w procesie wyceny nabywanych pakietów w Rumunii, korygując odpowiednio zakładaną krzywą spłat, a przez to oczekiwane przychody.

Ryzyko stopy procentowej

W ramach prowadzonej działalności, Kruk finansuje się w oparciu o zmienną stopę procentową (1M, 3M lub 6M WIBOR). Z drugiej strony aktywa spółki, w szczególności nabyte pakiety wierzytelności w ramach inwestycji krótkoterminowych, nie charakteryzują się ani stałą, ani zmienną stopą procentową. W sytuacji znacznego wzrostu rynkowych stóp w Polsce,



spółka musiałaby ponieść wyższe koszty finansowania, które nie zostałyby zneutralizowane wyższymi odsetkami z tytułu posiadanych aktywów.

Zwracamy uwagę, że brak jednoznacznej specyfikacji nabytych pakietów wierzytelności co do charakteru stopy procentowej uniemożliwia prowadzenie efektywnej polityki zabezpieczeń. Ponadto nasz model wskazuje, że przyjęcie kosztu finansowania w latach 2011-2013 o 100pb wyższego niż nasza prognoza spowodowałoby spadek zysku netto o 3% w 2011 i 5% w 2012 i 2013.

Ryzyko negatywnego PR-u wobec spółki

Działalność spółki polegająca na prowadzeniu czynności windykacyjnych może się spotkać z publikacjami o charakterze czarnego PR-u, co miałyby na celu wykreowanie negatywnego wizerunku spółki i zmniejszenie jej wiarygodności jako partnera biznesowego dla obecnych i potencjalnych kontrahentów.

Ryzyko utraty kluczowych pracowników

Kruk prowadzi działalność w branży, w której zasoby ludzkie i kompetencje pracowników stanowią istotne aktywo oraz jeden z istotniejszych czynników sukcesu. Utrata kluczowych pracowników spółki, w tym Członków Zarządu, mogłaby mieć negatywny wpływ na działalność operacyjną.

Zwracamy uwagę na historycznie stabilny skład zarządu. Prezes Zarządu jest jednym z kluczowych współwłaścicieli spółki, a pozostali Członkowie Zarządu są związani ze spółką od przynajmniej siedmiu lat.

Ryzyko podaży akcji ze strony głównego akcjonariusza

Główny akcjonariusz Kruka - Enterprise Investors – zobowiązał się co do zasady do niesprzedawania swoich akcji w okresie 270 dni od daty przydziału akcji w ramach pierwotnej oferty publicznej. Zwracamy uwagę, że warunkiem zawieszającym *lock-up* jest wzrost kursu akcji o więcej niż 5% od ceny emisyjnej.

Załącznik 1: Bilans i rachunek wyników Kruka

Skonsolidowany bilans

(mln PLN)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Aktywa trwałe	21,1	15,3	18,8	19,8	20,9	22,0
Rzeczowe aktywa trwałe	8,1	8,2	9,6	10,1	10,6	11,1
Inne wartości firmy	2,2	3,3	4,9	5,4	6,0	6,6
Wartość firmy	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Należności z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inwestycje długoterminowe	4,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	5,5	2,7	3,3	3,3	3,3	3,3
Aktywa obrotowe	190,6	192,6	298,7	546,7	779,1	965,8
Zapasy	0,8	0,7	0,5	0,7	1,0	1,2
Inwestycje krótkoterminowe - nabyte pakiety	152,2	150,4	263,2	493,6	711,3	880,4
Inwestycje krótkoterminowe - udzielone pożyczki	0,0	0,0	1,3	5,0	12,0	25,0
Inwestycje krótkoterminowe - pozostałe	0,0	5,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Należności z tytułu dostaw i usług	7,8	9,5	10,6	17,0	22,2	27,4
Należności z tytułu podatku dochodowego	2,9	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe należności	1,6	1,9	0,7	1,1	1,5	1,8
Rozliczenie międzyokresowe czynne	0,3	0,7	1,7	2,8	3,6	4,5
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	25,1	23,8	20,8	26,4	27,5	25,6
AKTYWA OGÓŁEM	211,7	207,9	317,6	566,5	799,9	987,8
Zobowiązania długoterminowe	56,3	21,6	78,0	143,3	222,7	265,8
Z tytułu kredytów, pożyczek oraz inne	56,3	13,6	78,0	143,3	222,7	265,8
Z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe	0,0	8,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	78,8	86,3	107,5	185,7	265,8	327,7
Z tytułu kredytów, pożyczek oraz inne	50,8	49,2	44,1	81,1	126,1	150,4
Z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe	19,3	26,6	49,2	81,8	110,0	140,4
Z tytułu podatku dochodowego	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Z tytułu świadczeń pracowniczych	8,6	10,5	14,0	22,6	29,4	36,5
Rezerwy krótkoterminowe	0,1	0,0	0,2	0,2	0,3	0,4
Zobowiązania razem	135,1	107,9	185,5	329,0	488,5	593,5
Kapitały własne	76,5	100,0	132,0	237,5	311,4	394,4
PASYWA OGÓŁEM	211,7	207,9	317,6	566,5	799,9	987,8
Dług	107,1	62,8	122,1	224,4	348,8	416,2
Dług netto	82,0	39,0	101,4	198,0	321,2	390,6
Dług netto/kapitały własne (%)	107,1	39,0	76,8	83,4	103,1	99,1

Źródło: Kruk, DI BRE

Stopy wzrostu wybranych pozycji bilansowych

(%)	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Inwestycje ogółem	-0,6	70,2	88,5	45,1	25,2
Aktywa ogółem	-1,8	52,7	78,4	41,2	23,5
Zobowiązania ogółem	-20,2	72,0	77,3	48,5	21,5
Dług długoterminowy	-75,9	474,9	83,8	55,4	19,3
Dług krótkoterminowy	-3,0	-10,3	83,8	55,4	19,3
Dług ogółem	-41,4	94,6	83,8	55,4	19,3
Kapitały własne	30,7	32,0	79,9	31,1	26,6

Źródło: Kruk, DI BRE

Skonsolidowany rachunek zysków i strat

(mln PLN)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Przychody ogółem	103,9	128,6	164,3	264,3	344,3	426,3
Inkaso	28,7	41,8	44,1	44,6	45,7	46,6
Zakup wierzytelności	72,5	84,7	118,1	213,6	287,7	358,3
ERIF	0,0	0,0	1,8	5,0	8,0	15,0
Pożyczka Novum	0,0	0,0	0,0	1,1	3,0	6,5
Pozostałe	2,7	2,1	0,4	0,0	0,0	0,0
Koszty bezpośrednie i pośrednie ogółem	-56,3	-71,6	-89,5	-136,8	-181,3	-234,4
Inkaso	-19,4	-24,0	-25,8	-28,4	-29,5	-30,6
Zakup wierzytelności	-34,6	-46,0	-60,8	-102,1	-141,6	-187,7
ERIF	0,0	0,0	-2,9	-5,0	-7,2	-11,3
Pożyczka Novum	0,0	0,0	0,0	-1,3	-3,0	-4,9
Pozostałe	-2,3	-1,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Marża pośrednia	47,6	57,0	74,7	127,5	163,0	192,0
Inkaso	9,2	17,7	18,2	16,2	16,1	16,0
Zakup wierzytelności	37,9	38,7	57,2	111,5	146,1	170,6
ERIF	0,0	0,0	-1,1	0,0	0,8	3,8
Pożyczka Novum	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,0	1,6
Pozostałe	0,4	0,6	0,4	0,0	0,0	0,0
Pozostała działalność operacyjna	-1,1	-0,8	-0,1	-0,9	-0,6	-0,7
Koszty ogólnego zarządu	-19,1	-21,4	-28,1	-39,0	-48,3	-57,6
Zysk operacyjny bez amortyzacji	27,4	34,8	46,6	87,6	114,2	133,6
Amortyzacja	-2,6	-3,1	-3,9	-5,0	-5,6	-6,4
Zysk operacyjny	24,8	31,7	42,6	82,6	108,6	127,3
Wynik na działalności finansowej	-8,5	-4,4	-7,0	-18,2	-29,9	-39,0
Zysk brutto	16,3	27,3	35,6	64,4	78,7	88,3
Podatek dochodowy	0,4	-3,8	0,5	-2,6	-5,0	-5,6
Zyski mniejszości	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	16,5	23,4	36,1	61,8	73,7	82,7
Zyski zatrzymane	16,5	23,4	36,1	61,8	73,7	45,5

Źródło: Kruk, DI BRE

Stopy wzrostu wybranych pozycji rachunku wyników

(%)	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Przychody	23,8	27,8	60,9	30,3	23,8
Koszty bezpośrednie i pośrednie	27,2	25,1	52,8	32,5	29,3
Marża pośrednia	19,7	31,2	70,5	27,9	17,7
Koszty ogólnego zarządu	11,9	31,0	38,9	23,9	19,4
Zysk operacyjny bez amortyzacji	27,1	33,8	88,0	30,4	17,0
Zysk operacyjny	28,1	34,4	93,7	31,4	17,2
Wynik na działalności finansowej	-48,4	60,3	158,4	64,3	30,5
Zysk brutto	68,0	30,2	80,9	22,2	12,2
Zysk netto	42,3	54,1	71,4	19,2	12,2

Źródło: Kruk, DI BRE

Wybrane wskaźniki rachunku wyników

(%)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Marża pośrednia	45,8	44,3	45,5	48,2	47,3	45,0
Marża EBITDA	26,4	27,1	28,3	33,1	33,2	31,3
Marża EBIT	23,8	24,7	26,0	31,3	31,5	29,9
Marża zysku netto	15,8	18,2	22,0	23,4	21,4	19,4
Koszty/dochody	75,9	75,2	74,0	68,6	68,4	70,1
Koszt finansowania (spread ponad 3M WIBOR)	3,8	2,9	5,8	7,0	6,5	6,0
Efektywna stopa podatkowa	-2,5	14,1	-1,4	4,0	6,3	6,3
ROE	26,1	26,5	31,1	33,5	26,9	23,4
ROA	9,5	11,2	13,7	14,0	10,8	9,3

Źródło: Kruk, DI BRE

Załącznik 2: Charakterystyka spółek porównywalnych

Charakterystyka spółek porównywalnych

Nazwa	Ticker	Kraje działalności	Struktura przychodów 2010 (%)			Struktura portfela wierzycelności
			Inkaso	Zakup wierzycelności	Pozostałe	
Portfolio Recovery	PRAA US	Stany Zjednoczone	17	83	0	Karty kredytowe (82%)
Intrum Justitia	IJ SS	23 krajów europejskich, w tym 9 w Europie Północnej (w tym Polska), 6 w Centralnej (w tym Czech i Węgry) oraz 8 w Zachodniej	79	21	0	Kredyty (39%), telekomunikacja (23%)
Encore Capital	ECPG US	Stany Zjednoczone	0	96	4	Karty kredytowe (ok. 90%)
Asset Acceptance (AACC)	AACC US	Stany Zjednoczone	0	99	1	Karty kredytowe (66%)
Credit Corp	CCP AU	Australia	0	98	2	Karty kredytowe oraz inne niezabezpieczone kredyty detaliczne
Asta Funding	ASF1 US	Stany Zjednoczone	0	100	0	Głównie karty kredytowe

Źródło: Kruk, spółki wskazane w powyższej tabeli

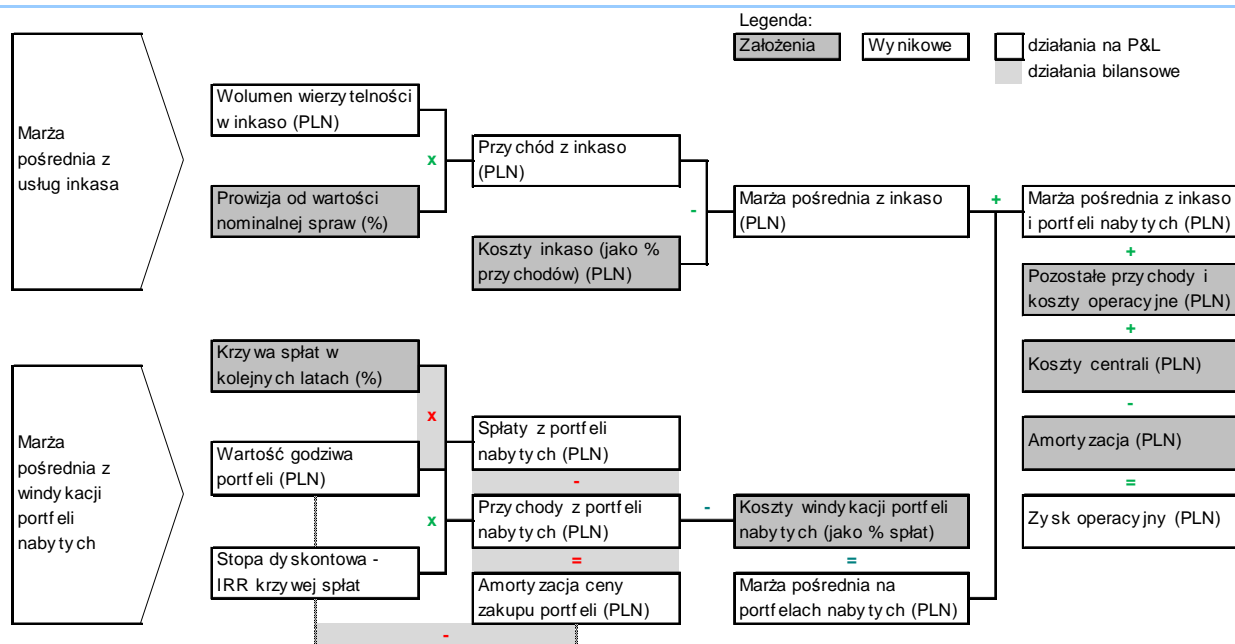
Charakterystyka spółek porównywalnych (kontynuacja)

Nazwa	Dane finansowe (2010, mln)				Wskaźniki (2010, %)		
	Przychody	Zysk operacyjny	Zysk netto	Marża EBIT	Marża zysku netto	ROE	Dług netto/kapitały własne
Portfolio Recovery	373 USD	130 USD	74 USD	34,8	19,8	17,9	53
Intrum Justitia	3 766 SEK	731 SEK	452 SEK	19,4	12,0	17,6	82
Encore Capital	381 USD	97 USD	49 USD	25,4	12,9	18,0	124
Asset Acceptance (AACC)	198 USD	1 USD	-2 USD	0,5	-0,8	-1,3	122
Credit Corp	93 AUD	28 AUD	14 AUD	29,7	14,5	16,6	114
Asta Funding	46 USD	5 USD	3 USD	11,4	6,8	2,0	7
Collection House	103 AUD	17 AUD	9 AUD	16,1	8,6	9,8	73

Źródło: Kruk, spółki wskazane w powyższej tabeli, * bez uwzględnienia zysku z działalności zaniechanej (inkaso w Norwegii)

Załącznik 3: Model finansowy Kruka

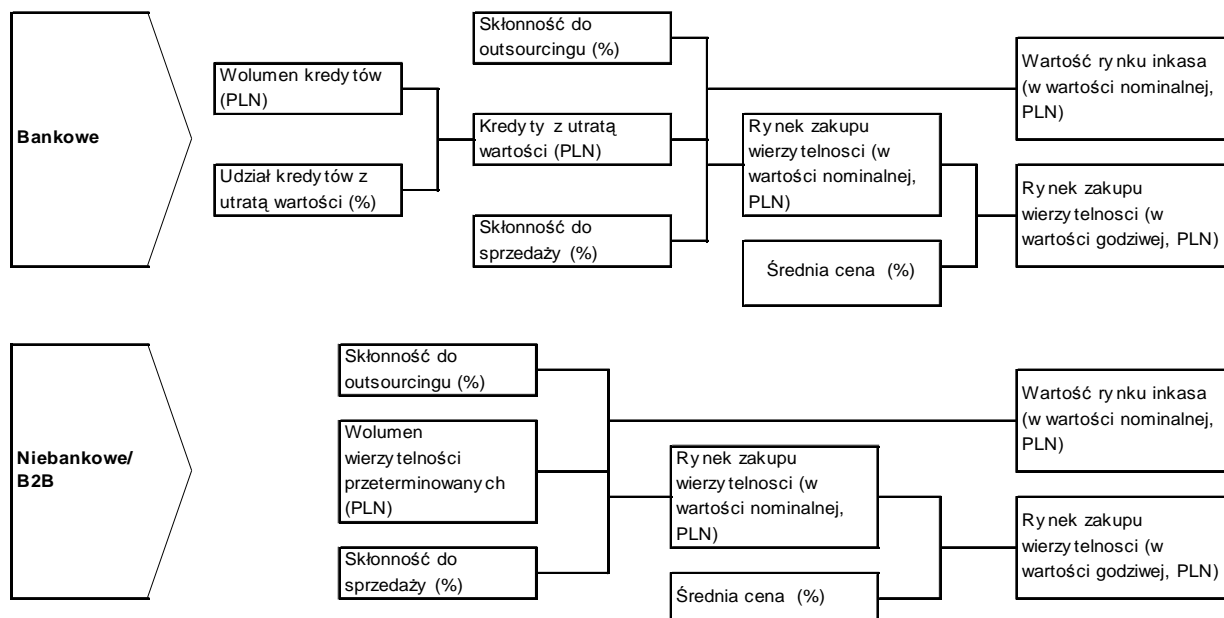
Uproszczona metodologia modelu finansowego Kruka



Źródło: Kruk, DI BRE

Załącznik 4: Schemat szacowania wartości rynku windykacji

Schemat szacowania wartości rynku windykacji



Źródło: Kruk, DI BRE

Definicje:

Skłonność do outsourcingu

Wskaźnik używany przy analizowaniu wartości rynku inkasa zdefiniowany jako stosunek wartości rynku inkasa w danym roku do wartości kredytów z utratą wartości na koniec danego roku.

Skłonność do sprzedaży

Wskaźnik używany przy analizowaniu wartości rynku zakupu wierzytelności zdefiniowany jako stosunek wartości rynku zakupu wierzytelności w danym roku do wartości kredytów z utratą wartości opóźnionej o dwa lata.

Średnie ceny

Wskaźnik używany przy analizowaniu rynku zakupu wierzytelności zdefiniowany jako stosunek wartości rynku zakupu wierzytelności w wartości godziwej do wartości rynku zakupu wierzytelności w wartości nominalnej.

Załącznik 5: Dane i prognozy makroekonomiczne dla wybranych krajów CEE

Polska

Dane i prognozy makroekonomiczne dla Polski

	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Realny wzrost PKB (%)	6,8	5,0	1,7	3,8	4,4	4,3	4,3
Nominalne PKB (mld PLN)	1 177	1 275	1 344	1 416	1 536	1 648	1 768
Inflacja (średnia w okresie, %)	2,5	4,2	3,5	2,8	4,1	3,3	3,0
Bezrobocie (na koniec okresu, %)	11,2	9,5	11,9	12,3	11,9	10,8	10,2
Populacja (mln)	38,1	38,1	38,1	38,1	38,1	38,1	38,1
Dług publiczny jako % PKB	45	47	51	55	55	54	54

Źródło: GUS, DI BRE

Rumunia

Dane i prognozy makroekonomiczne dla Rumunii

	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Realny wzrost PKB (%)	6,3	7,4	-7,1	-1,3	1,5	4,4	4,3
Nominalne PKB (mld RON)	416,0	514,7	498,0	513,6	542,0	590,2	643,8
Inflacja (średnia w okresie, %)	4,8	7,8	5,6	6,1	6,1	3,4	3,0
Bezrobocie (średnia w okresie, %)	4,3	4,0	6,3	7,6	6,6	5,8	5,2
Populacja (mln)	21,5	21,5	21,5	21,4	21,4	21,3	21,3
Dług publiczny jako % PKB	19,8	21,3	29,6	35,2	37,8	37,7	37,5

Źródło: Raport MFW World Economic Outlook z kwietnia 2011, National Institute of Statistics

Węgry

Dane i prognozy makroekonomiczne dla Węgier

	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Realny wzrost PKB (%)	0,8	0,8	-6,7	1,2*	2,8	2,8	2,8
Nominalne PKB (mld HUF)	25 321	26 754	26 054	26 918*	28 529	30 114	31 917
Inflacja (średnia w okresie, %)	7,9	6,1	4,2	4,9	4,1	3,5	3
Bezrobocie (średnia w okresie, %)	7,7	8,0	10,1	11,2	11,5	10,9	10,7
Populacja (mln)	10,1	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0
Dług publiczny jako % PKB	66,1	72,3	78,4	80,4*	76,6	76,9	77,1

Źródło: Raport MFW World Economic Outlook z kwietnia 2011, Hungarian Statistical Office, * dane wstępne

Czechy

Dane i prognozy makroekonomiczne dla Czech

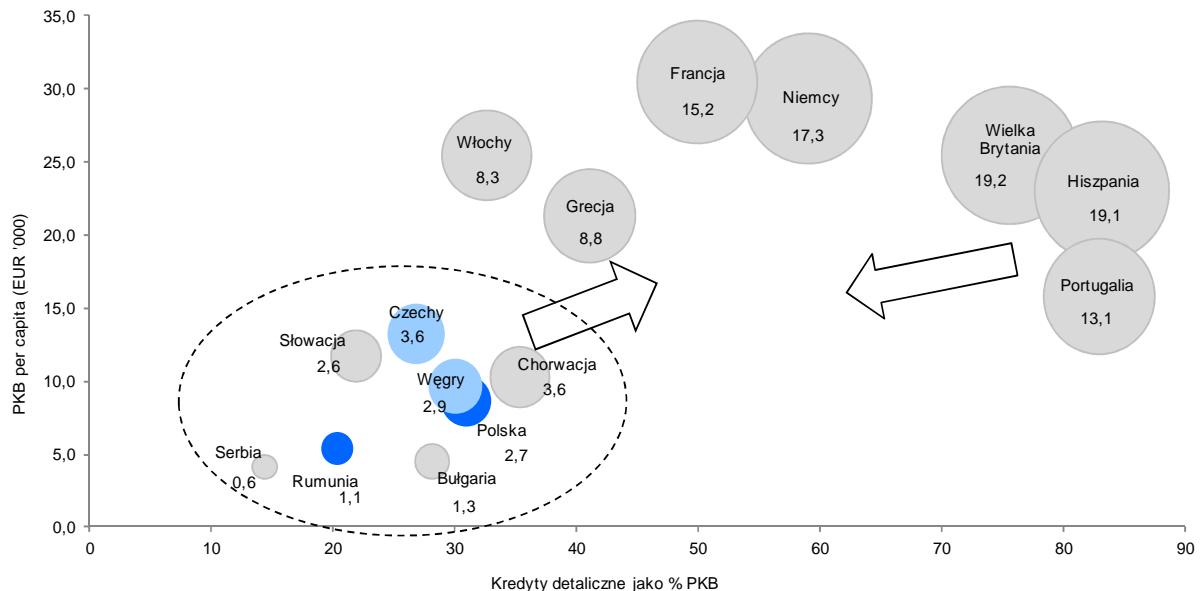
	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Realny wzrost PKB (%)	6,1	2,5	-4,1	2,3	1,7	2,9	2,9
Nominalne PKB (mld CZK)	3 535	3 689	3 626	3 670	3 832	4 022	4 229
Inflacja (średnia w okresie, %)	2,9	6,3	1,0	1,5	2,1	2,0	2,0
Bezrobocie (średnia w okresie, %)	5,3	4,4	6,7	7,3	7,1	6,9	6,5
Populacja (mln)	10,3	10,4	10,5	10,5	10,5	10,6	10,6
Dług publiczny jako % PKB	29,0	30,0	35,4	39,6*	41,7	43,4	44,5

Źródło: Raport MFW World Economic Outlook z kwietnia 2011, Czech Statistical Office, * dane wstępne

Załącznik 6: Rynek kredytowy w wybranych krajach CEE

Wybrane kraje CEE na tle krajów Europy zachodniej

Porównanie ubankowienia w wybranych krajach europejskich dla kredytów detalicznych* (2009)



Źródło: MFW, ECB, lokalne banki centralne, * Rozmiar bąbelka oznacza wartość kredytów detalicznych per capita (EUR '000)

Polska

Prognoza salda kredytów dla sektora bankowego

(mld PLN)	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Kredyty ogółem	255	285	352	454	620	665	723	788	871	960
zmiana R/R (%)	3	12	23	29	37	7	9	9	11	10
Kredyty korporacyjne	116	119	136	168	216	207	204	227	251	274
zmiana R/R (%)	-4	3	14	23	29	-4	-2	11	11	9
Kredyty detaliczne	110	136	183	253	367	411	468	507	563	626
zmiana R/R (%)	12	24	34	38	45	12	14	8	11	11
Kredyty mieszkaniowe	36	50	78	117	193	215	264	293	330	371
zmiana R/R (%)	21	41	54	50	65	12	23	11	13	13
Kredyty nie-mieszkaniowe	74	86	105	136	174	196	204	214	234	255
zmiana R/R (%)	8	16	23	30	28	12	4	5	9	9
Pozostałe kredyty	30	30	33	32	37	47	51	54	57	60
zmiana R/R (%)	-1	2	9	-1	15	26	10	5	5	5

Źródło: NBP, DI BRE

Prognoza kredytów z utratą wartości dla sektora bankowego

(mld PLN)	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Kredyty ogółem	36,2	29,8	24,7	23,0	27,6	50,7	61,6	65,4	65,5	65,8
zmiana R/R (%)	-28	-18	-17	-7	20	84	21	6	0	1
Kredyty korporacyjne	23,8	18,1	13,6	12,0	14,1	25,6	27,2	27,9	25,9	25,5
zmiana R/R (%)	-31	-24	-24	-12	17	81	6	3	-7	-2
Kredyty detaliczne	10,9	10,8	10,4	10,5	13,0	24,9	34,0	37,1	39,1	39,8
zmiana R/R (%)	-18	-1	-4	1	24	91	37	9	6	2
Kredyty mieszkaniowe	-	-	-	-	-	3,2	4,9	6,5	8,1	9,9
zmiana R/R (%)	-	-	-	-	-	-	53	32	25	22
Kredyty nie-mieszkaniowe	-	-	-	-	-	21,7	29,1	30,6	31,0	29,9
zmiana R/R (%)	-	-	-	-	-	-	34	5	1	-3
Pozostałe kredyty	1,5	1,0	0,6	0,5	0,4	0,3	0,4	0,4	0,4	0,5
zmiana R/R (%)	-41	-36	-36	-24	-9	-29	28	5	5	5

Źródło: NBP, DI BRE

Prognoza udziału kredytów z utratą wartości dla sektora bankowego

(%)	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Kredyty ogółem	14,2	10,4	7,0	5,1	4,4	7,6	8,5	8,3	7,5	6,9
Kredyty korporacyjne	20,5	15,1	10,0	7,2	6,5	12,3	13,3	12,3	10,3	9,3
Kredyty detaliczne	9,9	7,9	5,7	4,1	3,6	6,1	7,3	7,3	6,9	6,4
Kredyty mieszkaniowe	-	-	-	-	-	1,5	1,9	2,2	2,5	2,7
Kredyty nie-mieszkaniowe	-	-	-	-	-	11,1	14,3	14,3	13,3	11,8
Pozostałe kredyty	5,2	3,3	1,9	1,5	1,2	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8

Źródło: NBP, DI BRE

Rumunia
Prognoza salda kredytów dla sektora bankowego

(mld RON)	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Kredyty ogółem	38	56	89	144	194	196	207	218	240	270
zmiana R/R (%)		47	58	62	34	1	5	5	10	12
Kredyty korporacyjne	26	35	50	73	95	96	105	115	132	153
zmiana R/R (%)		33	43	47	30	2	9	10	15	16
Kredyty detaliczne	12	21	39	72	99	100	102	103	108	117
zmiana R/R (%)		80	84	82	39	1	2	1	5	8
Kredyty mieszkaniowe	-	-	-	14	21	24	29	34	39	45
zmiana R/R (%)				0	47	16	19	18	15	15
Kredyty nie-mieszkaniowe	-	-	-	57	78	76	73	69	69	72
zmiana R/R (%)				0	37	-3	-4	-6	0	4

Źródło: NBR, DI BRE

Prognoza kredytów z utratą wartości* dla sektora bankowego

(mld RON)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Kredyty ogółem	b.d.	b.d.	2,5	5,4	15,5	24,5	31,6	31,2	29,7
zmiana R/R (%)				121	186	58	29	-1	-5

Źródło: NBR, DI BRE; * według definicji NBR rozumiane jako stracone kategoria 2 (Loss 2)

Prognoza udziału kredytów z utratą wartości* dla sektora bankowego

(%)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Kredyty ogółem	b.d.	b.d.	1,7	2,8	7,9	11,9	14,5	13,0	11,0

Źródło: NBR, DI BRE; * według definicji NBR rozumiane jako stracone kategoria 2 (Loss 2)

Węgry
Salda kredytów w sektorze bankowym

(mld HUF)	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Kredyty ogółem	9 971	11 599	13 750	15 511	18 374	17 733	18 454
zmiana R/R (%)	14	16	19	13	18	-3	4
Kredyty korporacyjne	5 006	5 714	6 496	7 285	8 011	7 650	7 595
zmiana R/R (%)	13	14	14	12	10	-5	-1
Kredyty detaliczne	2 996	3 788	4 754	5 914	7 721	7 845	8 584
zmiana R/R (%)	28	26	26	24	31	2	9
Kredyty mieszkaniowe	1 910	2 283	2 699	3 145	3 919	3 976	4 353
zmiana R/R (%)	27	20	18	17	25	1	9
Kredyty nie-mieszkaniowe	1 086	1 505	2 055	2 769	3 803	3 868	4 230
zmiana R/R (%)	29	39	37	35	37	2	9
Pozostałe kredyty	1 969	2 096	2 500	2 312	2 642	2 238	2 276
zmiana R/R (%)	0	6	19	-7	14	-15	2

Źródło: MNB

Salda kredytów z utratą wartości* w sektorze bankowym

(mld HUF)	2006	2007	2008	2009	9M 2010
Kredyty ogółem	327	402	606	1 205	1 622
zmiana R/R (%)		23	51	99	51
Kredyty korporacyjne	213	243	381	652	880
zmiana R/R (%)		14	57	71	54
Kredyty detaliczne	113	159	225	553	742
zmiana R/R (%)		40	42	146	48

Źródło: MNB, * Suma kredytów poniżej standardu, wątpliwych oraz straconych

Udział kredytów z utratą wartości* w sektorze bankowym

(%)	2006	2007	2008	2009	9M 2010
Kredyty ogółem	2,4	2,6	3,3	6,8	8,9
Kredyty korporacyjne	3,3	3,3	4,8	8,5	11,6
Kredyty detaliczne	2,4	2,7	2,9	7,1	8,9

Źródło: MNB, * Suma kredytów poniżej standardu, wątpliwych oraz straconych

Czechy

Saldo kredytów w sektorze bankowym

(mld CZK)	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Kredyty ogółem	1 010	1 179	1 413	1 784	2 076	2 102	2 174
zmiana R/R (%)	6	17	20	26	16	1	3
Kredyty korporacyjne	460	525	635	743	848	782	780
zmiana R/R (%)	7	14	21	17	14	-8	0
Kredyty detaliczne	314	415	536	721	873	975	1 044
zmiana R/R (%)	32	32	29	34	21	12	7
Kredyty mieszkaniowe	209	280	371	511	614	684	728
zmiana R/R (%)	35	34	33	38	20	12	6
Kredyty nie-mieszkaniowe	105	135	165	210	260	290	316
zmiana R/R (%)	28	29	22	27	24	12	9
Pozostałe kredyty	237	238	242	320	354	345	351
zmiana R/R (%)	-17	1	1	32	11	-3	2

Źródło: CNB

Saldo kredytów z utratą wartości* w sektorze bankowym

(mld CZK)	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Kredyty ogółem	49,7	48,3	50,3	47,3	65,8	110,2	134,8
zmiana R/R (%)	-19	-3	4	-6	39	68	22
Kredyty korporacyjne	30,5	26,7	28,2	22,8	35,3	61,9	69,1
zmiana R/R (%)	-26	-12	6	-19	55	75	12
Kredyty detaliczne	13,3	15,9	17,6	21,1	25,6	38,7	53,3
zmiana R/R (%)	-3	20	11	20	21	51	38
Kredyty mieszkaniowe	3,6	4,7	6,0	7,9	10,0	17,4	23,4
zmiana R/R (%)	22	30	27	31	28	73	34
Kredyty nie-mieszkaniowe	9,6	11,2	11,6	13,3	15,6	21,3	30,0
zmiana R/R (%)	-10	16	4	15	17	37	41
Pozostałe kredyty	5,9	5,7	4,5	3,3	4,8	9,6	12,4
zmiana R/R (%)	-7	-4	-21	-27	46	98	29

Źródło: CNB; * Suma kredytów poniżej standardu, wątpliwych oraz straconych

Udział kredytów z utratą wartości* w sektorze bankowym

(%)	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Kredyty ogółem	4,9	4,1	3,6	2,7	3,2	5,2	6,2
Kredyty korporacyjne	6,6	5,1	4,4	3,1	4,2	7,9	8,9
Kredyty detaliczne	4,2	3,8	3,3	2,9	2,9	4,0	5,1
Kredyty mieszkaniowe	1,7	1,7	1,6	1,5	1,6	2,5	3,2
Kredyty nie-mieszkaniowe	9,2	8,3	7,0	6,3	6,0	7,3	9,5
Pozostałe kredyty	2,5	2,4	1,9	1,0	1,4	2,8	3,5

Źródło: CNB; * Suma kredytów poniżej standardu, wątpliwych oraz straconych



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

DEPARTAMENT ANALIZ:

Kamil Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kliszcz@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Energetyka

Piotr Grzybowski tel. (+48 22) 697 47 17
piotr.grzybowski@dibre.com.pl
IT, Media

Maciej Stokłosa tel. (+48 22) 697 47 41
maciej.stoklosa@dibre.com.pl
Budownictwo, Deweloperzy

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

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

Gabriela Borowska tel. (+48 22) 697 47 36
gabriela.borowska@dibre.com.pl
Handel

Piotr Zybala tel. (+48 22) 697 47 01
piotr.zybala@dibre.com.pl
Deweloperzy

DEPARTAMENT SPRZEDAŻY INSTYTUCJONALNEJ:

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

Marzena Łempicka– Wilim tel. (+48 22) 697 48 95
Wicedyrektor
marzena.lempicka@dibre.com.pl

Maklerzy:

Emil Onyszczyk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczyk@dibre.com.pl

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

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

Grzegorz Strublewski tel. (+48 22) 697 48 76
grzegorz.strublewski@dibre.com.pl

Michał Stępkowski tel. (+48 22) 697 48 25
michal.stepkowski@dibre.com.pl

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

Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 48 46
Kierownik Zespołu
adam.prokop@dibre.com.pl

Michał Roźmiej tel. (+48 22) 697 48 64
michal.rozmiej@dibre.com.pl

Jakub Słotkiewicz tel. (+48 22) 697 48 64
jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl

Jacek Wrześniewski tel. (+48 22) 697 49 85
jacek.wrzesniewski@dibre.com.pl

„Prywatny Makler”

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

Dom Inwestycyjny
BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-950 Warszawa
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 przedstawiane 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. Wylimitowanie 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 został przekazany do emitenta przed jego publikacją. Po uwagach przekazanych przez emitenta dokonano zmian w treści raportu. Zmiany nie dotyczyły elementów ocennych.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora emitenta.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla emitenta.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi.

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 rekomendacją.

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.

DI BRE Banku nie wydał w ciągu ostatnich 9 miesięcy rekomendacji dotyczącej Kruk.