

Kupuj

(Poprzednia: Kupuj 55,7 PLN)

Cena docelowa: 124 PLN

Cena bieżąca: 90,99 PLN

Potencjał wzrostu: 36%

Kruk

Dobre wyniki wsparte sprzedażą wierzytelności

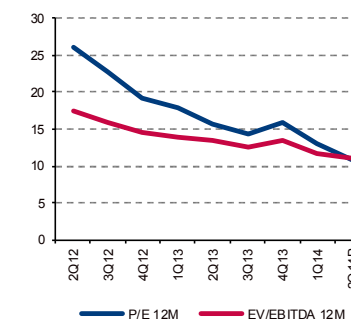
- Utrzymujący się wysoki poziom inwestycji w pakiety i skuteczna polityka windykacyjna pozwoli naszym zdaniem na dalszy wzrost odzysków. W II kwartale oczekujemy wpłat od dłużników w wysokości 163mln PLN (wzrost o 34% r./r.).
- Dodatkowo spółka zgodnie z informacją w ostatnim raporcie kwartalnym rozpozna 18,7mln PLN zysku ze sprzedaży wierzytelności zabezpieczonej nieruchomościami. Wyłączając wpływ tego jednorazowego, ale operacyjnego zdarzenia zysk netto naszym zdaniem wyniesie 37,2mln PLN.
- W stosunku do ostatniej rekomendacji oczekujemy wyższych nakładów inwestycyjnych, w tym w portfele hipoteczne. W latach 2014-2016 łącznie szacujemy ich wartość na 1,7mld PLN.
- Zakładamy jednocześnie ostrożniejsze podejście do stóp zwrotu z portfeli detalicznych biorąc pod uwagę: 1) otoczenie konkurencyjne, w tym wzrost zainteresowania pakietami wierzytelności ze strony inwestorów finansowych, 2) zmiany w procesie windykacji wpływające na charakterystyka krzywych spłat. Natomiast w przypadku portfeli hipotecznych brak historii spłat skłonił nas do założenia niższych IRR.
- Ponadto oczekujemy również spadku wskaźnika kosztów bezpośrednich i pośrednich w związku z optymalną do skali biznesu najbliższych lat strukturą operacyjną oraz spadku marży ciągniętego finansowania, co powinno poprawić rentowność biznesu przed opodatkowaniem. Zakładamy bowiem w średnim terminie wzrost efektywnej stopy podatkowej do poziomu bliskiego nominalnej stawki CIT w Polsce.
- W modelu nie uwzględniamy natomiast ekspansji na nowe rynki (Hiszpania i Niemcy), która zapowiadana jest w tym roku.

Raport za II kw.'14

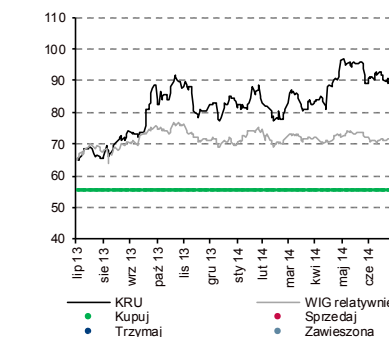
01.09.2014

DANE SPÓŁKI		HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Ticker	KRU	Kupuj	2012-04-17	55,70
Sektor	Wierzytelności			
Kurs (PLN)	91,0			
52 tyg. min/max (PLN)	61 / 98,8			
Liczba akcji (mln szt.)	17,0			
Kapitalizacja (mln PLN)	1549			
Free-float	24,4%			
Śr. obroty 3M (mln PLN)	0,9			
Zmiana kursu	1M 2,7%	3M 10,2%	1Y 39,7%	

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES KRU NA TLE WIG



mIn PLN	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14P	y/y	q/q
Przychody	79	86	98	96	103	103	103	120	145	40%	20%
EBITDA	33	38	43	36	44	44	37	54	74	66%	36%
EBIT	32	36	40	34	42	42	35	51	71	68%	38%
Zysk netto	18	22	27	20	31	29	18	40	56	81%	40%
P/E12M trailing	26,1	22,8	19,1	17,9	15,6	14,5	15,9	13,1	10,8		
EV/EBITDA 12M trailing	17,4	15,9	14,5	13,9	13,4	12,6	13,5	11,8	11,1		
zmiana przychodów r./r.	12%	28%	17%	20%	30%	20%	6%	25%	40%		
marża EBITDA	42,1%	44,3%	43,5%	37,7%	43,1%	43,0%	36,1%	45,1%	51%		
marża EBIT	40,1%	42,3%	40,8%	35,4%	40,9%	40,7%	33,7%	42,8%	49,0%		
marża netto	22,9%	25,4%	27,7%	20,6%	30,0%	28,5%	17,1%	33,3%	38,6%		

mIn PLN	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P
Przychody	274,0	343,0	405,6	514,0	550,4	606,4
EBITDA	101,4	144,0	162,3	205,6	231,6	261,1
EBIT	96,0	136,7	152,9	195,6	221,1	250,6
Zysk netto	66,2	81,0	97,6	144,2	159,0	179,4
EPS (PLN)	3,92	4,79	5,77	8,29	9,06	10,12
DPS (PLN)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	2,03
P/E (x)	23,2	19,0	15,8	11,0	10,0	9,0
EV/EBITDA (x)	19,5	14,5	13,5	11,8	10,9	9,9
P/BV (x)	6,5	4,8	3,7	2,8	2,2	1,9
DY (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,2%

Wycena	Obecna		Poprzednia		Zmiana	
Wycena DCF	124		55		126%	
Wycena porów naw cza	107		52		106%	

Zmiany prognoz mIn PLN	2014P			2015P			2016P		
	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	514	471	9%	550	505	9%	606	530	14%
EBITDA	206	179	15%	232	188	23%	261	196	33%
EBIT	196	172	14%	221	180	23%	251	187	34%
Zysk netto	144	108	34%	159	113	41%	179	119	51%
P/E (x)	11,0	14,3		10,0	13,7		9,0	13,0	
EV/EBITDA (x)	11,8	13,3		10,7	13,2		9,6	12,7	
P/BV	2,8			2,2			1,8		
DY (%)	0,0%			0,1%			0,1%		

Wskaźniki rynkowe	2012	2013	2014P	2015P	2016P
P/E (x)	19,0	15,8	11,0	10,0	9,0
P/E skor. (x)	19,0	15,8	11,0	10,0	9,0
P/BV (x)	4,8	3,7	2,8	2,2	1,9

EV/EBITDA (x)	14,5	13,5	11,8	10,9	9,9
EV/EBITDA skor. (x)	14,5	13,5	11,8	10,9	9,9
EV/Sprzedaż (x)	6,1	5,4	4,7	4,6	4,2

FCF Yield (%)	0,9%	3,9%	1,5%	7,6%	6,7%
DY (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,2%

Wskaźniki finansowe	2012	2013	2014P	2015P	2016P
EPS (PLN)	4,8	5,8	8,3	9,1	10,1
EPS skor. (PLN)	4,8	5,8	8,3	9,1	10,1
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	2,0
BVPS (PLN)	18,8	24,6	32,2	40,9	48,6

Wskaźniki operacyjne	2012	2013	2014P	2015P	2016P
marża pośrednia (%)	56,6%	54,9%	53,4%	54,9%	54,9%
marża EBITDA skor. (%)	42,0%	40,0%	40,0%	42,1%	43,1%
marża EBIT (%)	39,8%	37,7%	38,1%	40,2%	41,3%
marża netto skor. (%)	23,6%	24,1%	28,1%	28,9%	29,6%

ROE (%)	29%	27%	30%	25%	23%
ROA (%)	9%	9%	11%	10%	10%
Koszty/Przychody (%)	43%	45%	43%	45%	45%

Dług netto/kapitał własny (x)	1,7	1,6	1,5	1,3	1,1
Dług netto/EBITDA (x)	3,8	4,0	4,1	4,0	3,7

Rachunek wyników (mIn PLN)	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P
Przychody	274	343	406	514	550	606
Windykacja pakietów nabytych	230	303	356	445	499	554
Windykacja pakietów zleconych	41	33	40	38	38	38
Pozostałe produkty	3	7	10	12	13	14
Koszty bezpośrednie i pośrednie	130	149	183	221	248	274
Marża pośrednia	144	194	223	275	302	333
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	-1	0	0	0	0	0
EBITDA	101	144	162	206	232	261
EBITDA skor.	101	144	162	206	232	261
Amortyzacja	5	7	9	10	11	11
EBIT	96	137	153	196	221	251
Wynik na działalności finansowej	-27	-52	-54	-50	-57	-62
Zysk brutto	69	85	98	146	164	189
Podatek dochodowy	2	4	1	1	5	9
Zysk mniejszości	0	0	0	0	0	0
Zysk netto	66	81	98	144	159	179
Zysk netto skor.	66	81	98	144	159	179

Bilans (mIn PLN)	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P
Aktywa trwałe	24	27	34	34	33	33
Aktywa obrotowe	777	944	1 129	1 452	1 714	1 892
Portfele wierzycielnościowe	719	873	1 054	1 407	1 662	1 833
Gotówka	36	43	35	12	15	17
Pozostałe aktywa krótkoterminowe	18	21	30	23	26	29
Aktywa	800	971	1 163	1 486	1 748	1 925
Kapitał własny	238	318	416	560	719	862
Kapitały mniejszości	-	-	-	-	-	-
Zobowiązania długoterminowe	339	409	513	686	761	782
Zobowiązania oprocentowane	339	409	513	686	761	782
Zobowiązania krótkoterminowe	223	245	234	239	267	280
Zobowiązania oprocentowane	138	187	175	172	190	196
Zobowiązania handlowe	67	39	36	42	47	52
Pasywa	800	971	1 163	1 486	1 748	1 925

Rachunek przepływów (mIn PLN)	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P
Przepływy z działalności operacyjnej	-341	-54	-37	-134	-24	84
Zysk (strata) netto	66	81	98	144	159	179
Amortyzacja	5	7	9	10	11	11
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-7	-6	-8	-10	-10	-10
CAPEX	-8	-8	-9	-10	-10	-10
Przepływy z działalności finansowej	363	67	37	120	37	-72
Dywidenda	0	0	0	0	0	-36
Przepływy pieniężne netto	15	7	-7	-24	3	3
Środki pieniężne na początek okresu	21	36	43	35	12	15
Środki pieniężne na koniec okresu	36	43	35	12	15	17