

Kruk

Akumuluj, cena docelowa 55,7 PLN

Rekordowa podaż wierzycelności w 2011 r. w Polsce oraz inwestycje grupy w nowe portfele wierzycelności na wszystkich rynkach rządu 570 mln PLN bez wątpienia zaprocentują najwyższym w historii działalności Kruka poziomem zysku netto w tym roku. Jednocześnie zakładane przez nas nakłady w kolejnych latach sprzyjać będą dalszej mniej dynamicznej poprawie wyników, co wpłynie również na spadek wskaźników zadłużenia i umożliwi wypłatę dywidendy. Niemniej jednak dalsze umacnianie przez Kruka pozycji lidera w kraju i w regionie będzie naszym zdaniem nie tylko sporym wyzwaniem, ale wręcz niemożliwe bez obecności na nowych rynkach porównywalnych wartościowo do Polski. Szczególnie, że zdolności zakupowe krajowych konkurentów również rosną czego odbiciem jest notowany wzrost cen płaconych za portfele. W konsekwencji dalsze spłaszczanie krzywych spłat portfeli wzorem dojrzałych rynków windykacyjnych wydaje się być tylko kwestią czasu.

Zakładamy spadek dynamiki wzrostu podaży wierzycelności w kraju...

Pomimo wzrostu udziału kredytów z utratą wartości w strukturze zadłużenia gospodarstw domowych w Polsce, które z opóźnieniem wpływają na podaż bankowych wierzycelności, dalszy dynamiczny wzrost wartości transakcji w segmencie inwestycji w portfele będzie niemożliwy bez zwiększenia akcji kredytowej banków. Te natomiast w dalszym ciągu notują zapoczątkowany w 4 kw. ubiegłego roku spadek wartości udzielonych kredytów.

... przy jednoczesnym zaostrzeniu konkurencji w kraju i za granicą...

Kruk w 2011 r. był liderem obu segmentów rynku przyjmując do obsługi inkasowej wierzycelności o wartości nominalnej 4,0 mld PLN (38,4% udziału w rynku) oraz nabywając wierzycelności o wartości nominalnej 2,1 mld PLN (26,2% udziału w rynku), płacąc za nie 375 mln PLN (31,2% udziału w rynku). Tym samym łączne nakłady Kruka na zakup portfeli na wszystkich rynkach wyniosły w zeszłym roku 569 mln PLN i były niemal 3-krotnie wyższe niż w 2010 r. Szacujemy, że tegoroczna wartość inwestycji w portfele w Polsce wyniesie 1,1 mld PLN, a spółka przeznaczy na ten cel 265 mln PLN. Jednocześnie nakłady na pozostałych rynkach spółki wyniosą 150 mln PLN (w tym 100 mln PLN w Rumunii). Tym samym nasza prognoza zakłada, że łączne nakłady grupy w tym roku wyniosą nieco ponad 400 mln PLN, co oznacza 27% spadek r/r

... co utrzyma presję cenową w Polsce i wzrost cen w Rumunii, a w rezultacie spowoduje dalsze spłaszczanie krzywych spłat portfeli.

W Kruku dla portfeli nabywanych przed 2011 r. suma spłat portfeli wynosi średnio 246% (IRR = 53,6%). Dla porównania spółka Portfolio Recovery działająca w USA i w Europie Zachodniej dla inwestycji w portfele w 2011 r. szacuje odzyskanie 2-krotności zapłaconej ceny. Dlatego w miarę rozwoju rynków na których operuje Kruk założyliśmy stopniowe zbliżanie się krzywych spłat do tych prognozowanych przez spółki działające na dojrzałych rynkach windykacyjnych. W rezultacie sumę spłat portfeli nabywanych przez spółkę na przestrzeni całego okresu windykacji (w naszych założeniach 9 lat) docelowo przyjęliśmy na poziomie 203% zapłaconej ceny (IRR = 34,7%).

Wartość akcji Kruka na podstawie podejścia dochodowego metodą zdyskontowanych zysków rezydualnych oraz podejścia porównawczego do zagranicznych spółek z branży windykacyjnej szacujemy na 51,7 PLN, co implikuje 9-miesięczną cenę docelową w wysokości 55,7 PLN i skłoniło nas do wydania rekomendacji AKUMULUJ.

DANE FINANSOWE (SKONSOLIDOWANE)

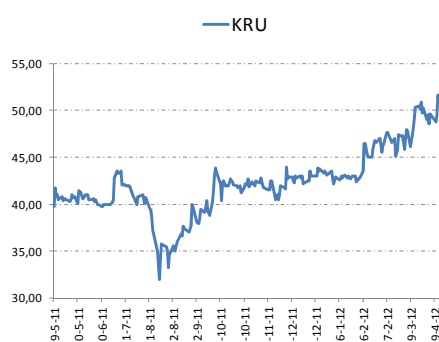
mln PLN	2010	2011	2012P	2013P	2014P	2015P
Przychody netto	164,3	274,0	369,9	423,8	471,7	504,5
Marża pośrednia	71,5	143,6	183,3	216,0	236,6	248,2
EBITDA	43,3	101,4	135,7	162,9	179,3	188,1
EBITDAA ¹	123,2	212,2	368,5	417,2	494,6	568,1
Zysk netto	36,3	66,4	79,2	98,3	107,6	112,6
P/E (x)	21,8	12,7	11,0	9,0	8,3	8,1
P/BV (x)	6,0	3,5	2,8	2,1	1,7	1,6
ROE (%)	31,5%	36,0%	28,5%	26,8%	22,9%	20,4%

¹EBITDA skorygowana o amortyzację portfeli

Źródło: spółka, P - prognozy Trigon DM

DANE SPÓŁKI

Ticker	KRU
Sektor	Usługi finansowe
Kurs (PLN)	51,1
52 tyg. min/max (PLN)	30,7 / 51,6
Liczba akcji (mln szt.)	16,9
Kapitalizacja (mln PLN)	864
Free float	19%
Śr. wolumen 1M (tys. PLN)	28,2



OPIS DZIAŁALNOŚCI

Spółka jest liderem polskiego rynku obrotu wierzycelnościami operując w dwóch uzupełniających się segmentach: windukacji na zlecenie oraz windukacji na rachunek własny. Spółka działa również za granicą na rynku rumuńskim, czeskim oraz słowackim.

AKCJONARIAT

	% kap.	% głos.
Enterprise Investors	24,8%	24,8%
Piotr Krupa	15,7%	15,7%
Generali OFE	5,1%	5,1%
ING OFE	4,6%	4,6%

WAŻNE DATY

NWZA	23.04.2012
Raport kwartalny Q1'12	15.05.2012
Raport półroczny	31.08.2012

POPZEDNIE REKOMENDACJE

-

ANALITYK

Grzegorz Kujawski

(48 22) 433-83-69

grzegorz.kujawski@trigon.pl

Wycena

Wycena metodą zdyskontowanych zysków rezydualnych

Wartość bieżącą Kruka w podejściu dochodowym metodą zdyskontowanych zysków rezydualnych szacujemy na **909,5 mln PLN**, tj. **51,3 PLN** za jedną akcję. Model został sporządzony przy zachowaniu poniższych założeń:

- prognoza przepływów pieniężnych w segmencie windykacji portfeli własnych zakłada jedynie rozwój organiczny spółki w oparciu o przyjęty scenariusz nakładów na portfele wierzytelności na poszczególnych rynkach na których operuje spółka oraz prognozowane krzywe spłat, które implikują wymagany zwrot z inwestycji mierzony stopą IRR;
- dla portfeli nabytych przed 2011 r. wykorzystano krzywą spłat, która zakłada wpływy na poziomie 246% ceny nabycia portfeli oraz zanulizowany IRR w wysokości 53,6%, dla portfeli nabytych po tym okresie, zmodyfikowano stopniowo harmonogram wpłat, który docelowo implikuje sumę spłat z portfeli równą 203% ceny ich nabycia oraz zanulizowany IRR w wysokości 34,7%;
- wskaźnik kosztów operacyjnych segmentu windykacji portfeli własnych ulegnie stopniowemu obniżeniu za sprawą efektu dźwigni operacyjnej, a jego docelowy poziom wyniesie ok. 27%;
- prowizja w segmencie windykacji pakietów zleconych po spadku w 2011 r. utrzyma się na stałym poziomie 1% wartości nominalnej obsługiwanych wierzytelności, podobnie wskaźnik kosztów operacyjnych inkasa do przychodów prowizyjnych (58%);
- Kruk w ramach spółki zależnej Novum Finance w szybkim tempie budować będzie portfel pożyczek konsumenckich (CAGR 2012 - 2016 wyniesie 21%), natomiast komercyjne wykorzystanie bazy danych o zadłużonych ERIF będzie nieistotnie kontrybuować do wyników grupy;
- kursy RON/PLN, CZK/PLN wpływające na wycenę portfeli zagranicznych przyjęto odpowiednio na poziomie 0,97 PLN oraz 0,17 PLN w całym okresie szczegółowej prognozy;
- średnioważony koszt finansowania uzależniono od poziomu ryzyka finansowego spółki mierzonego poziomem dźwigni finansowej (marża ponad WIBOR3M w przedziale od 400 do 440 p.b.);
- rosnące wpływy z portfeli własnych przy stabilniejszym poziomie zakupów, przekładające się na poprawę wskaźników D/E oraz ND/EBITDAA, które są głównymi kowenantami emitowanych przez spółkę obligacji pozwoli na wypłatę dywidendy począwszy z zysku za 2014 r., a jej docelowy poziom, który ustalono wg wzoru $(1 - D) = g/ROE$ wyniesie 80%;
- koszt kapitału własnego wyznaczono w oparciu o model CAPM, gdzie za wolną stopę od ryzyka przyjęto rentowność dziesięcioletnich obligacji skarbowych (5,35%), premię za ryzyko rynkowe na poziomie 5,0%, a betę przyjęto jako relewarowany średni współczynnik dla spółek porównawczych;
- wartość rezydualną wyznaczono na podstawie modelu Gordona, gdzie implikowany współczynnik wzrostu zysków rezydualnych obliczono wg wzoru $(1 - D) = g/ROE$;
- Kruk poprzez SPV zarejestrowany w Luksemburgu (Secapital) inwestuje w certyfikaty własnych FIZ (Prokura, Prokulus), które nabywają portfele wierzytelności i jest beneficjentem umowy o unikaniu podwójnego opodatkowania podpisanej przez RP z tym krajem, co skutkuje niskim poziomem efektywnej stopy podatkowej (docelowy poziom efektywnej stopy podatkowej przyjęto w wysokości 50% stopy nominalnej ważonej zakupami na poszczególnych rynkach, tj. 9,2%);
- do obliczeń przyjęliśmy 17,7 mln akcji, zakładając pełną realizację programu motywacyjnego na lata 2011 - 2014 (0,8 mln akcji serii E) w związku ze spodziewaną przez nas realizacją warunku koniecznego - osiągnięcia wzrostu EPS na poziomie powyżej 17,5% (obliczanego jako średnia geometryczna w odniesieniu do zysku spółki za 2010 r.) oraz utrzymanie w tym okresie wskaźnika ROE powyżej 20%;
- NPV wpływów z tytułu zapłaty ceny emisyjnej akcji oferowanych w ramach programu motywacyjnego (tj. 39,7 PLN) wyniesie 26,3 mln PLN;
- wszystkie wartości zostały zaprezentowane w ujęciu nominalnym;
- wartość spółki ustalono na dzień 16 kwietnia 2012 r.

WYCENA met. zdysk. zysków rezydualnych	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	>2016P
Kapitał własny	317,6	415,9	523,5	582,3	609,2	
stopa dywidendy	0,0%	0,0%	0,0%	50,0%	80,0%	80,0%
Zysk dla jedn. dominującej	79,2	98,3	107,6	112,6	116,9	
zmiana r/r	19,3%	24,1%	9,5%	4,7%	3,8%	3,7%
ROE	24,9%	23,6%	20,6%	19,3%	19,2%	19,2%
Stopa wolna od ryzyka	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	
Premia rynkowa	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
Beta	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	
Koszt kapitału własnego	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%
ROE - koszt kapitału własnego	14,2%	12,9%	9,9%	8,6%	8,5%	8,5%
Zysk rezydualny (RI)	45,2	53,8	51,6	50,3	51,8	
Zdyskontowana RI	41,6	44,7	38,7	34,1	31,7	
Suma RI	190,8					
Zdyskontowana wartość rezydualna	426,8					
Wartość kapitału własnego na 1.01.2012	238,4					
NPV programu motywacyjnego	26,3					
Wartość spółki	909,5					
Liczba akcji (m szt.)	17,7					
Wartość 1 akcji 16.04.2012 (PLN)	51,3					
Cena docelowa 9m (PLN)	55,2					

Regresja 10 lat	β lew.	D/E	TR	β odlew.
Intrum Justitia	0,6	0,9	26,6%	0,4
Portfolio Recovery	1,1	0,4	39,6%	0,9
Encore Capital	1,2	1,0	38,6%	0,8
Aktiv Kapital	0,3	1,2	37,3%	0,2
AACC	1,2	1,2	35,0%	0,6
mediana				0,6
Kruk	1,1	1,1	9,2%	

Źródło: Trigon DM

Wrażliwość modelu: wpływ zmiany nadwyżkowej stopy zwrotu oraz współczynnika g na wycenę

(PLN)	Zmiana współczynnika g (p.p.)						
	-1,5%	-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%
-1,5%	44,6	45,8	47,2	48,8	50,6	52,7	55,2
-1,0%	46,5	47,8	49,2	50,9	52,9	55,1	57,8
-0,5%	48,3	49,7	51,3	53,1	55,1	57,6	60,4
Zmiana nadwyżkowej stopy zwrotu (p.p.)	0,0%	50,1	51,6	53,3	55,2	57,4	60,0
	0,5%	52,0	53,5	55,3	57,3	59,7	62,4
	1,0%	53,8	55,5	57,3	59,5	61,9	64,8
	1,5%	55,6	57,4	59,3	61,6	64,2	67,2

Źródło: Trigon DM

Wrażliwość modelu: wpływ zmiany współczynnika β oraz współczynnika g na wycenę

(PLN)	Zmiana współczynnika g (p.p.)						
	-1,5%	-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%
-0,3	63,3	66,0	69,2	73,0	77,6	83,1	90,1
-0,2	58,3	60,5	63,1	66,1	69,6	73,8	79,0
-0,1	54,0	55,8	57,8	60,2	63,0	66,3	70,2
Zmiana β (x)	0,0	50,1	51,6	53,3	55,2	57,4	60,0
	0,1	46,7	48,0	49,3	50,9	52,6	54,7
	0,2	43,7	44,7	45,8	47,1	48,5	50,1
	0,3	41,0	41,8	42,8	43,8	44,9	46,2

Źródło: Trigon DM

Wycena porównawcza

Grupę porównawczą dla Kruka w związku z istotnie większą skalą działania spółki w relacji do krajowych konkurentów oraz dywersyfikacją geograficzną stanowiły wybrane spółki zagraniczne operujące w branży windykacyjnej. Wycenę porównawczą oparto o wskaźniki P/E oraz P/BV za lata 2012 – 2013 (w wycenie nie uwzględniliśmy 2011 r., który nie był reprezentatywny, a przypadła na niego rekordowy poziom inwestycji w portfele, wpływający na prognozowany przez nas skokowy wzrost wyników i kapitałów własnych w latach 2012 - 2013). W wycenie uwzględniliśmy natomiast rozwodnienie akcjonariatu w związku z realizacją programu motywacyjnego (w 2012 r. do obliczeń przyjęto 17,1 mln akcji, w 2013 r. 17,3 mln akcji). Kruk jest notowany obecnie po wskaźniku P/E w wysokości 11,0x na 2012 r. oraz 9,0x na 2013 r., co oznacza nieznaczną premię do mediany tego wskaźnika dla spółek porównawczych (odpowiednio 10% i 8%) i jednocześnie istotne dyskonto do Intrum Justitia, które prowadzi działalność również na rynkach, na których obecny jest Kruk (oprócz Rumunii). Rynki te cechują się lepszymi krzywymi spłat w relacji do portfeli nabywanych w Europie Zachodniej czy USA, które dominują w bilansach pozostałych spółek porównawczych.

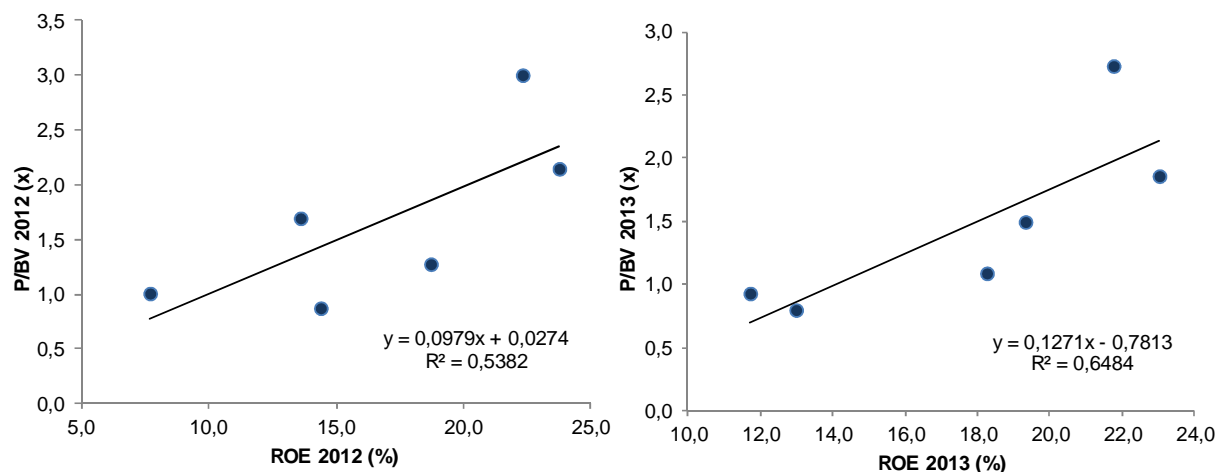
WYCENA PORÓWNAWCZA	MC (mln PLN) ¹	P/E (x)			P/BV (x)			ROE (%)		
		2011	2012P	2013P	2011	2012P	2013P	2011	2012P	2013P
Intrum Justitia	4236,0	16,0	13,9	13,1	3,3	3,0	2,7	20,8	22,3	21,8
Portfolio Recovery	3715,8	11,7	10,3	8,1	1,9	1,7	1,5	18,2	13,6	19,3
Encore Capital	1683,3	9,2	7,5	6,8	1,5	1,3	1,1	18,0	18,7	18,3
Credit Corp	854,0	12,2	9,6	8,5	2,5	2,1	1,9	21,4	23,8	23,0
Aktiv Kapital	785,8	6,1	6,5	6,7	-	0,9	0,8	12,9	14,4	13,0
AACC	476,4	16,9	11,0	9,0	1,1	1,0	0,9	6,3	7,7	11,7
Mediana		12,0	9,9	8,3	1,9	1,5	1,3	18,1	16,5	18,8
Kruk	863,6	12,7	11,0	9,0	3,5	2,8	2,1	36,0	28,5	26,8
dyskonto (premia)		-6%	-10%	-8%	-45%	-46%	-39%	99%	72%	43%
P/BV regresja liniowa a ²		-	-	-	-	2,8	2,6	-	-	-
Implikowana wartość 1 akcji (PLN)			45,9	47,1		52,3	63,0	-	-	-
waga roku			50%	50%		50%	50%			
waga w skaźniku			50%			50%				
Wartość 1 akcji 16.04.2012 (PLN)		52,1								

¹ kursy zamknięcia z dnia 13.04.2012, ² wyliczona w oparciu o mnożnik P/BV uwzględnia rentowność kapitałów własnych (np. w 2012 r. $P/BV = 0,0979 \cdot ROE + 0,0274$)

Źródło: Trigon DM, Bloomberg

Kruk jest jednocześnie notowany z istotną premią w stosunku do konkurencji biorąc pod uwagę wskaźnik P/BV, który wynosi 2,8x (premia 46% do mediany) i 2,1x (premia 39%) odpowiednio na 2012 r. i 2013 r., co jest wynikiem znacząco wyższej rentowności kapitału własnego polskiej spółki. Przyczyną tego jest między innymi wyższy w stosunku do pozostałych spółek lewar Kruka (mediana dźwigni finansowej podmiotów porównawczych wynosi 1,1x, co oznacza, że jest ona 60% niższa niż w przypadku polskiej spółki) oraz operowanie na mniej dojrzałych rynkach, co wpływa na generowanie wyższej marżowości na nabywanych portfelach i osiągnięcie większej rentowności całego biznesu.

Regresja P/BV vs. ROE 2012 (l.w.), regresja P/BV vs. ROE 2013 (p.w.)



Źródło: Trigon DM, Bloomberg

W związku z powyższym w wycenie opartej na wskaźniku P/BV uwzględniono oczekiwaną rentowność kapitałów własnych spółki w oparciu o regresję liniową wskaźników P/BV oraz ROE dla spółek porównawczych. W rezultacie implikowaną wartość mnożnika P/BV dla Kruka ustalono na poziomie 2,8x na 2012 r. oraz 2,6x na 2013 r.

Wycena w oparciu o wskaźnik P/E oznaczała wartość 1 akcji spółki w przedziale 45,9 - 47,1 PLN, natomiast w oparciu o wskaźnik P/BV wartość w przedziale 52,3 - 63,0 PLN. Nadając równe wagi zarówno dla poszczególnych mnożników oraz okresów prognozy otrzymaliśmy wycenę porównawczą 1 akcji Kruka na poziomie 52,1 PLN.

Ostatecznie nadając obu podejściom do wyceny równe wagi bieżącą wartość spółki szacujemy na poziomie 51,7 PLN na akcję, a 9-miesięczną cenę docelową jednej akcji ustalamy na poziomie 55,7 PLN.

PODSUMOWANIE WYCENY	Wartość 1 akcji (PLN)
Wycena met. zdysk. zysków rezydualnych	51,3
Wycena porównawcza	52,1
średnia	51,7
Cena docelowa 9m	55,7

Źródło: Trigon DM

Główne czynniki ryzyka

Splaszczanie krzywych spłat z nowych portfeli

Ceny płacone za pakiety wierzytelności na przestrzeni ostatnich lat wykazywały tendencję wzrostową osiągając szczyt w 2011 r. (średnio 17% wartości nominalnej). Było to głównie efektem większego zainteresowania zakupami przez podmioty z branży za sprawą znacznie szerszego niż w ostatnich latach dostępu do finansowania zewnętrznego, głównie poprzez emisję obligacji, z których podmioty z branży notowane na GPW i NC pozyskały w ubr. ok. 800 mln PLN. Towarzyszący temu wzrost podaży portfeli wystawianych do sprzedaży przez instytucje finansowe i inne podmioty nie zneutralizował presji cenowej. Tym samym pomimo tego, że w dalszym ciągu spłacają się portfele nabywane przez spółkę w pierwszych latach działalności porównanie 6-letniej krzywej spłat z lat 2005 - 2010 oraz lat 2005 - 2011 wskazuje na spadek stopy zwrotu o 6 p.p. do poziomu 46% (obliczonej wg stosowanej przez spółkę metodologii, tj. anualizowania IRR z półrocznych przepływów), a suma spłat z portfeli w tym okresie również obniżyła się o 6 p.p. i wyniosła średnio 218% zapłaconej ceny. W rezultacie w przypadku dalszego wzrostu cen płaconych za pakiety stopa zwrotu może ulegać dalszej obniżce.

Ponadto spółki działające na rozwiniętych rynkach obrotu wierzytelnościami prognozują niższą sumę spłat na przestrzeni całego okresu windykacji nowo nabytych pakietów (w przypadku Portfolio Recovery działającej w USA i Wielkiej Brytanii dla inwestycji w portfele w 2011 r. suma spłat szacowana jest na ok. 200% zapłaconej ceny). W Kruku dla portfeli nabywanych przed 2011 r. suma spłat wynosi natomiast ponad 240% (IRR = 53,6%). Dlatego w miarę dojrzewania rynków na których operuje Kruk założyliśmy stopniowe zbliżanie się krzywych spłat do tych zakładanych przez spółki działające na rozwiniętych rynkach. W rezultacie sumę spłat portfeli na przestrzeni całego okresu windykacji (w naszych założeniach 9 lat) docelowo począwszy od 2014 r. przyjęliśmy na poziomie 203% (IRR = 34,7%).

Poniżej zaprezentowaliśmy również wrażliwość zysku netto na zmianę realizowanych wpływów w stosunku do założeń odzwierciedlonych w modelowych krzywych spłat portfeli nabywanych począwszy od w 2012 r. (zmiana wpływów w każdym roku o 1 p.p. oznacza przesunięcie pionowe krzywej spłat o 1 p.p. na przestrzeni całego okresu windykacji portfela).

Wrażliwość zysku netto spółki na zmianę wpływów w stosunku do modelowych krzywych spłat

	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P
	Zysk netto				
	-1,00	76,3	89,3	92,8	92,1
	-0,50	77,7	93,8	100,1	102,3
Zmiana wpływów w każdym roku (p.p.)	0,00	79,2	98,3	107,6	112,6
	0,50	80,5	102,5	114,6	122,2
	1,00	81,9	106,8	121,6	132,0
suma spłat wg modelowej krzywej		211%	211%	203%	203%
IRR ¹		36,7%	36,7%	34,7%	34,7%

¹ zanalizowany na podstawie IRR dla przepływów półrocznych

Źródło: Trigon DM

Odchylenie rzeczywistych od prognozowanych wpływów z portfeli

Wycena danego portfela wierzytelności na potrzeby decyzji inwestycyjnej podejmowana jest na podstawie modelu w oparciu między innymi o krzywe spłat portfeli własnych podobnych do portfela analizowanego. Jednocześnie spółka dokonuje aktualizacji wyceny wszystkich portfeli na każdy dzień bilansowy, a wartość bieżąca ewentualnych odchyłeń rozpoznawana jest w rachunku zysków i strat. W rezultacie potencjalne ujemne różnice rzeczywistych w relacji do prognozowanych wpływów z danego portfela oznaczałyby niższą od założonej stopę zwrotu z inwestycji. Ograniczając ryzyko wystąpienia wspomnianych odchyłeń w modelu założyliśmy splaszczanie krzywych spłat.

Wzrost kosztów operacyjnych spółki

Potencjalny wzrost kosztów operacyjnych segmentu inwestycji w portfele w relacji do wpływów z portfeli własnych oraz w mniejszym stopniu wzrost kosztów operacyjnych segmentu inkasa w relacji do wpływów prowizyjnych z windykacji portfeli na zlecenie negatywnie wpłynąby na poziom rentowności biznesu. Zakładając jednak, że istotna część kosztów ma charakter stały (koszty call center, kancelarii prawnej, ogólnego zarządu), a skala działalności grupy rośnie, oczekujemy pozytywnego efektu dźwigni operacyjnej. Niemniej jednak poniżej zaprezentowaliśmy wrażliwość zysku netto na zmianę przyjętego w modelu współczynnika kosztów do wpływów na przestrzeni całego okresu szczegółowej prognozy.

Wrażliwość zysku netto spółki na zmianę współczynnika C/I

	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P
	Założony C/I ¹				
	28,6%	28,5%	28,0%	27,3%	26,6%
	1,50	70,6	87,9	94,7	97,6
	1,00	73,5	91,3	98,9	102,5
Zmiana C/I (p.p.)	0,00	79,2	98,3	107,6	112,6
	-1,00	84,8	105,0	115,9	122,1
	-1,50	87,7	108,5	120,1	127,0

¹ koszty operacyjne segmentu inwestycji w portfele / w wpływ z portfeli własnych

Źródło: Trigon DM

Rozwój segmentu inwestycji w portfele

Rok 2011 cechował się rekordową podażą wierzycelności na polskim rynku. Łączna wartość nominalna wystawionych na sprzedaż portfeli wyniosła 8,1 mld PLN. Większość transakcji dotyczyła segmentu detalicznego, gdzie wartość w cenie nabycia wyniosła 1,2 mld PLN (niemal 2-krotny wzrost w relacji do 2010 r.). Dla porównania wartość transakcji w cenie nabycia w segmencie korporacyjnym wyniosła zaledwie 50 mln PLN. Jednocześnie wartość transakcji w cenach nabycia portfeli na wszystkich eksportowych rynkach spółki (Rumunia, Czechy, Słowacja i Węgry) w ubiegłym roku wyniosła 600 mln PLN. Udział rynkowy Kruka w kraju wyniósł 31%, w Rumunii 80% i w Czechach 18%. Tym samym w przypadku spadku podaży wierzycelności (np. w wyniku ograniczenia akcji kredytowej banków), bądź zmniejszenia udziału spółki na poszczególnym rynku, istnieje ryzyko spadku inwestycji w portfele, a w konsekwencji pogorszenia wyników. Ryzyko to spółka stara się ograniczać poprzez dywersyfikację geograficzną oraz operowanie również w segmencie inkasa.

Rozwój i rentowność segmentu inkasa

Wartość krajowego rynku inkasa w 2011 r. wyniosła 10,4 mld PLN, co oznaczało 10% spadek r/r. Wartość rynku w Rumunii wyniosła 4,5 mln PLN i była na podobnym poziomie w relacji do ubiegłego roku. Powyższa statystyka wynikała z przesunięcia wierzycelności na rynek sprzedaży i spadku akcji kredytowej banków, co obniżyło wolumen spraw oddawanych do inkasa. Towarzyszyła temu erozja wysokości prowizji od odzyskiwanych kwot, których poziom obniżył się z 1,2% w 2010 r. do 1% w ubr., która mogła być efektem niskiej bariery wejścia na ten segment rynku windykacyjnego. Istnieje więc ryzyko, że zarówno wolumen spraw jak również wysokość prowizji ulegnie dalszemu obniżeniu, co miałoby niekorzystny wpływ na wyniki spółki.

Ryzyko finansowe

Zadłużenie spółki na koniec 2011 r. wyniosło 440,8 mln PLN, co oznaczało dźwignię finansową na poziomie 1,85x oraz wskaźnik ND/EBITDAA (uwzględniający wpływy od zadłużonych) na poziomie 2,1x. Dla porównania spółki uwzględnione w wycenie mnożnikowej cechują się 60% niższym poziomem dźwigni finansowej (mediana 1,1x). Niemniej jednak oba te wskaźniki są głównymi kowenantami emitowanego przez Kruka długu, a ich ustalone z bankami limity kształtują się na poziomie 2,5x i 4,0x, czyli istotnie powyżej ich bieżących wartości. Ponadto zakładamy, że wskaźniki zadłużenia ulegną systematycznej poprawie, natomiast począwszy od 2014 r. przepływy z działalności będą dodatnie, a roczna EBITDAA przekroczy 80% zadłużenia.

Koszt pozyskiwanego finansowania

Wysoki obecnie poziom dźwigni finansowej powoduje, że wyniki są wrażliwe na wartość kosztów finansowych płaconych przez spółkę. Większość kosztów pozyskiwanego finansowania ustalanych jest w oparciu o oprocentowanie zmienne, w tym stopę WIBOR (działalność grupy na rynkach zagranicznych oprócz reinwestowanych zysków jest obecnie finansowana ze środków pozyskiwanych w kraju) oraz marżę. W naszym modelu średnioważony koszt finansowania założono w przedziale 9,1 - 9,4% w zależności od wysokości ryzyka finansowego spółki mierzonego poziomem dźwigni finansowej. Poniżej zaprezentowaliśmy również wrażliwość zysku netto na zmianę tego parametru na przestrzeni całego okresu szczegółowej prognozy.

Wrażliwość zysku netto spółki na poziom średnioważonego kosztu finansowania

	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	
	Założony średnioważony koszt finansowania					
	9,4%	9,4%	9,4%	9,2%	9,1%	
	-1,00	84,1	103,6	113,3	118,4	122,9
	-0,50	81,7	101,0	110,4	115,5	119,9
Zmiana kosztu finansowania (p.p.)	0,00	79,2	98,3	107,6	112,6	116,9
	0,50	76,8	95,6	104,8	109,7	114,0
	1,00	74,4	93,0	101,9	106,8	111,0
	1,50	72,0	90,3	99,1	103,9	108,0

Źródło: Trigon DM

Potencjalne ograniczenie korzyści podatkowych

Specyfiką branży, a w szczególności realizowanych zakupów portfeli bankowych, jest wykorzystanie w tym celu funduszy sekurytyzacyjnych, których jednostki uczestnictwa obejmują SPV inwestycyjne zarejestrowane w tzw. rajach podatkowych kontrolowane przez spółki matki. Dotyczy to również Kruka, który poprzez Secapital (SPV zarejestrowany w Luksemburgu) inwestuje w certyfikaty własnych FIZ (Prokura, Prokulus), które nabywają portfele wierzytelności. W ten sposób spółka jest beneficjentem umowy o unikaniu podwójnego opodatkowania podpisanej przez RP z Luksemburgiem, co skutkuje niskim poziomem efektywnej stopy podatkowej (w 2011 r. wyniosła 3,1%). W modelu natomiast założyliśmy scenariusz, w którym docelowy poziom efektywnej stopy podatkowej wyniesie 50% stopy nominalnej ważonej zakupami na poszczególnych rynkach, tj. 9,2%. Tym samym stopa ta jest znacząco niższa od poziomu stóp nominalnych na wszystkich rynkach działalności Kruka, a zmiana jej poziomu na istotny wpływ na wysokość zysku netto.

Wrażliwość zysku netto spółki na poziom efektywnej stopy podatkowej

	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	
	Założona efektywna st. podatkowa					
	3,0%	4,5%	6,0%	7,5%	9,2%	
	0,0%	81,7	102,9	114,5	121,7	128,8
	3,0%	79,2	99,8	111,0	118,1	124,9
	4,5%	78,0	98,3	109,3	116,3	123,0
Faktyczna efektywna st. podatkowa	6,0%	76,8	96,7	107,6	114,4	121,1
	7,5%	75,6	95,2	105,9	112,6	119,1
	9,2%	74,2	93,5	103,9	110,5	116,9
	18,0%	67,0	84,4	93,9	99,8	105,6

Źródło: Trigon DM

Ryzyko walutowe

Dekompozycja przychodów ze sprzedaży grupy wskazuje na rosnący udział przychodów z portfeli nabywanych w Rumunii począwszy od 2007 r. w strukturze łącznych obrotów Kruka. W rezultacie zagraniczne przychody Kruka w 2011 r. osiągnęły wartość 104,0 mln PLN (tj. 38% skonsolidowanych obrotów) i wygenerowały 56% marży pośredniej (za sprawą wyższej rentowności realizowanej na inwestycjach w Rumunii). W przyszłości w związku z pierwszymi inwestycjami w portfele w Czechach i na Słowacji oraz zakupem spółki na Węgrzech, która posiada licencję niezbędną do operowania na tamtejszym rynku, można oczekiwać dalszego wzrostu znaczenia rynków zagranicznych, choć każdy z tych rynków jest kilkakrotnie mniejszy niż w Polsce. W bieżącym roku zakładamy że spółka za granicą zakupi portfele o łącznej wartości 150 mln PLN, co stanowić będzie 36% łącznych wydatków spółki na zakup portfeli.

Jednocześnie w 2011 r. koszty operacyjne (z wyłączeniem kosztów ogólnych) przypisane Rumunii i innym rynkom zagranicznym wyniosły 23,6 mln PLN (tj. 18%). Dodatkowo finansowanie działalności zagranicznej oprócz reinwestowanych na lokalnych rynkach zysków jest obecnie pozyskiwane jedynie w walucie polskiej. W rezultacie operacyjna ekspozycja walutowa spółki (obecnie głównie w RON) jest znacząca i w 2011 r. wyniosła ok. 80 mln RON. Taka teza jest jednakże pewnym uproszczeniem, gdyż przychody walutowe rozpoznawane według IRR są zwykle niższe od wpływów jakie spółka osiąga w danym okresie.

Również na poziomie bilansu spółka nie stosuje obecnie instrumentów zabezpieczających ryzyko kursowe. Tym samym zmiana notowań pary walutowej RON/PLN w stosunku do przyjętych kursów futures odpowiadających okresom przyszłych wpływów wymaga aktualizacji wartości danego portfela oraz odniesienia różnicy w wycenie bezpośrednio in plus bądź in minus na rachunek zysków i strat.

Otoczenie rynkowe - Polska

Głównymi determinantami wielkości rynku obrotu wierzytelnościami są:

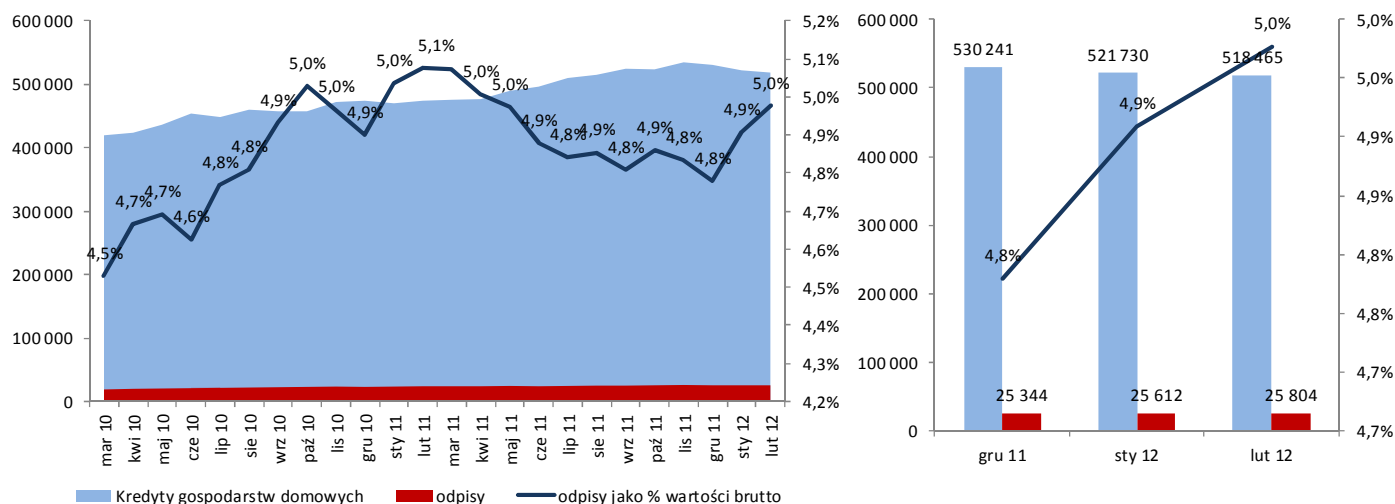
1. Poziom zadłużenia sektora prywatnego wpływający na wielkość portfeli kredytowych w bankach oraz wielkość należności innych inicjatorów rynku świadczących usługi powszechne (m.in. operatorzy telekomunikacyjni, operatorzy telewizji kablowych, firmy ubezpieczeniowe);
2. Szkodowość portfeli w przypadku banków oraz poziom niespłaconych należności podmiotów oferujących niefinansowe produkty i usługi;
3. Skłonność wierzycieli do sprzedaży wyspecjalizowanym podmiotom portfeli własnych wierzytelności wpływająca na rozwój segmentu inwestycji w portfele, bądź zamiar outsourcingu procesów windykacyjnych wpływający na rozwój segmentu inkasa;
4. Skłonność inwestorów do zaangażowania się w zakup portfeli, determinowany poziomem dostępności kapitału oraz atrakcyjnością inwestycji alternatywnych.

W szczególności istotna jest kondycja finansowa gospodarstw domowych. Bowiem udział tej grupy dłużników w rynku windykacyjnym w segmencie inwestycji w portfele wartym 8,1 mld PLN (licząc według wartości nominalnej sprzedanych portfeli) w 2011 r. wyniósł ponad 80%. Natomiast analizując rynek według cen nabycia wierzytelności udział delatu przekroczył 90%, a wartość transakcji wyniosła 1,2 mld PLN. Na tym tle krajowy segment inkasa warty 0,1 mld PLN (licząc według wartości prowizji) ma istotnie mniejsze znaczenie dla uczestników rynku.

Jednocześnie głównymi wierzycielami gospodarstw domowych są banki (ponad 70% wierzytelności masowych w ujęciu wartościowym), toteż kształtowanie się wartości kredytów gospodarstw domowych oraz poziomu ich odpisów i udziału kredytów z utratą wartości może posłużyć jako barometr wielkości rynku windykacyjnego. Wartość zadłużenia gospodarstw domowych wobec banków w lutym bieżącego roku wyniosła ok. 520 mld PLN brutto (tj. przed uwzględnieniem odpisów z tytułu utraty wartości) i w dalszym ciągu wykazuje tendencję spadkową w stosunku do listopada 2011 r., kiedy łączna wartość kredytów detalicznych wyniosła 534 mld PLN. Jednocześnie nieznacznie wzrosła wartość odpisów, które wyniosły 25,8 mld PLN, tj. 5% wartości bilansowej brutto udzielonych kredytów. Wśród kredytów detalicznych największą uszkodowością cechowały się kredyty konsumpcyjne, których odpisy stanowiły 14% wartości brutto (15,9 mld PLN). Natomiast najlepiej od lat spłacane są kredyty na zakup nieruchomości mieszkaniowych, których uszkodowość na koniec lutego bieżącego roku wyniosła zaledwie 1% (2,9 mld PLN).

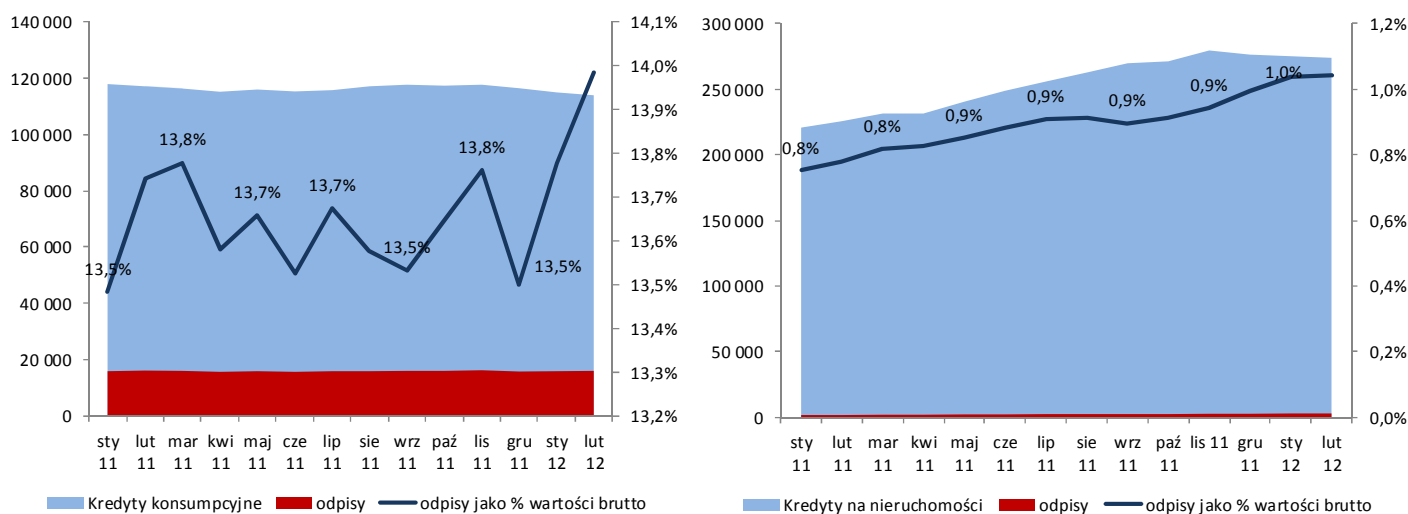
W dalszym ciągu rośnie natomiast udział kredytów z utratą wartości w strukturze zadłużenia gospodarstw domowych. Odsetek ich na koniec lutego br. wyniósł 7,6%, co odpowiadało wartości 29,2 mld PLN, która była o 7% niższa od średniej wartości kredytów z utratą wartości w 2011 r. Uzasadnia to przyjęte przez nas założenie, że krajowy rynek inkasa w 2012 r. powinien cechować się zbliżoną w

Udział kredytów straconych w portfelu kredytów gospodarstw domowych



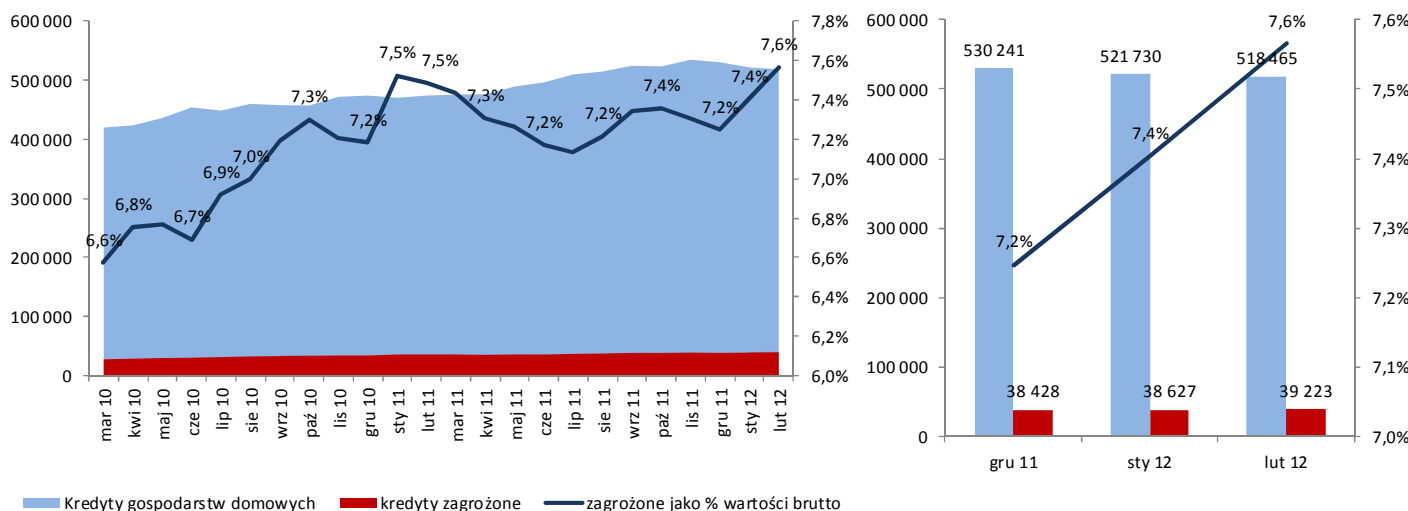
stosunku do ubiegłego roku podają wiarytelności. Natomiast segment inwestycji w portfele powinien być beneficjentem pogorszenia jakości portfeli kredytowych na przestrzeni 2 ostatnich lat (zakładamy, że w skład sprzedawanych przez banki portfeli wchodziły kredyty, które nie są spłacane średnio w ciągu ostatnich 24 m-cy, a na ten okres składają się wewnątrz działania banków mające na celu odzyskanie udzielonych kredytów, następnie outsourcing windykacji do specjalizujących się w inkasie podmiotów, a ostatecznie proces przygotowania portfeli do sprzedaży). Niemniej jednak wśród sprzedawanych portfeli w latach ubiegłych w związku z brakiem systematyczności banków w czyszczeniu bilansów były również portfele w skład których wchodziły kredyty niepracujące od wielu lat. Obecnie coraz powszechniejsze usystematyzowanie procesów sprzedaży powinno doprowadzić do płynniejszego wprowadzania portfeli na rynek i większe powiązanie ich podaży z poziomem kredytów z utratą wartości (uwzględniając wspomniane powyżej przesunięcie w czasie). Stąd w 2012 r. spodziewamy się zbliżonej w stosunku do ubiegłego roku wartości transakcji w segmencie inwestycji w portfele.

Udział kredytów straconych w portfelu kredytów konsumenckich (l.w.) w portfelu kredytów na nieruchomości mieszkaniowe (p.w.)



Źródło: Trigon DM

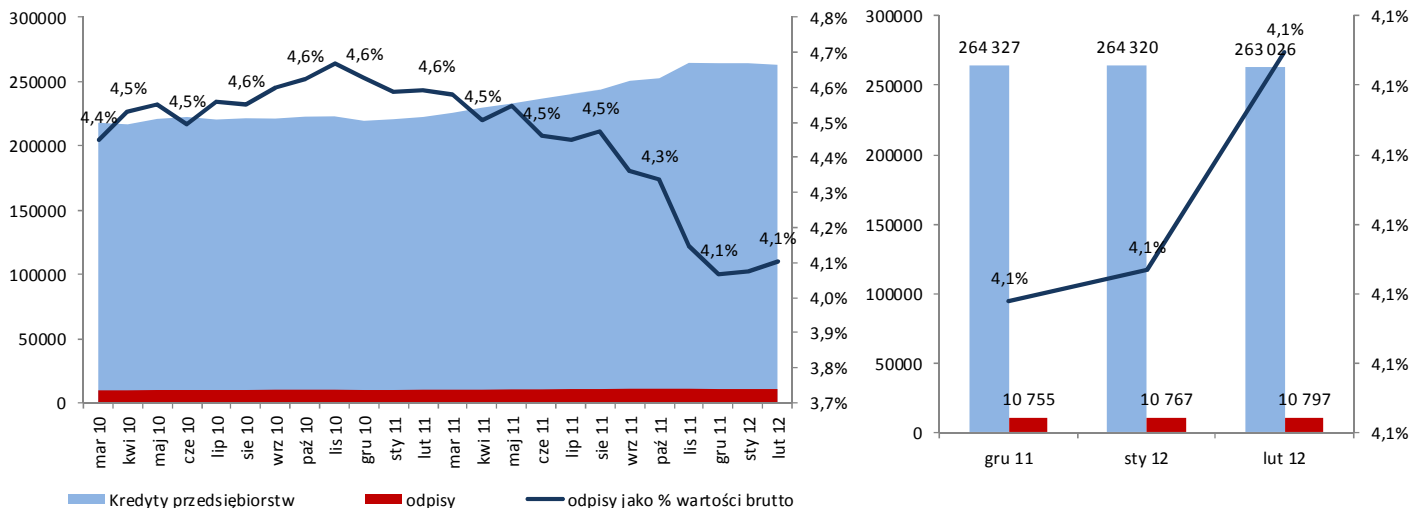
Udział kredytów z utratą wartości w portfelu kredytów gospodarstw domowych



Źródło: Trigon DM

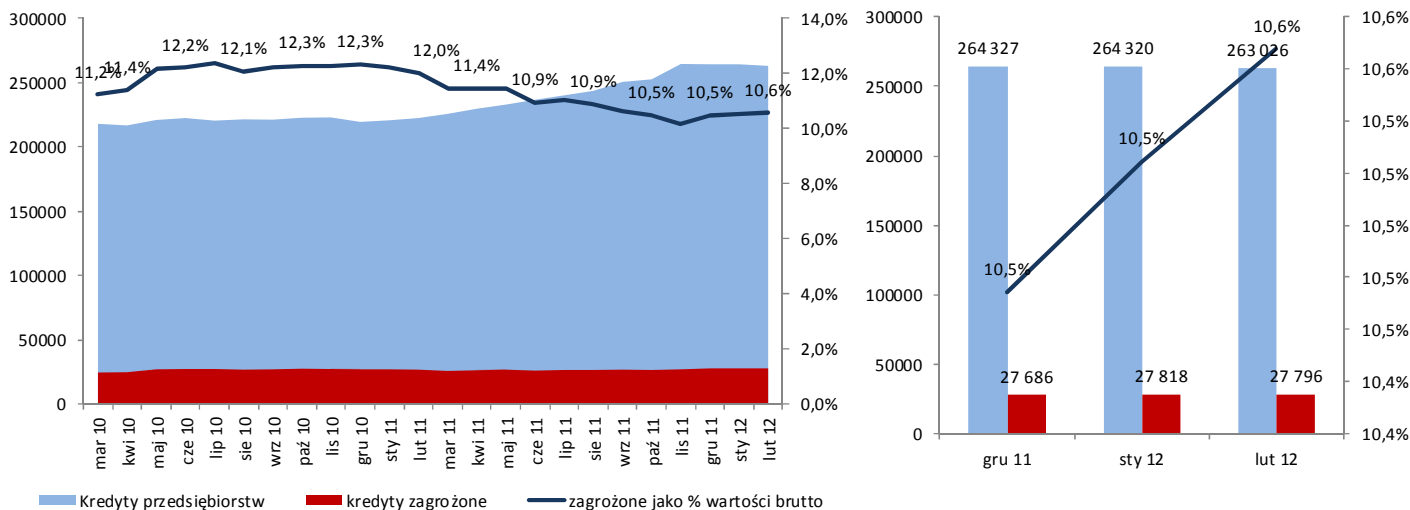
Poziom udzielonych kredytów korporacyjnych począwszy od 4 kw. ubiegłego roku również jest stabilny. W stosunku do portfeli detalicznych udział odpisów w wartości bilansowej brutto kredytów korporacyjnych jest nieco niższy i wynosi obecnie 4,1%. Niemniej jednak jakość kredytów korporacyjnych jest gorsza od tych udzielanych gospodarstwom domowym, co obrazuje większy odsetek kredytów z utratą wartości, który wynosi obecnie 10,6%.

Udział kredytów straconych w portfelu kredytów dla przedsiębiorstw



Źródło: Trigon DM

Udział kredytów z utratą wartości w portfelu kredytów dla przedsiębiorstw



Źródło: Trigon DM

Otoczenie konkurencyjne w 2011 r.

Łączna wartość nominalna polskiego rynku windykacyjnego w 2011 r. wyniosła 18,5 mld PLN., co oznaczało wzrost o 16,5% r/r. Większy był segment inkasa, na który trafiły wierzytelności o wartości nominalnej 10,4 mld PLN, co stanowiło spadek o 8,8% w stosunku do rekordowego 2010 r. Natomiast wartość nominalna transakcji zawartych w segmencie inwestycji w portfele wyniosła 8,1 mld PLN i był to niemal 2-krotny wzrost w stosunku do 2010 r., a zarazem rekordowy poziom.

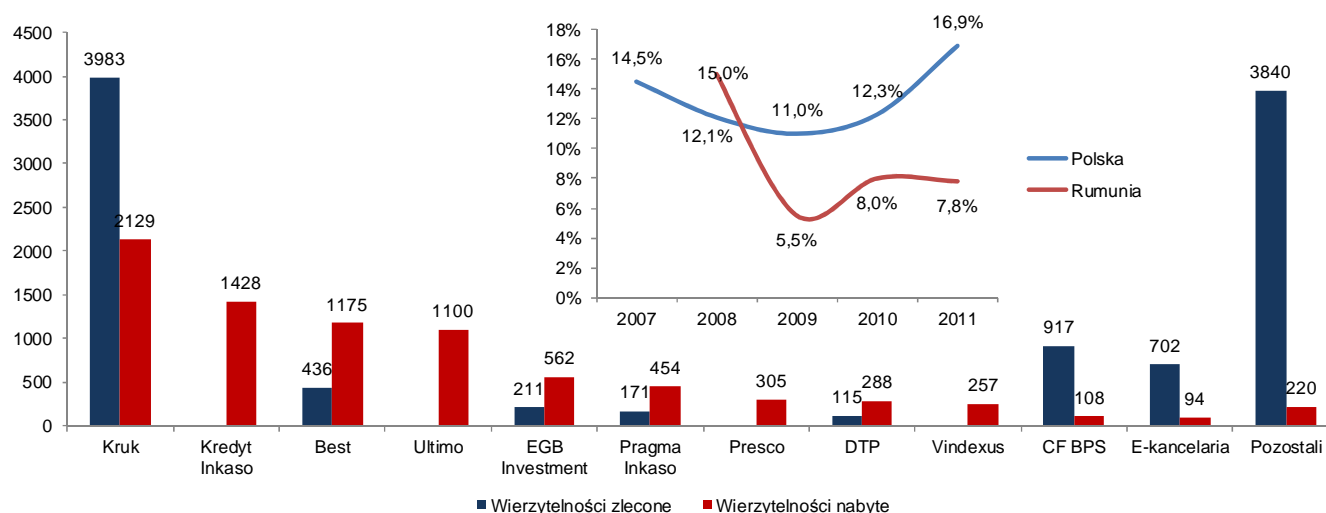
Większe jednak znaczenie ma charakterystyka rynku w wartości wypłaconych prowizji w odniesieniu do segmentu inkasa oraz w cenie nabycia wierzytelności w odniesieniu do segmentu inwestycji w portfele, która obrazuje wartość przepływów pieniężnych pomiędzy segmentami a uczestnikami rynku. Wartość prowizji w ubiegłym roku wyniosła 0,1 mld PLN, na tym tle wydatki branży na zakup portfeli na poziomie 1,2 mld PLN, z których średnio odzyskuje się ponad 200% zapłaconej ceny na przestrzeni całego okresu windykacji, oznaczającą dominującą rolę tego segmentu w kreowaniu wyników podmiotów z branży.

Kruk był liderem obu segmentów rynku przyjmując do obsługi inkasowej wierzytelności o wartości nominalnej 4,0 mld PLN (38,4% udziału w rynku) oraz nabywając wierzytelności o wartości nominalnej 2,1 mld PLN (26,2% udziału w rynku), płacąc za nie ok. 375 mln PLN (31,2% udziału w rynku). Jednocześnie łączne nakłady Kruka na zakup portfeli na wszystkich rynkach wyniosły w zeszłym roku ok. 570 mln PLN i były niemal 3-krotnie wyższe niż w 2010 r.

Tym samym w 2011 r. Kruk umocnił swoją pozycję rynkową w kraju zarówno w segmencie inkasa, gdzie w 2010 r. obsługiwał wierzytelności o wartości 3,7 mld PLN (32,5 % udziału w rynku) oraz w segmencie inwestycji w portfele dokonując w 2010 r. zakupów wierzytelności o wartości nominalnej 0,8 mld PLN (22,7% udziału w rynku) za 85 mln PLN (19,9% udziału w rynku).

Rosnącej podaży wierzytelności w kraju w ubiegłym roku w dalszym ciągu towarzyszył wzrost średnich cen płaconych za portfele. Po osiągnięciu minimalnych poziomów w 2009 r., głównie za sprawą kryzysu finansowego, którego konsekwencją była trudność pozyskania finansowania, w 2011 r. średnie ceny wzrosły o 4,5 p.p. w ujęciu rocznym i wyniosły 16,9%. W stosunku do 2009 r. portfele zdrożały również na głównym zagranicznym rynku spółki, choć ceny w Rumunii nadal są o połowę niższe niż w Polsce.

Struktura polskiego rynku wierzytelności wg wartości nominalnej w 2011 r. (l.w.) (dane w mln PLN), średnie ceny płacone za portfele na rynku polskim i rumuńskim (p.w.)



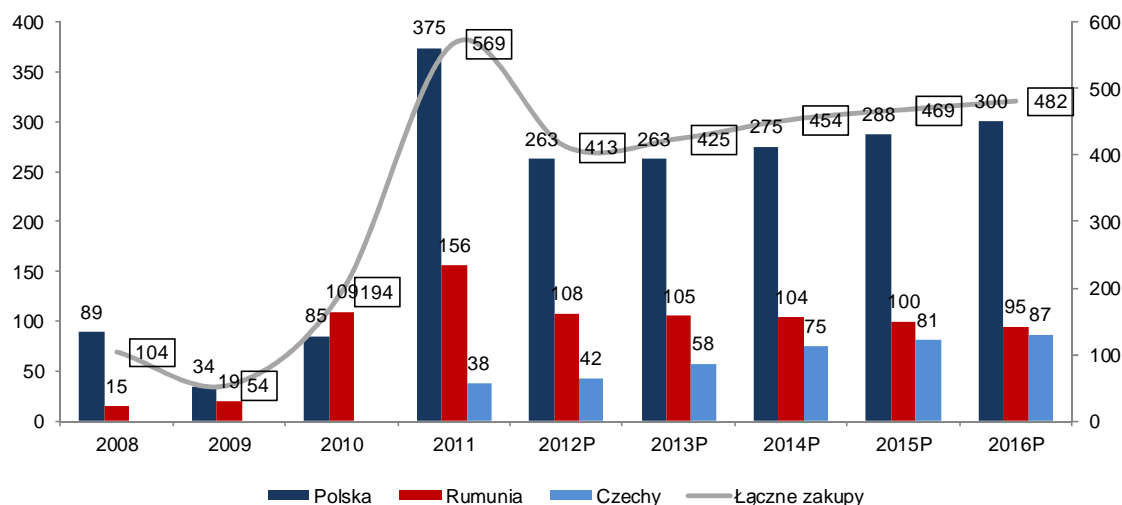
Źródło: Trigon DM

Prognozy finansowe

Segment windykacji portfeli własnych

W modelu zakładamy, że tegoroczna wartość inwestycji w portfele w Polsce wyniesie 1,1 mld PLN, a spółka przeznaczy na ten cel 265 mln PLN. Nakłady na pozostałych rynkach wyniosą 150 mln PLN (w tym 100 mln PLN w Rumunii). Tym samym łączne nakłady grupy w tym roku wyniosą ok. 400 mln PLN, a w kolejnych latach będą rosły w tempie 4% rocznie. Jednocześnie zakładamy, że docelowy udział spółki na każdym rynku nie przekroczy 35% (dla porównania udział w Rumunii w ubiegłym roku wyniósł 80%).

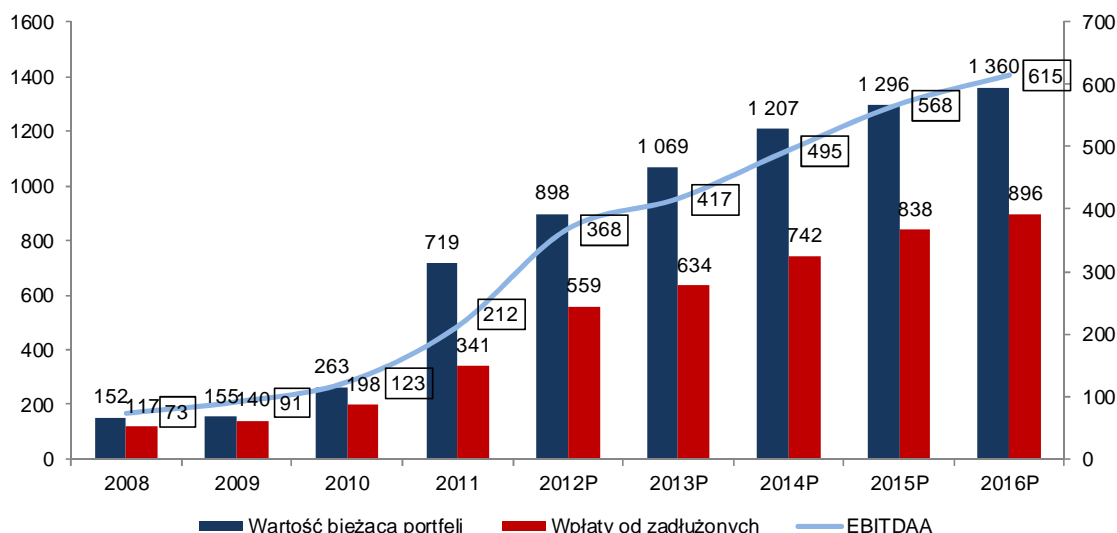
Inwestycje w portfele (dane mln PLN)



Źródło: Trigon DM

W rezultacie oczekujemy dalszego wzrostu wartości bieżącej windykowanych portfeli, choć jego dynamika będzie naszym zdaniem niższa niż w rekordowym pod tym kątem 2011 r. Ponadto generowana EBITDAA w 2014 r. powinna przekroczyć wartość nakładów na portfele, co znacząco poprawi pozycję gotówkową grupy, ograniczy zapotrzebowanie na zewnętrzne finansowanie i umożliwi wypłatę dywidendy.

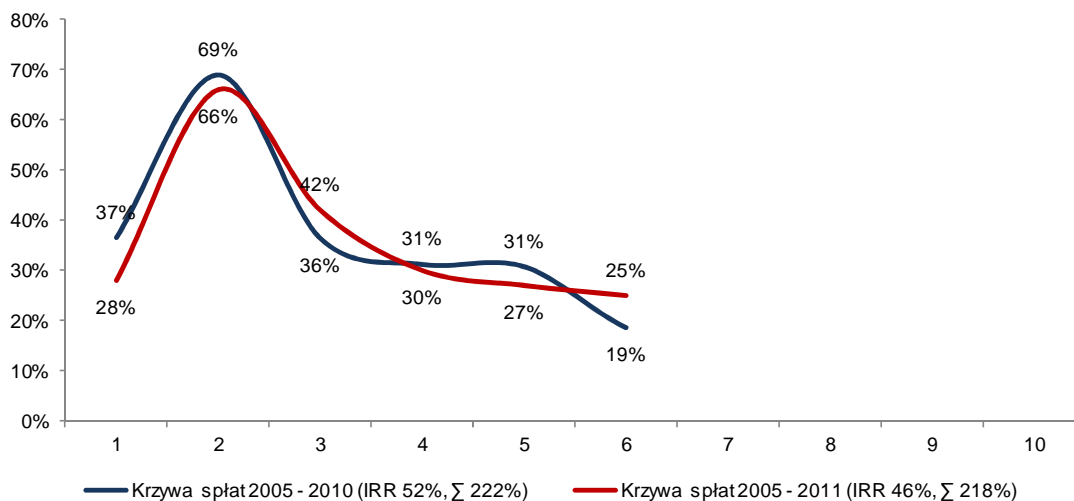
Wartość bieżąca portfeli (l.s.), wpłaty (l.s.), EBITDAA (p.s.) (dane mln PLN)



Źródło: Trigon DM

Analizując krzywe spłat portfeli wierzytelności nabywanych przez Kruka w ostatnich latach oraz zakładając ich dalsze spłaszczenie wzorem rynków dojrzałych w modelu zastosowaliśmy różne krzywe. Takie podejście uzasadnia porównanie 6-letniej krzywej spłat portfeli Kruka z lat 2005 - 2010 oraz lat 2005 - 2011, które wskazuje na spadek stopy zwrotu o 6 p.p. do poziomu 46% (obliczonej wg stosowanej przez spółkę metodologii, tj. anualizowania IRR z półrocznych przepływów) oraz obniżenie o 4 p.p. sumy spłat z portfeli które wyniosły średnio 218% zapłaconej ceny.

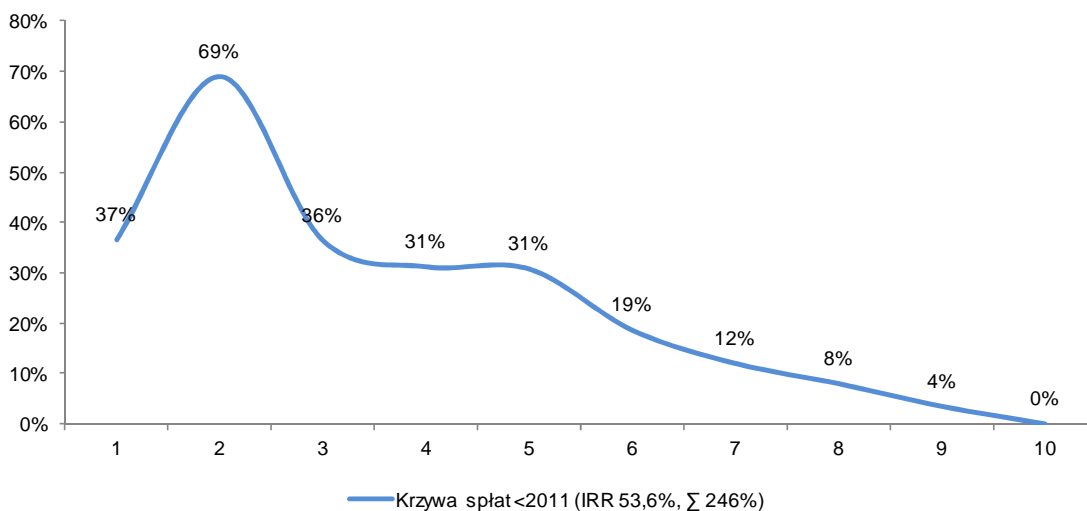
Krzywe spłat portfeli historycznych



Źródło: Trigon DM

W rezultacie dla portfeli nabytych przed 2011 r. przyjęliśmy profil spłat, który jest wydłużeniem krzywej spłat portfeli z lat 2005 – 2010 o wpłaty po 8 i 9 roku od nabycia, który implikuje sumę spłat na poziomie 246% zapłaconej ceny i oznacza IRR na poziomie 53,6%

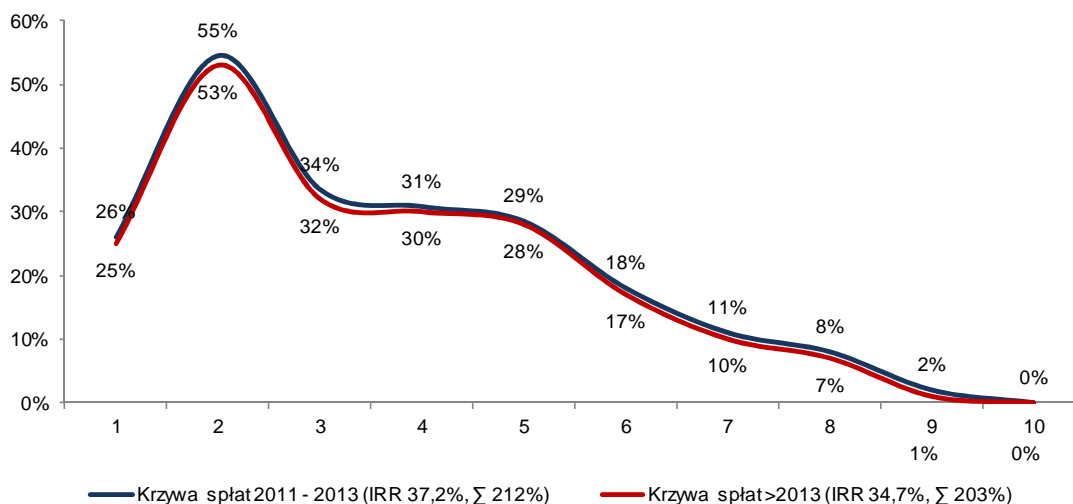
Prognozowana krzywa spłat portfeli nabytych przed 2011 r.



Źródło: Trigon DM

Bardziej spłaszczoną krzywą przyjęliśmy dla portfeli nabywanych przez Kruka pomiędzy 2011 a 2013 r., której sumę spłat założyliśmy na poziomie 212% zapłaconej ceny, co oznacza IRR w wysokości 37,2%. Natomiast począwszy od zakupów w 2014 r. profil spłat przyjęliśmy zbliżony parametrami do portfeli nabywanych w USA i w Europie Zachodniej. Tym samym docelowo spłacalność portfeli w ciągu całego okresu windykacji wyniesie w modelu 203%, co oznaczać będzie rentowność na poziomie 34,7%.

Prognozowane krzywe spłat portfeli nabywanych począwszy od 2011 r.



Źródło: Trigon DM

Udział portfeli w strukturze wpłat i przychodów segmentu w latach 2012 - 2016

Wpłaty od zadłużonych

	2012	udział	2013	udział	2014	udział	2015	udział	2016	udział
portfele	559,2	100%	634,0	100%	742,0	100%	838,5	100%	895,9	100%
<2009	54,5	10%	33,1	5%	20,2	3%	11,2	1%	3,6	0%
2009	16,8	3%	16,6	3%	10,0	1%	6,5	1%	4,3	0%
2010	70,8	13%	60,6	10%	59,8	8%	36,1	4%	23,3	3%
2011	309,8	55%	190,4	30%	175,1	24%	162,0	19%	102,3	11%
2012	107,3	19%	222,8	35%	136,1	18%	127,1	15%	117,6	13%
2013			110,5	17%	227,4	31%	138,1	16%	130,9	15%
2014					113,4	15%	240,4	29%	145,1	16%
2015							117,1	14%	248,3	28%
2016									120,4	13%

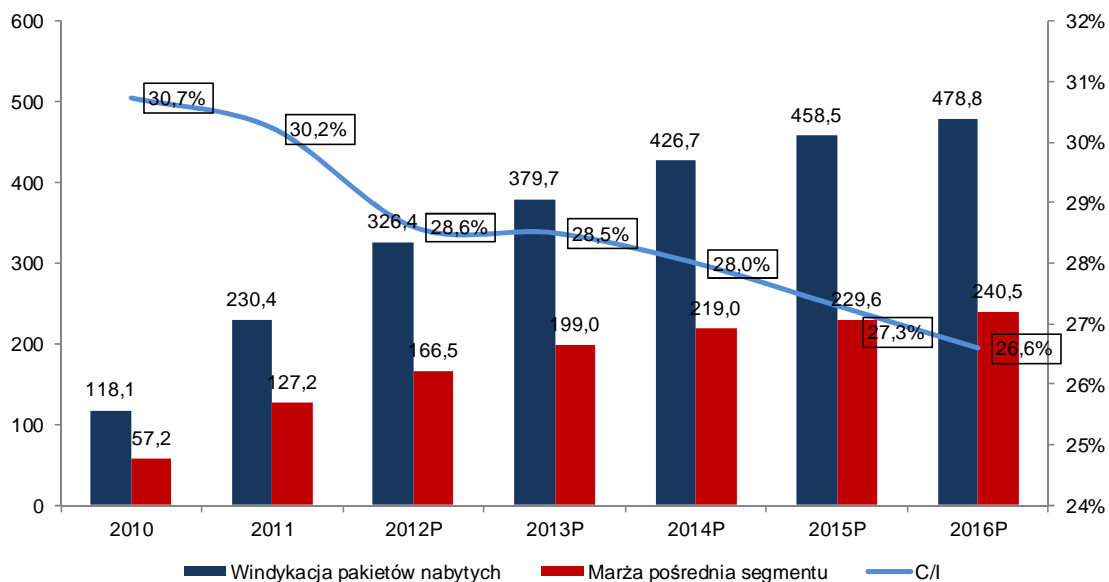
Przychody

	2012	udział	2013	udział	2014	udział	2015	udział	2016	udział
portfele	326,4	100%	379,7	100%	426,7	100%	458,5	100%	478,8	100%
<2009	28,0	9%	16,4	4%	8,9	2%	4,0	1%	1,0	0%
2009	11,5	4%	8,7	2%	5,3	1%	3,2	1%	1,6	0%
2010	51,0	16%	41,7	11%	31,6	7%	19,4	4%	12,0	2%
2011	165,9	51%	122,7	32%	98,8	23%	71,6	16%	43,2	9%
2012	69,9	21%	119,0	31%	88,2	21%	71,3	16%	51,7	11%
2013			71,2	19%	121,1	28%	90,0	20%	73,1	15%
2014					72,8	17%	123,8	27%	91,1	19%
2015							75,2	16%	127,9	27%
2016									77,3	16%

Źródło: Trigon DM

Poziom kosztów operacyjnych segmentu inwestycji w portfele w relacji do wpływów z portfeli własnych na przestrzeni ostatnich lat kształtował się pomiędzy 29,5 - 32,8%. Uwzględniając utworzoną w 2011 r. rezerwę na podatek PCC wskaźnik kosztów wyniósł 29,2%, co oznaczało spadek o 1,5 p.p. r/r. W kolejnych latach zakładamy dalsze jego obniżanie za sprawą efektu dźwigni operacyjnej (istotna część kosztów operacyjnych ma charakter stały, dotyczy to między innymi call center, kancelarii prawnej oraz kosztów ogólnego zarządu).

Przychody i marża pośrednia segmentu (I.s.) (dane w mln PLN), wskaźnik kosztów (p.s.)



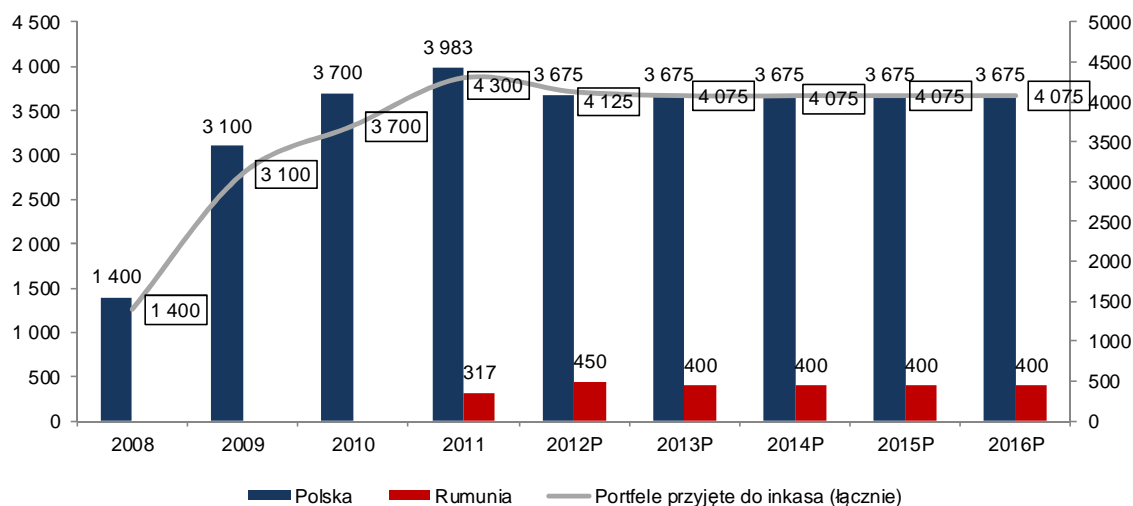
C/I - koszty operacyjne segmentu inwestycji w portfele / w pływ y z portfeli w lasnych

Źródło: Trigon DM

Segment inkasa

Przyjmujemy, że wartość wierzytelności windykowanych na zlecenie przez Kruka pozostanie w kolejnych latach stabilna. Dotyczy to również wysokości prowizji, którą założyliśmy na poziomie z 2011 r., tj. 1% wartości nominalnej obsługiwanych wierzytelności.

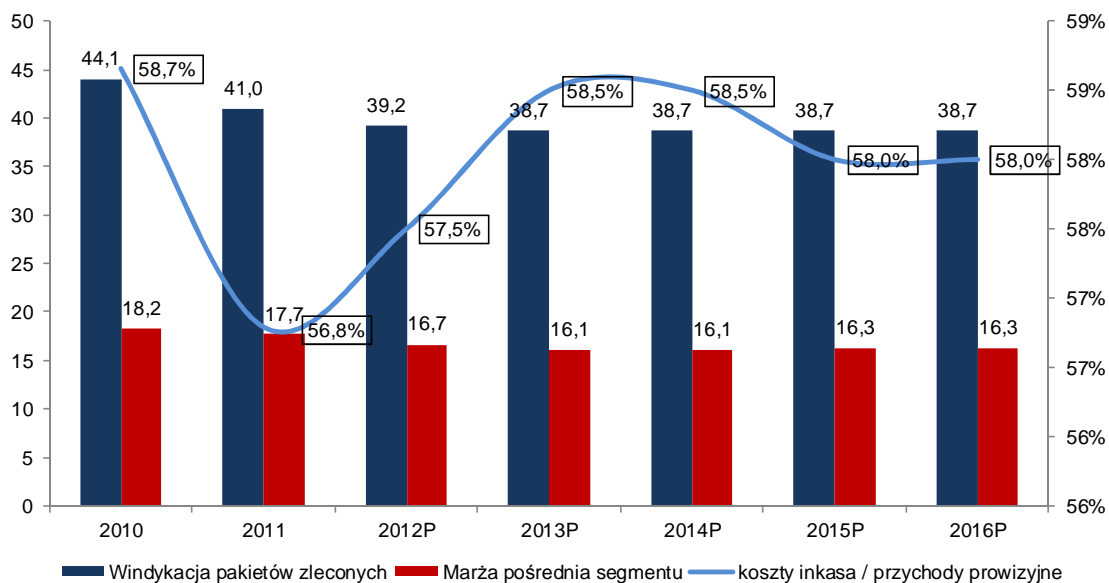
Wartość portfeli przyjętych do inkasa (dane w mln PLN)



Źródło: Trigon DM

Zakładając jednocześnie podobny jak w poprzednich latach wskaźnik kosztów oczekujemy, że marża pośrednia tego segmentu nie przekroczy w przyszłości 10% łącznej marży pośredniej grupy.

Przychody i marża pośrednia segmentu (l.s.) (dane w mln PLN), wskaźnik kosztów (p.s.)

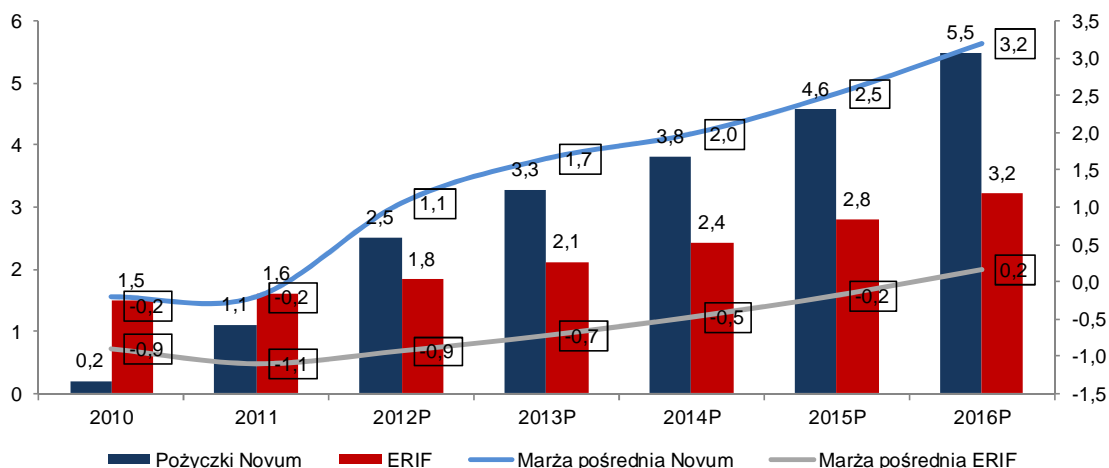


Źródło: Trigon DM

Pozostałe produkty - pożyczki Novum, rejestr ERIF

Jednocześnie spodziewamy się, że począwszy od bieżącego roku działalność pożyczkowa grupy za sprawą prawie 2-krotnego wzrostu portfela, który na koniec roku osiągnie wartość 8,5 mln PLN, będzie już rentowna. Natomiast ERIF, choć w dalszym ciągu przynosić będzie niewielkie straty pomimo komercyjnego wykorzystania bazy o zadłużonych, pozwoli spółce na osiągnięcie lepszych wyników segmentcie windykacji portfeli własnych.

Przychody (l.s.) (dane w mln PLN), marża pośrednia (p.s.)



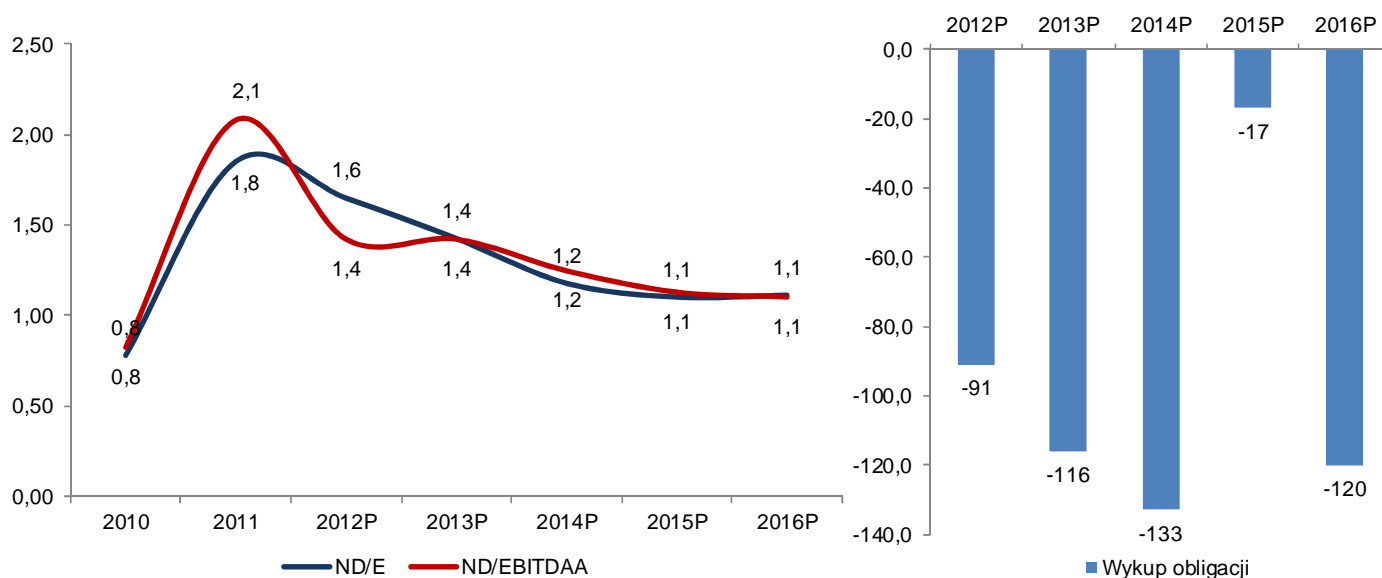
Źródło: Trigon DM

Pozycja gotówkowa

Dług netto spółki na koniec 2011 r. wyniósł 440,8 mln PLN. Większość zadłużenia spółki (tj. 75%) stanowią wyemitowane obligacje, których wartość na koniec ubiegłego roku wyniosła 357 mln PLN. W mniejszym stopniu działalność spółki finansowana jest poprzez zaciągnięte kredyty rewalwingowe i inwestycyjne, których wartość na koniec 2011 r. wyniosła 120 mln PLN (udzielone spółce limity wynoszą 212 mln PLN, tym samym były wykorzystane w 56,6%). Ponadto w bieżącym roku spółka pozyskała z kolejnych emisji obligacji 120 mln PLN, które posłużą realizacji tegorocznych inwestycji w portfele. Kruk jednocześnie wykupi w tym roku obligacje o wartości nominalnej 91 mln PLN.

Nasza prognoza zakłada, że zadłużenie grupy na koniec roku wyniesie ok. 520 mln PLN. W rezultacie wskaźniki ND/E oraz ND/EBITDAA, które są głównymi kowenantami emitowanych przez spółkę obligacji ukształtują się odpowiednio na poziomie 1,6x i 1,4x, a w kolejnych latach ulegną dalszej obniżce.

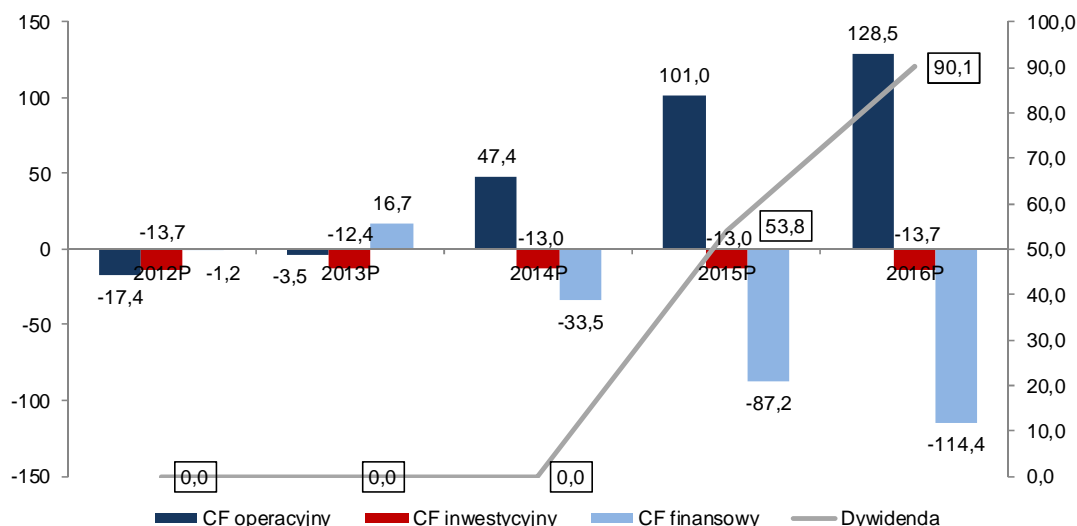
Wskaźniki zadłużenia (l.w.), harmonogram wykupu obligacji (p.w.) (dane w mln PLN)



Źródło: Trigon DM

Spodziewamy się również, że począwszy od 2014 r. spółka będzie generować dodatnie przepływy z działalności operacyjnej, a począwszy od 2015 r. zacznie wypłacać dywidendę.

Rachunek przepływów pieniężnych (l.s.), dywidenda (p.s.) (dane w mln PLN)



Źródło: Trigon DM

Wyniki i prognozy

m In PLN	IV kw. '10	I kw. '11	II kw. '11	III kw. '11	IV kw. '11	
Przychody ze sprzedaży	43,9	53,2	70,7	66,8	83,4	
EBIT	8,0	18,1	30,6	23,6	23,7	
EBITDA	9,1	19,3	31,9	25,1	25,1	
Zysk netto	7,4	14,1	25,0	13,0	14,1	
Dług netto	101,3	104,5	276,6	354,1	440,8	
Rentowność						
- EBIT	18%	34%	43%	35%	28%	
- EBITDA	21%	36%	45%	38%	30%	
- netto	17%	26%	35%	20%	17%	

m In PLN	2010	2011	2012P	2013P	2014P	2015P
Bilans						
Aktywa	317,6	800,4	959,7	1138,7	1286,5	1383,2
Majątek trwały	18,4	25,5	28,1	30,3	32,6	34,7
- rzeczowe aktywa trwały	9,6	14,3	15,4	16,5	17,6	18,7
- w wartości niematerialne i prawne	4,9	6,7	7,2	7,8	8,4	9,0
- w wartość firmy	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
- pozostałe aktywa długotermin.	2,9	3,5	4,4	4,9	5,5	6,0
Majątek obrotowy	299,2	774,9	931,6	1108,5	1254,0	1348,5
- nabyte portfele	263,2	718,7	898,4	1069,1	1207,3	1295,8
- pożyczka Novum	1,3	3,2	8,4	11,7	15,2	18,3
- należności z tyt. dostaw i usług	10,6	12,8	15,9	17,4	19,6	21,4
- pozostałe aktywa krótkoterm.	3,4	4,0	4,9	5,4	6,1	6,6
- gotówka	20,8	36,2	4,0	4,8	5,7	6,4
Pasywa	317,6	800,4	959,7	1138,7	1286,5	1383,2
Kapitał własny	130,3	238,4	317,6	415,9	523,5	582,3
Zobowiązania długoterminowe	78,0	339,5	372,2	421,6	438,3	455,8
- kredyty, obligacje	78,0	339,5	372,2	421,6	438,3	455,8
Zobowiązania krótkoterminowe	109,5	222,6	269,9	301,2	324,7	345,1
- kredyty, obligacje	44,1	137,5	150,8	170,7	177,5	184,6
- zobowiązania z tyt. dostaw i usług	49,2	66,9	92,6	97,9	110,4	120,4
- pozostałe zobowiązania krótkoterm.	16,1	18,1	26,5	32,6	36,8	40,1
Dług netto	101,3	440,8	519,0	587,5	610,1	634,0
Wartość globalna portfeli (początkowa)	-	-	718,7	898,4	1069,1	1207,3
Wpływy z portfeli	-	-	559,2	634,0	742,0	838,5
Nakłady na portfele	-	-	412,5	425,0	453,5	468,5
Przychody	-	-	326,4	379,7	426,7	458,5
Amortyzacja	-	-	232,8	254,3	315,3	380,0
Wartość globalna portfeli (końcowa)	-	-	898,4	1069,1	1207,3	1295,8
Dług netto / kapitał własny	77,7%	184,9%	163,4%	141,3%	116,5%	108,9%
Dług netto / EBITDAA ¹	82,2%	207,8%	140,9%	140,8%	123,4%	111,6%
ROE	31,5%	36,0%	28,5%	26,8%	22,9%	20,4%
ROA	13,9%	11,9%	9,0%	9,4%	8,9%	8,4%

¹EBITDA skorygowana o amortyzację portfeli

Źródło: raporty spółki, P - prognozy Trigon DM

mIn PLN	2010	2011	2012P	2013P	2014P	2015P
Rachunek zysków i strat						
Wpływy z portfeli własnych	197,9	341,1	559,2	634,0	742,0	838,5
Przychody ze sprzedaży	164,3	274,0	369,9	423,8	471,7	504,5
- w indykacja portfeli nabytych	118,1	230,4	326,4	379,7	426,7	458,5
- w indykacja portfeli zleconych	44,1	41,0	39,2	38,7	38,7	38,7
- pozostałe usługi (Novum, ERIF)	2,2	2,7	4,4	5,4	6,2	7,4
Marża pośrednia	71,5	143,6	183,3	216,0	236,6	248,2
- w indykacja pakietów nabytych	57,2	127,2	166,5	199,0	219,0	229,6
- w indykacja pakietów zleconych	18,2	17,7	16,7	16,1	16,1	16,3
- pozostałe usługi (Novum, ERIF)	-4,0	-1,3	0,1	0,9	1,5	2,3
Koszty ogólnego zarządu	28,1	40,9	46,2	51,8	55,9	58,7
Amortyzacja	3,9	5,4	6,8	7,3	7,8	8,3
Pozostała działalność operacyjna	-0,1	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3
EBITDAA¹	123,2	212,2	368,5	417,2	494,6	568,1
EBITDA	43,3	101,4	135,7	162,9	179,3	188,1
EBIT	39,4	96,0	128,9	155,6	171,5	179,8
Wynik na działalności finansowej	-7,0	-27,4	-47,2	-52,6	-57,0	-58,0
Zysk brutto	32,3	68,5	81,7	102,9	114,5	121,7
Podatek dochodowy	-0,5	2,2	2,5	4,6	6,9	9,1
Zysk netto	36,3	66,4	79,2	98,3	107,6	112,6
Wskaźniki:						
- C/P	30,7%	30,2%	28,6%	28,5%	28,0%	27,3%
- EBITDAA / w wpływy z portfeli własnych	62,2%	62,2%	65,9%	65,8%	66,7%	67,8%
- koszty inkasa / przychody prowizyjne	58,7%	56,8%	57,5%	58,5%	58,5%	58,0%
- marża pośrednia	43,5%	52,4%	49,5%	51,0%	50,2%	49,2%
- marża EBIT	24,0%	35,0%	34,8%	36,7%	36,4%	35,6%
- marża EBITDA	26,4%	37,0%	36,7%	38,4%	38,0%	37,3%
- marża zysku netto	22,1%	24,2%	21,4%	23,2%	22,8%	22,3%
- stopa podatku dochodowego	-1,5%	3,1%	3,0%	4,5%	6,0%	7,5%
Liczba akcji (m szt.)	15,4	16,9	17,1	17,3	17,5	17,7
BVPS (zł)	8,46	14,52	18,56	24,01	29,86	32,82
EPS	2,34	4,03	4,63	5,67	6,14	6,35
CAGR EPS 2010 - 201x	-	72,2%	40,7%	34,3%	27,3%	22,1%
DPS (zł)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	3,03
P/E (x)	21,8	12,7	11,0	9,0	8,3	8,1
EV/EBITDA (x)	22,5	13,0	10,3	9,0	8,3	8,0
EV/EBITDAA (x)	7,9	6,2	3,8	3,5	3,0	2,7
P/BV (x)	6,0	3,5	2,8	2,1	1,7	1,6
DY (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	5,9%
¹ EBITDA skorygowana o amortyzację portfeli, ² koszty operacyjne segmentu inwestycji w portfele / wpływy z portfeli własnych						
Rachunek przepływów pieniężnych						
CF operacyjny (met. pośrednia)	-4,9	-35,2	-17,4	-3,5	47,4	101,0
- zysk netto	36,1	66,4	79,2	98,3	107,6	112,6
- koszty finansowania netto	7,6	25,4	47,2	52,6	57,0	58,0
- zmiana kapitału obrotowego	-97,5	-442,4	-150,6	-161,8	-125,0	-78,0
- amortyzacja	3,9	5,4	6,8	7,3	7,8	8,3
CF operacyjny (met. bezpośrednia)	-	-	-17,4	-3,5	47,4	101,0
- w wpływy z nabytych portfeli	-	-	559,2	634,0	742,0	838,5
- nakłady na zakup portfeli wierzycielności	-	-	-412,5	-425,0	-453,5	-468,5
- prowizja z tytułu inkasa oraz pozostałe	-	-	41,0	40,8	41,1	41,5
- koszty operacyjne	-	-	-234,2	-260,9	-292,4	-316,4
- podatek zapłacony	-	-	-2,5	-4,6	-6,9	-9,1
- pozostałe przepływy	-	-	29,1	8,9	13,2	10,5
CF inwestycyjny	6,2	-7,0	-13,7	-12,4	-13,0	-13,0
- zmiana udzielonych pożyczek Novum	-1,8	-1,8	-5,2	-3,4	-3,5	-3,0
- otrzymane odsetki	1,4	2,7	0,0	0,0	0,0	0,0
- CAPEX	-7,9	-8,5	-9,0	-9,5	-10,0	-10,0
CF finansowy	5,2	45,1	-1,2	16,7	-33,5	-87,2
- zmiana zadłużenia z tyt. kredyt. i obligacji	55,7	349,7	46,0	69,3	23,5	24,6
- dywidenda	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-53,8
Środki pieniężne na koniec roku	20,8	36,2	4,0	4,8	5,7	6,4

Źródło: raporty spółki, P - prognozy Trigon DM

Research:	Tomasz Mazurczak	t.mazurczak@trigon.pl	(22) 4338-368
	Hanna Kędziora	h.kedziora@trigon.pl	(22) 4338-371
	Michał Sztabler	m.sztabler@trigon.pl	(22) 4338-375
	Grzegorz Kujawski	g.kujawski@trigon.pl	(22) 4338-369
	Michał Buczyński	m.buczynski@trigon.pl	(22) 4338-390
	Paweł Wiśniewski	p.wisniewski@trigon.pl	(22) 4338-365
	Michał Sioda	m.sioda@trigon.pl	(22) 4338-392
Sales:	Krzysztof Kasiński	k.kasinski@trigon.pl	(22) 4338-364
	Artur Szymecki	a.szymecki@trigon.pl	(22) 4338-363
	Mariusz Musiał	m.musial@trigon.pl	(22) 4338-385
	Artur Pałka	a.palka@trigon.pl	(22) 4338-361
	Konrad Wieczorek	k.wieczorek@trigon.pl	(22) 4338-393
	Maciej Fink-Finowicki	maciej.fink-finowicki@trigon.pl	(22) 4338-362

Disclaimer

Informacje ogólne

Dokument został sporządzony przez Trigon Dom Maklerski S.A. („Dom Maklerski”), Dom Maklerski podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego. Dokument adresowany jest pierwotnie do wybranych przez Dom Maklerski Klientów korzystających z usług w zakresie sporządzania analiz i rekomendacji. Dokument począwszy od wskazanego w nim dnia może podlegać dystrybucji do szerokiego kręgu odbiorców (na stronie www Domu Maklerskiego lub poprzez przekazanie go do dyspozycji podmiotom mogącym go w wybranym przez siebie zakresie cytować w mediach, lub też w inny sposób) jako rekomendacja w rozumieniu Rozporządzenia Ministra Finansów w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz.U. Nr 206, poz. 1715, „Rozporządzenie w sprawie rekomendacji”).

Objaśnienia używanej terminologii fachowej:

kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej i liczby akcji spółki
free float (%) - udział liczby akcji znajdujących się w rękach akcjonariuszy posiadających poniżej 5 proc. ogólnej liczbie akcji pomniejszony o akcje własne należące do spółki
min/max 52 tyg. – minimum/maksimum kursu rynkowego akcji z ostatnich 52 tygodni
średni wolumen - średni wolumen obrotu akcjami w ostatnim miesiącu
EBIT - zysk operacyjny
EBITDA - zysk operacyjny powiększony o amortyzację
zysk skorygowany – zysk netto skorygowany o transakcje o charakterze jednorazowym
CF – cash flow, przepływy pieniężne
capex – suma wydatków inwestycyjnych przeznaczonych na aktywa trwałe
ROA - stopa zwrotu z aktywów ogółem
ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych
rentowność zysku brutto na sprzedaży - iloraz zysku brutto na sprzedaży do przychodów netto ze sprzedaży
rentowność EBITDA - iloraz sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży
rentowność EBIT - iloraz zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży
rentowność netto - iloraz zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży
EPS - zysk netto na 1 akcję
DPS - dywidenda na 1 akcję
P/E - iloraz ceny rynkowej do zysku netto na 1 akcję
PIBV - iloraz ceny rynkowej akcji do wartości księgowej jednej akcji
EV/EBITDA - iloraz EV do EBITDA spółki
EV - suma bieżącej kapitalizacji i długu netto spółki
DY – stopa dywidendy, relacja wypłaconej dywidendy do kursu akcji

Rekomendacje wydawane przez Dom Maklerski

KUPLUJ – w ocenie Domu Maklerskiego potencjał wzrostu instrumentu finansowego wynosi co najmniej 15%
AKUMULUJ – w ocenie Domu Maklerskiego potencjał wzrostu instrumentu finansowego wynosi w granicach 5-15%
TRZYMAJ – w ocenie Domu Maklerskiego spodziewane są względnie stabilne notowania instrumentu finansowego
REDUKUJ – w ocenie Domu Maklerskiego potencjał spadku instrumentu finansowego jest w przedziale 5-15%
SPRZEDAJ – w ocenie Domu Maklerskiego potencjał spadku instrumentu finansowego jest większy niż 15%
Rekomendacje wydawane przez Dom Maklerski traktowane są jako obowiązujące w okresie 12 miesięcy od daty udostępnienia (data wskazana na wstępie dokumentu) lub do chwili realizacji docelowego kursu instrumentu finansowego.
Dom Maklerski może w każdym czasie zaktualizować rekomendację, w zależności od aktualnych uwarunkowań rynkowych, lub oceny powziętej przez osoby sporządzające rekomendację.
Rekomendacje krótkookresowe (w tym oznaczone szczególnie jako spekulacyjne) mogą być oznaczone krótszym okresem obowiązywania. Rekomendacje krótkookresowe oznaczone jako spekulacyjne związane są z podwyższonym ryzykiem inwestycyjnym.

Stosowane metody wyceny

DM stosuje zwykle dwie metody wyceny: model DCF - zdyskontowanych przepływów pieniężnych oraz metodę wskaźnikową, a więc zestawienie podstawowych wskaźników rynkowych spółki ze wskaźnikami dla spółek porównywalnych. Opcjonalnie może być wykorzystywany model zdyskontowanych dywidend.
Wadą metod opartych na zdyskontowanych przepływach jest wysoka wrażliwość na przyjęte założenia. Zaletą tych metod jest brak zależności z bieżącą wyceną rynkową spółki. Z kolei wadą metody wskaźnikowej jest ryzyko, że w danej chwili wycena rynkowa porównywalnych spółek może nie odzwierciedlać prawidłowo ich rzeczywistej wartości. Jej zaletą jest to, że pokazuje ona wycenę rynkową spółki uzyskaną w oparciu o rynkowe wyceny spółek porównywalnych.

Zastrzeżenia prawne, zastrzeżenia dotyczące ryzyka

W ocenie Domu Maklerskiego Dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności oraz z wykluczeniem wpływu ewentualnego konfliktu interesów. Ewentualne powstałe pomimo tego niezgodności informacji podanych w Dokumencie ze stanem faktycznym lub błędne oceny Domu Maklerskiego nie stanowią podstawy odpowiedzialności Domu Maklerskiego. W szczególności Dom Maklerski nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w Dokumencie.

Dokument nie uwzględnia indywidualnych potrzeb i sytuacji danego inwestora, ani też nie jest wskazaniem, iż jakkolwiek inwestycja jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji danego inwestora, wobec czego wnioski wynikające z Dokumentu mogą okazać się nieodpowiednie dla danego inwestora.

Dom Maklerski nie wykonuje na rzecz emitenta usług nabywania lub zbywania instrumentów finansowych na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego, nabywania lub zbywania instrumentów finansowych na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe. Nie występują inne okoliczności w zakresie potencjalnego konfliktu interesów podlegające ujawnieniu na podstawie Rozporządzenia o Rekomendacjach.

Ponadto Dom Maklerski może w każdym czasie złożyć emitentowi ofertę świadczenia innych usług maklerskich lub podjąć świadczenie takich usług. Dom Maklerski lub podmioty z nim powiązane mogą uczestniczyć w transakcjach związanych z finansowaniem emitenta, oraz świadczyć usługi na rzecz emitenta lub pośredniczyć w świadczeniu usług przez emitenta, jak również mieć możliwość realizacji lub realizować transakcje instrumentami finansowymi emitowanymi przez emitenta lub podmioty z nim powiązane, również zanim Dokument zostanie przedstawiony odbiorcom.

Dom Maklerski zarządza aktualnymi lub potencjalnymi konfliktami interesów poprzez podejmowanie środków przewidzianych w Rozporządzeniu w sprawie rekomendacji oraz realizację ogólnej polityki zarządzania konfliktami interesów Domu Maklerskiego. W ocenie Domu Maklerskiego Dokument został sporządzony z wykluczeniem wpływu ewentualnego konfliktu interesów.

Dom Maklerski zwraca szczególną uwagę na liczne czynniki ryzyka związane z inwestycją w instrumenty finansowe. Inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z wysokim ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków.
Data podana na pierwszej stronie niniejszego dokumentu jest datą jego sporządzenia i przekazania do wiadomości odbiorców. Znaki towarowe, oznaczenia usług i logo zawarte w niniejszym dokumencie są znakami towarowymi, oznaczającymi usługi, oraz logo Trigon Domu Maklerskiego S.A. Prawa autorskie do Dokumentu oraz zamieszczonych w nim treści przysługują Domowi Maklerskiemu. Publikowanie, rozpowszechnianie, kopiowanie, wykorzystywanie lub udostępnianie osobom trzecim w jakikolwiek inny sposób Dokumentu (lub jego części) poza dozwolonym prawem użyciem wymaga zgody Domu Maklerskiego.

Z uwagi na ograniczenia formalne wynikające z przepisów prawa Dokument nie może zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazany, udostępniony lub wydany w jurysdykcjach, gdzie jego rozpowszechnianie może podlegać lokalnym ograniczeniom prawnym. Osoby udostępniające lub rozpowszechniające Dokument są obowiązane znać powyższe ograniczenia i ich przestrzegać.
Przyjmuje się, że każda osoba (jednostka organizacyjna), która niniejszy dokument pobiera, przyjmuje lub wyraża zgodę na przekazanie jej niniejszego dokumentu, tym samym:

- wyraża zgodę na treść wszelkich powyższych zastrzeżeń;
- potwierdza, że zapoznana się z Regulaminem świadczenia usług w zakresie sporządzania Analiz i Rekomendacji obowiązującym w Trigon Domu Maklerski S.A. (dostępnego na stronie internetowej: www.doakcji.pl, www.trigon.pl, zwanego dalej „Regulaminem”) oraz akceptuje postanowienia Regulaminu;

- wyraża zgodę na jednorazowe (w zakresie Dokumentu) świadczenie przez Dom Maklerski usługi w zakresie przekazywania analiz i rekomendacji poprzez udostępnienie Dokumentu. Na zasadach określonych w Regulaminie oraz z uwzględnieniem zastrzeżeń zawartych w Dokumencie oraz zastrzeżeń opublikowanych wraz z Dokumentem, przy czym: (1) przedmiot usługi ograniczony jest do nieodpłatnego udostępnienia Dokumentu oraz korzystania z niego przez adresata, (2) umowa o świadczenie tej usługi wiąże strony wyłącznie w okresie korzystania przez adresata z Dokumentu.

Dokument nie stanowi: oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu cywilnego ani podstawy do zawarcia innej umowy lub powstania innego zobowiązania.