



Finanse

Polska

Cena bieżąca	58,85 PLN
Cena docelowa	68,3 PLN
Kapitalizacja	995 mln PLN
Free float	593 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	1,01 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Polish Enterprise Fund IV, LP	24,8%
Piotr Krupa, Prezes	15,5%
Aviva OFE	5,3%
Generali OFE	5,1%
Pozostali członkowie Zarządu	2,5%
Pozostali	46,8%

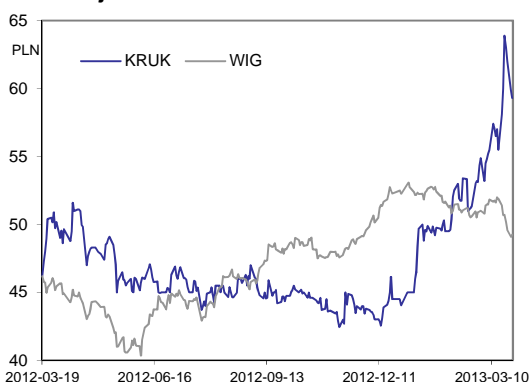
Profil spółki

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

Ważne daty

15.05.13 - publikacja raportu za 1Q 2013
02.09.13 - publikacja raportu za 1H 2013
14.11.13 - publikacja raportu za 3Q 2013

Kurs akcji Kruka na tle WIG



Iza Rokicka

(48 22) 697 47 37

Iza.Rokicka@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

Kruk

KRU.PW; KRU.WA

Kupuj

(Podwyższona)

Konsekwentny wzrost biznesu na rosnącym rynku

Od początku roku kurs akcji Kruka zyskał 34%, znacząco więcej niż duże (-8%), średnie (+2%) i małe (+4%) spółki. Pomimo tego, nadal postrzegamy inwestycję w walory Spółki jako atrakcyjną. Nasza nowa, podwyższona o 33%, 9-miesięczna cena docelowa na poziomie 68,3 PLN oferuje 16% potencjału wzrostu i implikuje rekomendację Kupuj (poprzednio Trzymaj). Kruk konsekwentnie rozwija swoją działalność na czterech rynkach Europy Środkowo-Wschodniej. Historia jego inwestycji dokonanych w trakcie 2012 roku dowodzi, że obecność w tylu krajach pozwala elastycznie reagować na poziom konkurencji w każdym z nich i dokonywać inwestycji w tym, który w danym momencie oferuje najwyższą rentowność. Naszym zdaniem, pomimo prognozowanego stopniowego wzrostu nakładów na zakup portfeli (do 406 mln PLN w 2015), Kruk wypłaci pierwszą dywidendę najpóźniej w 2015. Niezmiennie podkreślamy, że Spółka poprawi swój wynik netto w 2013 (+7% do 87 mln PLN), co należy uznać za bardzo duży sukces na tle pozostałych spółek z branży finansowej. W oparciu o nasze szacunki, Spółka jest notowana na atrakcyjnych poziomach wskaźnika P/E – 11,5x na 2013 i 10,6x na 2014, czyli odpowiednio z 15% i 12% dyskontem względem porównywalnych spółek zagranicznych. Zwracamy uwagę, że nasza prognoza zysku netto na 2013 może wydawać się konserwatywna w świetle wypowiedzi samego Prezesa, który oczekuje wysokiego, kilkunastoprocentowego wzrostu wyniku. Przy założeniu 15% wzrostu zysku do 93 mln PLN, P/E obniża się do 10,7x, dyskonto powiększa się do 21%, a implikowana wycena porównawcza rośnie o 7% do 74,5 PLN.

Kruk ma 19-22% udziału w rynku wartym 1,6-1,8 mld PLN rocznie

W 2012 łączne nakłady firm windykacyjnych na zakup wierzytelności w Polsce, Rumuni, Czechach i Słowacji wyniosły 1,6 mld PLN (+1% R/R). Prognozujemy, że w latach 2013-2015 będą one rosły średniorocznie o 4%. W 2012 łączny udział rynkowy Kruka spadł do 19% z 35% rok wcześniej, głównie z powodu ostrej konkurencji na rynku polskim. Wraz z obserwowaną od drugiej połowy 2012 słabnącą presją konkurencyjną, uważamy, że Kruk stopniowo odbuduje swoje udziały rynkowe do 22% w 2015, co przełoży się na 9% średnioroczny wzrost nakładów – docelowo do 406 mln PLN w 2015 względem 308 mln PLN w 2012.

Rewidujemy w górę prognozy zysku netto o 6-11% na 2014-2015

Po tym jak Kruk zaraportował lepsze niż oczekiwaliśmy wyniki za 4Q 2012, rewidujemy w górę nasze prognozy zysku netto na lata 2014-2015. Wyższa skala inwestycji niż zakładana w naszych wcześniejszych prognozach pozytywnie przełoży się na wynik netto Spółki w latach 2014-2015. W konsekwencji, podtrzymujemy naszą prognozę zysku netto na rok 2013 w wysokości 87 mln PLN oraz podwyższamy o 6% do 96 mln PLN na 2014 oraz o 11% do 104 mln PLN na 2015.

(mln PLN)	2011	2012	2013P	2014P	2015P
Przychody	274,0	343,0	391,3	440,9	487,3
Marża pośrednia	143,7	194,1	205,6	233,4	264,4
Zysk operacyjny	96,0	136,7	141,1	161,9	186,7
Zysk netto	66,2	81,0	86,9	95,6	104,1
ROE (%)	35,9	29,2	24,1	21,1	19,3
EPS (PLN)	4,03	4,80	5,11	5,56	5,97
BVPS (PLN)	14,09	18,79	23,67	28,89	32,85
DPS (PLN)*	0,00	0,00	0,00	1,66	2,97
P/E (x)	14,6	12,3	11,5	10,6	9,9
P/BV (x)	4,18	3,13	2,49	2,04	1,79
Stopa dywidendy (%)*	0,0	0,0	0,0	2,8	5,0

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