

piątek, 6 czerwca 2014 | aktualizacja raportu

## Kruk: kupuj (podwyższona)

**KRU PW; KRU.WA | Finanse, Polska**

### Wysokie loty Kruka

**Podwyższamy naszą rekomendację dla Kruka z trzymaj do kupuj jednocześnie podnosząc 9-miesięczną cenę docelową do 113,29 PLN/akcję. Kruk pozostaje liderem na rynku wierzycelności w Polsce i Rumunii, a nabycie portfela wierzycelności hipotecznych w 1Q'14 oraz wejście na nowy rynek do końca bieżącego roku otwiera przed Spółką nowe perspektywy rozwoju. Oczekujemy, iż dynamika zysku netto Kruka w kolejnych trzech latach znacząco przewyższy dynamikę spółek porównywalnych, jak i polskich banków. Kruk na wskaźnikach P/E'14 11,5x oraz na P/E'15 10,6x notowany jest z odpowiednio 19% i 15% dyskontem do międzynarodowej grupy porównawczej, które uważamy za nieuzasadnione. Nasza 9-miesięczna cena docelowa implikuje 19% potencjał wzrostu.**

### Dynamika zysków do utrzymania

Uważamy, iż wysoka dynamika zysków z lat ubiegłych jest do utrzymania, a w kolejnych trzech latach zysk netto Kruka wzrośnie aż o 21,7% (CAGR). Kluczowym czynnikiem dla zachowania dynamiki będzie wzrost sumy bilansowej, dzięki wejściu na nowe rynki, jak i w nowy segment wierzycelności hipotecznych. Nasze prognozy znajdują się 29% powyżej konsensusu zarówno na 2014, jak i 2015 rok. Niemniej jednak, po wynikach za 1Q'14 oraz z jednorazowym zyskiem w wysokości 18,7 mln PLN, który zostanie zaksięgowany w 2Q'14, Kruk już zrealizował 54% całorocznej prognozy rynkowej.

### Spadające zadłużenie

Wysoki poziom wskaźnika ROE (>20% przez ostatnie 5 lat) oraz brak wypłaty dywidendy pozwolił Spółce na systematyczną redukcję wskaźnika długu netto/KW. Oczekujemy, iż ten trend zostanie kontynuowany, zaś sam wskaźnik długu netto/KW obniży się z poziomu 1,6x w 2013 roku do 1,2x w 2016 roku, znacząco poniżej ustanowionych kowenant na poziomie 2,5x. Jednocześnie oczekujemy, iż poziom ROE w kolejnych 3 latach będzie się kształtował w przedziale 22-29%.

### Zarząd chce dalej zatrzymać zyski

Pomimo spadającego zadłużenia Spółki, Kruk nie planuje wypłaty dywidendy w najbliższych latach. W naszych prognozach uwzględniliśmy wypłatę dywidendy dopiero w 2017 roku (50% zysku netto) chociaż uważamy, iż Spółka jest w stanie pogodzić dynamiczny rozwój oraz wypłatę dywidendy już w chwili obecnej. Zmiana w podejściu do dywidendy może nastąpić ze strony akcjonariatu – ponad 50% głosów na ZWZ znajduje się w rękach OFE.

### Dyskonto nie uzasadnione

Kruk na wskaźnikach P/E'14 11,5x oraz P/E'15 10,6x notowany jest z odpowiednio 19% oraz 15% dyskontem do średniej rynkowej na poziomie 14,1x oraz 12,4x. Uważamy, iż dyskonto jest nieuzasadnione ze względu na ponadprzeciętną dynamikę zysków (2013-16 CAGR równy 22%), najwyższe w sektorze ROE na poziomie 29% oraz spadające zadłużenie. Niemniej jednak uważamy, iż Kruk nie zasługuje obecnie na premię ze względu na brak dywidendy.

(mln PLN)	2013	2014P	2015P	2016P
Przychody	405,6	513,8	579,7	681,4
Marża pośrednia	222,9	286,0	318,0	375,7
EBIT	152,9	195,9	225,0	268,1
Zysk netto	97,8	140,6	152,8	176,2
ROE (%)	26,7	28,9	24,1	22,1
EPS (PLN)	5,8	8,3	9,0	10,4
BVPS (PLN)	24,5	32,8	41,8	52,2
P/E (x)	16,5	11,5	10,6	9,2
P/BV (x)	3,9	2,9	2,3	1,8
DYield	0,0	0,0	0,0	0,0

<b>Cena bieżąca</b>	95,49 PLN
<b>Cena docelowa</b>	113,29 PLN
<b>Kapitalizacja</b>	1,619 mld PLN
<b>Free float</b>	1,408 mld PLN
<b>Średni dzienny obrót (3 m-ce)</b>	1,95 mln PLN

### Struktura akcjonariatu

Piotr Krupa	13,05%
ING OFE	11,20%
Aviva OFE	10,18%
Generali OFE	13,11%
Pozostali	52,46%

### Strategia dotycząca sektora

Rynek obrotu wierzycelnościami w Polsce i w regionie CEE w ostatnich latach rozwijał się bardzo dynamicznie. Uważamy, że w przyszłości Kruk może liczyć na dalszy rozwój sektora, choć jego dynamika będzie mniejsza. Ponadto, liczymy na niewystępującą wcześniej podaż nieregularnych kredytów hipotecznych, co dodatkowo zwiększy aktywa inwestycyjne spółek windykacyjnych.

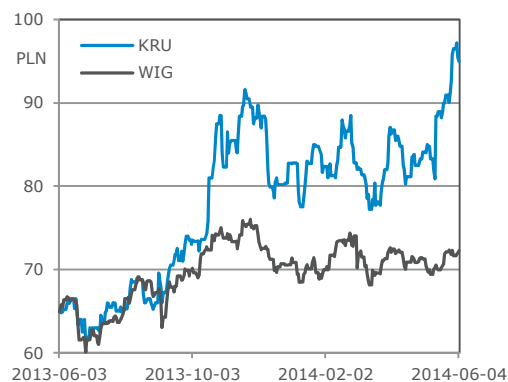
### Profil spółki

Kruk jest liderem rynku windykacyjnego w Polsce i Rumunii koncentrującym się na bankowych wierzycelnościach 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 wierzycelności na własny rachunek. Dodatkowo, w 1Q'14 Kruk nabył pierwszy portfel wierzycelności hipotecznych o znaczącej wielkości.

### Ważne daty

01.09.2014 – raport skonsolidowany za 1H'14  
14.11.2014 – raport skonsolidowany za 9M'14

### Kurs akcji KRU na tle WIG



### Analitik:

Michał Konarski  
+48 22 697 47 37  
[michal.konarski@mdm.pl](mailto:michal.konarski@mdm.pl)

Michał Ozimski  
+48 22 697 47 17  
[michal.ozimski@mdm.pl](mailto:michal.ozimski@mdm.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 Maklerskiego mBanku 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 Dom Maklerski mBanku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku 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 przedstawione 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.

Dom Maklerski mBanku 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. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

Jest możliwe, że Dom Maklerski mBanku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

Dom Maklerski mBanku S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Dom Maklerski mBanku S.A. pełni funkcję animatora emitenta oraz animatora rynku dla emitenta.

Dom Maklerski mBanku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi.

Dom Maklerski mBanku S.A., 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 Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Nadzór nad działalnością Domu Maklerskiego mBanku S.A. 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 Domu Maklerskim mBanku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

**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**Zdyskontowanych dywidend (DDM)** – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu**Zysków ekonomicznych** – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu**Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące spółki Kruk**

rekomendacja	Trzymaj
data wydania	2013-10-04
kurs z dnia rekomendacji	73,50
WIG w dniu rekomendacji	50982,03

**Michał Marczak**  
członek zarządu  
tel. +48 22 697 47 38  
[michal.marczak@mdm.pl](mailto:michal.marczak@mdm.pl)  
strategia, telekomunikacja, surowce, metale

#### **Departament analiz:**

**Kamil Kliszcz**  
wicedyrektor  
tel. +48 22 697 47 06  
[kamil.kliszcz@mdm.pl](mailto:kamil.kliszcz@mdm.pl)  
paliwa, chemia, energetyka

**Michał Konarski**  
tel. +48 22 697 47 37  
[michal.konarski@mdm.pl](mailto:michal.konarski@mdm.pl)  
banki

**Jakub Szkopek**  
tel. +48 22 697 47 40  
[jakub.szkopek@mdm.pl](mailto:jakub.szkopek@mdm.pl)  
przemysł

**Paweł Szpigiel**  
tel. +48 22 697 49 64  
[pawel.szpigiel@mdm.pl](mailto:pawel.szpigiel@mdm.pl)  
media, IT

**Piotr Zybała**  
tel. +48 22 697 47 01  
[piotr.zybal@mdm.pl](mailto:piotr.zybal@mdm.pl)  
budownictwo, deweloperzy

#### **Departament sprzedaży instytucjonalnej:**

**Piotr Gawron**  
dyrektor  
tel. +48 22 697 48 95  
[piotr.gawron@mdm.pl](mailto:piotr.gawron@mdm.pl)

**Piotr Dudziński**  
wicedyrektor  
tel. +48 22 697 48 22  
[piotr.dudzinski@mdm.pl](mailto:piotr.dudzinski@mdm.pl)

**Marzena Łempicka-Wilim**  
wicedyrektor  
tel. +48 22 697 48 95  
[marzena.lempicka@mdm.pl](mailto:marzena.lempicka@mdm.pl)

#### **Kierownik zagranicznej sprzedaży instytucjonalnej:**

**Matthias Falkiewicz**  
tel. +48 22 697 48 47  
[matthias.falkiewicz@mdm.pl](mailto:matthias.falkiewicz@mdm.pl)

Dom Maklerski mBanku S.A.  
ul. Wspólna 47/49, 00-684 Warszawa  
[www.mDomMaklerski.pl](http://www.mDomMaklerski.pl)

#### **Maklerzy:**

**Krzysztof Bodek**  
tel. +48 22 697 48 89  
[krzysztof.bodek@mdm.pl](mailto:krzysztof.bodek@mdm.pl)

**Michał Jakubowski**  
tel. +48 22 697 47 44  
[michal.jakubowski@mdm.pl](mailto:michal.jakubowski@mdm.pl)

**Tomasz Jakubiec**  
tel. +48 22 697 47 31  
[tomasz.jakubiec@mdm.pl](mailto:tomasz.jakubiec@mdm.pl)

**Szymon Kubka, CFA, PRM**  
tel. +48 22 697 48 16  
[szymon.kubka@mdm.pl](mailto:szymon.kubka@mdm.pl)

**Anna Łagowska**  
tel. +48 22 697 48 25  
[anna.lagowska@mdm.pl](mailto:anna.lagowska@mdm.pl)

**Paweł Majewski**  
tel. +48 22 697 49 68  
[pawel.majewski@mdm.pl](mailto:pawel.majewski@mdm.pl)

**Adam Mizera**  
tel. +48 22 697 48 76  
[adam.mizera@mdm.pl](mailto:adam.mizera@mdm.pl)

**Adam Prokop**  
tel. +48 22 697 47 90  
[adam.prokop@mdm.pl](mailto:adam.prokop@mdm.pl)

**Michał Roźmiej**  
tel. +48 22 697 49 85  
[michal.rozmiej@mdm.pl](mailto:michal.rozmiej@mdm.pl)

#### **Zespół Prywatnego Maklera:**

**Jarosław Banasiak**  
dyrektor biura aktywnej sprzedaży  
tel. +48 22 697 48 70  
[jaroslaw.banasiak@mdm.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@mdm.pl)