

**Finanse**

Polska

Cena bieżąca	50,9 PLN
Cena docelowa	59,4 PLN
Kapitalizacja	860 mln PLN
Free float	490 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	1,61 mln PLN

Struktura akcjonariatu

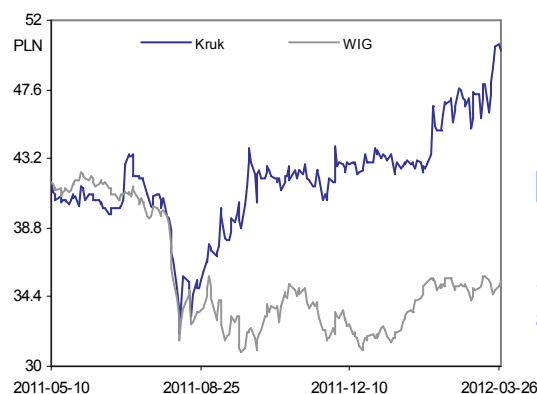
Polish Enterprise Fund IV, LP	24,8%
Piotr Krupa, Prezes	15,7%
Generali OFE	5,1%
ING OFE	5,1%
Pozostali członkowie Zarządu	2,5%
Pozostali	46,8%

Profil spółki

Kruk jest liderem rynku windykacyjnego w Polsce i Rumunii koncentrującą się na bankowych wierzytelnościach detalicznych. Ponadto, w 4Q 2011 spółka rozpoczęła działalność operacyjną na rynku czeskim finalizując zakup pierwszego portfela wierzytelności oraz rozważa rozwój na rynku węgierskim. 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

23.04.12 - NWZA

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)

Inwestycje z 2011 zaprocentują zyskiem w 2012

Po tym jak spółka zaraportowała bardzo dobre wyniki za 4Q 2011, rewidujemy w górę nasze prognozy zysku netto o 10-13% na lata 2012-2014, podwyższamy 9-miesięczną cenę docelową o 12% do 59,4 PLN oraz rekomendację do Kupuj z Akumuluj poprzednio. Naszym zdaniem, dzięki rekordowo wysokim zakupom wierzytelności w 2011 na poziomie 564 mln PLN, +193% R/R, Kruk jako jedyna spółka w ramach naszego sektora finansowego dostarczy znaczący, 25% wzrost zysku netto w 2012 do 82,7 mln PLN. Co więcej, uważamy, że dalsza, poza Rumunię ekspansja zagraniczna pozwoli nie tylko zdywersyfikować źródła przychodów, ale również utrzymać wysoką rentowność kapitałów własnych na poziomie powyżej 20%. Na naszej prognozie zysku netto na 2012, Kruk jest notowany na atrakcyjnym poziomie wskaźnika P/E w wysokości 10,5x, czyli z 9% dyskontem do grupy pięciu porównywalnych spółek zagranicznych oraz z 23% dyskontem do Intrum Justitia, jedynej spółki z grupy porównawczej prowadzącej działalność w Europie, w tym m.in. w Polsce i Czechach.

Kruk prowadzi działalność na trzech rynkach o wartości 32 mld PLN

Na koniec 2011 Kruk prowadził działalność na trzech rynkach, których łączna wartość w wartości nominalnej wyniosła 32 mld PLN. W 2011 rynek polski wzrósł o 14% do 19,1 mld PLN, rumuński o 6% do 7,0 mld PLN, a wartość czeskiego szacujemy na 6,1 mld PLN. Oczekujemy przejściowej stabilizacji wartości rynku w 2012 oraz dalszego umiarkowanego wzrostu w latach 2013-2014.

Mimo oczekiwanego spadku inwestycji, Kruk pozostanie liderem rynku

W 2011 Kruk zakupił rekordową ilość portfeli inwestując łącznie 564 mln PLN, w tym 372 mln PLN w Polsce, 155 mln PLN w Rumunii oraz 38 mln PLN w Czechach, osiągając udziały rynkowe na poziomie odpowiednio 30%, 79% i 18%. Chociaż oczekujemy, że w latach 2012-2014 średnioroczne nakłady będą o 30% niższe niż te w 2011, naszym zdaniem spółka utrzyma swoją pozycję lidera na wszystkich trzech rynkach oraz dodatkowo rozpocznie działalność operacyjną na Węgrzech.

Prognozujemy aż 25% wzrost zysku netto w 2012 do 82,7 mln PLN

Po 84% wzroście zysku netto w 2011 do 66,2 mln PLN, prognozujemy kolejny 25% przyrost w 2012 do 82,7 mln PLN oraz 15% w 2013 do 95,2 mln PLN, w konsekwencji dynamicznie rozwijającego się segmentu zakupu wierzytelności. Nasza obecna prognoza jest o 10% i 13% wyższa względem poprzednich szacunków na lata 2012-2013.

Podwyższamy cenę docelową o 12% do 59,4 PLN

W konsekwencji rewizji w górę naszych prognoz zysku netto oraz bazując na dwóch metodach wyceny, wycenie porównawczej (61,3 PLN) z wagą 40% oraz wycenie dochodowej (58,0 PLN) z wagą 60%, podwyższamy naszą 9-miesięczną cenę docelową o 12% z 53,0 PLN do 59,4 PLN.

(mln PLN)	2010	2011	2012P	2013P	2014P
Przychody	164,3	274,0	361,3	411,9	460,7
Marża pośrednia	74,7	143,7	186,2	212,4	230,5
Zysk operacyjny	42,6	96,0	128,6	149,1	164,4
Zysk netto	36,1	66,2	82,7	95,2	103,5
ROE (%)	31,6	35,9	29,6	25,8	22,1
EPS (PLN)	2,34	4,03	4,86	5,53	5,97
BVPS (PLN)	8,51	14,09	18,77	24,05	30,02
DPS (PLN)*	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
P/E (x)	21,7	12,6	10,5	9,2	8,5
P/BV (x)	5,98	3,61	2,71	2,12	1,70
Stopa dywidendy (%)*	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

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

Aktualizacja wyceny

Wycena porównawcza

Kruk jest notowany na 2012 P/E na poziomie 10,5x, z 9% dyskontem

Kruk jest notowany na wskaźniku P/E na poziomie 10,5x na 2012 i 9,2x na 2013, czyli odpowiednio 9% i 8% poniżej średniej dla pięciu porównywalnych spółek zagranicznych. W przypadku wskaźnika P/BV, Kruk jest wyceniany na poziomie 2,71x na 2012 i 2,12x na 2013. Chociaż oznacza to premię do średniej dla spółek porównywalnych, odpowiednio 24% 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 wycena Kruka jest szczególnie mało wymagająca w porównaniu do wyceny Intrum Justitia, 23% dyskonta na 2012 P/E, która jako jedyna spółka w naszej grupie porównawczej prowadzi działalność w Europie, w tym na rynku polskim i czeskim.

Wycena porównawcza

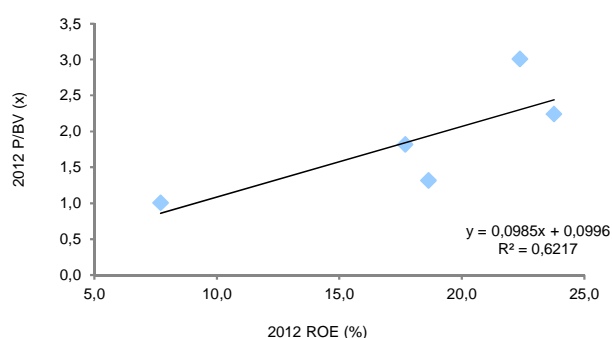
Spółka	Kapitalizacja (mln EUR)*	P/E (x)			P/BV (x)			ROE (%)		
		2011	2012P	2013P	2011	2012P	2013P	2011	2012P	2013P
Kruk	207	12,6	10,5	9,2	3,61	2,71	2,12	35,9	29,6	25,8
Portfolio Recovery	932	12,4	11,0	8,7	2,09	1,82	1,60	18,6	17,7	19,6
Intrum Justitia	1 010	16,2	13,7	12,8	3,18	3,00	2,74	20,5	22,4	21,8
Encore Capital	400	9,0	7,8	7,1	1,47	1,32	1,13	18,1	18,6	18,1
Credit Corp	207	12,6	10,0	8,9	2,57	2,24	1,94	21,8	23,8	23,0
AACC	112	12,4	10,9	9,0	1,08	1,00	0,93	9,2	7,7	11,7
Średnia ważona kapitalizacją		13,4	11,4	10,0	2,40	2,19	1,96	19,1	19,6	20,1
Premia / dyskonto do średniej (%)		-6	-9	-8	50	24	8	88	51	28
Implikowana wartość godziwa Kruka (PLN)		-	53,9	55,7	-	56,6**	61,4	-	-	-

Źródło: Bloomberg, DI BRE; * ceny z dnia 28 marca 2012; ** wycena oparta o wskaźnik P/BV uwzględniająca oczekiwaną rentowność kapitałów własnych

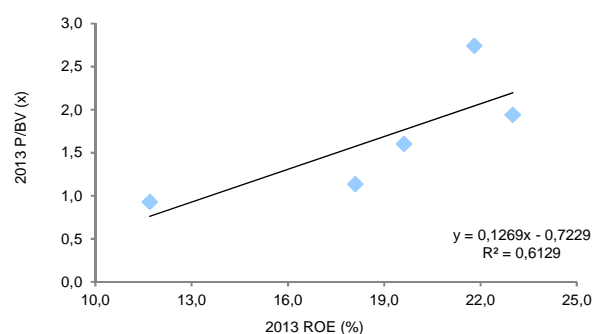
Wartość godziwa implikowana przez spółki porównawcze w przedziale 53,9 PLN – 61,4 PLN

W oparciu o średnie poziomy wskaźnika P/E na lata 2012-2013, szacujemy wartość godziwą Kruka odpowiednio na poziomie 53,9 PLN i 55,7 PLN. W oparciu o wskaźniki P/BV na lata 2012-2013 oraz uwzględniając oczekiwaną rentowność kapitałów własnych, spółka jest wyceniana odpowiednio na 56,6 PLN i 61,4 PLN.

Regresja P/BV vs. ROE (2012)



Regresja P/BV vs. ROE (2013)



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 wartości Kruka dokonujemy w oparciu o model zdyskontowanych zysków rezydualnych. W modelu tym do wartości kapitałów własnych na koniec 2011 dodajemy sumę zdyskontowanych nadwyżek zwrotu z kapitału ponad koszt kapitału (w okresie prognozy na lata 2011-2014 oraz w okresie przejściowym na lata 2015-2022) oraz zdyskontowaną wartość rezydualną (po okresie prognozy).

Dla obliczenia wartości rezydualnej przyjmujemy następujące założenia:

- Stopę wolną od ryzyka na poziomie 5,4% ;
- Premię za ryzyko na poziomie 5,0%;
- Wartość bety na poziomie 1,1x;
- W konsekwencji, przyjmujemy koszt kapitału na poziomie 10,9%;
- Długoterminowy zwrot z kapitałów (ROE) w wysokości 19,0%;
- Długoterminową stopę wzrostu zysków (g) na poziomie 4,0%;
- Docelowy poziom wypłaty dywidendy w wysokości 78,9%, obliczony według wzoru $1-(g/ROE)$.

Wycena metodą zdyskontowanych zysków rezydualnych

(mln PLN)	2011	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	+	WG
Zysk netto	66,2	82,7	95,2	103,5	111,8	120,2	128,4	136,4	144,1	151,3	158,0	164,3		
Zmiana R/R (%)	83,5	25,0	15,1	8,7	8,1	7,5	6,8	6,2	5,6	5,0	4,4	4,0	4,0	
Kapitały własne	238,2	321,1	416,6	520,1	631,9	663,8	697,3	732,4	768,8	806,3	844,9	884,4		
Stopa wypłaty dywidendy (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	78,9	78,9	78,9	78,9	78,9	78,9	78,9	78,9	78,9	
ROE (%)	35,9	29,6	25,8	22,1	19,4	18,6	18,9	19,1	19,2	19,2	19,1	19,0	19,0	
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	10,9	
Nadwyżkowa stopa zwrotu (%)		18,7	14,9	11,2	8,5	7,7	8,0	8,2	8,3	8,3	8,2	8,1	8,1	
Zysk rezydualny		52	55	52	49	50	54	59	62	65	68	70	1 015	
Współczynnik dyskonta		0,93	0,83	0,75	0,68	0,61	0,55	0,50	0,45	0,40	0,36	0,33	0,33	
Zdyskontowana zysk rezydualny		48	46	39	33	30	30	29	28	26	25	23	334	
Kapitały własne na koniec 2011														238
Zdyskontowany zysk rezydualny, 2012P-2014P														134
Zdyskontowany zysk rezydualny, 2015P-2022P														225
Zdyskontowana wartość rezydualna														334
Wartość godziwa														931
Liczba akcji (mln)														17,3
Wartość godziwa na akcję (PLN)														53,7

Źródło: Kruk, DI BRE Banku

Szacujemy wartość godziwą na poziomie 53,7 PLN na akcję

W oparciu o model zdyskontowanych zysków rezydualnych, szacujemy wartość godziwą Kruka na 53,7 PLN na akcję.

Podsumowanie wyceny

9-miesięczna cena docelowa podwyższona do 59,4 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 59,4 PLN, 12% powyżej poprzedniej wyceny. Ponieważ potencjał wzrostu względem obecnej ceny rynkowej wynosi 17%, podwyższamy rekomendację do Kupuj z Akumuluj.

Podsumowanie wyceny

(PLN na akcję)	Średnia	Metoda	P/E (X)		P/BV (X)*	
		dochodowa	2012P	2013P	2012P	2013P
Implikowana wartość godziwa		53,7	53,9	55,7	56,6	61,4
Waga (%)		60	10	10	10	10
Wartość godziwa (średnia ważona)	55,0					
9-miesięczna cena docelowa	59,4					
Obecna cena	50,9					
Potencjał zmiany (%)	16,7					

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

Aktualizacja prognoz dla rynku windykacji

Polska

Nie oczekujemy odbicia rynku inkasa aż do 2014, po 11% spadku w 2011

Kruk szacuje, że wartość rynku inkasa w Polsce spadła o 11% R/R w 2011 do 10,4 mld PLN. Powodem tego było z jednej strony słaba sprzedaż kredytów konsumpcyjnych w sektorze bankowym, a z drugiej przesunięcie biznesu z rynku inkasa do rynku zakupu wierzycelności. W naszych prognozach zakładamy, że w 2012 rynek spadnie o kolejne 6% do 9,8 mld PLN. Stabilizacji spodziewamy się dopiero w 2013, a delikatnego odbicia w 2014 o 5% do 10,2 mld PLN.

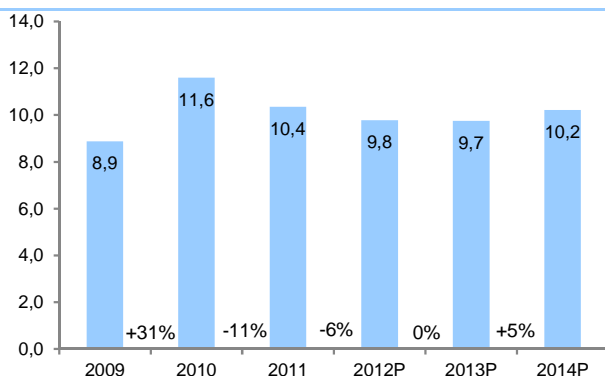
Rynek zakupów wierzycelności w wartości nominalnej wzrósł o 67% w 2011 do rekordowego poziomu 8,8 mld PLN

Według szacunków Kruka, w 2011 rynek zakupu wierzycelności w wartości nominalnej wzrósł o ok. 67% R/R do 8,8 mld PLN. Głównym czynnikiem wzrostu był segment detaliczny, +97% R/R do 6,9 mld PLN, który stanowi już ok. 79% rynku. Segment korporacyjny wzrósł o ok. 12% R/R do 1,2 mld PLN.

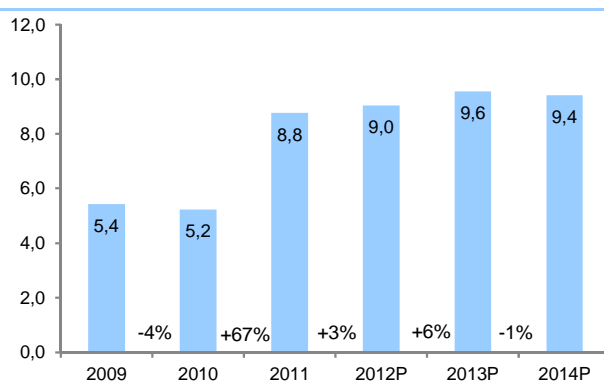
Prognozujemy utrzymanie tego wysokiego wyniku w latach 2012-2014

Oczekujemy, że po dynamicznym wzroście rynku w 2011, tempo wzrostu znacząco spowolni w latach 2012-2014. Niemniej jednak oznacza to, że spodziewamy się stabilizacji wartości rynku na wysokim poziomie ok. 9,0 mld PLN w perspektywie trzech następnych lat. Zwracamy uwagę, że obecnie banki sprzedają kredyty konsumpcyjne, które w większości zostały zdefiniowane jak te z utratą wartości w latach 2008-2009. Od tamtego momentu, wartość przeterminowanych kredytów detalicznych wzrosła o 37% R/R w 2010 do 34,0 mld PLN oraz o 13% R/R w 2011 do 38,4 mld PLN.

Wartość rynku inkasa (mld PLN)



Nominalna wartość rynku zakupów (mld PLN)



Źródło: Kruk, DI BRE

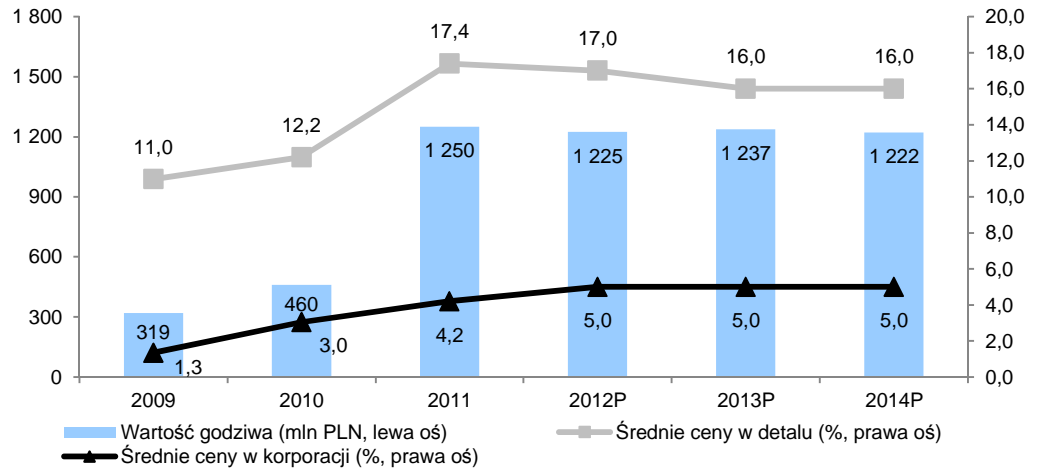
Inwestycje firm windykacyjnych w 2011 wzrosły o 172% R/R do 1,3 mld PLN

Wartość rynku zakupów wierzycelności w wartości godziwej (czyli wartość inwestycji firm windykacyjnych) wzrosła o 172% R/R do 1,3 mld PLN, przy czym detal wzrósł o 181% R/R do 1,2 mld PLN. Zwracamy uwagę, że ta dynamika w ok. 56% wynika z przyrostu rynku w wartości nominalnej, a w ok. 44% ze wzrostu średnich cen rynkowych. W kluczowym segmencie detalicznym wyniosły one ok. 17,4%, +5,2p.p. R/R, a w segmencie korporacyjnym 4,2%, +1,2p.p. R/R.

Spodziewamy się stabilizacji wartości inwestycji w latach 2012-2014

W naszych prognozach nie spodziewamy się dalszego wzrostu cen rynkowych. Naszym zdaniem firmy windykacyjne nie mają już tak nadpłynnych bilansów jak rok wcześniej, a w konsekwencji nie będą tak ostro konkurować o wchodzące na rynek bankowe pakiety wierzycelności. Reasumując, nie zakładamy, że wartość rynku w wartości godziwej w latach 2012-2014 nie będzie dodatkowo wzrastała na konto rosnących cen. Oczekujemy stabilizacji wartości rynku na poziomie ok. 1,2 mld PLN.

Wartość godziwa rynku zakupów oraz średnie ceny rynkowe



Źródło: Kruk, DI BRE

Rumunia

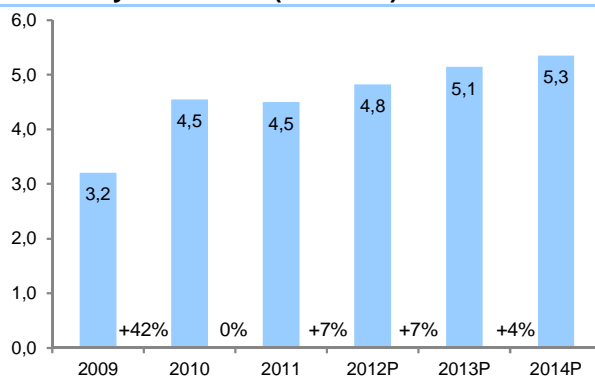
Rynek inkasa po przejściowej stabilizacji w 2011, może rosnąć w tempie jednocyfrowym w latach 2012-2014

Według szacunków Kruka, w 2011 rynek inkasa w Rumunii był płaski R/R i wyniósł 4,5 mld PLN. Naszym zdaniem, po tej przejściowej stabilizacji, rynek może wzrosnąć o 7% R/R w latach 2012-2013 oraz o 4% R/R w 2014, osiągając docelowo wartość 5,3 mld PLN.

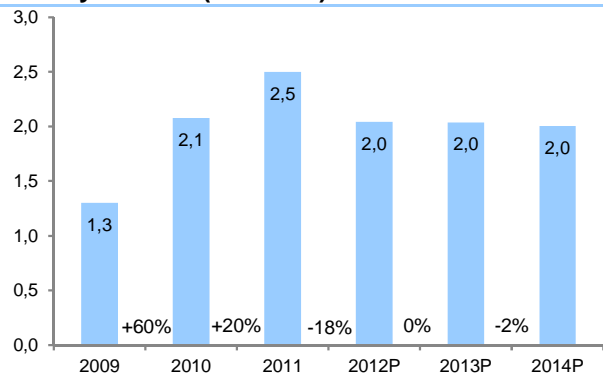
Rynek zakupów wierzytelności w wartości nominalnej wzrósł o 20% w 2011 do 2,5 mld PLN; w latach 2012-2014 oczekujemy korekty do 2,0 mld PLN

Kruk szacuje, że w 2011 nominalna wartość rynku zakupów wierzytelności wzrosła o 20% R/R do 2,5 mld PLN i okazała się znacząco powyżej wcześniejszych oczekiwań Zarządu. Naszym zdaniem fakt ten można częściowo tłumaczyć zmianą strategii banków rumuńskich w zakresie zarządzania ryzykiem kredytowym. Banki decydują się na wcześniejsze przekazanie portfeli wierzytelności do sprzedaży niż miało to miejsce w przeszłości. W takiej sytuacji możemy mówić o przesunięciu się rynku z segmentu inkasa do segmentu sprzedaży wierzytelności. Uważamy, że rok 2011 był wyjątkowo udany jeżeli chodzi o wartość rynku zakupów wierzytelności. W konsekwencji, na rok 2012 zakładamy konserwatywnie spadek rynku o 18% R/R do 2,0 mld PLN, a później utrzymanie się tego poziomu w latach 2013-2014.

Wartość rynku inkasa (mld PLN)



Nominalna wartość rynku zakupów wierzytelności (mld PLN)



Źródło: Kruk, DI BRE

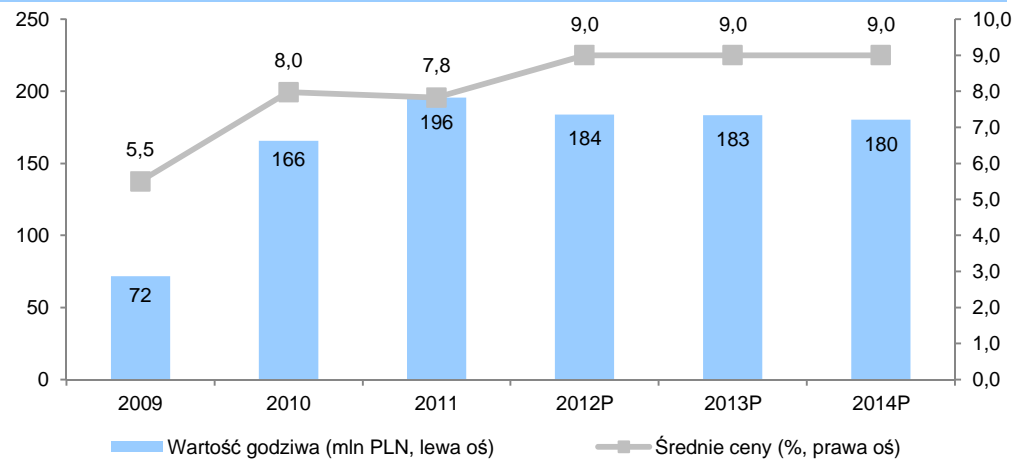
Niespodziewanie średnie ceny w 2011 spadły R/R, jednak my spodziewamy się wzrostu w przyszłości

W przeciwieństwie do rynku polskiego, w 2011 średnie ceny w Rumunii nie tylko wzrosły, ale wręcz spadły o 20p.b. R/R do 7,8%. W konsekwencji, rynek zakupów w wartości godziwej odnotował dynamikę niższą niż w wartości nominalnej. Wyniosła ona 18% R/R, a wartość rynku ukształtowała się na poziomie 196 mln PLN. Naszym zdaniem fakt spadających cen dowodzi, że konkurencja w tym segmencie w Rumunii jest znacząco mniejsza niż w Polsce

oraz w Rumunii w segmencie inkasa z powodu mniejszej dostępności kapitału. Ponadto, banki mogą wykazywać się większą skłonnością do sprzedaży kredytów nieregularnych na zewnątrz.

Uważamy, że zjawisko spadających cen nie będzie kontynuowane w przyszłości i że tak jak to miało miejsce na rynku polskim, tak i w Rumunii nastąpi wzrost cen. W latach 2012-2014 oczekujemy średnich cen na poziomie 9%, co przekłada się na delikatny spadek rynku w 2012 o 6% R/R do 184 mln PLN, a później stabilizację w latach 2013-2014.

Wartość godziwa rynku zakupów oraz średnie ceny rynkowe



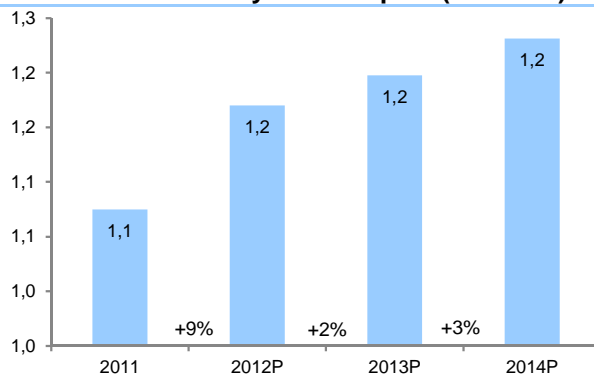
Źródło: Kruk, DI BRE

Czechy

Prognozujemy średnioroczny wzrost wartości inwestycji o 5% z 215 mln PLN

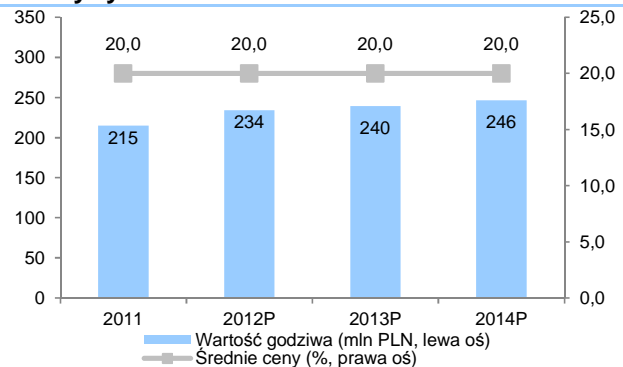
Kruk szacuje, że w 2011 wartość rynku czeskiego w wartości nominalnej wyniosła ok. 1,1 mld PLN. Przy średniej cenie na poziomie 20% przekłada się to na wartość godziwą rynku na poziomie 215 mln PLN. Uważamy, że ten wysoki poziom cen utrzyma się w przyszłości ze względu na możliwość doliczenia kosztów windykacji do wartości wierzytelności. W konsekwencji, spodziewamy się, że rynek będzie rósł w średniorocznym tempie 5% w latach 2012-2014, czyli 12p.p. poniżej średniorocznego tempa wzrostu detalicznych kredytów z utratą wartości w latach 2010-2012.

Nominalna wartość rynku zakupów (mld PLN)



Źródło: Kruk, DI BRE

Wartość godziwa rynku zakupów oraz średnie ceny rynkowe



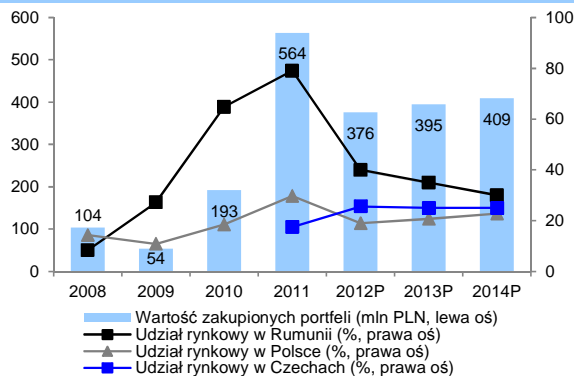
Aktualizacja prognoz dla Kruka

Rekordowa wartość inwestycji z 2011 – 564 mln PLN – raczej nie do powtórzenia

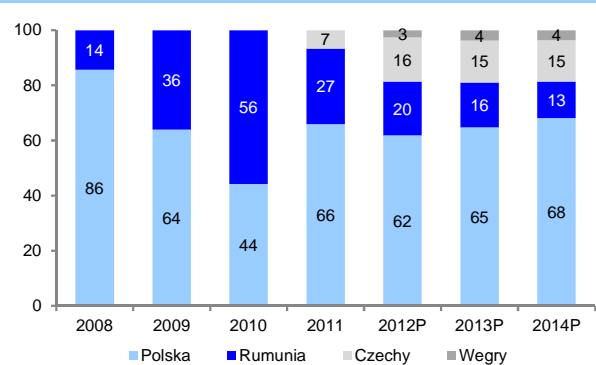
W 2011 Kruk dokonał rekordową wartość inwestycji na zakup portfeli wierzytelności – 564 mln PLN, czyli o 193% więcej niż w 2010. Zarówno w Polsce jak i w Rumunii inwestycje były na historycznie najwyższym poziomie, odpowiednio 372 mln PLN (+336% R/R) oraz 155 mln PLN (+44% R/R). Ponadto, w 4Q 2011 spółka sfinalizowała pierwszą inwestycję na rynku czeskim. Ostatecznie Kruk zapłacił za portfel 38 mln PLN, co pozwoliło mu osiągnąć 18% udział rynkowy. Zwracamy uwagę, że pomimo dynamicznego wzrostu odnotowanego przez rynek jako taki, Kruk również zwiększył swoje udziały w Polsce z 19% w 2010 do 30% w 2011 oraz w Rumunii z 65% w 2010 do 79% w 2011.

Zakładamy, że skala inwestycji Kruka znacząco zmniejszy się w 2012. Oczekujemy spadku o 33% R/R do 376 mln PLN. Naszym zdaniem, spółka nie będzie w stanie utrzymać wysokich udziałów rynkowych zarówno na rynku polskim jak i rumuńskim osiągniętych w 2011. Zakładamy, że obniżą się one w 2012 do 19% w Polsce i 40% w Rumuni. W końcu, w naszych prognozach zakładamy, że wartość inwestycji na rynku czeskim w 2012 wyniesie ok. 60 mln PLN oraz że w drugiej połowie 2012 Kruk dokona pierwszej małej inwestycji na rynku węgierskim w wysokości ok. 10 mln PLN.

Wartość zakupionych portfeli oraz udziały rynkowe na poszczególnych rynkach



Struktura wartości zakupionych portfeli w podziale na rynki (%)

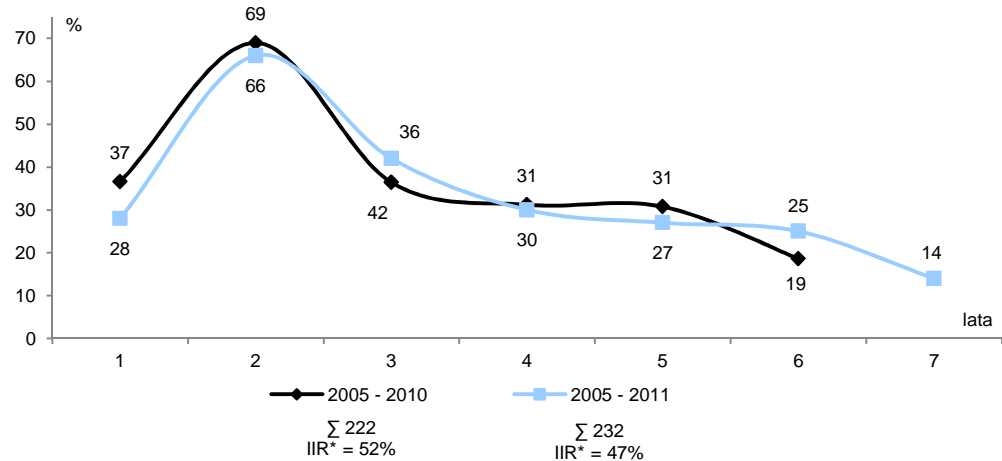


Źródło: Kruk, DI BRE

Zaktualizowana krzywa spłat wskazuje na spadek rentowości inwestycji z 2011

Wraz z publikacją wyników rocznych, spółka zaprezentowała swoją zaktualizowaną historyczną krzywą spłat o spłaty otrzymane w trakcie 2011. Suma spłat za lata 2005-2011 wyniosła 232% wartości inwestycji, a średnioroczna stopa zwrotu (IRR) ukształtowała się na poziomie 47%, czyli 5p.p. poniżej IRR dla krzywej za lata 2005-2010. Zwracamy uwagę, że przy wyliczaniu IRR kluczowe są spłaty w trakcie pierwszych dwóch lat, a te w zaktualizowanej krzywej są niższe niż krzywe za lata 2005-2010. Naszym zdaniem oznacza to, że w szczególności portfele zakupione w trakcie 2011 są mniej rentowne niż portfel zakupione wcześniej. W naszej opinii, fakt ten można tłumaczyć tym, że w 2011 większość inwestycji przypadła na rynek polski, który jest znacznie mniej rentowny niż rynek rumuński, a dodatkowo w 2011 odnotował wzrost cen w przeciwieństwie do rynku rumuńskiego.

Historyczne krzywe spłat w Kruku



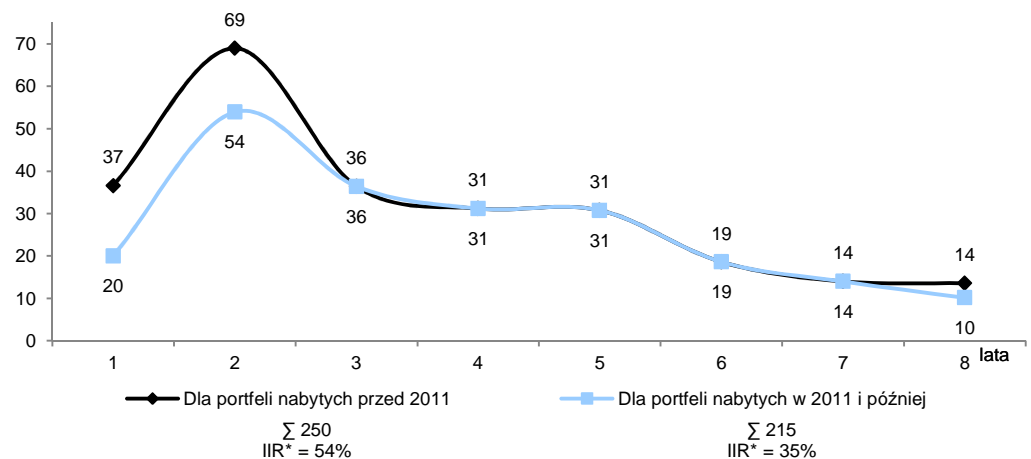
Źródło: Kruk; ; IRR -stopa dyskontowa zannualizowana policzona wg cykli półrocznych spłat dla całego okresu spłat

W prognozy wbudowujemy konserwatywne krzywe i rentowości, znacznie poniżej historycznych poziomów

W naszym modelu używamy dwóch krzywych spłat, aby uwzględnić fakt historycznie wyższych rentowności niż wynoszą one obecnie. Dla portfeli nabytych przed 2011 przyjmujemy krzywą 8-letnią sumę spłat na poziomie 250% i IRR w wysokości 54%. Natomiast dla portfeli nabytych w trakcie 2011 i później, uwzględniamy krzywą z 8-letnią sumą spłat na poziomie 215% i IRR w wysokości 35%. Oznacza to, że rentowność drugiej krzywej jest aż o 12p.p. niższa niż rentowność historycznej krzywej Kruka za lata 2005-2011. Ponieważ w naszych prognozach na lata 2012-2014 nie spodziewamy się kolejnego skokowego wzrostu cen rynkowych portfeli ani w Polsce ani w Rumunii, nie oczekujemy dalszej presji na rentowność krzywej.

Naszym zdaniem powyższe założenia są konserwatywne. Szacujemy, że na wartość portfeli na koniec 2011 na bilansie Kruka w wysokości 719 mln PLN aż 76% stanowiły portfele nabyte w 2011, czyli te dla których przyjmujemy „drugą” krzywą z rentownością znacznie niższą niż historyczna.

Krzywe spłat przyjęte w naszych prognozach

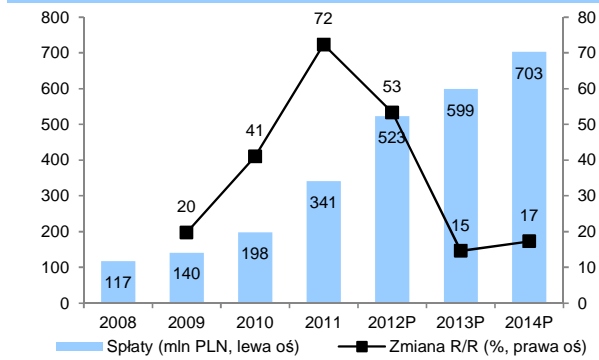


Źródło: DI BRE; IRR -stopa dyskontowa zannualizowana policzona wg cykli półrocznych spłat dla całego okresu spłat

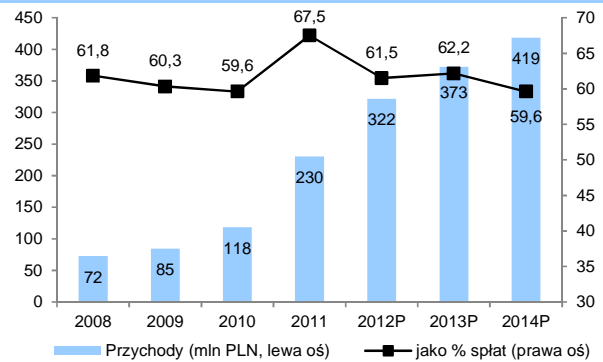
Aż 86% spłat w 2012 jest generowana z portfeli nabytych do końca 2011

Powyższe krzywe przekładają się na wartość spłat w wysokości 523 mln PLN w 2012 (+53% R/R), 599 mln PLN w 2013 (+15% R/R) oraz 703 mln PLN w 2014 (+17% R/R). Zwracamy uwagę, że według naszych szacunków aż 86% spłat prognozowanych na 2012 jest generowana przez portfele nabyte do końca 2011.

Spłaty na zakupionych portfelach



Przychody z zakupionych wierzytelności



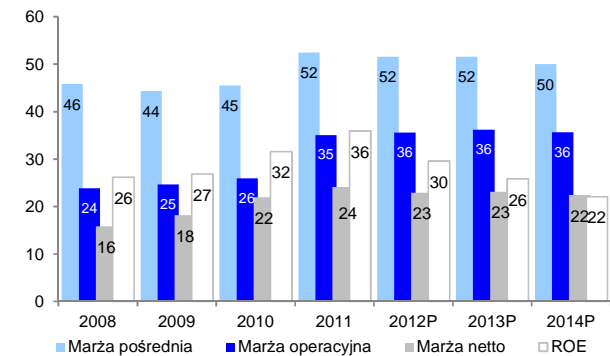
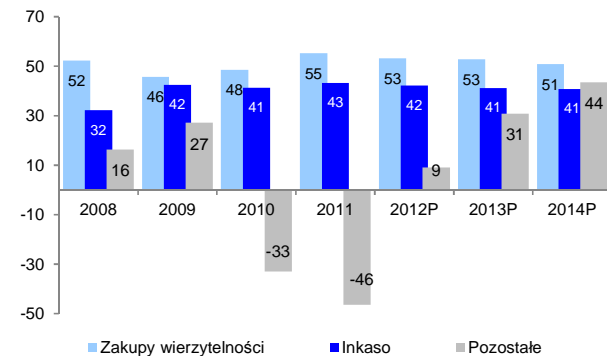
Źródło: Kruk, DI BRE

Po 95% wzroście przychodów z zakupów w 2011, oczekujemy kolejnych 40% w 2012

Przychody w segmencie zakupów wierzytelności wzrosły w 2011 aż o 95% R/R i osiągnęły wartość 230 mln PLN. Tak wysoka dynamika była możliwa dzięki rekordowo wysokim inwestycjom poczynionym przez spółkę w trakcie 2011. Prognozujemy dalszy dynamiczny wzrost przychodów w tym obszarze, o 40% R/R w 2012 do 322 mln PLN, o 16% R/R w 2013 do 373 mln PLN oraz o 12% R/R do 419 mln PLN w 2014.

Zwracamy uwagę, że gdybyśmy założyli zerowe inwestycje Kruka w 2012, poziom generowanych przez spółkę przychodów spadłby o 19% względem naszego scenariusza bazowego do 260 mln PLN. Nadal przekładałoby się to na wzrost na poziomie 13% R/R.

Marża pośrednia na poszczególnych produktach (%) Rentowność (%)



Źródło: Kruk, DI BRE

Dalsze efekty skali po stronie kosztów ogólnych nadal możliwe

Pomimo spodziewanej presji na rentowność nabywanych portfeli (zobrazowanej przez niższy IRR czy wskaźnik przychody jako % spłat), uważamy, że Kruk może osiągnąć dalsze efekty skali po stronie kosztowej, w szczególności w odniesieniu do kosztów ogólnych. Chociaż w 2011 koszty ogólne wzrosły o 46% R/R do 41 mln PLN, ich relacja do wartości spłat obniżyła się z 14,2% do 12,0%, a względem przychodów z 17,1% do 14,9%. W 2012 oczekujemy dalszego spadku kosztów ogólnych względem spłat do 9,1% oraz względem przychodów do 13,2%, co przełoży się na 17% wzrost R-R do 47,7 mln PLN. W konsekwencji, spodziewamy się, że pomimo oczekiwanej presji na marże pośrednie w segmencie zakupów wierzytelności oraz inkasa, marża operacyjna utrzyma się płasko na poziomie ok. 36% a marża netto na poziomie ok. 22%-23% w latach 2012-2014.

Dynamiczna ekspansja finansowana głównie długiem, ale poziom zadłużenia nadal na bezpiecznym poziomie względem kowenantów

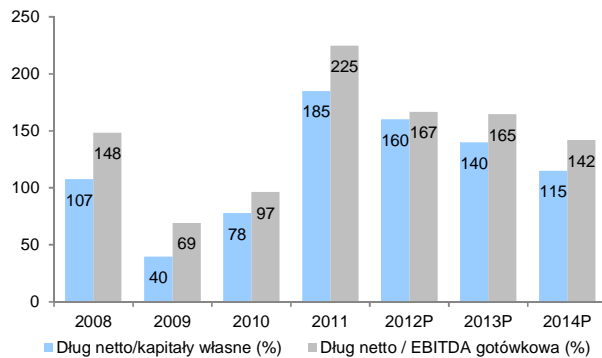
Jedną z konsekwencji dynamicznego rozwoju spółki w trakcie 2011 był znaczący wzrost zadłużenia. Na koniec 2011 dług netto wyniósł 441 mln PLN i wzrósł o 335% R/R. Głównym źródłem finansowania ekspansji były kolejne emisje obligacji, w sumie w ciągu 2011 na poziomie 291 mln PLN. Ponadto, Kruk zwiększył swoją ekspozycję na dług bankowy o 92 mln PLN do 112 mln PLN.

Na koniec 2011 wskaźnik długu netto do kapitałów własnych wyniósł 185%, +107p.p. R/R, a wskaźnik długu brutto do EBITDA gotówkowej 225%, +128p.p. R/R. Pomimo tak znacznego

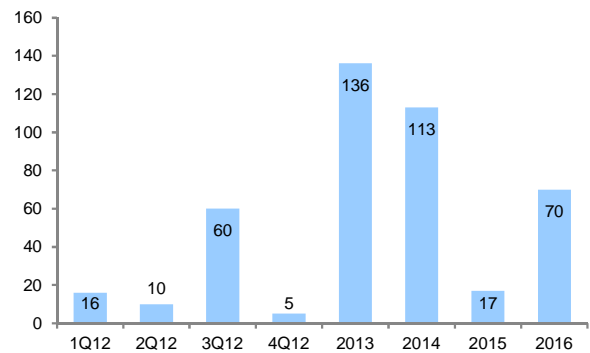
wzrostu finansowania zewnętrznego, naszym zdaniem poziomy wskaźników zadłużenia pozostają na bezpiecznym poziomie względem kowenantów. Dopuszczalny poziom wskaźnika zadłużenia netto do kapitałów własnych określony przy okazji emisji obligacji wynosi 250%. Ponadto, dla wybranych serii obligacji Kruk zobowiązał się do podwyższenia marży oprocentowania obligacji o 0,5p.p. gdy ten wskaźnik zadłużenia przekroczy 220%. Graniczna wartość wskaźnika dług brutto do EBITDA gotówkowej jest określona dla zadłużenia bankowego, jednak spółka nie poinformowała ile ona wynosi. Szacujemy na bazie pro forma, że na koniec 2011 zadłużenie netto musiałoby wzrosnąć o 83 mln PLN aby wskaźnik zadłużenia wyniósł 220% lub o 155 mln PLN aby ukształtował się na poziomie 250%. Z drugiej strony zwracamy uwagę, że nasza prognoza zakłada, że średniomiesięcznie w 2012 Kruk będzie generował ok. 28 mln PLN EBITDA gotówkowej, podczas gdy w 2011 wyniosła ona ok. 18 mln PLN średniomiesięcznie.

Po tym jak w 2011 spółka wykupiła 64 mln PLN swoich obligacji, w 2012 wartość zapadających obligacji wynosi 91 mln PLN, z czego 66% przypada na 3Q 2012.

Wskaźniki zadłużenia (%)



Zapadalność obligacji (mln PLN)*



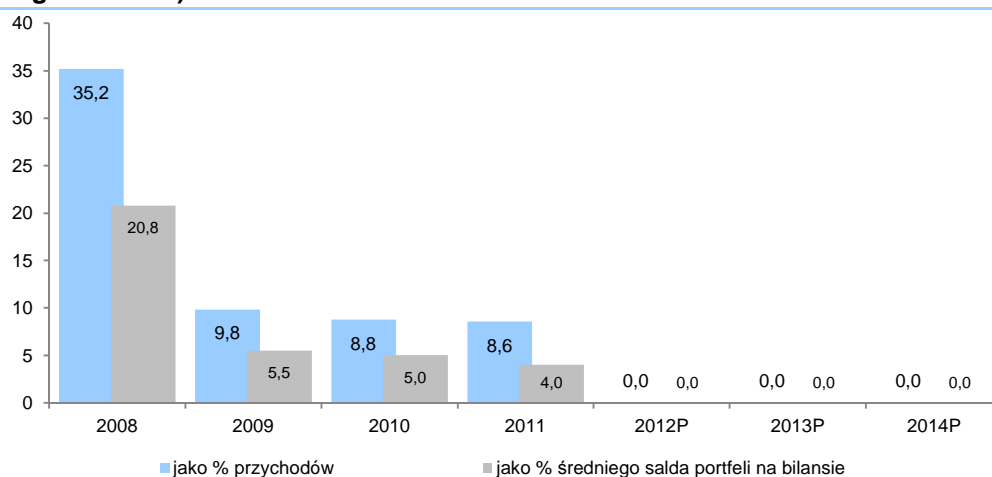
Źródło: Kruk, DI BRE; * stan na 27 marzec 2012

Skala aktualizacji coraz mniejsza, czyli Kruk coraz dokładniej wycenia nabywane portfele

W trakcie ostatnich czterech lat (2008-2011) znaczenie przychodów z tytułu aktualizacji wartości godziwej nabytych pakietów wierzytelności (czyli tzw. aktualizacji niegotówkowych wynikających m.in. z analizy zachowań osób zadłużonych oraz skuteczności stosowanych narzędzi windykacyjnych, oceny sytuacji osób zadłużonych w efekcie zmian sytuacji makroekonomicznych oraz zmian kursu walutowego względem PLN dla portfeli nabytych zagranicą) stopniowo malała. Stanowiły one aż 20,8% średniego salda wartości portfeli na bilansie spółki w 2008, podczas gdy tylko 5,5% w 2009, 5,0% w 2010 i 4,0% w 2011. Naszym zdaniem oznacza to, że Kruk dokonuje coraz dokładniejszych wycen portfeli w momencie nabycia, przynajmniej na bazie zagregowanej dla wszystkich czynników wpływających na ostateczną wartość. Na uwagę zasługuje również fakt, że w latach 2008-2011 aktualizacje te były zawsze dodatnie. Niemniej jednak, w przypadku pogorszenia sytuacji makroekonomicznej w którymkolwiek z krajów, w których Kruk prowadzi działalność operacyjną (w szczególności sytuacji na rynku pracy), lub/i w przypadku umocnienia się PLN względem RON lub CZK, Kruk może dokonać negatywnych aktualizacji niegotówkowych obawiając się, że wpłynie to niekorzystnie na wartość przyszłych spłat. W naszych prognozach na lata 2012-2014 nie uwzględniamy żadnych aktualizacji z tego tytułu, ani pozytywnych ani negatywnych.

Poza wyżej opisanymi tzw. aktualizacjami niegotówkowymi, można również rozważyć kwestię tzw. aktualizacji gotówkowych, które wynikają z różnic między zaplanowanymi a rzeczywistymi spłatami z portfeli w danym okresie. Spółka nie podała ile wyniosły one w 2011, ale rok wcześniej przychody z tego tytułu ukształtowały się na poziomie ok. 8 mln PLN.

Przychody z aktualizacji wartości godziwej nabytych portfeli (tzw. aktualizacje niegotówkowe)



Źródło: Kruk, DI BRE

Rewidujemy w górę nasze prognozy zysku netto o 10-13% na lata 2012-2013

Po tym jak Kruk zaraportował lepsze niż oczekiwaliśmy wyniki za 4Q 2011, rewidujemy w górę nasze prognozy zysku netto na lata 2012 i 2013 oraz wprowadzamy prognozy na 2014. Spodziewamy się, że po 84% wzroście zysku netto w 2011, wzrośnie on o kolejne 25% w 2012 do 82,7 mln PLN, o 15% w 2013 do 95,2 mln PLN oraz o 9% w 2014 do 103,5 mln PLN.

Prognoza zysku netto

(mln PLN)	2009	2010	2011	2012P	2013P	2014P
Zysk netto - nowa prognoza	23,4	36,1	66,2	82,7	95,2	103,5
zmiana R/R (%)	42,3	54,1	83,5	25,0	15,1	8,7
Zysk netto - stara prognoza	23,4	36,1	66,2	75,3	84,6	93,7
Różnica (%)	0	0	0	10	13	10

Źródło: Kruk, DI BRE

Wyniki za 4Q 2011

Silniejszy niż oczekiwany segment zakupów wierzytelności

14,1 mln PLN zysku netto, 29% więcej niż prognozowaliśmy

Kruk zaraportował wyniki za 4Q 2011 z zyskiem netto na poziomie 14,1 mln PLN (+90% R/R oraz +8% Q/Q). Wynik okazał się o 29% wyższy niż nasza prognoza na poziomie 10,9 mln PLN. Głównym powodem pozytywnego zaskoczenia są wyższe niż prognozowaliśmy przychody w segmencie zakupy wierzytelności (11% powyżej naszych prognoz); w mniejszym stopniu również z powodu lepszego wyniku na działalności finansowej (dzięki pozytywnym różnicom kursowym).

Podsumowanie wyników kwartalnych

(mln PLN)	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	R/R	Q/Q	2010	2011	R/R	4Q11P	Różnica
Nakłady na zakupy wierzytelności	-36,0	-37,3	-23,2	-96,3	-67,1	-245,0	-110,5	-141,1	47%	28%	-192,7	-563,7	193%	-115,7	22%
Spląty na nabytych portfelach	41,0	46,6	52,2	58,1	66,2	77,6	90,4	106,9	84%	18%	197,9	341,1	72%	97,9	9%
Amortyzacja netto portfeli nabytych	-19,0	-17,5	-18,3	-25,0	-23,3	-18,1	-35,6	-31,2	25%	-12%	-79,9	-108,2	35%	-32,1	-3%
Przychody	33,4	41,1	46,0	43,9	53,2	70,7	66,8	83,4	90%	25%	164,3	274,0	67%	77,1	8%
zakup wierzytelności	22,0	29,1	33,9	33,0	42,9	59,5	54,8	73,2	122%	34%	118,1	230,4	95%	65,8	11%
inkaso	11,0	11,2	11,5	10,3	9,7	10,4	10,7	10,2	-1%	-4%	44,1	41,0	-7%	10,5	-2%
pozostałe	0,3	0,8	0,6	0,5	0,6	0,8	1,3	0,0	-99%	-99%	2,2	2,7	26%	0,8	-99%
Koszty bezpośrednie i pośrednie	-18,3	-22,9	-22,8	-25,6	-25,3	-27,7	-31,7	-45,6	78%	44%	-89,5	-130,4	46%	-37,3	22%
zakup wierzytelności	-12,0	-15,4	-15,2	-18,1	-18,4	-20,7	-24,8	-39,2	117%	58%	-60,8	-103,1	70%	-30,0	31%
inkaso	-5,8	-6,6	-6,9	-6,5	-6,2	-6,2	-5,7	-5,1	-21%	-10%	-25,8	-23,3	-10%	-6,1	-16%
pozostałe	-0,4	-0,9	-0,6	-0,9	-0,8	-0,8	-1,1	-1,2	32%	11%	-2,9	-4,0	39%	-1,2	7%
Marża pośrednia	15,1	18,2	23,2	18,3	27,8	43,0	35,1	37,8	107%	8%	74,7	143,7	92%	39,8	-5%
zakup wierzytelności	10,0	13,7	18,6	14,9	24,5	38,8	29,9	34,0	128%	13%	57,2	127,2	122%	35,8	-5%
inkaso	5,2	4,6	4,7	3,8	3,5	4,2	4,9	5,1	36%	3%	18,2	17,7	-3%	4,4	16%
pozostałe	-0,1	-0,1	-0,1	-0,4	-0,2	0,0	0,2	-1,2	201%	+/-	-0,7	-1,3	77%	-0,4	228%
Pozostała działalność operacyjna	-0,5	0,2	1,1	-0,9	-0,3	-0,4	0,0	-0,6	-30%	+/-	-0,1	-1,3	+/-	-5,9	-89%
Koszty ogólnego zarządu	-5,9	-6,6	-7,3	-8,2	-8,2	-10,7	-10,0	-12,0	47%	21%	-28,1	-40,9	46%	-11,0	9%
Zysk operacyjny bez amortyzacji	8,6	11,8	17,0	9,1	19,3	31,9	25,1	25,1	175%	0%	46,6	101,4	118%	22,9	10%
Amortyzacja	-0,9	-0,9	-1,0	-1,1	-1,3	-1,3	-1,5	-1,4	24%	-7%	-3,9	-5,4	38%	-1,5	-7%
Zysk operacyjny	7,7	10,8	16,1	8,0	18,1	30,6	23,6	23,7	196%	1%	42,6	96,0	125%	21,4	11%
Wynik na działalności finansowej	-0,4	-0,9	-4,7	-1,1	-3,9	-5,5	-9,6	-8,5	+/-	-12%	-7,0	-27,4	290%	-10,4	-18%
Zysk brutto	7,3	10,0	11,4	6,9	14,2	25,1	14,0	15,3	121%	9%	35,6	68,5	93%	11,1	38%
Podatek dochodowy	-0,2	0,4	-0,2	0,5	-0,1	0,0	-0,9	-1,1	+/-	29%	0,5	-2,2	+/-	-0,3	316%
Zyski mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	237%	23%	0,0	-0,2	356%	0,1	+/-
Zysk netto	7,2	10,3	11,2	7,4	14,1	25,0	13,0	14,1	90%	8%	36,1	66,2	84%	10,9	29%
Przychody z zakupów jako % spląt	53,7	62,4	64,9	56,9	64,8	76,7	60,6	68,5			59,6	67,5		67,2	
Koszty w zakupach jako % spląt	29,3	33,1	29,2	31,2	27,8	26,7	27,5	36,7			30,7	30,2		30,6	
Marża pośrednia (%)	45,2	44,3	50,5	41,6	52,3	60,8	52,5	45,3			45,5	52,4		51,7	
zakup wierzytelności (%)	45,4	47,0	55,0	45,2	57,1	65,2	54,7	46,4			48,5	55,2		54,4	
inkaso (%)	47,0	41,2	40,4	36,5	36,3	40,1	46,2	49,8			41,3	43,2		41,9	
Marża EBIT (%)	23,1	26,4	34,9	18,3	34,0	43,3	35,3	28,5			26,0	35,0		27,8	
Marża zysku netto (%)	21,4	25,1	24,3	16,9	26,5	35,4	19,5	16,9			22,0	24,2		14,1	
Efektywna stopa podatkowa (%)	2,2	-3,7	2,0	-7,7	0,8	0,1	6,3	7,5			-1,4	3,1		2,5	
ROE (%)	28,5	38,4	37,8	23,4	40,7	56,0	23,9	24,4			31,6	35,9		18,9	
ROA (%)	12,3	14,7	14,7	9,5	15,6	19,9	8,0	7,5			13,7	11,8		5,9	
Wartość portfela na koniec okresu	167,4	187,2	192,0	263,2	307,0	533,9	608,7	718,7	173%	18%				692,4	4%
Aktywa ogółem	259,2	-	304,7	317,6	405,5	601,0	700,1	800,5	152%	14%				774,0	3%
Kapitały własne	102,4	112,8	123,8	130,3	146,0	211,9	223,5	238,4	83%	7%				238,8	0%
Dług	86,9	-	131,1	122,1	166,1	305,7	389,5	477,0	291%	22%				429,3	11%
Dług netto	28,8	-	50,8	101,4	134,9	277,8	358,3	440,8	335%	23%				402,5	10%
EBITDA gotówkowa	27,6	29,3	35,4	34,2	42,6	50,0	60,7	58,9	72%	-3%	126,5	212,2	68%	55,0	7%
Dług netto/kapitały własne (%)	28	-	41	78	92	131	160	185						169	
Dług brutto/EBITDA gotówkowa (%)	-	-	112	97	117	188	208	225						206	

Źródło: Kruk, DI BRE

Wyniki obciążone rezerwą na podatek, zgodnie z oczekiwaniami

W styczniu 2012 spółka zakomunikowała, że w wynikach za 4Q 2011 utworzy rezerwę na podatek od czynności cywilnoprawnych w wysokości 5,6 mln PLN (przy czym 3,9 mln PLN odnosiło się do działalności w 2011, a 1,7 mln PLN do działalności w latach poprzednich). W naszych prognozach całość tej kwoty uwzględniliśmy w linii pozostała działalność operacyjna, podczas gdy spółka zaksięgowwała ją w kosztach bezpośrednich i pośrednich segmentu zakupy wierzytelności.

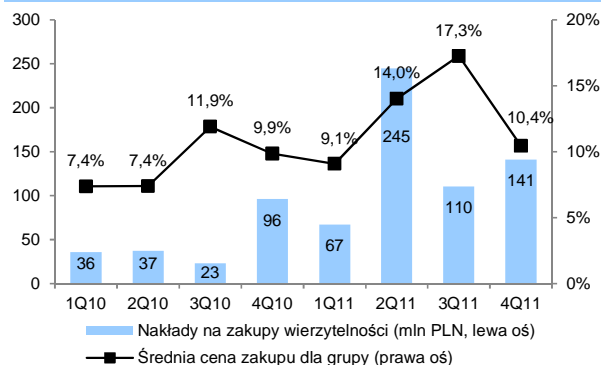
Rezerwa na podatek jest związana z opinią doradcy podatkowego funduszy Prokura NSFIZ należącego do Kruka wydaną w odniesieniu do orzeczenia Europejskiego Trybunału Sprawiedliwości z października 2011, który stwierdził, że transakcje nabycia wierzytelności nie podlegają w ogóle opodatkowaniu VAT, lecz powinny być opodatkowane podatkiem od czynności cywilnoprawnych w wysokości 1% od wartości rynkowej nabytych portfeli wierzytelności. Doradca podatkowy spółki podkreśla, że wyrok Europejskiego Trybunału Sprawiedliwości nie oznacza automatycznego stosowania wynikającego z niego stanowiska w praktyce podatkowej w Polsce, jednak orzeczenie to może być uwzględniane przez polskie sądy administracyjne w wydawanych orzeczeniach.

Kruk wydał 141 mln PLN, płacąc średnio 10,4%; spłaty wyniosły 107 mln PLN

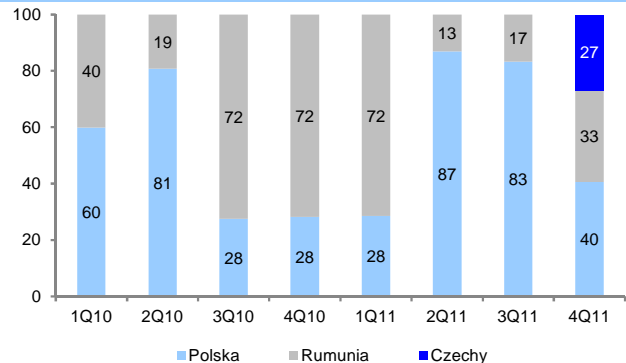
W 4Q 2011 Kruk wydał 141 mln PLN na zakup portfeli, o 22% więcej niż prognozowaliśmy. Spółka zakupiła wierzytelności o wartości nominalnej na poziomie 1 351 mln PLN, co oznacza to, że średnia cena zakupu wyniosła 10,4% względem 17,3% w 3Q 2011 oraz 12,6% w całym 2011. Naszym zdaniem relatywnie niska cena w 4Q 2011 wynika z faktu, że udział inwestycji w Rumunii był wyższy niż w 3Q 2011 oraz w całym 2011. Szacujemy, że inwestycje w Rumunii wyniosły 46 mln PLN (+149% Q/Q), w Polsce 57 mln PLN (+38% Q/Q), a w Czechach 38 mln PLN.

Spłaty z portfeli w 4Q 2011 wyniosły 107 mln PLN (+18% Q/Q oraz +84% R/R) i były o 9% wyższe niż oczekiwaliśmy. Wartość portfeli na bilansie spółki na koniec 2011 ukształtowała się na poziomie 719 mln PLN (+18% Q/Q oraz +173% R/R).

Nakłady na zakup portfeli oraz średnie ceny



Szacowana struktura nakładów



Źródło: Kruk, DI BRE

Pozytywne zaskoczenie w przychodach z zakupów wierzytelności

Przychody ogółem wzrosły o 25% Q/Q i 90% R/R do 83,4 mln PLN i okazały się o 8% wyższe niż nasza prognoza. Powodem pozytywnego zaskoczenia był segment zakupów wierzytelności, w którym przychody zwiększyły się o 34% Q/Q i 122% R/R do 73,2 mln PLN i stanowią już 88% przychodów ogółem. Saldo przychodów z tytułu aktualizacji wyceny portfeli wyniosło 8 mln PLN i były o 3 mln PLN wyższe Q/Q. Uważamy, że częściowo było to związane z osłabieniem Q/Q PLN względem RON na koniec grudnia 2011. Przychody z inkasa wyniosły 10 mln PLN i spadły o 4% Q/Q i 1% R/R.

Koszty bezpośrednie i pośrednie zawyżone przez rezerwę na podatek

Koszty bezpośrednie i pośrednie ogółem wzrosły o 44% Q/Q i 78% R/R do 46 mln PLN i okazały się wyższe niż nasza prognoza o 22%. Większość negatywnego zaskoczenia w segmencie zakupów wierzytelności wynika z uwzględniania w tej linii rezerwy na podatek od czynności cywilnoprawnych. Reszta różnicy naszym zdaniem wynika z większej skali działalności spółki w segmencie zakupów wierzytelności, co jest widoczne zarówno w wyższych spłatach jak i przychodach. Koszty w segmencie inkasa obniżyły się o 10% Q/Q oraz 21% R/R do 5 mln PLN i okazały się o 16% niższe niż prognozowaliśmy. Koszty ogólnego zarządu wzrosły o 17% Q/Q do 13,4 mln PLN i naszym zdaniem jest to związane ze zwyczajową sezonowością 4Q.

Rynki zagraniczne niezmiennie głównym źródłem rentowości

W podziale na segmenty geograficzne, Kruk odnotował dynamiczny wzrost przychodów w Polsce (+25% Q/Q do 57,6 mln PLN) po słabym wyniku za 3Q 2011. Z drugiej strony, przychody z rynków zagranicznych (głównie Rumunia) spadły o 24% Q/Q do 25,8 mln PLN z powodu wysokiej bazy poprzedniego kwartału. Pod kontem marżowości, niezmiennie rynki zagraniczne pozostają znacznie wyżej (ok. dwukrotnie) zyskowe niż działalność w Polsce.

Podsumowanie wyników kwartalnych w podziale na segmenty geograficzne

(mln PLN)	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	R/R	Q/Q	2010	2011	R/R
Przychody	33,4	41,1	46,0	43,9	53,2	70,7	66,8	83,4	90%	25%	164,3	274,0	67%
Polska	24,3	28,8	39,7	29,9	32,3	47,1	33,0	57,6	93%	74%	122,7	170,0	39%
Zagranica*	9,1	12,3	6,3	14,0	20,9	23,6	33,7	25,8	85%	-24%	41,6	104,0	150%
Koszty bezpośrednie i pośrednie	-18,3	-22,9	-22,8	-25,6	-25,3	-27,7	-31,7	-45,6	78%	44%	-89,5	-130,4	46%
Polska	-15,7	-19,9	-19,5	-21,6	-20,9	-23,0	-25,5	-37,4	73%	47%	-76,8	-106,8	39%
Zagranica*	-2,6	-3,0	-3,2	-4,0	-4,4	-4,7	-6,2	-8,2	106%	32%	-12,7	-23,6	85%
Marża pośrednia	15,1	18,2	23,2	18,3	27,8	43,0	35,1	37,8	107%	8%	74,7	143,7	92%
Polska	8,5	8,9	20,2	8,3	11,3	24,0	7,6	20,3	145%	167%	45,9	63,2	38%
Zagranica*	6,5	9,3	3,0	10,0	16,5	18,9	27,5	17,5	76%	-36%	28,8	80,4	179%
Marża pośrednia (%)	45,2	44,3	50,5	41,6	52,3	60,8	52,5	45,3			45,5	52,4	
Polska	35,2	30,9	50,8	27,7	35,1	51,1	23,0	35,2			37,4	37,2	
Zagranica*	71,8	75,9	48,5	71,4	78,9	80,1	81,5	68,0			69,4	77,3	

Źródło: Kruk, DI BRE; * do 3Q 2011 wyłącznie Rumunia, począwszy od 4Q 2011 Rumunia oraz Czechy

Zadłużenie netto wzrosło do 185% kapitałów własnych

Strata netto na działalności finansowej wyniosła 8,5 mln PLN i zmniejszyła się o 12% Q/Q, pomimo wzrostu długu netto o 23% Q/Q do 441 mln PLN. Powodem tego jest rozpoznanie w wynikach 4Q 2011 pozytywnych różnic kursowych w wysokości 1,7 mln PLN, podczas gdy w 3Q 2011 spółka odnotowała negatywne różnice kursowe na poziomie 2,7 mln PLN.

Na koniec 2011 wskaźnik długu netto do kapitałów własnych wyniósł 185%, co oznacza przyrost z 160% na koniec 3Q 2011 i z 77% na koniec 2010. Wskaźnik długu brutto do EBITDA gotówkowej wyniósł 225% względem 208% na koniec 3Q 2011 i 97% na koniec 2010.

Wyniki i prognozy finansowe na lata 2008-2014

Rachunek zysków i strat

(mln PLN)	2008	2009	2010	2011	2012P	2013P	2014P
Przychody ogółem	103,9	128,6	164,3	274,0	361,3	411,9	460,7
Inkaso	28,7	41,8	44,1	41,0	34,7	31,5	27,6
Zakup wierzytelności	72,5	84,7	118,1	230,4	321,7	372,5	418,9
Pozostałe	2,7	2,1	2,2	2,7	4,9	8,0	14,2
Koszty bezpośrednie i pośrednie ogółem	-56,3	-71,6	-89,5	-130,4	-175,1	-199,5	-230,2
Inkaso	-19,4	-24,0	-25,8	-23,3	-20,1	-18,5	-16,4
Zakup wierzytelności	-34,6	-46,0	-60,8	-103,1	-150,6	-175,6	-205,8
Pozostałe	-2,3	-1,5	-2,9	-4,0	-4,5	-5,5	-8,0
Marża pośrednia	47,6	57,0	74,7	143,7	186,2	212,4	230,5
marża (%)	45,8	44,3	45,5	52,4	51,5	51,6	50,0
Inkaso	9,2	17,7	18,2	17,7	14,7	13,0	11,3
marża (%)	32,2	42,5	41,3	43,2	42,3	41,3	40,8
Zakup wierzytelności	37,9	38,7	57,2	127,2	171,1	197,0	213,1
marża (%)	52,3	45,7	48,5	55,2	53,2	52,9	50,9
Pozostałe usługi	0,4	0,6	-0,7	-1,3	0,4	2,5	6,2
marża (%)	16,4	27,2	-33,0	-46,4	9,0	30,9	43,5
Pozostała działalność operacyjna	-1,1	-0,8	-0,1	-1,3	-3,0	-3,1	-1,4
Koszty ogólnego zarządu	-19,1	-21,4	-28,1	-40,9	-47,7	-52,4	-56,3
Zysk operacyjny bez amortyzacji	27,4	34,8	46,6	101,4	135,5	156,9	172,9
Amortyzacja	-2,6	-3,1	-3,9	-5,4	-6,9	-7,8	-8,5
Zysk operacyjny	24,8	31,7	42,6	96,0	128,6	149,1	164,4
Wynik na działalności finansowej	-8,5	-4,4	-7,0	-27,4	-43,2	-47,8	-50,7
Zysk brutto	16,3	27,3	35,6	68,5	85,4	101,3	113,7
Podatek dochodowy	0,4	-3,8	0,5	-2,2	-2,7	-6,1	-10,2
Zyski mniejszości	-0,2	-0,1	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	16,5	23,4	36,1	66,2	82,7	95,2	103,5
Zyski zatrzymane	16,5	23,4	36,1	66,2	82,7	95,2	103,5
EBITDA gotówkowa	72,1	90,5	126,5	212,2	336,7	383,7	456,5

Źródło: Kruk, DI BRE

Roczne stopy wzrostu głównych pozycji rachunku zysków i strat

(%)	2009	2010	2011	2012P	2013P	2014P
Przychody	23,8	27,8	66,8	31,9	14,0	11,8
Koszty bezpośrednie i pośrednie	27,2	25,1	45,6	34,3	13,9	15,4
Marża pośrednia	19,7	31,2	92,2	29,6	14,1	8,5
Koszty ogólnego zarządu	11,9	31,0	45,9	16,7	9,7	7,4
Zysk operacyjny bez amortyzacji	27,1	33,8	117,8	33,6	15,8	10,2
Zysk operacyjny	28,1	34,4	125,2	34,0	15,9	10,3
Wynik na działalności finansowej	-48,4	60,3	290,4	57,3	10,7	6,1
Zysk brutto	68,0	30,2	92,5	24,6	18,6	12,3
Zysk netto	42,3	54,1	83,5	25,0	15,1	8,7

Źródło: Kruk, DI BRE

Główne wskaźniki związane z rachunkiem zysków i strat

(%)	2008	2009	2010	2011	2012P	2013P	2014P
Marża pośrednia	45,8	44,3	45,5	52,4	51,5	51,6	50,0
Marża EBITDA	26,4	27,1	28,3	37,0	37,5	38,1	37,5
Marża EBIT	23,8	24,7	26,0	35,0	35,6	36,2	35,7
Marża zysku netto	15,8	18,2	22,0	24,2	22,9	23,1	22,5
Koszty/dochody	75,9	75,2	74,0	64,8	64,1	63,5	64,2
Koszt finansowania (spread ponad 3M WIBOR)	3,8	2,9	5,7	4,9	4,4	4,4	4,4
Efektywna stopa podatkowa	-2,5	14,1	-1,4	3,1	3,1	6,0	9,0
ROE	26,2	26,8	31,6	35,9	29,6	25,8	22,1
ROA	9,5	11,2	13,7	11,8	9,2	8,8	8,3

Źródło: Kruk, DI BRE

Bilans

(mln PLN)	2008	2009	2010	2011	2012P	2013P	2014P
Aktywa trwałe	21,1	15,3	18,8	23,8	27,4	29,8	31,6
Rzeczowe aktywa trwałe	8,1	8,2	9,6	14,3	17,2	18,9	19,9
Inne wartości firmy	2,2	3,3	4,9	6,7	7,3	8,0	8,9
Wartość firmy	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Inwestycje długoterminowe	4,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	5,5	2,7	3,3	1,8	1,8	1,8	1,8
Aktywa obrotowe	190,6	192,6	298,7	776,6	966,7	1 146,1	1 279,2
Zapasy	0,8	0,7	0,5	0,5	0,7	0,8	0,9
Inwestycje krótkoterminowe - nabyte pakiety	152,2	150,4	263,2	718,7	890,6	1 059,1	1 184,7
Inwestycje krótkoterminowe - udzielone pożyczki	0,0	0,0	1,3	3,2	5,0	10,0	13,0
Inwestycje krótkoterminowe - pozostałe	0,0	5,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Należności z tytułu dostaw i usług	7,8	9,5	10,6	12,8	16,9	19,2	21,5
Należności z tytułu podatku dochodowego	2,9	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe należności	1,6	1,9	0,7	3,4	4,4	5,0	5,6
Rozliczenie międzyokresowe czynne	0,3	0,7	1,7	1,8	2,4	2,7	3,0
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	25,1	23,8	20,8	36,2	46,7	49,1	50,4
AKTYWA OGÓŁEM	211,7	207,9	317,6	800,5	994,1	1 175,9	1 310,8
Zobowiązania długoterminowe	56,3	21,6	78,0	339,5	399,3	449,6	461,3
Z tytułu kredytów, pożyczek oraz inne	56,3	13,6	78,0	339,5	399,3	449,6	461,3
Z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe	0,0	8,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	78,8	88,0	109,3	222,6	273,7	309,7	329,4
Z tytułu kredytów, pożyczek oraz inne	50,8	49,2	44,1	137,5	161,7	182,1	186,8
Z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe	19,3	26,6	49,2	66,9	88,3	100,6	112,6
Z tytułu podatku dochodowego	0,0	1,7	1,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Z tytułu świadczeń pracowniczych	8,6	10,5	14,0	17,2	22,7	25,9	28,9
Rezerwy krótkoterminowe	0,1	0,0	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4
Zobowiązania razem	135,1	109,6	187,3	562,1	672,9	759,3	790,7
Kapitały własne	76,3	98,2	130,3	238,2	321,1	416,6	520,1
PASYWA OGÓŁEM	211,7	207,9	317,6	800,5	994,1	1 175,9	1 310,8
Dług	107,1	62,8	122,1	477,0	561,0	631,7	648,1
Dług netto	82,0	39,0	101,4	440,8	514,2	582,6	597,7
Dług netto/kapitały własne (%)	107,5	39,7	77,8	185,1	160,1	139,9	114,9
Dług brutto/EBITDA gotówkowa (%)	148,4	69,4	96,6	224,8	166,6	164,7	142,0

Źródło: Kruk, DI BRE

Roczne stopy wzrostu głównych pozycji bilansowych

(%)	2009	2010	2011	2012P	2013P	2014P
Inwestycje ogółem	-0,6	70,2	173,0	24,1	19,4	12,0
Aktywa ogółem	-1,8	52,7	152,1	24,2	18,3	11,5
Zobowiązania ogółem	-18,9	70,8	200,2	19,7	12,8	4,1
Dług ogółem	-75,9	474,9	335,3	17,6	12,6	2,6
Kapitały własne	-3,0	-10,3	211,5	17,6	12,6	2,6

Źródło: Kruk, DI BRE

Zmiany w wartości godziwej nabytych portfeli

(mln PLN)	2008	2009	2010	2011	2012P	2013P	2014P
Wartość początkowa portfeli	93,1	152,2	150,4	263,2	715,8	890,6	1 059,1
Nakłady	103,8	53,9	192,7	563,7	376,1	395,3	409,3
Amortyzacja	-44,7	-55,7	-79,9	-108,2	-201,2	-226,7	-283,7
Spłaty	-117,2	-140,4	-197,9	-341,1	-522,9	-599,2	-702,6
Przychody	72,5	84,7	118,1	232,9	321,7	372,5	418,9
Niedoszacowanie wynikające z modelu	0,0	0,0	0,0	-2,9	0,0	0,0	0,0
Wartość końcowa portfeli	152,2	150,4	263,2	718,7	890,6	1 059,1	1 184,7

Źródło: Kruk, DI BRE



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.klischcz@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

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

Kierownik zagranicznej sprzedaży instytucjonalnej:

Matthias Falkiewicz tel. (+48 22) 697 48 47
matthias.falkiewicz@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

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 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.

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. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

Jest możliwe, że DI BRE Banku S.A. świadczy, będzie świadczył, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

Raport został przekazany do emitenta przed jego publikacją. Emitent nie przekazał uwag do treści raportu 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. W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej.

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 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

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.

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Kruk

Rekomendacja	Kupuj	Akumuluj
data wydania	2011-06-22	2012-03-05
kurs z dnia rekomendacji	39,70	46,55
WIG w dniu rekomendacji	48863,88	41639,72