

Kupuj, 211,00 PLN

Inicjacja

Wysokie loty

Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla Kruka, od zalecenia Kupuj z ceną docelową 211 PLN, co implikuje 13% potencjału wzrostu. Kruk jest liderem na rynku zarządzania wierzycelnościami w Europie Środkowo-Wschodniej z ambicją bycia wiodącym graczem w Europie Zachodniej. Nowe inwestycje (w tym na nowych rynkach) przełożą się na kontynuację poprawy wyników spółki w średnim terminie (9% CAGR zysku netto w latach 2015-2020).

Rekordowe inwestycje w 2016 motorem poprawy wyników w najbliższych latach

Zakładamy, że w 2016 Kruk zainwestuje ok. 900 mln PLN w portfele wierzycelności (prawie dwukrotnie więcej niż średnia za ostatnie 5 lat), co przełoży się na istotną poprawę wyników w 2016 (+13% r/r) oraz w 2017 (+10% r/r). Prawie połowę inwestycji w 2016 stanowią dwie duże inwestycje: 1) portfel na rynku wtórnym od P.R.E.S.C.O oraz 2) wspólna inwestycja w Rumunii z IFC.

Nowe rynki szansą w średnim terminie

Kruk dokonał pierwszych inwestycji na rynku niemieckim, włoskim oraz hiszpańskim. Mając na uwadze sukcesy spółki w ekspansji zagranicznej (Rumunia, Czechy, Słowacja), z optymizmem patrzymy na perspektywę spółki w Europie Zachodniej. O ile w krótkim terminie ekspansja zagraniczna wiąże się z dodatkowymi kosztami (co obciąża bieżące wyniki), w dłuższym terminie obecność na nowych rynkach poszerzy skalę działalności i pozwoli na bardziej optymalną alokację inwestycji pod względem geograficznym.

Sprzyjająca sytuacja makroekonomiczna

Dobra sytuacja makroekonomiczna w krajach Europy Środkowo-Wschodniej będzie wspierać poziomy odzysków na rynkach, na których operuje Kruk. W Polsce dodatkowym czynnikiem wspierającym dochody mniej zamożnych gospodarstw domowych, będzie pro-socjalna polityka rządu, w tym głównie prorodzinny program „500+”.

Wycena

Kruk jest obecnie wyceniany przy wskaźniku P/E 14,3x na 2016 i 12,9x na 2017, z premią odpowiednio 15% i 21% wobec porównywalnych spółek zagranicznych. Analogicznie, premia występuje w przypadku wskaźnika P/BV (12-14%), przy czym Kruk wyróżnia się na tle peers'ów lepszą rentownością.

mln PLN	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Przychody	488	611	711	776	843
EBITDA	220	262	312	361	399
EBIT	208	251	300	348	385
Zysk netto	152	204	231	255	273
P/E	10,6	13,3	14,3	12,9	12,0
P/BV	2,7	3,5	3,3	2,7	2,3
EV/EBITDA	12,0	14,5	14,4	12,7	11,5
EPS	8,95	11,84	13,12	14,48	15,53
DPS	1,50	2,00	2,50	3,50	4,50
FCF	-	-	-361	3	84
CAPEX	11	11	12	13	14

P - Prognozy DM PKO BP
mln PLN

Informacje

Kurs akcji (PLN)	187,00
Upside	13%
Liczba akcji (mn)	17,52
Kapitalizacja (mln PLN)	3 275,44
Free float	89%
Free float (mln PLN)	2 907,28
Free float (mln USD)	739,73
EV (mln PLN)	4 505,25
Dług netto (mln PLN)	1 212,28

Dywidenda

Stopa dywidendy (%)	1,1%
Odcięcie dywidendy	07.07.2016

Akcjonariusze

Akcjonariusze	% Akcji
NN OFE	11,42
Piotr Krupa	11,24
Aviva OFE	8,27
Generali OFE	6,53

Poprzednie rekom.

Data i cena docelowa

Kurs akcji



	WIG20	Spółka
1 miesiąc	-7,2%	-0,8%
3 miesiące	-3,4%	3,4%
6 miesięcy	-6,6%	1,2%
12 miesięcy	-26,8%	16,1%
Min 52 tyg. PLN		149,40
Max 52 tyg. PLN		194,90
Średni dzienny obrót mln PLN		2,41

Analitik

Jaromir Szortyka
+48 22 580 39 47
jaromir.szortyka@pkobp.pl

Adres:

Dom Maklerski PKO Banku Polskiego
ul. Puławska 15
02-515 Warszawa

Argumenty inwestycyjne

1. Lider na rynku zarządzania wierzytelnościami w Europie Środkowo-Wschodniej

Z udziałami rynkowymi na poziomie ok. 20% w Polsce, ok. 40% w Rumunii oraz kilkanaście procent w Czechach i na Słowacji, Kruk jest liderem na rynku zarządzania wierzytelnościami w Europie Środkowo-Wschodniej. Dwa główne (komplementarne) segmenty działalności spółki to nabywanie portfeli na własny bilans oraz serwisowanie wierzytelności dla stron trzecich (głównie banków).

2. Unikalna strategia ugodowa

Począwszy od 2008 roku, Kruk z sukcesem rozwija pro-klienckie podejście do dłużnika. Strategia polegająca na ugodowym podejściu do dłużnika (zamiast drogi sądowej), znacząco zwiększa szanse na odzyski i wspiera poziom spłat (według spółki skuteczność jest wyższa o kilkanaście %).

3. Wykorzystanie know-how i efektów skali

Dzięki pozycji lidera, doświadczeniu w wycenie, nabywaniu i serwisowaniu portfeli, Kruk jest w stanie osiągać ponadprzeciętną rentowność (ROE w 2015 na poziomie 30%). Do końca 2015 Kruk nabył 456 portfeli o wartości nominalnej 26,6 mld PLN. Dodatkowo, skala operacji pozwala na osiągnięcie wysokiej efektywności kosztowej.

4. Kompetentna i dobrze zmotywowana kadra zarządzająca

W naszej opinii, jednym ze źródeł sukcesu Kruka, jest jego kadra menedżerska. Piotr Krupa, prezes spółki jest równocześnie głównym akcjonariuszem (11%). Dodatkowo zwracamy uwagę na stabilny skład zarządu – średni staż wynosi 12 lat. Program opcji menedżerskich obejmuje 109 pracowników oraz zarząd.

5. Wejście na nowe rynki

W ciągu ostatniego roku Kruk dokonał pierwszych inwestycji w Niemczech, Włoszech oraz Hiszpanii. Mając na uwadze sukcesy spółki w ekspansji zagranicznej (Rumunia, Czechy, Słowacja), z optymizmem patrzymy na perspektywę spółki w Europie Zachodniej. O ile w krótkim terminie ekspansja zagraniczna wiąże się z dodatkowymi kosztami (co obciąża bieżące wyniki), w dłuższym terminie obecność na nowych rynkach poszerzy skalę działalności i pozwoli na bardziej optymalne zarządzanie inwestycjami pod względem geograficznym.

6. Rekordowe inwestycje w 2016

Rekordowe inwestycje w 2016 w portfele wierzytelności (ok. 900 mln PLN, tj. prawie dwukrotnie więcej niż średnia za ostatnie 5 lat), przełożyły się istotną poprawę wyników w 2016 (+13% r/r) oraz w 2017 (+10% r/r). Prawie połowę inwestycji w 2016 stanowią dwie duże inwestycje: 1) portfel na rynku wtórnym od P.R.E.S.C.O oraz 2) wspólna inwestycja w Rumunii z IFC.

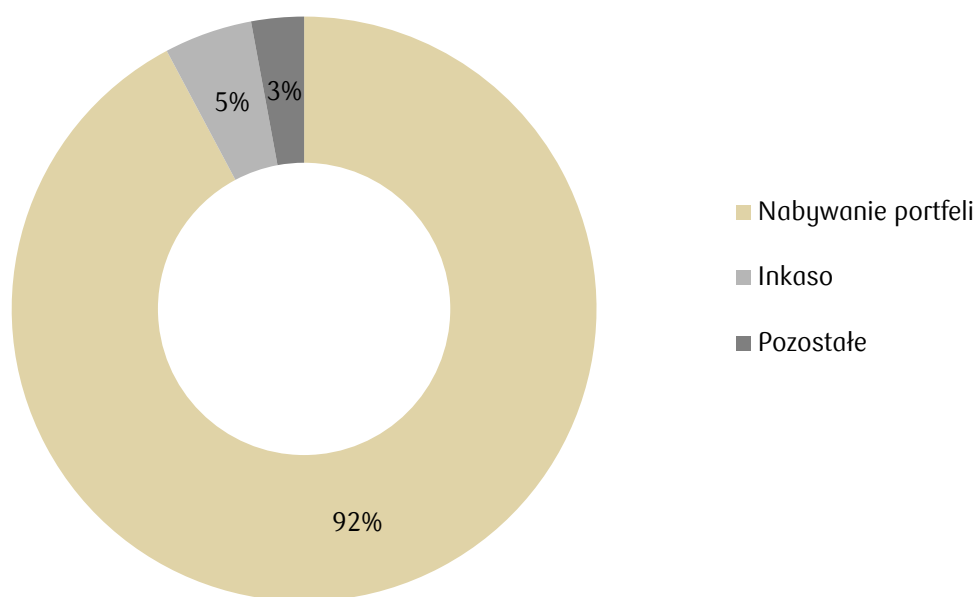
7. Sprzyjająca sytuacja makroekonomiczna

Dobra sytuacja makroekonomiczna w krajach, w których operuje Kruk (wzrost PKB w Polsce o 3,5%, w Rumuni o 4,0%, w Czechach o 2,5% i o 3,3% na Słowacji) będzie wspierać poziomy spłat generowane na portfelach. W Polsce dodatkowym czynnikiem wspierającym dochody mniej zamożnych gospodarstw domowych, będzie pro-socjalna polityka rządu, w tym głównie prorodzinny program „500+”.

Opis spółki

Kruk jest spółką działającą na rynku zarządzania wierzytelnościami. Do głównych obszarów działalności spółki należy windykacja portfeli nabytych na własny bilans (92% przychodów w 2015) oraz świadczenie usługi inkasa na zlecenie (5% przychodów). Dodatkowo spółka prowadzi rejestr dłużników, obsługuje kancelarię prawną oraz udziela pożyczek dla swoich klientów (3%).

Struktura przychodów



Źródło: DM PKO BP, Kruk

Nabywanie portfeli na własny bilans

Głównym segmentem działalności Kruka jest nabywanie i windykacja wierzytelności. Do końca 2015 Kruk nabył 456 portfeli (3728 spraw) o wartości nominalnej 26,6 mld PLN. Na koniec 1Q16 wartość bilansowa nabytych portfeli wynosiła 1,6 mld PLN. Głównymi sprzedającymi portfele są banki, telekomunikacja oraz firmy pożyczkowe.

Przewagi konkurencyjne

1. Długoletnie doświadczenie i know-how

18 lat doświadczenia na rynku polskim oraz udana ekspansja na rynki zagraniczne, są naszym zdaniem istotną przewagą Kruka. Doświadczenie w zakresie wyceny, zakupu i obsługi portfeli, w połączeniu z efektywnymi operacjami, pozwala na osiągnięcie ponadprzeciętnych stóp zwrotu.

2. Strategia ugodowa

Istotną przewagą konkurencyjną Kruka, jest innowacyjne podejście do dłużników. Począwszy od 2008 roku, Kruk intensywnie rozwija ugodowe podejście do klienta, zamiast kierować sprawą na drogę sądową. Strategia opiera się na zawarciu z dłużnikiem ugody, określającej możliwy do spłacenia poziom rat.

Segment inkasa jest mniej istotny, ale wspiera działalność podstawową

Windykacja na zlecenie stron trzecich (inkaso) jest drugą nogą biznesową Kruka. O ile udział tego segmentu w łącznych przychodach sukcesywnie maleje (5% w 2015 wobec 27% w 2010), pozostaje on istotnym elementem modelu biznesowego. Kluczowym elementem są synergie osiągnięte pomiędzy segmentem inkasa a operacjami na własny rachunek (często serwisowane portfele są później wystawiane przez bank na sprzedaż).

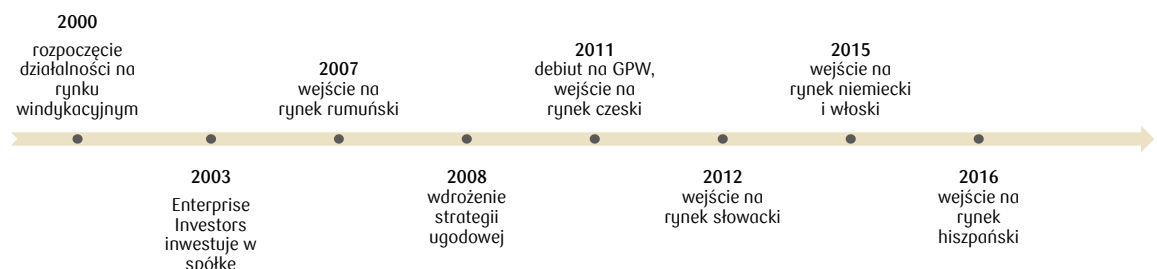
Pozostała działalność

Dodatkowo w skład Grupy wchodzi:

- Rejestr dłużników ERIF – zajmujący się gromadzeniem oraz udostępnianiem informacji o osobach zadłużonych
- Kancelaria Prawna RAVEN – kancelaria windykacyjna, działająca na potrzeby Grupy oraz jej klientów
- Firma pożyczkowa NOVUM – udzielanie pożyczek osobom zadłużonym w Grupie Kruk, które terminowo wywiązały się ze swoich zobowiązań

Historia spółki

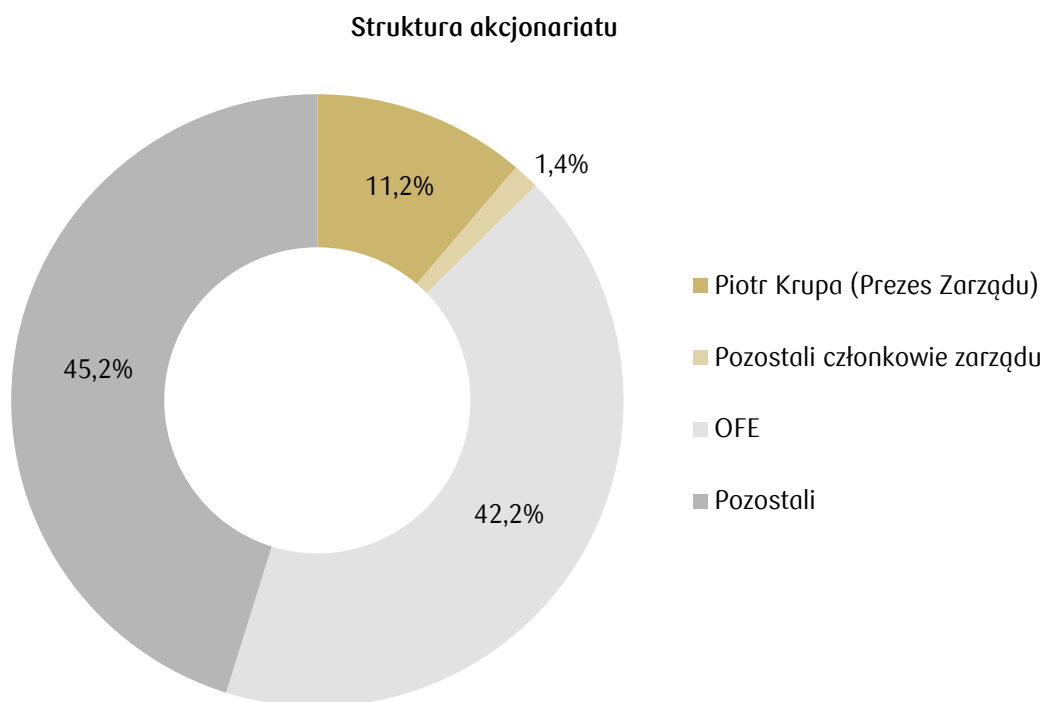
Początki działalności Kruka na rynku windykacyjnym sięgają 2000 roku. Dzięki dynamicznemu wzrostowi, w 2003 roku spółka objęła pozycję lidera na rynku polskim. W tym samym roku inwestycji w spółkę dokonał fundusz private equity Enterprise Investors. Kolejne dwa ważne wydarzenia w historii spółki to wejście w 2007 roku na rynek rumuński oraz, począwszy od 2008 roku, wdrożenie masowej strategii ugodowej. W 2011 roku Kruk zadebiutował na giełdzie w Warszawie oraz wszedł na czeski rynek windykacyjny, a rok później także na słowacki. W 2015 spółka dokonała pierwszych inwestycji w Niemczech oraz Włoszech, a w 2016 w Hiszpanii.



Źródło: DM PKO BP, Kruk

Akcjonariat

Głównym akcjonariuszem jest Prezes Zarządu i założyciel spółki, Piotr Krupa, który posiada ok. 11,2% spółki. Pozostali członkowie zarządu posiadają ok. 1,4% akcji. Spośród inwestorów finansowych, dominującą grupę stanowią polskie fundusze emerytalne, które według stanu na koniec 2015 posiadały ok. 42% spółki.



Źródło: DM PKO BP, Kruk

W scenariuszu realizacji negatywnego scenariusza dla sektora OFE, wysoki udział w akcjonariacie otwartych funduszy emerytalnych, może być ryzykiem dla spółki. Jako jedną z opcji interwencji w takim scenariuszu, widzimy uchwalenie przez akcjonariuszy upoważnienia zarządu do nabywania akcji własnych.

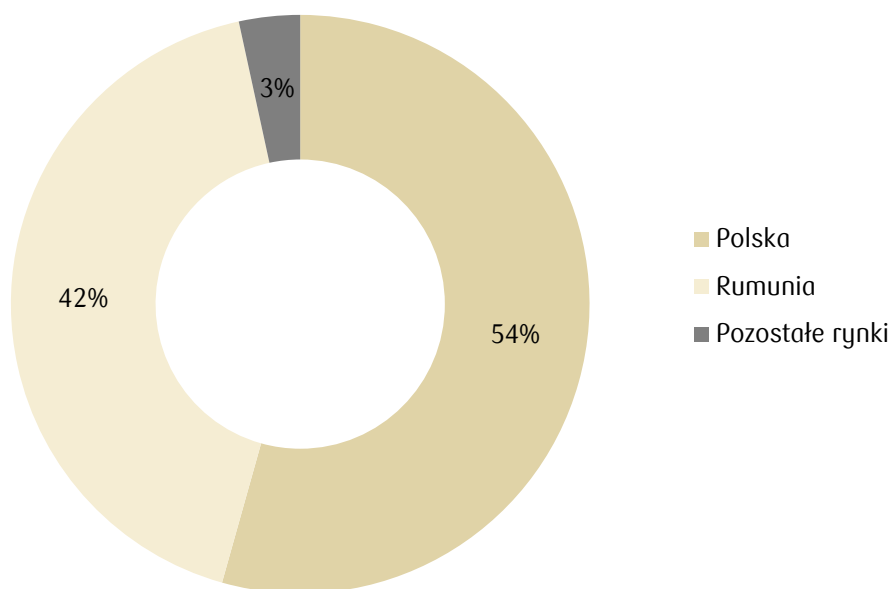
Zasady skupu akcji zakładają:

- Skup maksymalnie do 20% spółki
- Łączna kwota skupu do 300 mln PLN
- Maksymalna cena 200 PLN na akcję
- Okres od 1 czerwca 2016 – 31 maja 2018

Rynki

Główne rynki Kruka to Polska, Rumunia oraz Czechy i Słowacja. Dodatkowo spółka dokonała pierwszych inwestycji na rynku niemieckim, włoskim i hiszpańskim.

Struktura przychodów po krajach



Źródło: DM PKO BP, Kruk

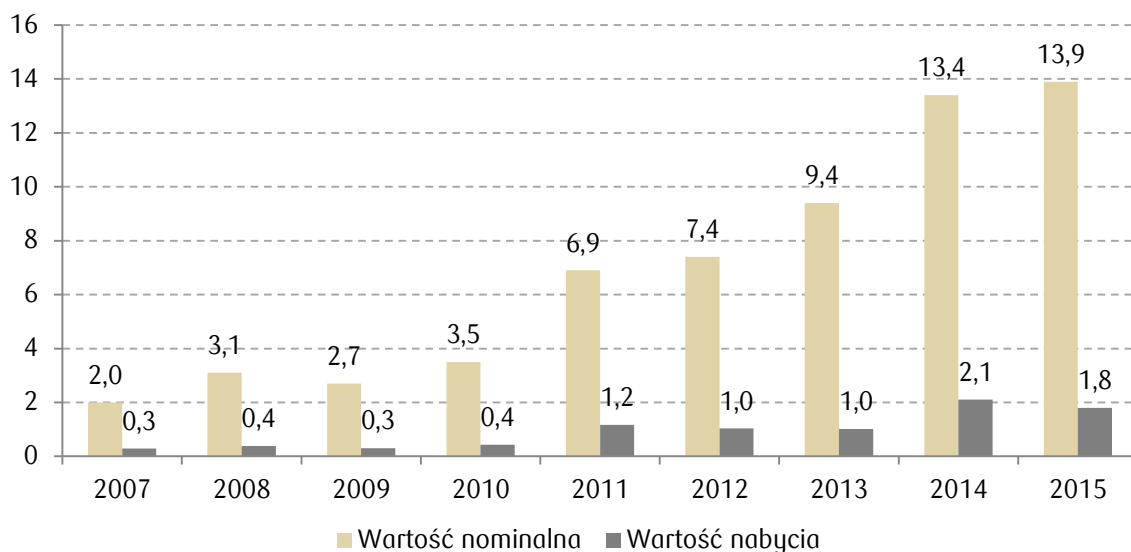
Polska

Polska jest głównym rynkiem, na którym działa Kruk. W ostatnich 3 latach przychody z rynku polskiego stanowiły 54-58% łącznych przychodów Grupy. Na rynku polskim banki aktywnie sprzedają niepracujące portfele kredytów konsumpcyjnych, kredyty hipoteczne, korporacyjne oraz aktywnie korzystają z usług inkasa.

Kredyty konsumpcyjne

Rynek sprzedaży kredytów rósł bardzo dynamicznie w ostatnich latach, CAGR w latach 2007-2015 wynosi 27%. W samym 2015 banki sprzedały 13,9 mld PLN (w wartości nominalnej) niepracujących kredytów konsumpcyjnych za kwotę 1,8 mld PLN.

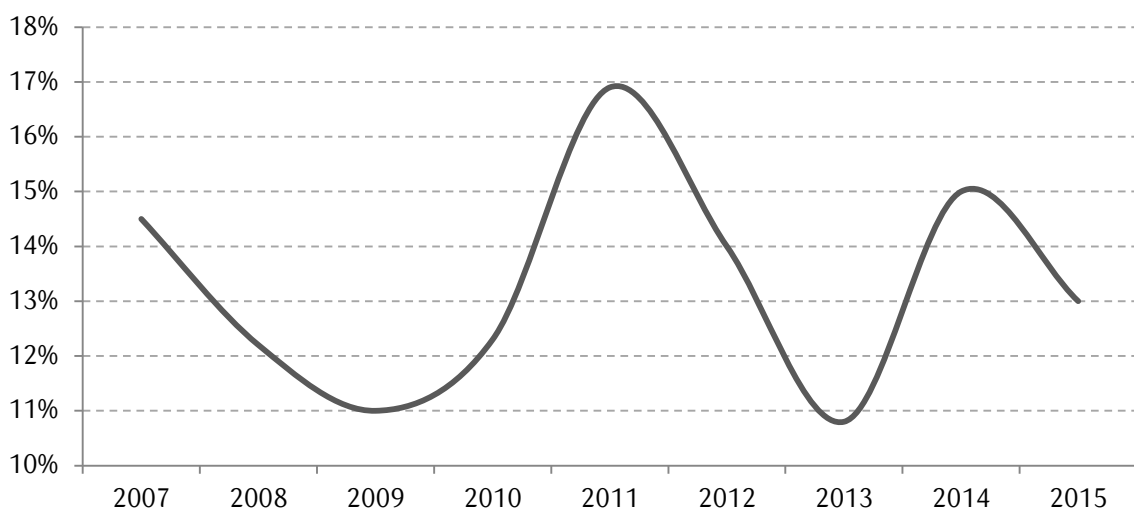
Rynek sprzedaży wierzytelności konsumpcyjnych w Polsce (mld PLN)



Źródło: DM PKO BP, Kruk

Średnie ceny portfeli kredytów konsumpcyjnych kształtowały się w ostatnich latach na poziomie 11-17% nominału (średnia 9-letnia na poziomie 13%).

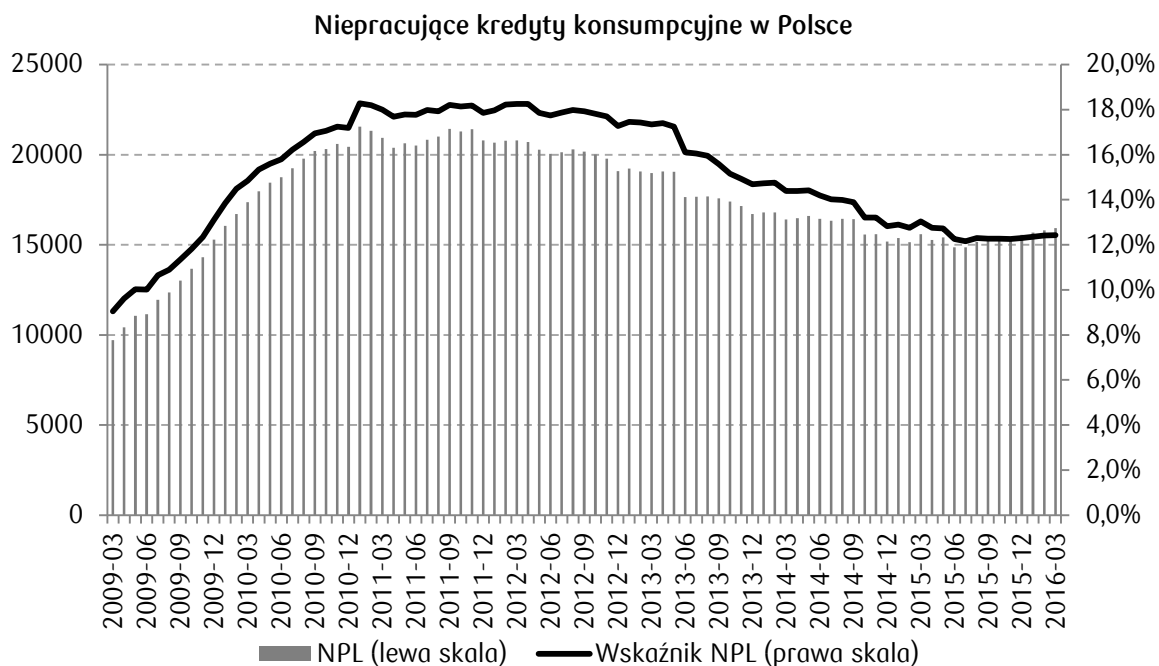
Średnie ceny portfeli konsumpcyjnych w Polsce



Źródło: DM PKO BP, Kruk

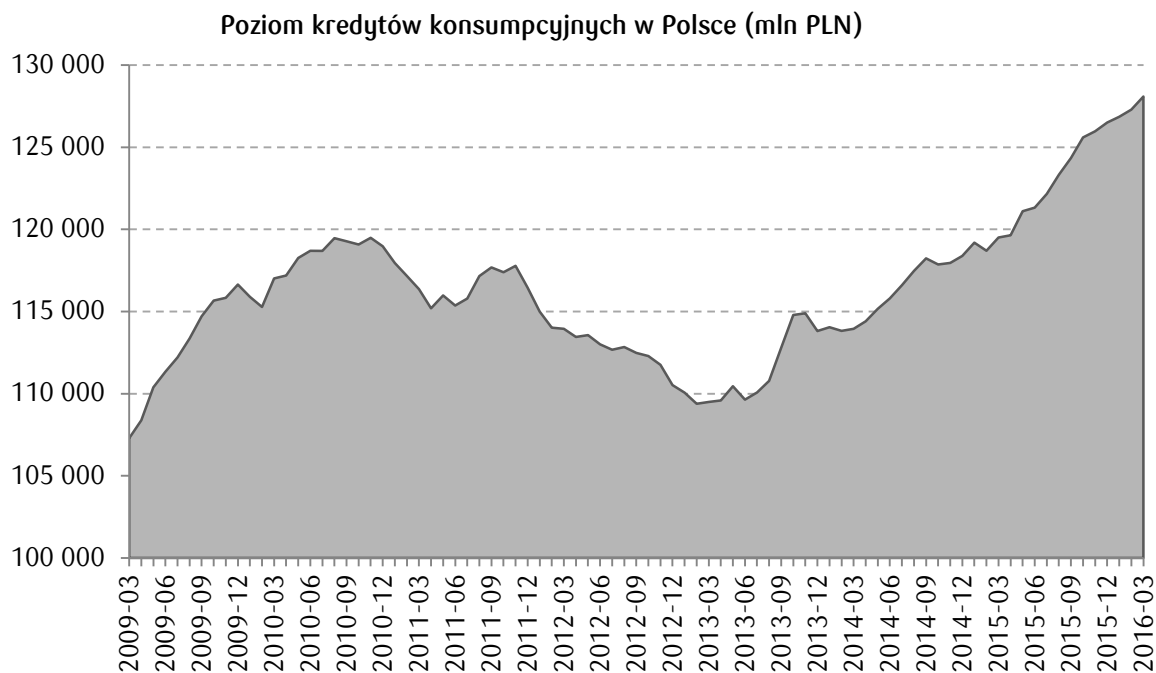
W ostatnich latach podaż portfeli konsumpcyjnych była determinowana w dużej mierze niepracującymi kredytami udzielonymi w latach 2007-2009, które charakteryzowały się wysokim wskaźnikiem NPL.

W ostatnich latach jakość portfela uległa znaczącej poprawie, co częściowo może powodować mniejszą podaż ze strony banków.



Źródło: DM PKO BP, NBP

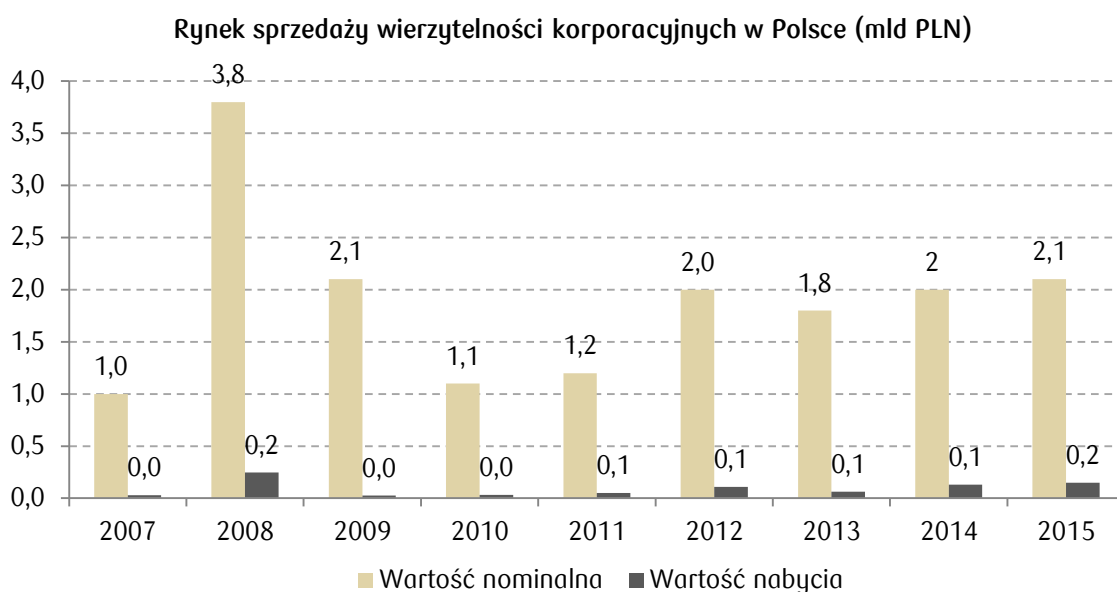
Z drugiej strony akcja kredytowa w segmencie konsumpcyjnym w ostatnich latach znacząco przyspieszyła, co z czasem znajdzie również odzwierciedlenie w nominalnej wartości kredytów niepracujących.



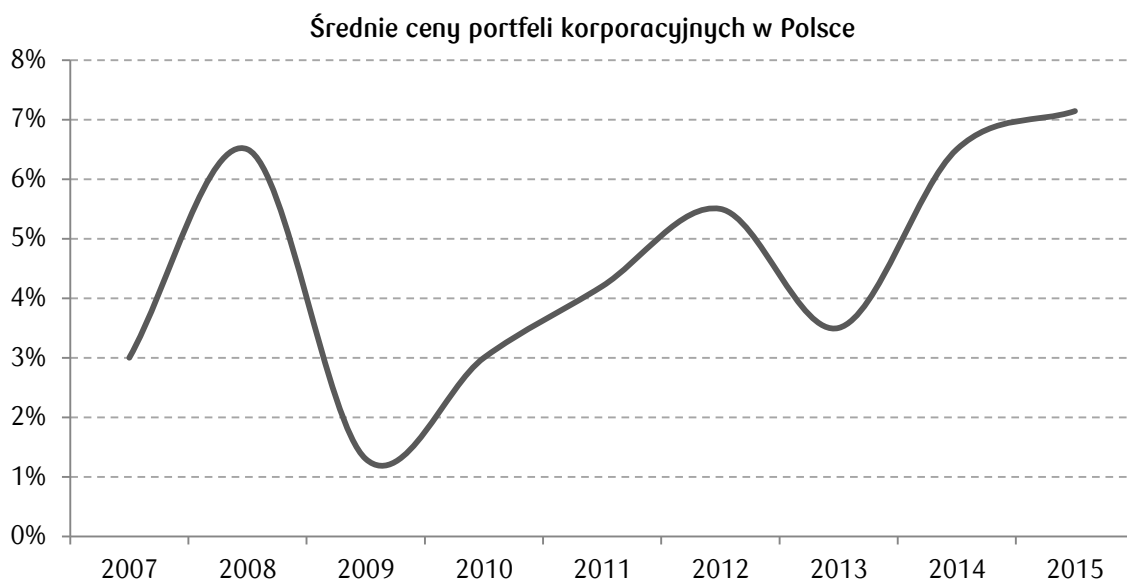
Źródło: DM PKO BP, NBP

Kredyty korporacyjne

Rynek sprzedaży kredytów korporacyjnych w Polsce jest zdecydowanie mniejszy i w ostatnich latach utrzymuje się na w miarę stabilnym poziomie. W ostatnich latach średnia podaż kredytów korporacyjnych ze strony banków wynosiła ok. 2 mld PLN (wartości nominalne). Z uwagi na swoją specyfikę ceny portfeli korporacyjnych są zdecydowanie niższe, niż te osiągnięte na rynku detalicznym i wynoszą ok. 5-7%

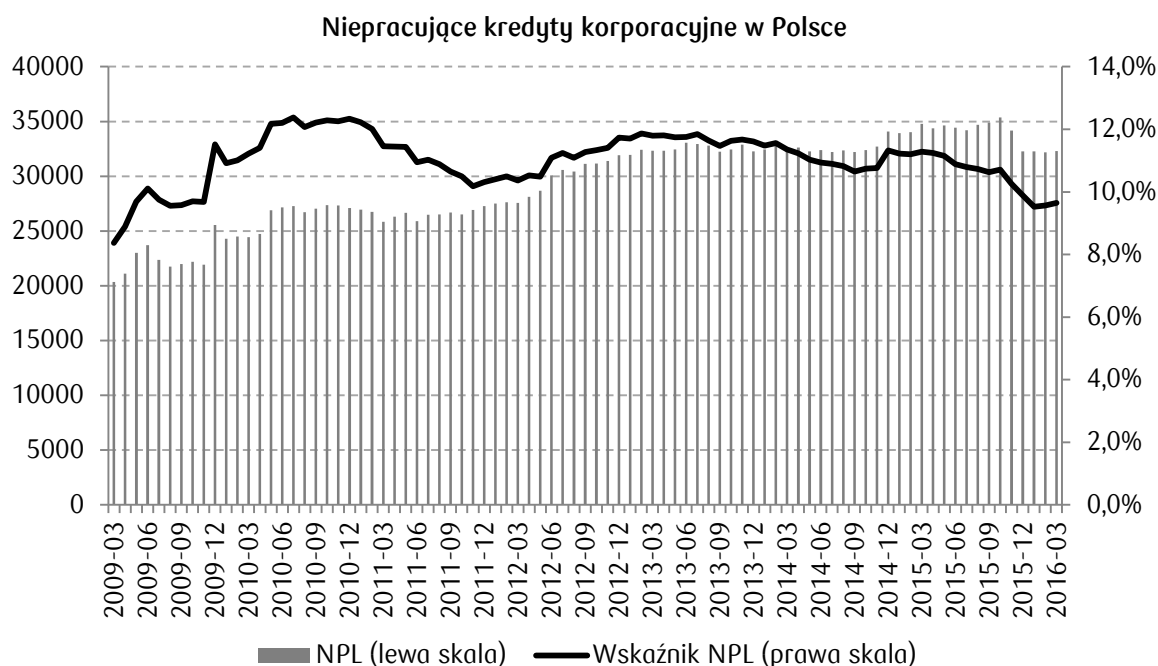


Źródło: DM PKO BP, Kruk



Źródło: DM PKO BP, Kruk

W naszej ocenie rynek sprzedaży portfeli korporacyjnych przez banki nie będzie wykazywał istotnie wysokiej dynamiki wzrostu. Procesy w segmencie korporacyjnym, wymagają często indywidualnego podejścia, co utrudnia wycenę oraz serwisowanie portfela.



Źródło: DM PKO BP, NBP

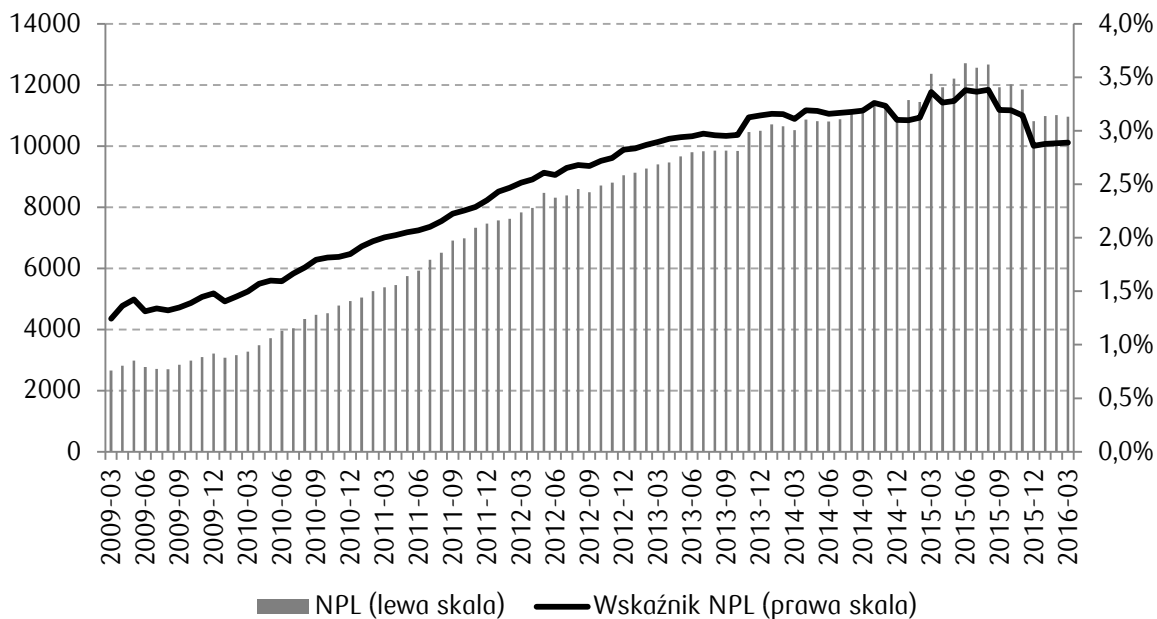
Kredyty hipoteczne

Sprzedaż przez banki (na większą skalę) portfeli kredytów hipotecznych jest w Polsce zjawiskiem stosunkowo nowym. Kruk dokonał dwóch dużych zakupów portfeli kredytów hipotecznych:

1. Portfel od **Getin Noble Banku** – ponad 1800 spraw o wartości nominalnej 710 mln PLN; cena na poziomie 230 mln PLN (32% nominału).
2. Portfel od **BZ WBK** – ponad 1100 spraw o wartości nominalnej 443 mln PLN; cena na poziomie 70 mln PLN (16% nominału).

W średnim terminie uważamy, że ze względu na swoją wielkość (11 mld PLN), rynek sprzedaży portfeli hipotecznych ma istotny potencjał. W krótkim terminie, nie spodziewamy się jednak dużej liczby transakcji, m.in. ze względu na niepewność dotycząca ostatecznego kształtu ustawy frankowej.

Niepracujące kredyty hipoteczne w Polsce

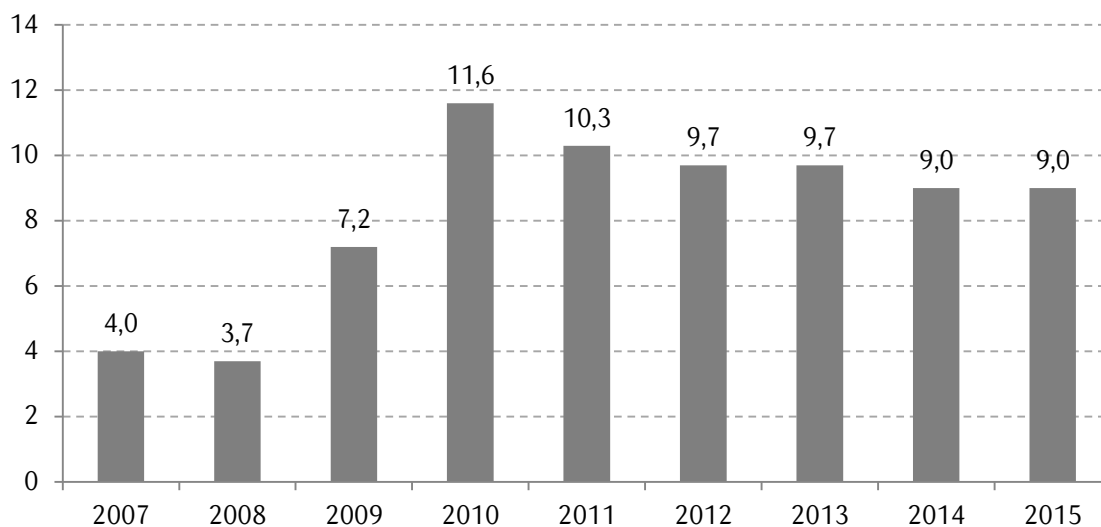


Źródło: DM PKO BP, NBP

Inkaso

Rynek inkaso jest stosunkowo dobrze rozwinięty w Polsce. Wzrost tego rynku był widoczny w latach 2007-2010 (z 4 mld PLN do niemal 12 mld PLN). Z kolei w ostatnich latach można zaobserwować stabilizację na poziomie ok. 9-10 mld PLN.

Rynek inkaso w Polsce (mld PLN)



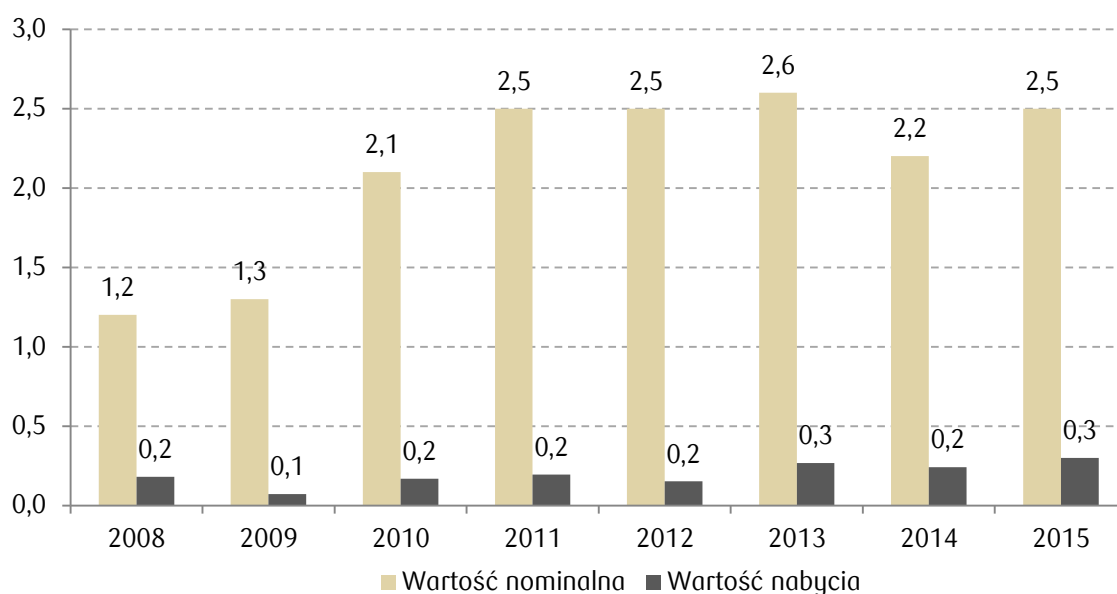
Źródło: DM PKO BP, Kruk

Rumunia

Drugim najważniejszym rynkiem Kruka jest Rumunia (42% przychodów w 2015 roku). Podobnie jak na rynku polskim, banki w Rumunii sprzedają kredyty konsumpcyjne, hipoteczne i korporacyjne oraz korzystają z usług inkaso.

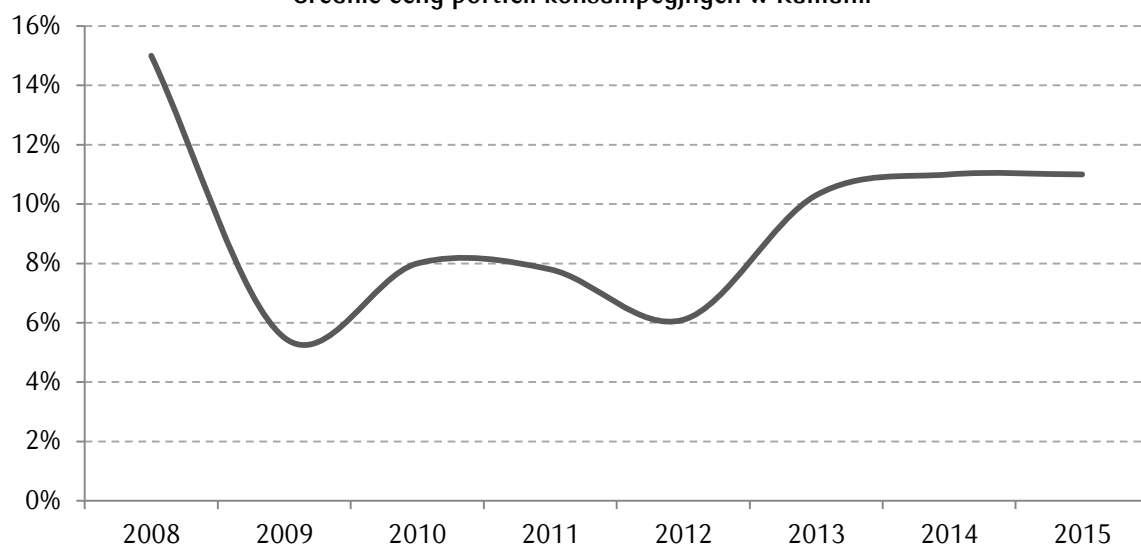
Pod względem nominalnej wartości sprzedawanych portfeli kredytów konsumpcyjnych, rynek rumuński jest ok. 5-6x mniejszy od rynku polskiego. W 2015 banki sprzedały portfele o wartości o 2,5 mld PLN. Ceny na rynku rumuńskim kształtują się na trochę niższym poziomie niż w Polsce i w ostatnich latach wynosiły ok. 11% nominału.

Rynek sprzedaży wierzytelności konsumpcyjnych w Rumunii (mld PLN)



Źródło: DM PKO BP, Kruk

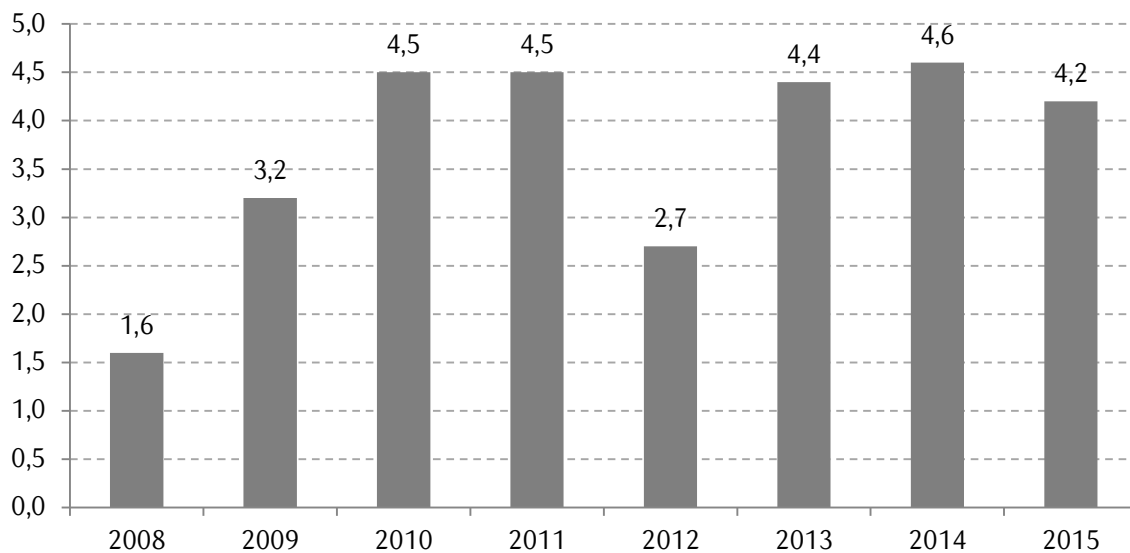
Średnie ceny portfeli konsumpcyjnych w Rumunii



Źródło: DM PKO BP, Kruk

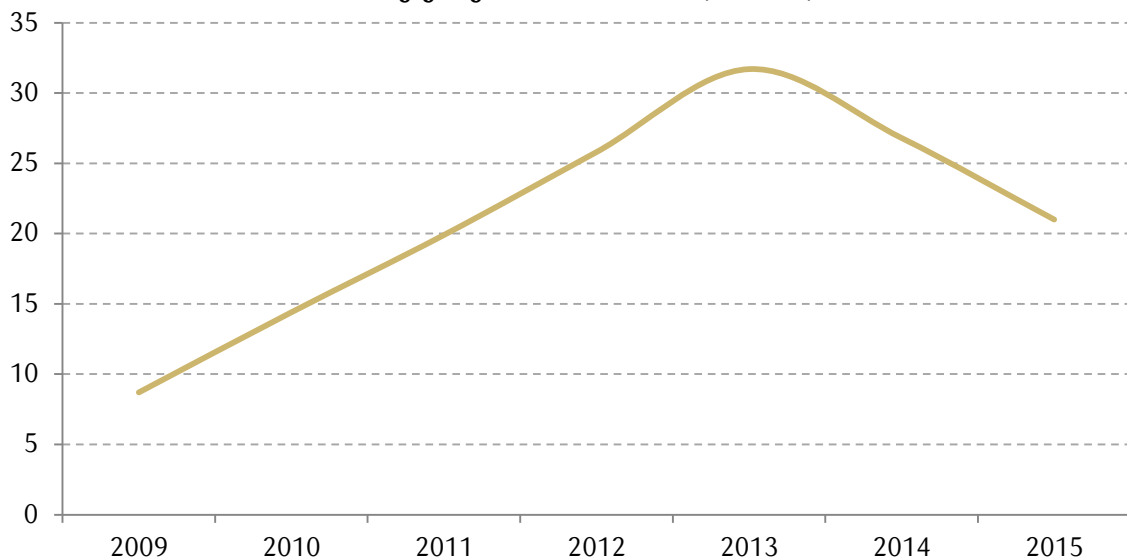
W Rumunii aktywny jest również rynek świadczenia usług inkasa, który w ostatnich latach kształtował się na poziomie 4,2-4,6 mld PLN.

Rynek inkaso w Rumunii (mld PLN)



Źródło: DM PKO BP, Kruk

Kredyty zagrożone w Rumunii (mld PLN)

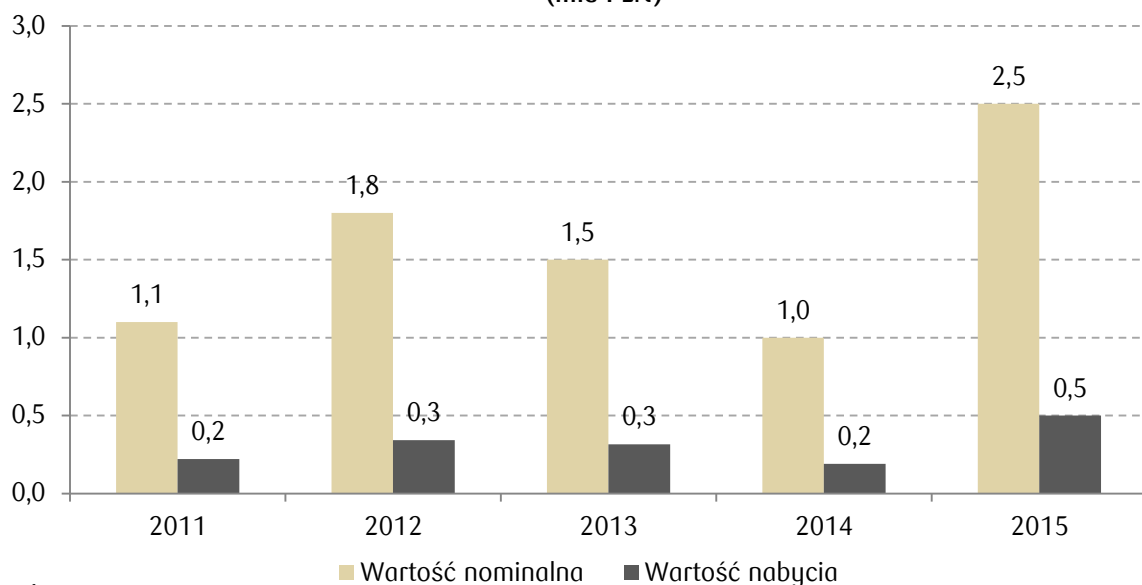


Źródło: DM PKO BP, Kruk

Czechy i Słowacja

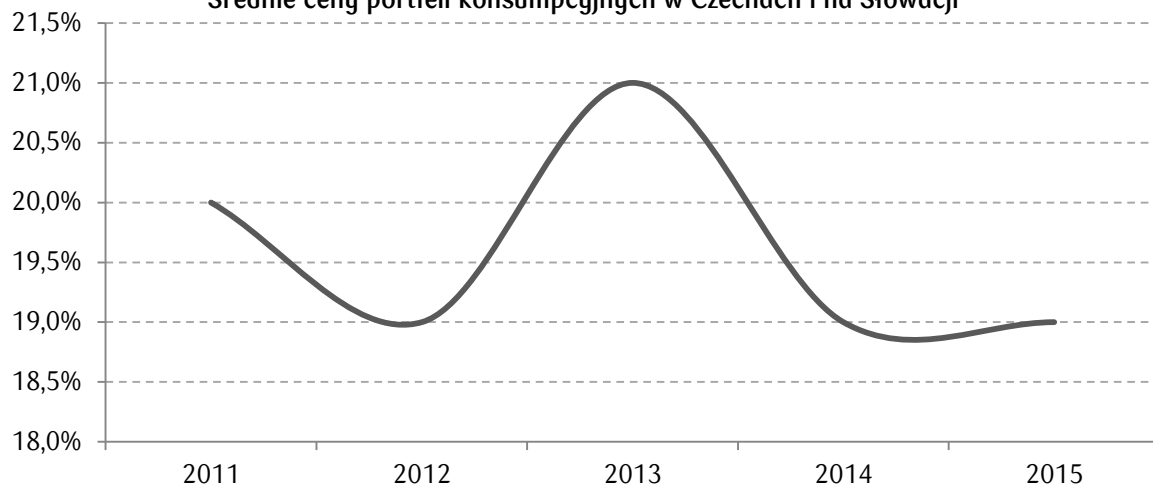
Rynek nabywania wierzytelności w Czechach i na Słowacji jest najmniejszym spośród „starych” rynków Kruka. W ostatnich latach wartość nominalna portfeli konsumpcyjnych wahała się w przedziale 1,0-2,5 mld PLN. Średnie ceny kształtują się na poziomie 19-21% nominału.

Rynek sprzedaży wierzytelności konsumpcyjnych w Czechach i na Słowacji (mld PLN)



Źródło: DM PKO BP, Kruk

Średnie ceny portfeli konsumpcyjnych w Czechach i na Słowacji

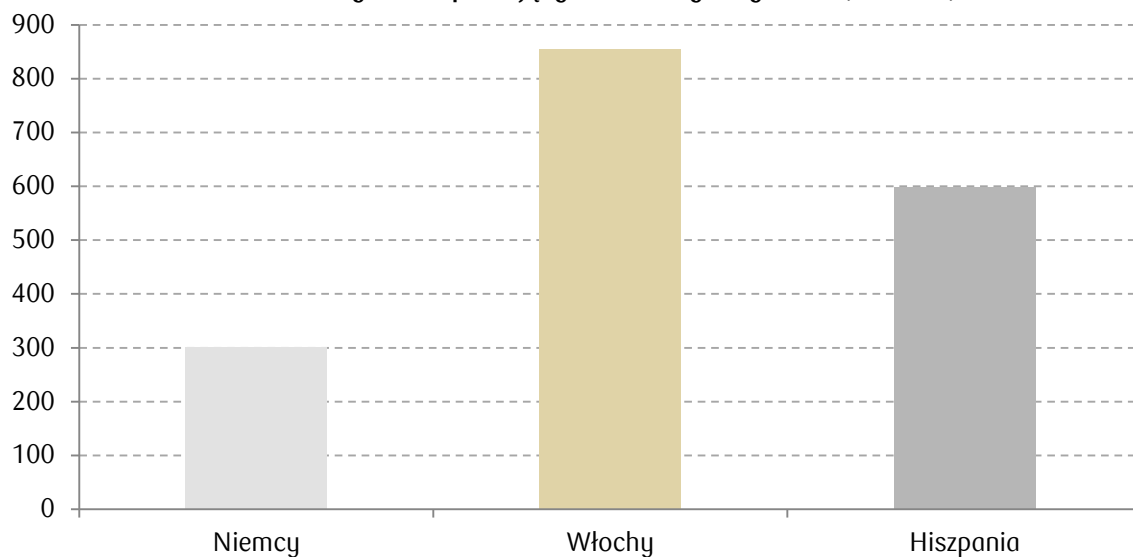


Źródło: DM PKO BP, Kruk

Nowe rynki są kilkakrotnie większe od rynku polskiego

Pod względem stanu bankowych wierzytelności nieregularnych, nowe rynki (Niemcy, Włochy, Hiszpania), są znacząco większe niż rynki, na których Kruk operował do tej pory. Szacunki wskazują na poziom ok. 300 mld PLN kredytów nieregularnych w Niemczech, ok. 850 mld PLN we Włoszech oraz ok. 600 mld PLN w Hiszpanii.

Poziom kredytów niepracujących na nowych rynkach (mld PLN)

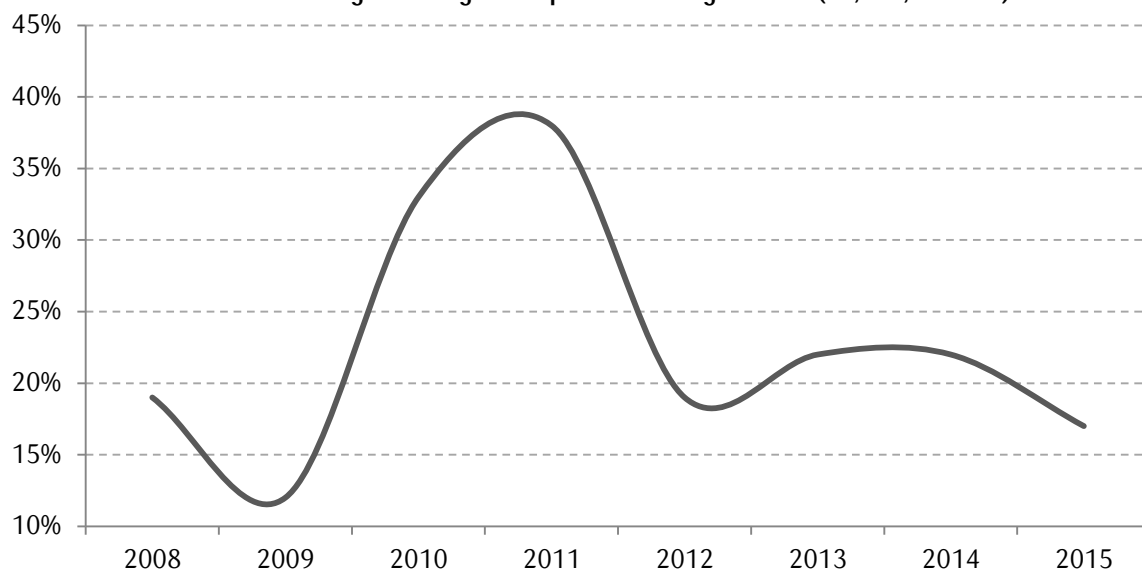


Źródło: DM PKO BP, Kruk

Udziały rynkowe Kruka

Kruk jest liderem na rynku zarządzania wierzytelnościami w regionie Europy Środkowo-Wschodniej. W ostatnich 5-latach udział Kruka w nabywaniu portfeli na własny bilans (mierzony wartością nominalną portfeli) w Polsce, Rumuni, Czechach i na Słowacji wynosił średnio 24%.

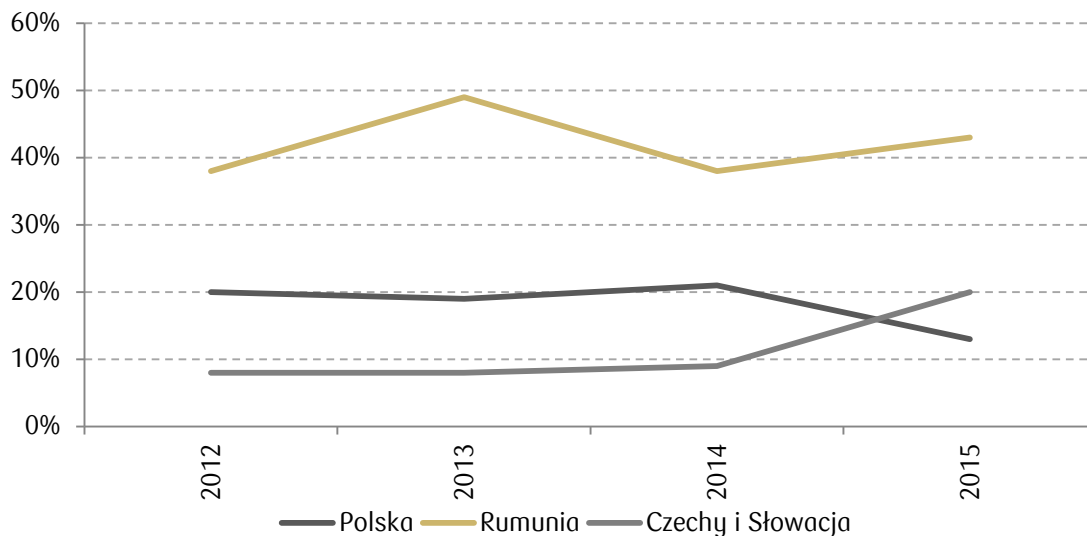
Udział Kruka w rynku nabywania portfeli wierzytelności (PL, RO, CZ i SK)



Źródło: DM PKO BP, Kruk



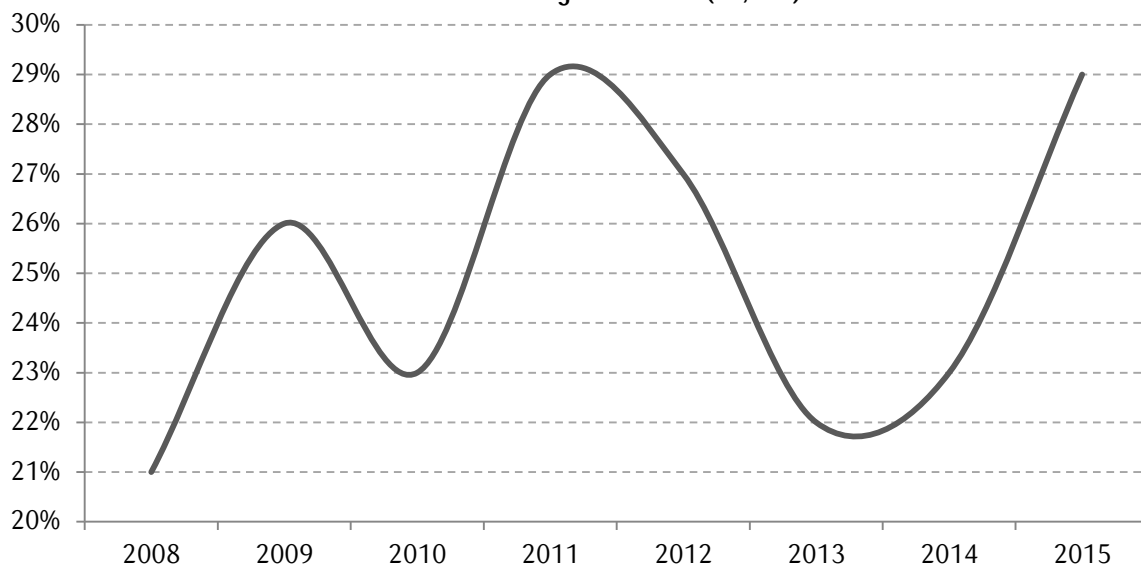
Udział Kruka w poszczególnych krajach



Źródło: DM PKO BP, Kruk

Kruk jest również liderem w segmencie serwisowania portfeli dla stron trzecich z udziałem rynkowym w Polsce i Rumuni na poziomie 29%.

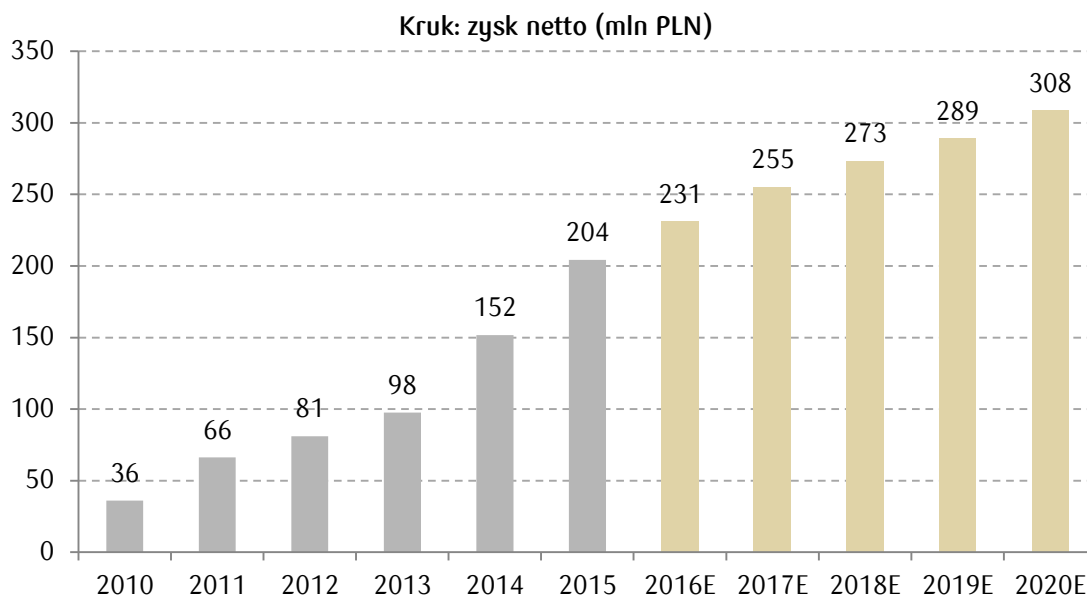
Udział Kruka w rynku inkasa (PL, RO)



Źródło: DM PKO BP, Kruk

Prognozy finansowe

W naszych prognozach finansowych na lata 2016-2020 zakładamy średnioroczny wzrost wyniku netto na poziomie 9%. Głównym motorem wzrostu wyników Kruka powinny być nowe inwestycje w portfele wierzytelności na obecnych i nowych rynkach.



Źródło: DM PKO BP, Kruk

Nasze prognozy zysku netto na lata 2016-2018, są powyżej oczekiwań rynkowych średnio o 6%.

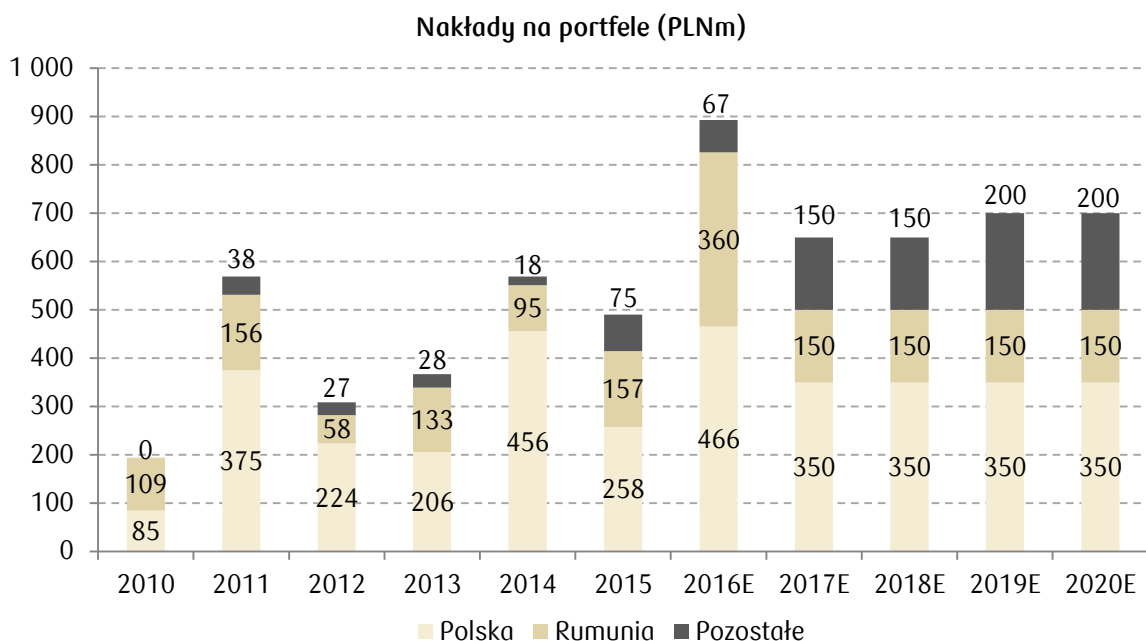
Prognozy zysku netto DM PKO BP na tle konsensusu			
mln PLN	2016	2017	2018
DM PKO BP	231	255	273
Konsensus	226	248	245
Różnica	2%	3%	12%

Źródło: DM PKO BP, Bloomberg

Wysokie nakłady na portfel, ale przy niższych zwrotach

Zakładamy, że w 2016 spółka wyda na portfele prawie 900 mln PLN, z czego prawie połowa już została sfinalizowana. Rekordowe nakłady w 2016 będą, w dużej mierze, zasługą nabycia dwóch bardzo dużych portfeli: portfela PRESCO oraz zakupionego wspólnie z IFC portfela w Rumunii (oba po ok. 0,2 mld PLN).

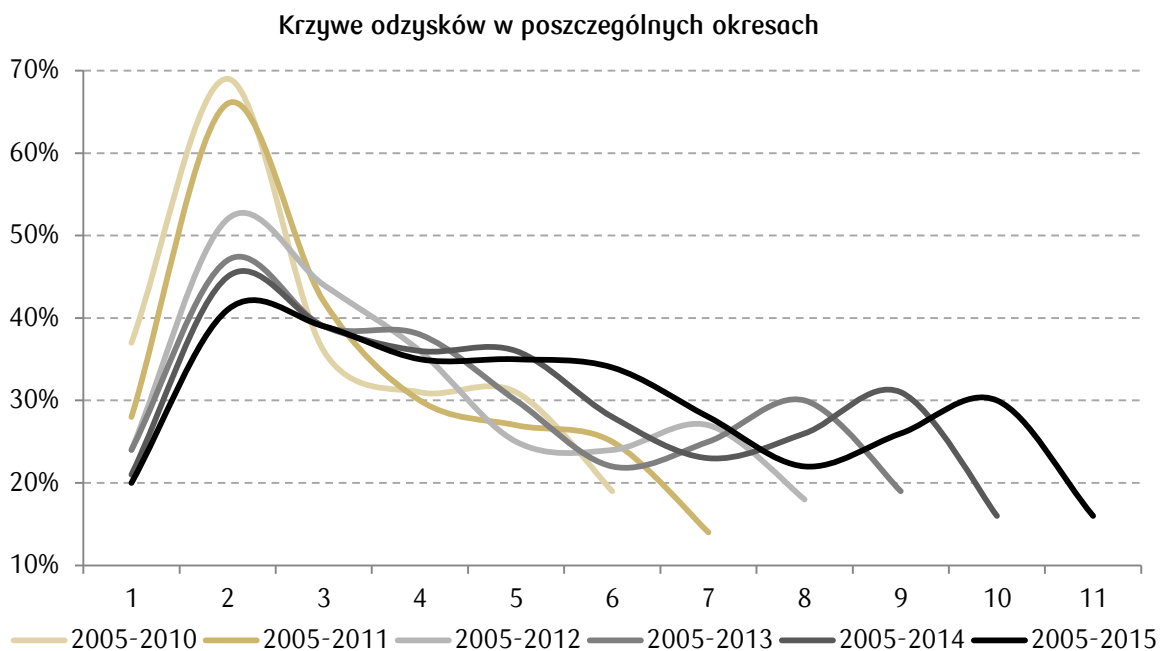
Zakładamy, że w kolejnych latach, głównie dzięki inwestycjom na nowych rynkach (Niemcy, Włochy, Hiszpania), nakłady Kruka będą kształtować się w okolicach 600-700 mln PLN rocznie, wobec ok. 400-500 mln PLN w ostatnich latach.



Źródło: DM PKO BP, Kruk

Równocześnie zakładamy, że oczekiwane zwroty na nowych inwestycjach będą się normalizować, tj. będą niższe od historycznie raportowanych.

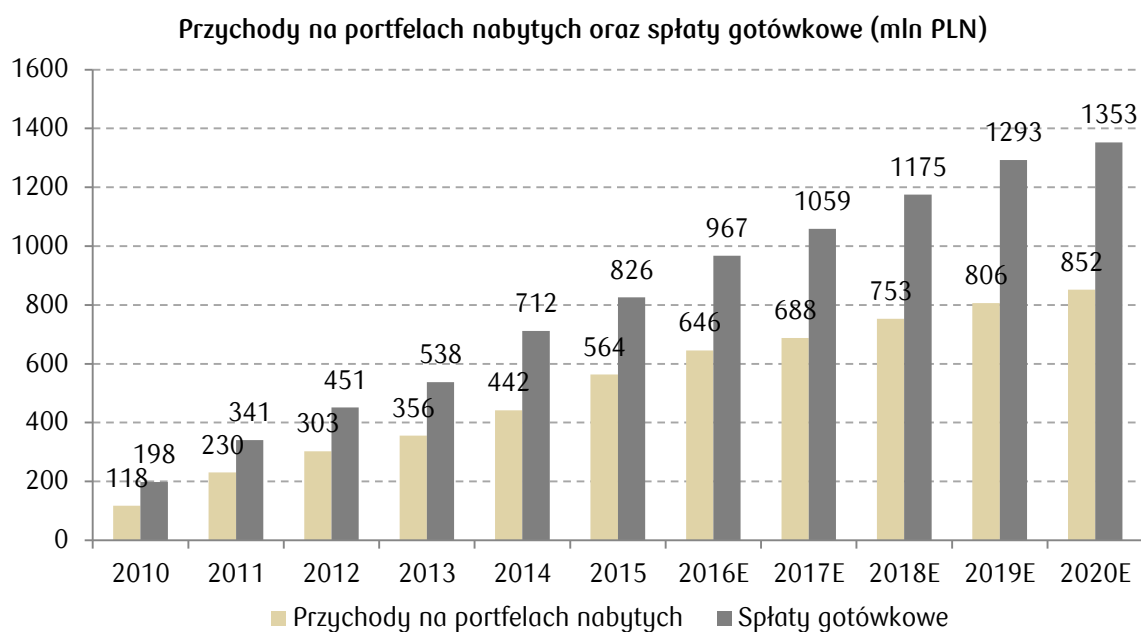
Średni IRR na inwestycjach Kruka w latach 2005-2015 wyniósł 39%, podczas gdy spłaty gotówkowe stanowiły 325% zainwestowanej kwoty.



Źródło: DM PKO BP, Kruk

W naszych prognozach zakładamy, że nowe inwestycje powinny cechować się niższą rentownością z uwagi na większą konkurencję oraz inwestycje na nowych rynkach. Przyjmujemy, że spłaty gotówkowe na nowych inwestycyjnych wyniosą średnio 250%, przy IRR'ach poniżej 30%

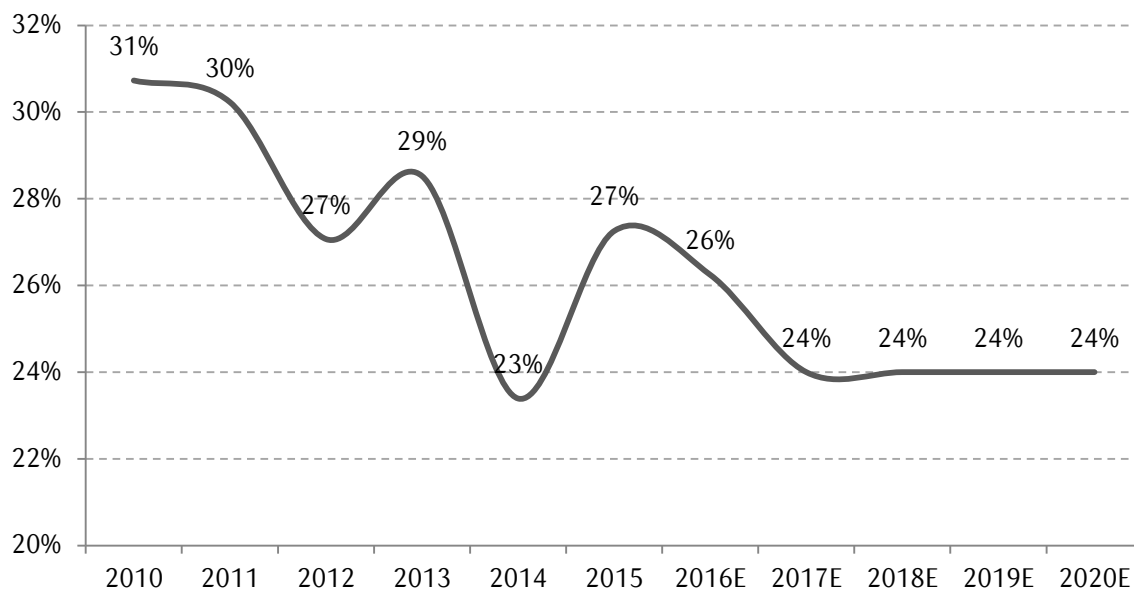
Nowe inwestycje przełożą się na dynamiczny wzrost przychodów w segmencie nabywania portfeli wierzytelności w nadchodzących latach. W latach 2015-2020 zakładamy średnioroczny wzrost przychodów segmentu o 9%. Zbliżonej dynamiki (10% średniorocznie) oczekujemy również wobec spłat gotówkowych.



Źródło: DM PKO BP, Kruk

Równocześnie oczekujemy poprawy relacji kosztów bezpośrednich do spłat. W 2016 poziom ten ciągle powinien być na podwyższonym poziomie (podobnie jak w 2015) m.in. z uwagi na przejęcie portfela P.R.E.S.C.O. i skierowanie dużej liczby spraw do sądów.

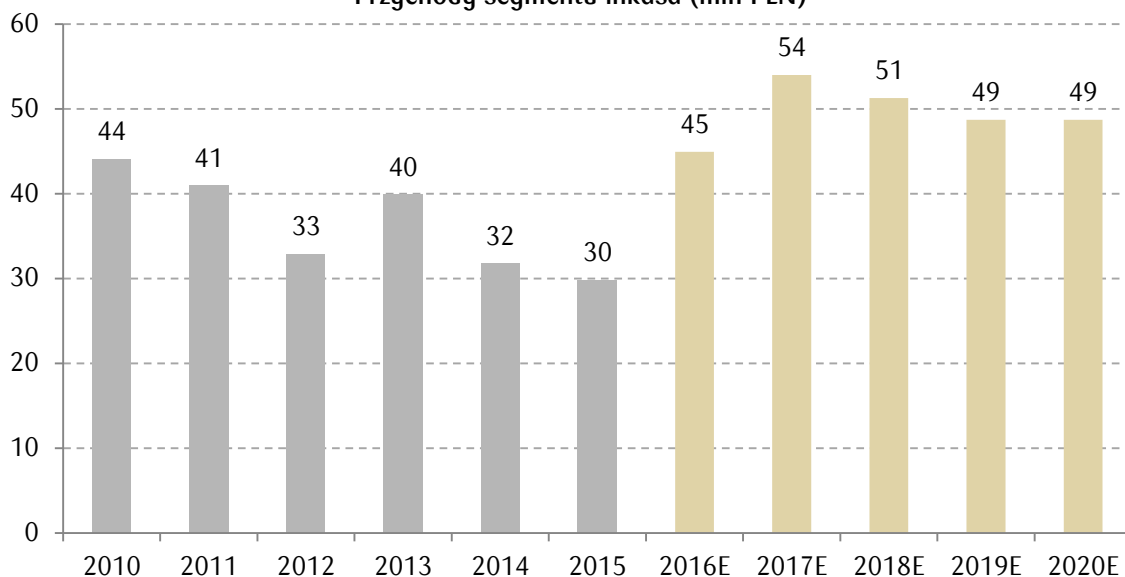
Koszty bezpośrednie jako % spłat



Źródło: DM PKO BP, Kruk

W segmencie inkasa zakładamy, że transakcja nabycia portfela w Rumunii wspólnie z IFC, powinna wesprzeć przychody w tym segmencie (część inwestycji przypadająca na IFC będzie serwisowana przez Kruka). Równocześnie zakładamy, że marże w tym segmencie pozostaną pod presją.

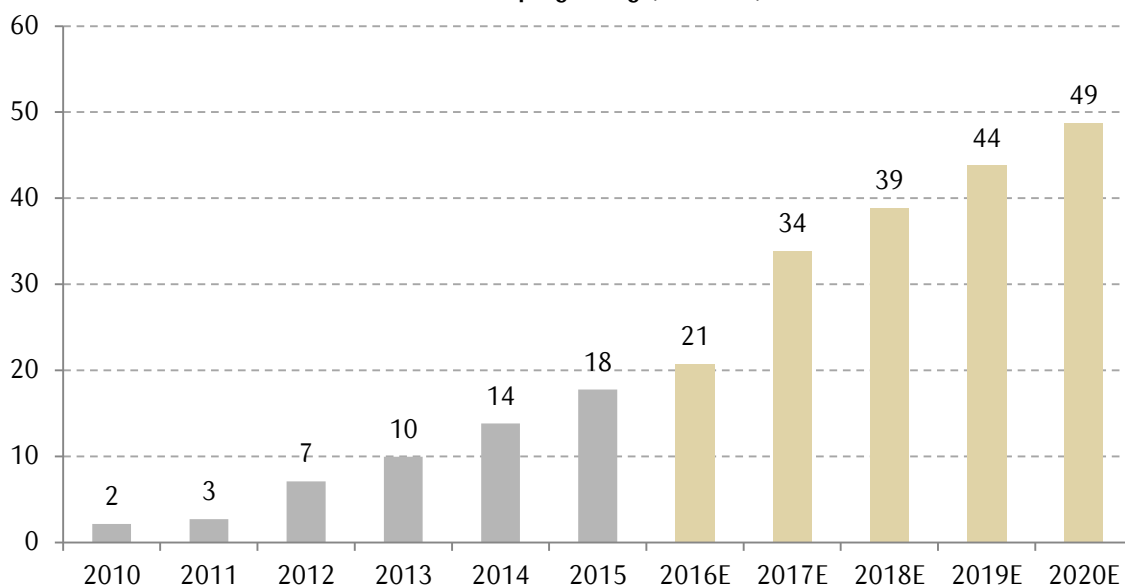
Przychody segmentu inkasa (mln PLN)



Źródło: DM PKO BP, Kruk

W odniesieniu do pozostałych przychodów spodziewamy się dynamicznego wzrostu, głównie dzięki działalności pożyczkowej Novum.

Pozostałe przychody (mln PLN)

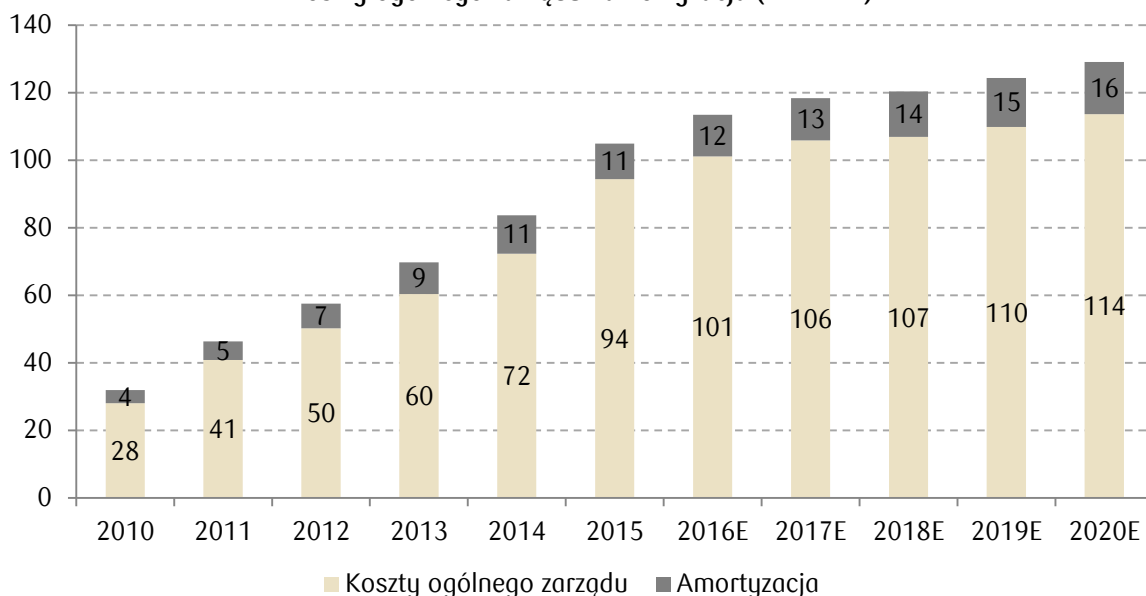


Źródło: DM PKO BP, Kruk

Koszty ogólnego zarządu szansą na dźwignię operacyjną

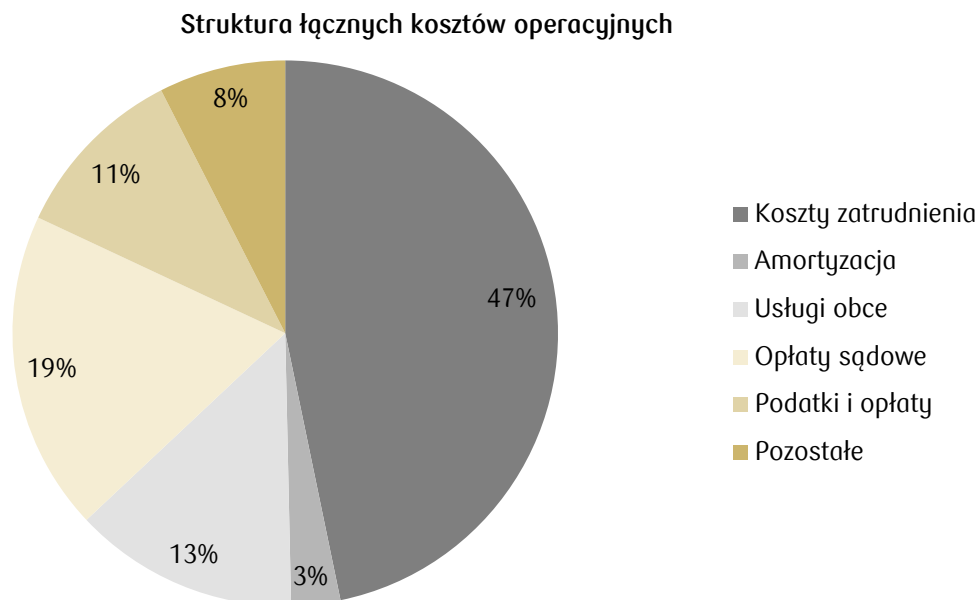
Widzimy potencjał po stronie dźwigni operacyjnej. Zakładamy, że koszty ogólnego zarządu i amortyzacja będą rosły w średnim terminie (z uwagi na ekspansję geograficzną) o średnio 4% rocznie, będzie to jednak wolniejsze tempo niż wzrost marży pośredniej.

Koszty ogólnego zarządu i amortyzacja (mln PLN)



Źródło: DM PKO BP, Kruk

W strukturze łącznych kosztów operacyjnych (zarówno bezpośrednich jak i pośrednich) dominującą pozycję stanowią koszty pracownicze (47%). Według stanu na koniec 2015 Kruk zatrudniał 2635 pracowników (z czego 1949 w Polsce i 686 zagranicą). Kolejnymi najważniejszymi pozycjami kosztowymi są: a) opłaty sądowe (19%), b) usługi obce (13%), oraz c) podatki i opłaty (11%).



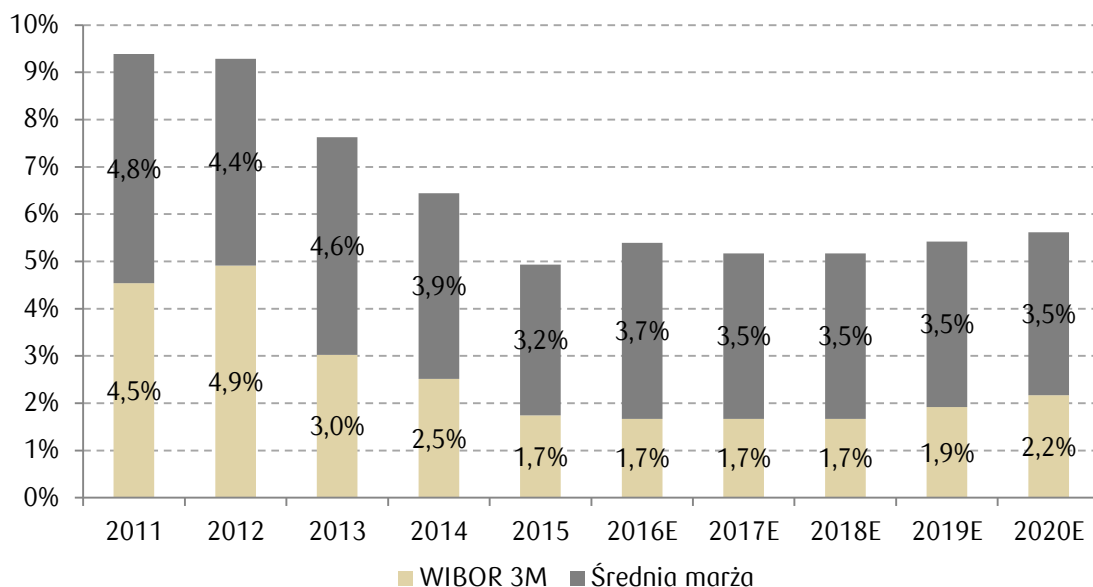
Źródło: DM PKO BP, Kruk

Koszty finansowania i dźwignia finansowa

Istotnym elementem wpływającym na wyniki jest koszt, po jakim Kruk jest w stanie pożyczać środki na zakupy portfeli wierzytelności. W ostatnich latach widoczny był pozytywny wpływ spadku stopy referencyjnej (zdecydowana większość finansowania oparta jest na zmiennej stopie), jak i spadku spreadu.

W naszych prognozach zakładamy utrzymanie się stóp na obecnym poziomie do końca 2018 roku. Zakładamy też dalszą poprawę po stronie średniej marży ponad stopę zmienną (zapada starsze i droższe finansowanie).

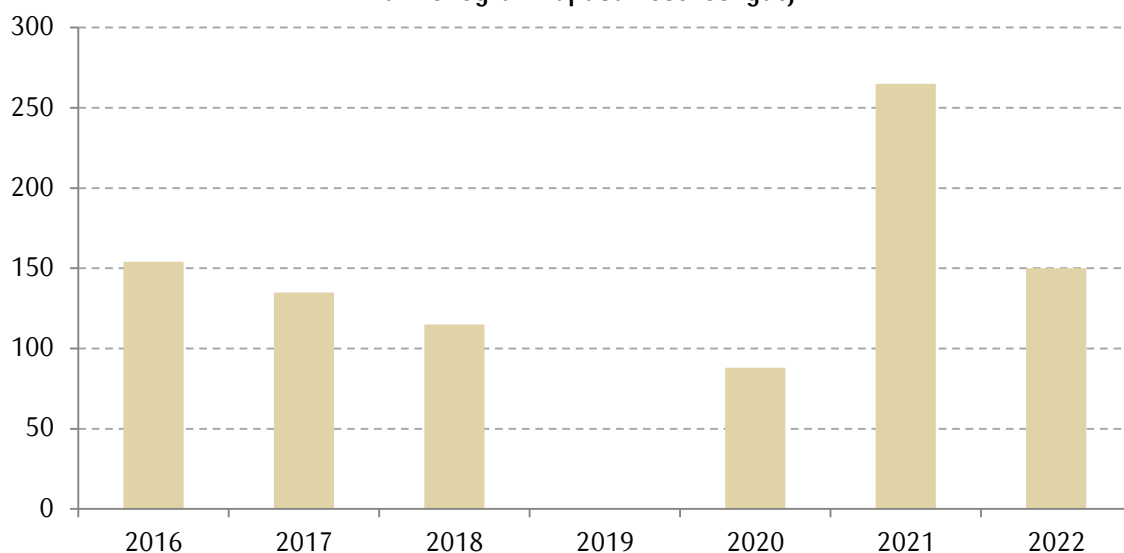
Koszty finansowania



Źródło: DM PKO BP, Kruk

Zadłużanie Kruka (brutto) na koniec 1Q16 wynosiło 852 mln PLN, z czego 70 mln PLN to kredyty bankowe, zaś pozostałą część stanowiły wyemitowane obligacje. Zwracamy uwagę, na niski stopień wykorzystania otwartych linii kredytowych, których limit na koniec 1Q16 wynosił 600 mln PLN. Daje to spółce dużą elastyczność w odniesieniu do przyszłych inwestycji.

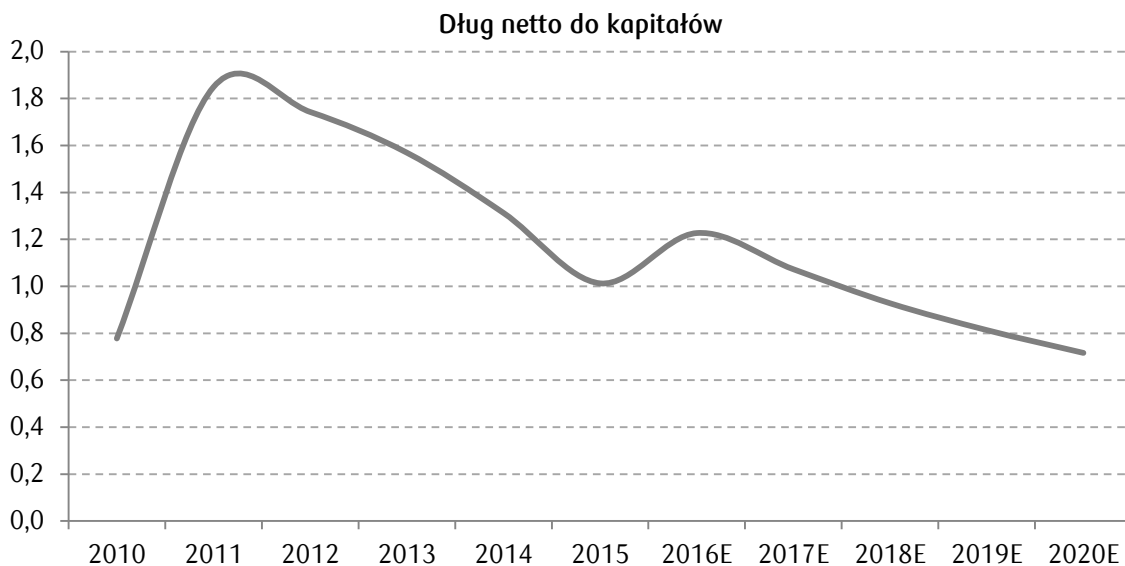
Harmonogram zapadalności obligacji



Źródło: DM PKO BP, Kruk

Relacja długu netto do kapitałów na koniec 1Q16 wyniosła 0,9x i był to najniższy poziom od 2010 roku. Poziom zadłużenia jest też znacząco niższy niż obowiązujące spółkę kowenanty na poziomie 2,5x (na nowych emisjach poziom jest już wyższy i wynosi 3,0x). Bardzo niski poziom zadłużenia w

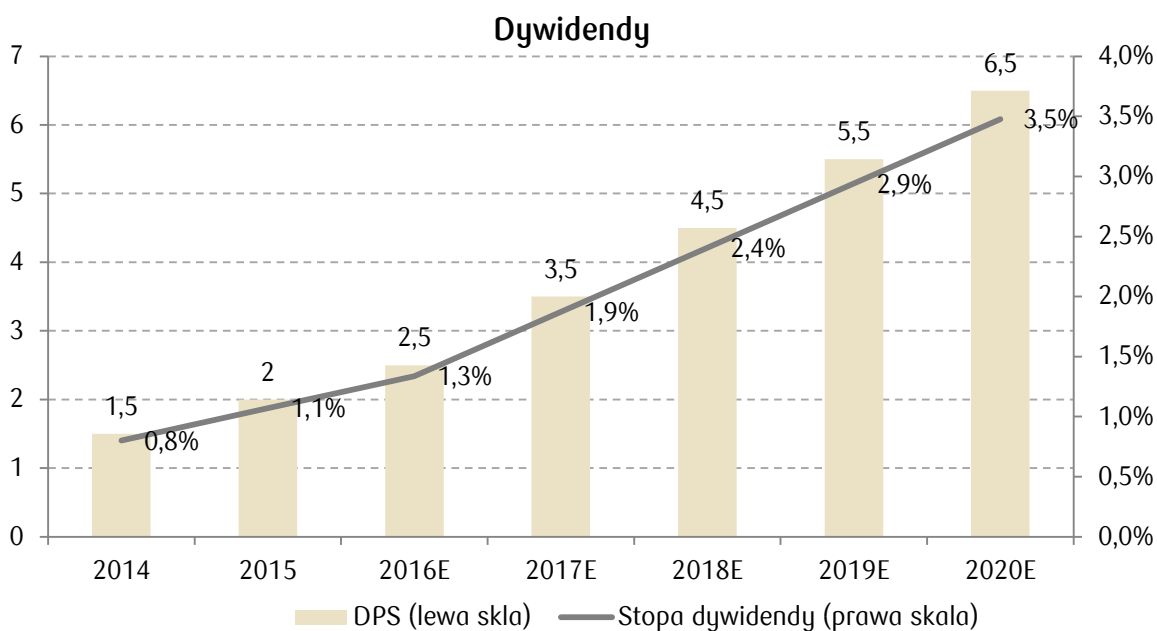
połączeniu z niewykorzystanymi limitami kredytowymi i wypracowaną „marką” na rynku obligacji powinien pozwolić Krukowi na sfinansowanie istotnych inwestycji w najbliższych latach.



Źródło: DM PKO BP, Kruk

Rosnące dywidendy

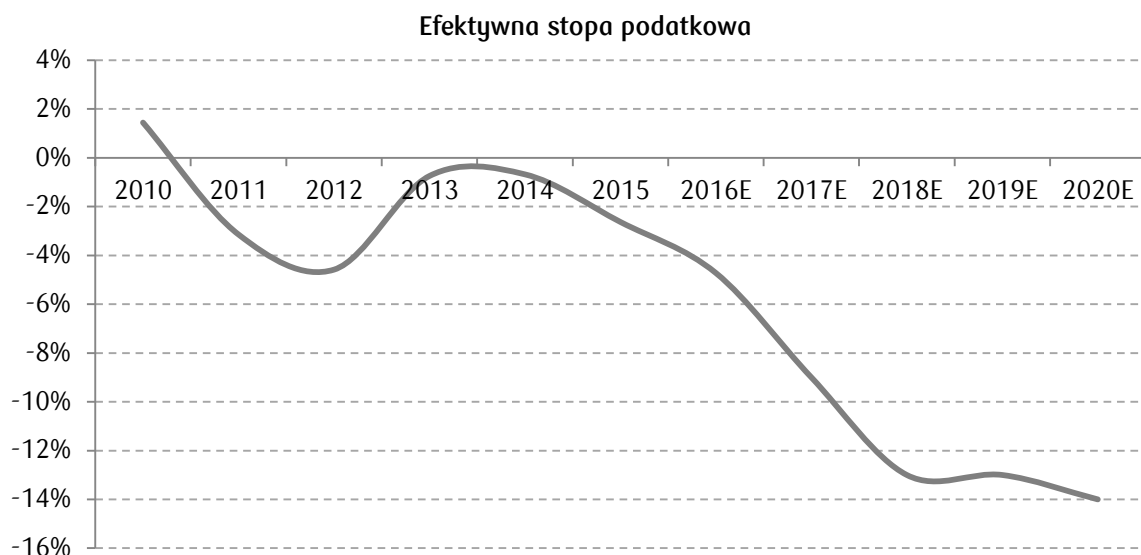
W 2015 Kruk wypłacił pierwszą dywidendę w wysokości 1,5 PLN na akcję (16,8% zysku za 2014 rok). WZA zdecydowało również o wypłacie dywidendy za 2015 w wysokości 2,0 PLN na akcję, co implikuje stopę dywidendy na poziomie 1,1%. W naszych prognozach zakładamy, że wypłacane dywidendy będą rosły w kolejnych latach, z uwagi na silny bilans i rosnące wyniki finansowe.



Źródło: DM PKO BP, Kruk

Stopa podatkowa będzie rosła

Średnia efektywna stopa podatku dochodowego w latach 2011-2015 wyniosła jedynie 2%. Zakładamy, że w kolejnych latach efektywna stopa podatkowa będzie wzrastać: zakładamy 5% w 2016, 9% w 2017 i 13% w 2018.



Źródło: DM PKO BP, Kruk

Ryzyka

- **Sytuacja makroekonomiczna** – ogólna sytuacja makroekonomiczna ma istotny wpływ na działalność biznesową Kruka. Z jednej strony silne makro w regionie powinno wspierać poziom uzyskiwanych odzysków, z drugiej jednak, w obliczu pozytywnych trendów kształtowania się jakości portfeli, banki mogą być mniej skłonne do sprzedawania kredytów niepracujących.
- **Konkurencja** – wysoka rentowność biznesu windykacyjnego, może zachęcać innych graczy do silniejszej konkurencji na rynkach, na których operuje Kruk. O ile, dzięki pozycji lidera, Kruk może liczyć na lepszą rentowność, niemniej jednak większy popyt na sprzedawane portfele, może podnieść ceny, co pogorszy oczekiwane zwroty.
- **Niższe odzyski na nowych rynkach** – wejście na nowe i mniej znane rynki, może spowodować, że rzeczywiste spłaty na portfelach będą niższe od oczekiwanych.
- **Ryzyka regulacyjne** – sektor zarządzania wierzytelnościami i windykacji podlega licznym regulacjom prawnym. Zmiany legislacyjne w tym zakresie mogą negatywnie wpłynąć na dochodowość biznesu Kruka.
- **Efektywna stopa podatkowa** – struktura Grupy sprawia, że efektywna stopa podatkowa Kruka jest na niskim poziomie. Zmiany prawne w tym zakresie mogą negatywnie wpłynąć na nasze prognozy.
- **Stopy procentowe** – Kruk finansuje się głównie w oparciu o zmienne stopy procentowe. Szybsze od oczekiwań podwyżki stóp procentowych sprawiłyby, że koszty finansowania Kruka poszłyby w górę. Szacujemy, że stopy wyższe o 100pb. podwyższyłyby koszty finansowania Kruka w 2017 o ok. 13 mln PLN.

Ostatnie wydarzenia

1. Nabycie portfela od Grupy P.R.E.S.C.O.

- W 2Q16 Kruk sfinalizował zakup portfela na rynku polskim od Grupy P.R.E.S.C.O.
- Ostateczna cena, uwzględniająca korekty za przejęcie portfela wyniosła 194 mln PLN.
- Portfel obejmuje 2 mln spraw o wartości nominalnej 2,7 mld PLN

2. Wspólna inwestycja z IFC w Rumunii

- W maju 2016, Kruk podpisał umowę nabycia od Eurobanku portfela wierzytelności w Rumunii. Inwestycja jest realizowana wspólnie z International Finance Corporation (podmiot z grupy Banku Światowego)
- Wartość nominalna portfela wynosi 597 mln EUR (ok. 2,6 mld PLN)
- Portfel obejmuje niezabezpieczone kredyty konsumenckie
- Nakłady Kruka wyniosą 46 mln EUR (ok. 200 mln PLN)
- Zakładamy, że udział Kruka w inwestycji wynosi ok. 2/3 (zakładamy cenę na poziomie 11,5% nominału)
- Część portfela nabywana przez IFC będzie serwisowana przez Kruka, co przełoży się pozytywnie na przychody z tytułu inkaso.

3. Nabycie pierwszego portfela w Hiszpanii

- W kwietniu 2016 Kruk wygrał swój pierwszy przetarg na rynku hiszpańskim
- Nieduży portfel o wartości nominalnej 13 mln PLN
- Niezabezpieczone wierzytelności konsumenckie, nabywane są od BIGBANK AS Consumer Finance

Wycena

Naszą cenę docelową opieramy na wycenie modelem DCF. 12-miesięczną cenę docelową ustalamy na poziomie 211 PLN na akcję.

Model DCF

Model DCF jest złożony z dwóch faz. W pierwszej szczegółowo prognozujemy wolne przepływy pieniężne w latach 2016-2020P. W drugiej fazie (po 2020) zakładamy stałą stopę wzrostu na poziomie 2,5% rocznie.

Model DCF							
młn PLN	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2020P<
EBIT	251,4	300,0	348,4	385,3	407,7	437,2	321,3
Stopa podatkowa	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
NOPLAT	203,6	243,0	282,2	312,1	330,3	354,1	260,2
CAPEX	-8,3	-12,2	-12,5	-13,5	-14,5	-15,5	-16,0
Amortyzacja	10,5	12,2	12,5	13,5	14,5	15,5	16,0
Zmiany w kapitale obrotowym	15,3	-32,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nabycia portfeli	-489,3	-893,0	-650,0	-650,0	-700,0	-700,0	-700,0
Amortyzacja portfeli	257,7	321,3	371,1	421,5	486,6	500,4	700,0
FCF	-10,52	-361,12	3,29	83,60	116,81	154,47	260,23
WACC	6,1%	6,3%	6,3%	6,5%	6,7%	6,9%	
Współczynnik dyskonta	0,00	0,94	0,89	0,83	0,78	0,73	
DFCF	0,0	-339,9	2,9	69,5	91,1	112,6	
Wzrost w fazie II	2,5%						
Suma DFCF - Faza I	-63,7						
Suma DFCF - Faza II	4 163,3						
Wartość Firmy (EV)	4 099,6						
Dług netto	794,3						
Wartość godziwa	3 305,3						
Liczba akcji (młn szt.)	17,6						
Wartość godziwa na akcję na 31.12.2015	187,8						
Cena docelowa za 12 miesięcy (PLN)	211,00						
Cena bieżąca	187,0						
Dywidenda	0,0						
Oczekiwana stopa zwrotu	12,8%						

Źródło: prognozy DM PKO BP

WACC							
	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2020P<
Stopa wolna od ryzyka	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%
Premia rynkowa	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Premia za ryzyko długu	1,7%	2,2%	2,0%	2,0%	2,2%	2,4%	2,6%
Stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Koszt kapitału własnego	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%
Koszt długu	4,0%	4,4%	4,2%	4,2%	4,4%	4,6%	4,7%
Waga kapitału własnego	45,6%	43,5%	46,8%	50,3%	53,5%	56,5%	58,8%
Waga długu	54,4%	56,5%	53,2%	49,7%	46,5%	43,5%	41,2%
WACC	6,1%	6,3%	6,3%	6,5%	6,7%	6,9%	7,1%

Źródło: prognozy DM PKO BP

Analiza wrażliwości						
		Wzrost (g)				
		1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%
WACC	6,2%	211	243	283	336	408
	6,7%	185	211	243	283	336
	7,2%	164	185	211	243	283
	7,7%	146	164	185	211	243
	8,2%	131	146	164	185	211

Źródło: DM PKO BP



Wycena porównawcza

Bazując na naszych prognozach Kruk jest obecnie wyceniany przy wskaźniku P/E 14,3x na 2016, 12,9x na 2017 i 12,0x na 2018, tj. z premią 15-26% wobec grupy porównywalnych spółek zagranicznych. Analogicznie, w przypadku wskaźnika P/BV premia kształtuje się na poziomie 12-14%.

Metoda porównawcza implikuje wycenę Kruka na poziomie 148-187 PLN na akcję.

Wycena porównawcza

Spółka	Ticker	P/E			P/BV			ROE		Stopy	
		2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	dywidendy	
Intrum Justitia	IJ SS Equity	16,5	15,6	14,7	5,6	4,8	4,1	34,2	33,1	30,1	2,9
PRA Group	PRAA US Equity	8,1	7,0	6,1	1,3	1,1	0,9	15,7	16,8	16,4	-
Arrow Global Group	ARW LN Equity	10,0	8,1	7,1	2,4	1,8	1,5	23,8	27,3	25,5	2,2
Hoist Finance	HOFI SS Equity	15,0	11,9	10,2	2,6	2,1	1,7	17,2	19,4	19,0	0,9
Średnia		12,4	10,7	9,5	3,0	2,4	2,0	22,7	24,2	22,7	2,0
Kruk	KRU PW Equity	14,3	12,9	12,0	3,3	2,7	2,3	26,1	23,3	21,0	1,1
Premia/dyskonto		15%	21%	26%	12%	12%	14%	15%	-3%	-8%	-46%
Implikowana wycena		163	154	148	187	187	187				

Źródło: DM PKO BP, Bloomberg

Prognozy finansowe

Rachunek zysków i strat	2011	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
Przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów	274,0	343,0	405,6	487,9	611,2	711,3	776,0	843,3	898,9
Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów	130,4	148,9	182,8	194,0	253,3	296,5	308,2	336,6	365,8
Zysk brutto ze sprzedaży	143,7	194,1	222,9	293,9	357,9	414,8	467,8	506,7	533,1
Koszty ogólnego zarządu	40,9	50,3	60,4	72,4	94,4	101,2	105,9	106,9	109,9
Zysk z działalności operacyjnej	96,0	136,7	152,9	208,2	251,4	300,0	348,4	385,3	407,7
Saldo działalności finansowej	-27,4	-51,6	-54,5	-55,3	-41,6	-57,5	-68,2	-71,0	-75,5
Zysk przed opodatkowaniem	68,5	85,1	98,5	152,8	209,8	242,6	280,3	314,3	332,3
Podatek dochodowy	-2,2	-3,9	-0,7	-1,0	-5,5	-11,5	-25,2	-40,9	-43,2
Zyski (straty) mniejszości	0,2	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk (strata) netto	66,4	81,2	97,8	151,8	204,3	231,1	255,0	273,4	289,1

Bilans	2011	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
Wartości niematerialne i prawne	7,7	8,7	11,4	12,0	12,8	13,9	13,9	13,9	13,9
Rzeczowe aktywa trwałe	14,3	17,2	20,1	20,3	20,0	19,1	19,1	19,1	19,1
Inwestycje	721,9	880,0	1 063,8	1 380,2	1 620,6	2 204,6	2 489,5	2 724,0	2 943,4
Zapasy	0,5	0,9	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Należności	16,2	17,2	26,8	27,5	35,1	29,0	29,0	29,0	29,0
Pozostałe aktywa krótkoterminowe	3,6	4,8	4,9	5,6	6,3	7,6	7,6	7,6	7,6
Środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	36,2	42,7	35,3	70,5	140,7	69,0	78,0	85,3	92,2
Aktywa razem	800,5	971,4	1 162,8	1 516,6	1 836,1	2 343,8	2 637,6	2 879,5	3 105,8
Kapitał Własny	238,4	317,6	415,6	585,1	784,3	988,1	1 199,1	1 410,9	1 620,7
Kapitały mniejszości	0,2	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania	562,1	653,8	747,3	931,6	1 051,8	1 355,7	1 438,6	1 468,6	1 485,1
Kredyty i pożyczki	477,0	596,4	687,5	838,6	935,0	1 281,3	1 364,3	1 394,3	1 410,8
Zobowiązania z tytułu świadczeń pracowniczych	17,2	18,6	23,2	27,6	29,2	26,0	26,0	26,0	26,0
Zobowiązania handlowe i pozostałe	67,6	38,5	36,3	65,0	87,3	48,1	48,0	48,0	48,0
Pasywa razem	800,5	971,4	1 162,8	1 516,6	1 836,1	2 343,8	2 637,6	2 879,5	3 105,8

Rachunek Przepływów Pieniężnych	2011	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
Przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej	-340,8	-54,5	-37,2	-61,7	41,1	-311,5	50,9	123,8	160,1
Przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej	-7,0	-5,8	-7,5	-7,8	-7,8	-12,2	-12,5	-13,5	-14,5
Przepływy środków pieniężnych z działalności finansowej	363,2	66,8	37,2	104,8	36,9	252,0	-29,5	-102,9	-138,8

Wskaźniki (%)	2011	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
ROE	27,9%	25,6%	23,5%	25,9%	26,0%	23,4%	21,3%	19,4%	17,8%
Dług netto	440,8	553,7	652,2	768,1	794,3	1 212,3	1 286,3	1 309,0	1 318,6

Źródło: prognozy DM PKO BP

KONTAKTY

Biuro Analiz Rynkowych

Artur Iwański	(dyrektor BAR, sektor wydobywczy)	(022) 521 79 31	artur.iwanski@pkobp.pl
Robert Brzoza	(sektor finansowy, strategia)	(022) 521 51 56	robert.brzoza@pkobp.pl
Włodzimierz Giller	(handel, media, telekomunikacja)	(022) 521 79 17	wlodzimierz.giller@pkobp.pl
Monika Kalwasińska	(paliwa, chemia, sektor spożywczy)	(022) 521 79 41	monika.kalwasinska@pkobp.pl
Piotr Łopaciuk	(przemysł, budownictwo, inne)	(022) 521 48 12	piotr.lopaciuk@pkobp.pl
Paweł Małmyga	(analiza techniczna)	(022) 521 65 73	pawel.malmyga@pkobp.pl
Stanisław Ozga	(sektor energetyczny, deweloperski)	(022) 521 79 13	stanislaw.ozga@pkobp.pl
Adrian Skłodowski	(dystrybucja, inne)	(022) 521 87 23	adrian.sklodowski@pkobp.pl
Przemysław Smoliński	(analiza techniczna)	(022) 521 79 10	przemyslaw.smolinski2@pkobp.pl
Jaromir Szortyka	(sektor finansowy)	(022) 580 39 47	jaromir.szortyka@pkobp.pl
Alicja Zaniewska	(analizy rynkowe)	(022) 580 33 68	alicja.zaniewska@pkobp.pl
Małgorzata Żelazko	(telekomunikacja)	(022) 521 52 04	malgorzata.zelazko@pkobp.pl

Biuro Klientów Instytucjonalnych

Wojciech Żelechowski	(director)	(022) 521 79 19	wojciech.zelechowski@pkobp.pl
Michał Sergejev	(sales)	(022) 521 82 14	michal.sergejev@pkobp.pl
Mark Cowley	(sales)	(022) 521 52 46	mark.cowley@pkobp.pl
Krzysztof Kubacki	(head of sales trading)	(022) 521 91 33	krzysztof.kubacki@pkobp.pl
Marcin Borciuch	(sales trader)	(022) 521 82 12	marcin.borciuch@pkobp.pl
Piotr Dedeccus	(sales trader)	(022) 521 91 40	piotr.dedecjus@pkobp.pl
Tomasz Ilczyszyn	(sales trader)	(022) 521 82 10	tomasz.ilczyszyn@pkobp.pl
Igor Szczepaniec	(sales trader)	(022) 521 65 41	igor.szczepaniec@pkobp.pl
Maciej Kałuża	(trader)	(022) 521 91 50	maciej.kaluz@pkobp.pl
Andrzej Sychowski	(trader)	(022) 521 48 93	andrzej.sychowski@pkobp.pl

INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

DOTYCZĄCE CHARAKTERU REKOMENDACJI ORAZ ODPOWIEDZIALNOŚCI ZA JEJ SPORZĄDZENIE, TREŚĆ I UDOSTĘPNIENIE

Niniejsza rekomendacja (dalej: „Rekomendacja”) została opracowana przez Dom Maklerski PKO Banku Polskiego (dalej: „DM PKO BP”), firmę rekomendującą (dalej: Rekomendującą), działającą zgodnie z ustawą z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi oraz rozporządzeniem Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (dalej: Rozporządzenie), wyłącznie na potrzeby klientów DM PKO BP i podlega utajnieniu w okresie siedmiu następujących dni kalendarzowych po dacie udostępnienia.

Rekomendacja adresowana jest do Klientów, którzy zawarli umowę o sporządzanie analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz publikacji w zakresie instrumentów finansowych przez DM PKO BP.

Ileokroć w rekomendacji mowa jest o „Emitencie” należy przez to rozumieć spółkę, do której bezpośrednio lub pośrednio odnosi się rekomendacja. W przypadku, gdy rekomendacja dotyczy kilku spółek, pojęcie „Emitenta” będzie odnosić się do wszystkich tych spółek.

DM PKO BP przysługują prawa autorskie do Rekomendacji. Punkt widzenia wyrażony w rekomendacji odzwierciedla opinię Analityka/Analityków DM PKO BP na temat analizowanej spółki i emitowanych przez spółkę instrumentów finansowych. Opinię zawartą w niniejszej rekomendacji nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez Emitenta. Powielanie bądź publikowanie Rekomendacji w całości lub części bez zgody DM PKO BP jest zabronione.

Rekomendacja została przygotowana z dochowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty i informacje powszechnie uznawane za wiarygodne (w szczególności sprawozdania finansowe i raporty bieżące spółki), jednak DM PKO BP nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania Rekomendacji były informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez DM PKO BP i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. DM PKO BP nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą. DM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej Rekomendacji. DM PKO BP jako podmiot profesjonalny nie uchyla się od odpowiedzialności za produkt niedokładny lub niekompletny lub za szkody poniesione przez Klienta w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie nierzetelnej Rekomendacji. DM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności, jeśli przygotował Rekomendację z należyłą starannością oraz rzetelnością. DM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności za ewentualne wady Rekomendacji w szczególności za niekompletność lub niedokładność, jeżeli wad tych nie można było uniknąć ani przewidzieć w momencie podejmowania standardowych czynności przy sporządzaniu Rekomendacji. DM PKO BP może wydać w przyszłości inne rekomendacje, przedstawiające inne wnioski, niespójne z przedstawionymi w niniejszej Rekomendacji. Takie rekomendacje odzwierciedlają różne założenia, punkty widzenia oraz metody analityczne przyjęte przez przygotowujących je analityków. DM PKO BP informuje, że trafność wcześniejszych rekomendacji nie jest gwarancją ich trafności w przyszłości.

DM PKO BP informuje, iż inwestowanie środków w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. DM PKO BP zwraca uwagę, iż na cenę instrumentów finansowych ma wpływ wiele różnych czynników, które są lub mogą być niezależne od Emitenta i wyników jego działalności. Można do nich zaliczyć m. in. zmieniające się warunki ekonomiczne, prawne, polityczne i podatkowe. Decyzja o zakupie wszelkich instrumentów finansowych powinna być podjęta wyłącznie na podstawie prospektu, oferty lub innych powszechnie dostępnych dokumentów i materiałów opublikowanych zgodnie z obowiązującymi przepisami polskiego prawa.

Niniejsza rekomendacja nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu oraz dokonania transakcji na instrumentach finansowych, ani nie ma na celu nakłaniania do nabycia lub zbycia jakichkolwiek instrumentów finansowych.

Za wyjątkiem wynagrodzenia ze strony DM PKO BP, Analitycy nie otrzymują żadnych innych świadczeń od Emitenta, ani innych osób trzecich za sporządzane rekomendacje.

DM PKO BP informuje, że świadczy usługę maklerską w zakresie sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym, na podstawie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 7 października 2010 r. Jednocześnie DM PKO BP informuje, że przedmiotową usługę maklerską świadczy klientom zgodnie z obowiązującym „Regulaminem świadczenia usługi sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz publikacji w zakresie instrumentów finansowych przez Dom Maklerski PKO Banku Polskiego” (tutaj), jak również umowy o świadczenie usługi w zakresie sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz publikacji przez DM PKO BP. Podmiotem sprawującym nadzór nad DM PKO BP w ramach prowadzonej działalności maklerskiej jest Komisja Nadzoru Finansowego.

Objaśnienie używanej terminologii fachowej

min (max) 52 tyg - minimum (maksimum) kursu rynkowego akcji w okresie ostatnich 52 tygodni

kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej akcji i liczby akcji

EV - suma kapitalizacji i długu netto spółki

free float (%) - udział liczby akcji ogółem pomniejszonej o 5% pakietu akcji znajdujące się w posiadaniu jednego akcjonariusza i akcje własne należące do spółki, w ogólnej liczbie akcji

śr obrót/msc - średni obrót na miesiąc obliczony jako suma wartości obrotu za ostatnie 12 miesięcy podzielona przez 12

ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych
 ROA - stopa zwrotu z aktywów
 EBIT - zysk operacyjny
 EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja
 EPS - zysk netto na 1 akcję
 DPS - dywidenda na 1 akcję
 CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
 P/E - iloraz ceny rynkowej akcji i EPS
 P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji i wartości księgowej jednej akcji
 EV/EBITDA - iloraz kapitalizacji powiększonej o dług netto spółki oraz EBITDA
 marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów netto ze sprzedaży
 marża EBITDA - relacja sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży
 marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży
 rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży

Stosowane metody wyceny

Rekomendacja DM PKO BP opiera się na co najmniej dwóch z czterech metod wyceny: DCF (model zdyskontowanych przepływów pieniężnych), metoda wskaźnikowa (porównanie wartości podstawowych wskaźników rynkowych z podobnymi wskaźnikami dla innych firm reprezentujących dany sektor), metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP) oraz model zdyskontowanych dywidend. Wadą metody DCF oraz modelu zdyskontowanych dywidend jest duża wrażliwość na przyjęte założenia, w szczególności te, które odnoszą się do określenia wartości rezydualnej. Modelem zdyskontowanych dywidend nie można ponadto zastosować w przypadku wyceny spółek nie mających ukształtowanej polityki dywidendowej. Zaletami obydwu wymienionych metod jest ich niezależność w stosunku do bieżących wycen rynkowych porównywalnych spółek. Zaletą metody wskaźnikowej jest z kolei to, że bazuje ona na wymiernej wycenie rynkowej danego sektora. Jej wadą jest zaś ryzyko, że w danej chwili rynek może nie wyceniać prawidłowo porównywalnych spółek. Metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP) jest dodaniem do siebie wartości różnych aktywów spółki, wyliczonych przy pomocy jednej z powyższych metod.

Rekomendacje stosowane przez DM PKO BP

Rekomendacja KUPUJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają co najmniej 10% potencjał wzrostu kursu

Rekomendacja TRZYMAJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają potencjał wzrostu kursu w przedziale od 0 do 10%

Rekomendacja SPRZEDAJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają potencjał spadku kursu

Rekomendacje mogą być opatrzone dodatkiem SPEKULACYJNIE oznaczającym, że horyzont inwestycji jest skrócony do 3 miesięcy, a inwestycja jest obciążona podwyższonym ryzykiem.

Rekomendacje wydawane przez DM PKO BP obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane. DM PKO BP dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej i subiektywnej oceny i analityków. Częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

W ciągu 6 ostatnich miesięcy DM PKO BP wydał:

Rekomendacja:	Liczba rekomendacji:
Kupuj	31 (48%)
Trzymaj	25 (39%)
Sprzedaj	8 (13%)

Powiązania, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzonej Rekomendacji

Podmioty powiązane z DM PKO BP mogą, w zakresie dopuszczonym prawem, uczestniczyć lub inwestować w transakcje finansowe w relacjach z Emitentem, świadczyć usługi na rzecz lub pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta lub mieć możliwość lub realizować transakcje Instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta („instrumenty finansowe”). DM PKO BP może, w zakresie dopuszczalnym prawem polskim przeprowadzać transakcje Instrumentami finansowymi, zanim niniejszy materiał zostanie przedstawiony odbiorcom.

DM PKO BP ma następujące powiązanie z Emitentem:

Emitent:	Zastrzeżenie
Kruk	1,3,4

Objaśnienia:

1. W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM PKO BP był stroną umów mających za przedmiot oferowanie instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta lub mających związek z ceną instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta. W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM PKO BP był członkiem konsorcjum oferującego instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta.
2. DM PKO BP nabywa i zbywa instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe.
3. DM PKO BP pełni rolę animatora rynku dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.
4. DM PKO BP pełni rolę animatora Emitenta dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.
5. DM PKO BP oraz PKO Bank Polski, którego jednostką organizacyjną jest DM PKO BP są stronami umowy z Emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
6. DM PKO BP oraz PKO Bank Polski, którego jednostką organizacyjną jest DM PKO BP posiadają akcje Emitenta będące przedmiotem niniejszej rekomendacji, w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.

Poza wspomnianymi powyżej, Emitenta nie łączą żadne inne stosunki umowne z DM PKO BP, które mogłyby wpłynąć na obiektywność niniejszej Rekomendacji.

Ujawnienia

Rekomendacja dotyczy Emitenta/Emitentów : Kruk.

Rekomendacja nie została ujawniona Emitentowi.

Pozostałe ujawnienia

Żadna z osób zaangażowanych w przygotowanie raportu ani bliska im osoba nie pełni funkcji w organach Emitenta, nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie oraz żadna z tych osób, jak również ich bliscy nie są stroną jakiegokolwiek umowy z Emitentem, która byłaby zawarta na warunkach odmiennych niż inne umowy, których stroną jest Emitent i konsumenci. Wśród osób, które brały udział w sporządzeniu rekomendacji, jak również tych, które nie uczestniczyły w przygotowaniu, ale miały lub mogły mieć do niej dostęp, nie ma osób, które posiadają akcje Emitenta lub instrumenty finansowe, których wartość jest w sposób istotny związana z wartością instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta. PKO Bank Polski, jego podmioty zależne, przedstawiciele lub pracownicy mogą okazjonalnie przeprowadzać transakcje, lub mogą być zainteresowani nabyciem instrumentów finansowych spółek bezpośrednio lub pośrednio związanych z analizowaną spółką.

Rekomendacja została sporządzona z zachowaniem należytej staranności, zgodnie z najlepszą wiedzą Rekomendującego, pomiędzy DM PKO BP oraz analitykiem sporządzającym niniejszą rekomendację a Emitentem, nie występują jakiegokolwiek inne powiązania, o których mowa w § 9 i § 10 Rozporządzenia.