

czwartek, 16 czerwca 2016 | aktualizacja raportu

Kruk: akumuluj (podwyższona)

KRU PW; KRU.WA | Finanse, Polska

Wysoka dynamika wyników podtrzymana

Podwyższamy naszą rekomendację z trzymaj do akumuluj dla Kruka, a także 9-miesięczną cenę docelową do poziomu 211,44 PLN na akcję. Jednocześnie podwyższamy nasze prognozy na najbliższe lata, tak aby odzwierciedlić znaczące inwestycje Kruka w roku obecnym na rynku polskim oraz rumuńskim. Oczekujemy, że w 2016 roku Kruk po raz pierwszy wyda na nowe portfele ponad 1 mld PLN (489 mln PLN w 2015 roku). Zakupy powinny mieć pozytywne przełożenie na wyniki już w 2H'16, lecz przede wszystkim w kolejnych 3 latach. Uważamy, że Kruk powinien być pośrednim beneficjentem ostatnich programów rządowych, takich jak podatek bankowy czy *Rodzina 500+*, ze względu na rosnącą podaż wierzycielności ze strony polskiego sektora bankowego oraz poprawiającą się zdolność polskich gospodarstw domowych do regulowania długów. Ponadto oczekujemy, że dalsza ekspansja na nowe rynki, jak i niskie zadłużenie Kruka powinny być gwarantem dalszego dynamicznego rozwoju spółki. Zwrot z kapitałów powyżej 18% przez kolejne 10 lat oraz dwucyfrowa dynamika zysku netto przez najbliższe 3 lata powinny zapewnić spółce wyższą niż obecnie premię do grupy porównawczej oraz polskiego sektora finansowego. Niemniej jednak uważamy, że dyskonto do Intrum Justitia (IJ) jest nadal uzasadnione przez wyższą dywidendę w IJ.

Podwyższamy prognozy

Nasze prognozy na rok 2016 podwyższyliśmy o 6,3%, na 2017 o 7%, zaś na 2018 o 4%. Wyższe prognozy są konsekwencją bardziej intensywnych zakupów jakie Kruk przeprowadzi w 2016 roku wobec naszych pierwotnych założeń. Uważamy, że nasze prognozy są konserwatywne w odniesieniu do kosztów, szczególnie po 2016 roku. Nasze prognozy znajdują się 4% powyżej średnich oczekiwań rynkowych na rok obecny oraz o 12-18% powyżej na lata 2017-18.

Bezkonkurencyjna dynamika zysku netto

Uważamy, że wysoka dynamika zysków z lat ubiegłych jest do utrzymania, a w kolejnych trzech latach zysk netto Kruka wzrośnie aż o 14,6% (CAGR). Kluczowym czynnikiem dla zachowania dynamiki będzie wzrost sumy bilansowej, dzięki przejęciu portfela wierzycielności od Presco, przejęciu znaczącego portfela w Rumunii oraz ekspansji na nowych rynkach. Ponadto, dynamika wyników w przyszłych latach może być wsparta przez oszczędności kosztowe, które w roku 2016 są podwyższone ze względu na przejęcia, koszty regulatora oraz ekspansję na rynki zagraniczne.

Premia uzasadniona

Kruk na wskaźnikach P/E'17 11,9x oraz P/E'18 10,8x notowany jest z 13% i 11% premią do średniej rynkowej na poziomie 10,5x oraz 9,7x, ale i z 18% oraz 22% dyskontem do głównego konkurenta – IJ. Uważamy, że aż tak wysokie dyskonto do IJ jest nieuzasadnione ze względu na ponadprzeciętną dynamikę zysków (2013-16 CAGR 32% vs. 19% w IJ), ponadprzeciętną ROE na poziomie 26% (vs. 33% w IJ) oraz spadające zadłużenie. Jednocześnie, w świetle ostatnich spekulacji prasowych sugerujących dalsze zmiany w systemie emerytalnym w Polsce, zwracamy uwagę na dominujący udział OFE w strukturze akcjonariatu (42,5% na koniec 31.12.2015).

(mln PLN)	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Przychody	487,9	611,2	743,6	897,5	1 034,8
Marża pośrednia	293,9	357,9	422,0	511,0	590,3
EBIT	208,2	251,4	304,1	362,3	420,5
Zysk netto	151,8	204,3	237,2	278,1	307,2
ROE (%)	30,3	29,8	26,8	25,2	23,0
EPS (PLN)	8,9	11,8	13,6	16,0	17,7
BVPS (PLN)	34,2	45,1	56,7	70,3	83,2
P/E (x)	21,3	16,0	13,9	11,9	10,8
P/BV (x)	5,6	4,2	3,4	2,7	2,3
DYield	0,0	0,8	1,1	1,2	2,5

Cena bieżąca	189,95 PLN
Cena docelowa	211,44 PLN
Kapitalizacja	3 277 mln PLN
Free float	3 277 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	13,69 mln PLN

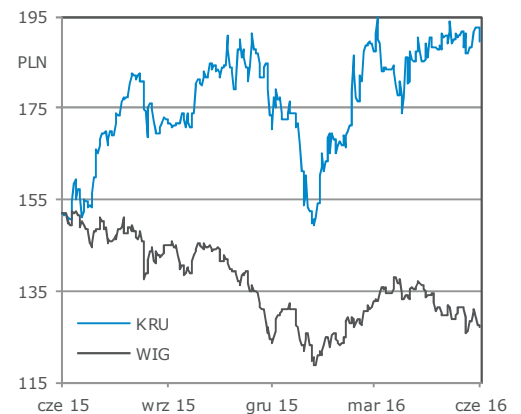
Struktura akcjonariatu

Piotr Krupa	11,51%
NN OFE	11,13%
Aviva OFE	8,26%
Generali OFE	6,28%
Pozostali	62,82%

Profil spółki

Kruk jest liderem rynku windykacyjnego w Polsce i Rumunii koncentrującym się na bankowych wierzycielnościach detalicznych. Ponadto, w 2015 roku spółka rozpoczęła działalność operacyjną na rynkach niemieckim oraz włoskim. W Polsce i w Rumunii spółka prowadzi działalność w dwóch wzajemnie uzupełniających się segmentach, oferując usługi windykacji na zlecenie (tzw. inkaso) oraz nabywając pakiety wierzycielności na własny rachunek.

Kurs akcji KRU na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Kruk	211,44	185,12	trzymaj	akumuluj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Kruk	189,95	211,44	+11,3%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2016P	2017P	2018P
Przychody	+2,2%	+2,8%	+5,7%
EBIT	+4,5%	+3,3%	+6,5%
Zysk netto	+6,3%	+7,1%	+3,9%

Analitik:

Michał Konarski
+48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl

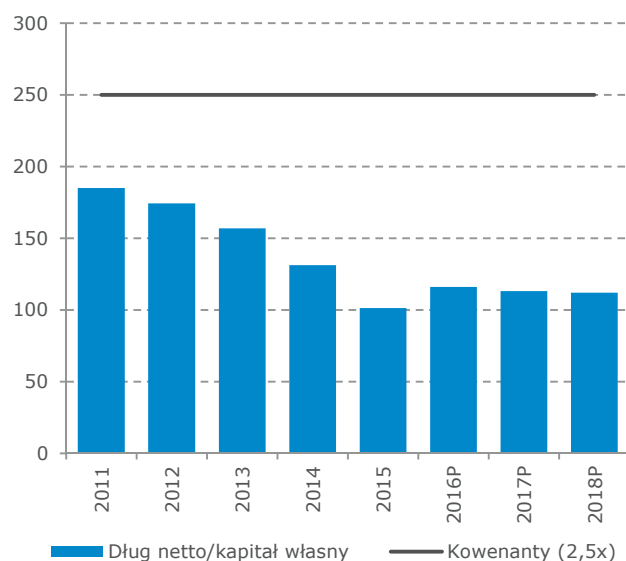
Podatek bankowy niegroźny

Uważamy, że podatek finansowy (obowiązujący w Polsce od lutego 2016 roku) ma bezpośredni negatywny wpływ na Kruka oraz pośredni pozytywny. Kruk został objęty podatkiem finansowym ze względu na działalność pożyczkową, jaką prowadzi poprzez Novum. Niemniej jednak, obciążenie podatkiem jest stosunkowo niewielkie i wynosi około 5-6 mln PLN w skali roku. Oczekujemy, że Kruk zoptymalizuje strukturę grupy tak, aby podatek liczony był jedynie od pożyczek Novum, a nie jak obecnie od całego bilansu. Z drugiej strony uważamy, że podatek finansowy będzie miał pozytywny wpływ na cały sektor windykacyjny. Na skutek wprowadzenia podatku oczekujemy wzmożonej podaży portfeli przez polski sektor bankowy, który przeprowadza optymalizację sumy bilansowej. Oczekujemy także, że kredyty niepracujące w sektorze bankowym będą krócej trzymane na bilansie, co powinno przełożyć się na ich wyższą jakość. Według oficjalnych informacji, w 1Q'16 zaledwie 4 banki zapewniły podaż kredytów niepracujących na średnim kwartalnym poziomie z 1H'15 (~2,7 mld PLN). Uważamy, że podaż kredytów niepracujących oraz wierzytelności z firm pozabankowych w 1Q'16 powinna być znacząco wyższa niż w analogicznym okresie w roku ubiegłym. Jednocześnie nie oczekujemy znaczącego spadku cen portfeli ze względu na wejście na polski rynek dużych międzynarodowych graczy.

Niskie zadłużenie

Wysoki poziom wskaźnika ROE (>25% przez ostatnie 5 lat) oraz niska dywidenda pozwoliły spółce na systematyczną redukcję wskaźnika długu netto / KW. Wskaźnik ten spadł z 1,9x w 2011 roku do 1,0x w 2015 roku. Oczekujemy, że trend ten będzie zaburzony przez intensywne zakupy w 2016 roku, a wskaźnik dług netto / KW wzrośnie do poziomu 1,2x. Niemniej jednak, wysoki zwrot z kapitału, który według naszych prognoz ulegnie normalizacji do 18% w przeciągu kolejnych 10 lat, pozwoli na utrzymanie wskaźnika dług netto / KW na coraz niższym poziomie.

Wskaźnik dług netto/kapitał własny w latach 2011-18P (%)

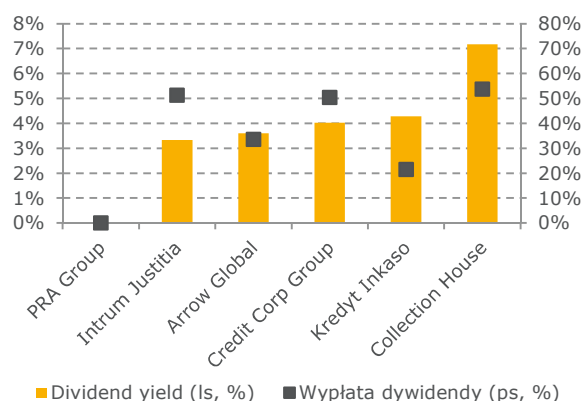


Źródło: Kruk, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Niska dywidenda i skup akcji

Zarząd Kruka od 2014 rekomenduje wypłatę dywidendy. Zarówno w 2014, jak i w 2015 roku stopa wypłaty dywidendy wyniosła 17%, co przekłada się na wskaźnik dividend yield na poziomie odpowiednio 0,8% oraz 1,1%. Uważamy, że dywidenda w kolejnych latach zostanie podtrzymana ze względu na niskie zadłużenie spółki. Niemniej jednak dywidenda proponowana przez zarząd odbiega od stopy dywidendy, którą oferuje konkurencja na średnim poziomie 4,5%. Jednocześnie zarząd uchwalił program skupu akcji własnych w wysokości 300 mln PLN obowiązujący do 30 maja 2021 roku. Uważamy, że tak jak w przypadku poprzedniego programu skupu akcji będzie uruchomiony dopiero w przypadku znaczącej utraty wartości walorów Kruka na giełdzie.

Wypłata dywidendy w spółkach porównywalnych



Źródło: Bloomberg, szacunki Domu Maklerskiego mBanku

Nowe rynki – mała skala biznesu

Kruk zakupił pierwsze portfele w Niemczech, we Włoszech oraz w Hiszpanii. Nie oczekujemy, aby zakupy portfeli na ww. rynkach istotnie przyczyniły się do wyniku finansowego Kruka w 2016 roku. Wartość nominalna portfela zakupionego w Niemczech to zaledwie 18,4 mln PLN, w Hiszpanii 12,9 mln PLN, zaś włoskiego 340 mln PLN (cena równa 19,4 mln PLN, 5,5% wartości nominalnej). Uważamy, że w 2016 wartość nakładów na nowych rynkach zagranicznych wzrośnie pięciokrotnie, chociaż ich skala będzie nadal bardzo niska w porównaniu do Polski czy Rumunii.

Nakłady Kruka na nowe portfele

W roku 2015 Kruk zainwestował w nowe portfele na wszystkich rynkach łącznie 489,5 mln PLN (-14% R/R). W 2016 r. spodziewamy się znacznego skoku inwestycji do rekordowego poziomu 1 001 mln PLN, głównie ze względu na zakup portfela od Presco za 220 mln PLN oraz zakup znaczącego udziału w pakiecie wierzytelności w Rumunii (szacujemy 70% z portfela o wielkości 2,6 mld PLN). Oczekujemy, iż Kruk zwiększy również nakłady w Polsce w segmentach kredytów konsumenckich i korporacyjnych z szacowanych przez nas 216 mln PLN w 2015 r. do 390 mln PLN w 2016 r. W naszej ocenie w segmencie wierzytelności konsumenckich i korporacyjnych wzrost będzie podyktowany wzrostem podaży ze strony banków, które będą szukały sposobu na zmniejszenie sumy bilansowej w konsekwencji wprowadzenia podatku bankowego. W Rumunii zakładamy lekki wzrost inwestycji z szacowanego poziomu 158 mln PLN do 364 mln PLN przy udziale w rynku na poziomie 65%.

Wycena

Naszą wycenę Kruka opieramy na trzech metodologiach – wycenie DCF, DDM i zysków ekonomicznych – które następnie uśredniamy przypisując każdej metodzie równe wagi. Dokonujemy również analizy wrażliwości zmieniając nasze założenia dotyczące kosztu kapitału (dla wszystkich metod wyceny), jak również stopy wzrostu FCF po okresie prognozy (dla wyceny DCF) i długości długoterminowej prognozy (dla wycen DDM i zysków ekonomicznych).

Wycena metodą zysków ekonomicznych

W tej metodologii wartość firmy określa suma kapitału początkowego – NAV (skorygowanego o wartości niematerialne i prawne, które nie mają miejsca w spółce Kruk) oraz wartość przyszłych zysków ekonomicznych, tj. [(zwrot na TNAV – koszt kapitału) x kapitał początkowy].

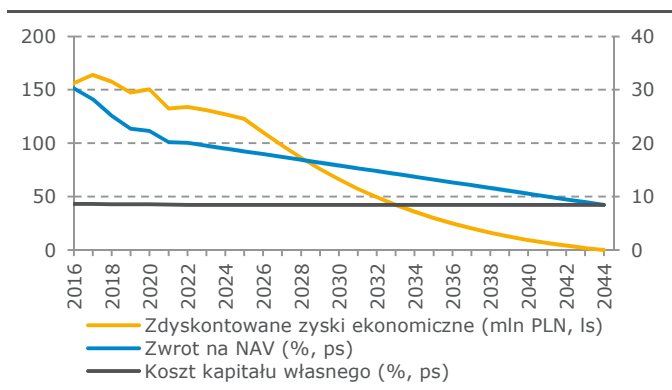
Metoda zysków ekonomicznych

(mln PLN)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Kapitał własny na początek okresu	784,2	985,9	1 223,7	1 447,4	1 653,4	1 857,3	2 048,2	2 271,6	2 510,2
Zysk netto	237,2	278,0	307,1	328,9	368,3	375,1	410,9	444,0	477,1
Wypłacone dywidendy	-35,5	-40,3	-83,4	-122,8	-164,5	-184,2	-187,5	-205,5	-222,0
Kapitał własny na koniec okresu	985,9	1 223,7	1 447,4	1 653,4	1 857,3	2 048,2	2 271,6	2 510,2	2 765,3
ROE (%)	30,2	28,2	25,1	22,7	22,3	20,2	20,1	19,5	19,0
Koszt kapitału własnego	8,6	8,6	8,6	8,6	8,5	8,5	8,5	8,4	8,4
Nadwyżkowa stopa zwrotu (%)	21,6	19,6	16,5	14,2	13,7	11,7	11,6	11,1	10,6
Zysk ekonomiczny	169,6	193,3	202,0	205,0	227,1	216,8	237,7	252,3	265,6
Współczynnik dyskonta	0,92	0,85	0,78	0,72	0,66	0,61	0,56	0,52	0,48
Zdyskontowany zysk rezydualny	156,1	163,8	157,7	147,4	150,5	132,4	133,8	130,9	127,2

	(mln PLN)	%
Początkowa wartość kapitałów własnych	784,2	29,1
Zdyskontowany zysk rezydualny (2016-2024)	1 041,8	38,7
Zdyskontowany zysk rezydualny (2025-2044)	869,2	32,2
Wartość firmy na dzień 01/2016	2 695,3	100,0
Korekta o wartość pieniądza w czasie	100,1	
Obecna wartość firmy	2 795,4	
Ilość akcji (mln)	17,4	
Wartość firmy na akcję (PLN)	160,7	

(PLN)	waga	na akcję
Model DCF	33%	233,4
Metoda zdyskontowanych dywidend (DDM)	33%	184,5
Metoda zysków ekonomicznych	33%	160,7
średnia wartość godziwa		192,8
cena docelowa za 9 m-cy		211,44

Poza różnicą pomiędzy ROE a kosztem kapitału, wzrost aktywów jest tu głównym czynnikiem kreującym wartość. Po szczegółowej prognozie na lata 2016-24, uwzględniamy w wycenie długoterminową prognozę 20-letnią, w której ROE liniowo schodzi do kosztu kapitału.



Wycena metodą zdyskontowanych dywidend (DDM)

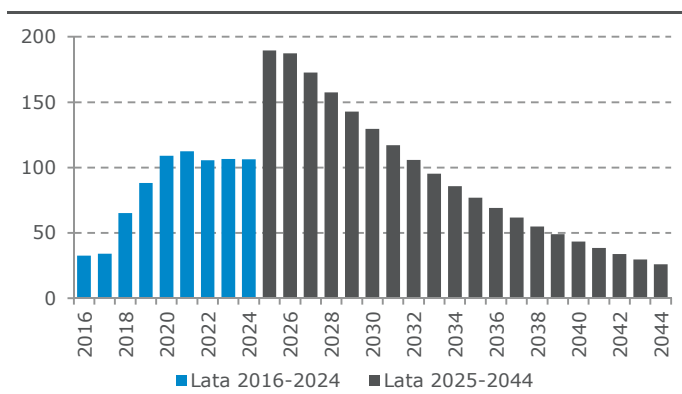
W tej metodologii wielkość dywidendy oparta jest na szczegółowych założeniach modelu, w tym prognozę Zarządu Grupy odnośnie wypłaty dywidendy. Jednocześnie poziom długu netto do kapitałów własnych jest utrzymywany na poziomie nieprzekraczającym poziomu

1,5x. W Etapie II nasz model DDM jest zintegrowany z modelem zysków ekonomicznych, gdzie wzrost kapitałów własnych jest determinowany przez naszą prognozę wypłaty dywidendy na poziomie 90%. Wartość rezydualna oparta jest na I etapowym modelu Gordona.

Metoda zdyskontowanych dywidend

(mln PLN)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Wypłacone dywidendy	35,5	40,3	83,4	122,8	164,5	184,2	187,5	205,5	222,0
Stopa wypłaty dywidendy (%)	17,4	17,0	30,0	40,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0
Współczynnik dyskonta (x)	0,92	0,85	0,78	0,72	0,66	0,61	0,56	0,52	0,48
Zdyskontowana dywidenda	32,7	34,2	65,1	88,3	109,0	112,4	105,6	106,7	106,3

	(mln PLN)	%
Zdyskontowane dywidendy (2016-2024)	760,2	25,6
Zdyskontowane dywidendy (2025-2044)	1 867,2	62,8
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	346,3	11,6
Wartość firmy na 07/2015	2 973,7	100,0
Korekta o wartość pieniądza w czasie	235,8	
Obecna wartość firmy	3 209,5	
Ilość akcji (mln)	17,4	
Wartość firmy na akcję (PLN)	184,5	



Model zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF)

Metoda DCF oparta jest na wolnych przepływach pieniężnych ustalonych na podstawie naszej szczegółowej prognozy na lata 2016-24P i dyskontowanych średnim ważonym kosztem kapitału Kruka. W przepływach uwzględniamy wydatki na zakup wierzytelności oraz amortyzację portfeli. Wartość rezydualna, obliczona przy użyciu modelu Gordona z założeniem stopy wzrostu po okresie prognozy na poziomie 3%, implikuje wycenę na wskaźniku 2024P P/E na poziomie 13,2x i 2022P P/BV na poziomie 2,4x. W naszej ocenie te wartości wydają się rozsądne, biorąc pod uwagę zakładane przez nas ROE Kruka w ostatnim roku prognozy na poziomie przekraczającym 18% i stabilny współczynnik wypłaty dywidendy w wysokości 50%.

Koszt kapitału i WACC

Koszt kapitału dla Kruka liczony jest jako uśredniony kosztu kapitału w poszczególnych krajach – Polsce, Rumuni i Republice Czeskiej, ważony udziałem wydatków na zakup wierzytelności na koniec roku w danym kraju w całkowitych wydatkach Kruka. W przypadku Polski przyjęliśmy następujące wartości: stopa wolna od ryzyka – 3,5%, premia za ryzyko rynkowe – 5,0%, Rumuni: stopa wolna od ryzyka – 3,9%, premia za ryzyko rynkowe – 5,5%, Czech: stopa wolna od ryzyka – 1,5%, premia za ryzyko rynkowe: 4,5%. Beta w każdym przypadku założona została na poziomie 1.

WACC

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Stopa wolna od ryzyka – Polska	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
Stopa wolna od ryzyka – Rumunia	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9
Stopa wolna od ryzyka – Czechy	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Premia za ryzyko rynkowe – Polska	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Premia za ryzyko rynkowe – Rumunia	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5
Premia za ryzyko rynkowe – Czechy	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Koszt kapitału własnego	8,6	8,6	8,6	8,6	8,5	8,5	8,5	8,4	8,4
Proporcja nakładów – Polska	62,7%	64,3%	64,8%	66,8%	65,5%	67,1%	70,3%	69,3%	68,6%
Proporcja nakładów – Rumunia	30,9%	29,1%	28,4%	26,2%	26,6%	24,8%	20,5%	20,9%	21,0%
Proporcja nakładów – Czechy	6,4%	6,6%	6,7%	7,0%	7,9%	8,2%	9,1%	9,8%	10,5%
Koszt długu	5,3	4,4	4,4	4,6	5,2	6,8	6,7	6,7	6,7
Efektywna stopa podatkowa (%)	4,0	8,0	12,0	19,0	19,0	19,0	19,0	19,0	19,0
Koszt długu po podatku	5,1	4,1	3,9	3,8	4,2	5,5	5,4	5,4	5,4
WACC	7,9	7,6	7,5	7,4	7,5	7,8	7,7	7,7	7,8

Model DCF

(mln PLN)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Przychody ogółem	743,6	897,5	1 034,8	1 212,6	1 389,4	1 520,8	1 647,8	1 762,4	1 862,4
EBIT	304,1	362,3	420,5	495,8	570,5	625,6	678,6	726,2	767,3
marża EBIT (%)	40,9	40,4	40,6	40,9	41,1	41,1	41,2	41,2	41,2
Podatki	-12,2	-29,0	-50,5	-94,2	-108,4	-118,9	-128,9	-138,0	-145,8
NOPAT	292,0	333,3	370,1	401,6	462,1	506,7	549,7	588,2	621,5
Amortyzacja	12,5	12,5	12,8	13,3	14,0	14,9	15,9	17,0	18,2
Amortyzacja portfeli	405,2	425,5	477,9	612,4	828,9	920,2	899,0	969,2	1 094,0
Nakłady na zakup wierzytelności	-1 001,5	-883,4	-939,0	-1 197,0	-1 212,4	-1 231,4	-1 253,9	-1 254,5	-1 293,2
CAPEX	-12,0	-12,9	-13,8	-14,9	-16,0	-17,2	-18,5	-19,8	-21,3
Zmiana kapitału obrotowego	43,3	-18,8	1,6	24,9	-5,0	-5,0	-5,2	-8,4	-4,5
FCF	-260,5	-143,7	-90,4	-159,6	71,6	188,2	187,0	291,5	414,6
Stopa dyskonta (WACC)	7,9	7,6	7,5	7,4	7,5	7,8	7,7	7,7	7,8
Współczynnik dyskonta	0,9	0,9	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,5
Zdyskontowany FCF	-241,4	-123,8	-72,4	-119,0	49,7	121,3	111,8	161,8	213,5
Suma FCF	101 406,7								
Wartość rezydualna (TV)	8 947								
Wzrost FCF po okresie prognozy (%)	3,0								
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	4 607								
Wartość firmy (EV)	4 709								
Dług netto (koniec 2015)	794								
Udziałowcy mniejszościowi	0,0								
Wartość firmy na 01/2016	3 915								
Korekta o wartość pieniądza w czasie	145								
Obecna wartość firmy	4 060								
Ilość akcji (mln)	17,4								
Wartość firmy na akcję (PLN)	233,4								

Rachunek zysków i strat

(mln PLN)	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Nabyte pakiety wierzytelności	355,7	442,4	563,6	693,3	844,3	978,7
Usługi windykacyjne	39,9	31,7	29,8	30,9	31,3	31,8
Pozostałe produkty	9,9	13,8	17,8	19,4	21,9	24,3
Przychody	405,6	487,9	611,2	743,6	897,5	1 034,8
Nabyte pakiety wierzytelności	153,4	166,5	225,0	291,2	354,6	411,1
Usługi windykacyjne	21,2	19,4	20,6	20,7	21,0	21,3
Pozostałe produkty	8,1	8,1	7,7	9,7	10,9	12,2
Koszty bezpośrednie i pośrednie	182,8	194,0	253,3	321,6	386,5	444,5
Nabyte pakiety wierzytelności	202,3	275,9	338,6	402,1	489,7	567,7
Usługi windykacyjne	18,7	12,4	9,2	10,2	10,3	10,5
Pozostałe produkty	1,8	5,7	10,1	9,7	10,9	12,2
Marża pośrednia	222,9	293,9	357,9	422,0	511,0	590,3
Koszty ogólne	60,4	72,4	94,4	104,1	134,6	155,2
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	-0,1	-2,0	-1,6	-1,2	-1,5	-1,7
EBITDA	162,3	219,5	261,9	316,7	374,9	433,4
Amortyzacja	9,3	11,4	10,5	12,5	12,5	12,8
EBIT	152,9	208,2	251,4	304,1	362,3	420,5
Przychody/koszty finansowe	-54,5	-55,3	-41,6	-57,0	-60,1	-71,5
Zysk brutto	98,5	152,8	209,8	247,1	302,3	349,1
Podatek dochodowy	0,7	1,0	5,5	9,9	24,2	41,9
Zysk netto	97,8	151,8	204,3	237,2	278,1	307,2

Bilans

(mln PLN)	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	35,3	70,5	140,7	91,4	110,1	128,9
Należności z tytułu dostaw i usług	9,0	10,9	8,4	10,2	12,3	14,2
Zakupione wierzytelności	1 053,9	1 366,7	1 598,6	2 194,5	2 652,4	3 113,5
Rzeczowe aktywa trwałe oraz WNiP	31,5	32,3	32,8	32,3	32,6	33,7
Inne aktywa (w tym Novum)	33,1	36,1	55,6	49,1	54,5	60,3
Aktywa ogółem	1 162,8	1 516,6	1 836,1	2 377,5	2 861,9	3 350,6
Kredyty i pożyczki krótko- i długoterminowe	687,5	838,6	935,0	1 236,1	1 494,1	1 749,7
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	36,2	63,3	84,1	120,2	106,0	112,7
Pozostałe	23,6	29,6	32,7	35,3	38,1	40,8
Zobowiązania ogółem	747,3	931,6	1 051,8	1 391,6	1 638,2	1 903,1
Kapitał własny	415,6	585,1	784,3	986,0	1 223,7	1 447,4
Pasywa ogółem	1 162,8	1 516,6	1 836,1	2 377,5	2 861,9	3 350,6

Rachunek przepływów pieniężnych

(mln PLN)	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej						
Zysk netto	97,8	151,8	204,3	237,2	278,1	307,2
Amortyzacja środków trwałych i WNiP	9,3	11,4	10,5	12,5	12,5	12,8
Koszty finansowe netto	48,5	48,7	43,4	57,0	60,1	71,5
Nakłady na zakup wierzytelności	-366,7	-570,7	-489,3	-1 001,5	-883,4	-939,0
Amortyzacja portfeli = spłaty - przychody	182,0	269,5	262,0	405,2	425,5	477,9
Zmiana kapitału obrotowego	-8,1	27,7	10,1	44,9	-13,8	7,1
Środki pieniężne netto z dział. operacyjnej	-37,2	-61,7	41,1	-244,6	-121,1	-62,6
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej						
Odsetki otrzymane	0,4	0,5	0,3	0,1	0,1	0,1
Zmiana wartości pożyczek udzielonych	-4,3	-13,1	-10,6	-1,6	-4,9	-5,5
Zakup (sprzedaż) rzeczowych akt. trwałych oraz WNiP	-15,0	-12,2	-11,2	-12,0	-12,9	-13,8
Pozostałe	11,3	17,0	13,6	0,0	0,0	0,0
Środki pieniężne netto z dział. inwestycyjnej	-7,5	-7,8	-7,8	-13,5	-17,7	-19,2
Przepływy pieniężne z działalności finansowej						
Wpływy netto z emisji akcji (skup akcji)	2,3	6,0	11,4	0,0	0,0	0,0
Dywidendy wypłacone	-0,2	-0,1	-26,0	-35,5	-40,4	-83,5
Zmiana wartości kredytów i pożyczek	91,1	151,2	96,4	301,1	258,0	255,6
Odsetki zapłacone	-49,0	-49,2	-43,8	-57,1	-60,2	-71,6
Pozostałe	-7,1	-3,1	-1,1	0,0	0,0	0,0
Środki pieniężne netto z dział. finansowej	37,2	104,8	36,9	208,4	157,5	100,5
Przepływy pieniężne netto, ogółem						
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na początek okresu	-7,5	35,3	70,2	-49,7	18,6	18,8
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na koniec okresu	42,7	35,3	70,5	140,7	91,4	110,1
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej*	35,3	70,5	140,7	91,0	110,1	128,9

*wyluczając nakłady na zakup wierzytelności oraz amortyzację portfeli

Wskaźniki finansowe

	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Wskaźniki bilansowe						
Kredyty i pożyczki/kapitał własny + kredyty i pożyczki (%)	62,3	58,9	54,4	55,6	55,0	54,7
Kredyty i pożyczki/kapitał własny (%)	165,4	143,3	119,2	125,4	122,1	120,9
Dług netto/kapitał własny (%) (kovenanty 2,5x)	156,9	131,3	101,3	116,1	113,1	112,0
Dług netto/EBITDA (%)	401,9	349,9	303,2	361,5	369,2	374,0
Kredyty i pożyczki/EBITDA gotówkowa (%)	199,7	171,5	178,5	171,2	186,7	192,0
Dług netto/EBITDA gotówkowa (%) (kovenanty 4x)	189,4	157,1	151,6	158,6	172,9	177,9
EBIT/koszty odsetkowe (%)	312,4	423,3	574,4	532,4	602,2	587,2
Przychody ze sprzedaży/należności handlowe	44,8	44,6	72,8	72,8	72,8	72,8
Koszty pośrednie i bezpośrednie/zobowiązania handlowe	5,0	3,1	3,0	2,7	3,6	3,9
Zob. handlowe/nakłady na zakup wierzytelności (%)	9,9	11,1	17,2	12,0	12,0	12,0
Zyskowość (%)						
Przychody z nabytych pakietów wierzytelności / śr. inwestycje w zakupione pakiety wierzytelności	36,9	36,6	38,0	36,6	34,8	33,9
Przychody ogółem / średnie aktywa	38,0	36,4	36,5	35,3	34,3	33,3
Koszty operacyjne / średnie aktywa	24,0	21,0	21,6	21,0	20,6	19,9
Marża pośrednia	54,9	60,2	58,6	56,8	56,9	57,0
Nabyte pakiety wierzytelności	56,9	62,4	60,1	58,0	58,0	58,0
Usługi windykacyjne	46,8	39,0	30,9	33,0	33,0	33,0
Pozostałe produkty	18,2	41,3	56,9	50,0	50,0	50,0
Marża EBITDA	40,0	45,0	42,9	42,6	41,8	41,9
Marża EBIT	37,7	42,7	41,1	40,9	40,4	40,6
Marża netto	24,1	31,1	33,4	31,9	31,0	29,7
Efektywna stopa podatkowa	0,7	0,7	2,6	4,0	8,0	12,0
ROA	9,2	11,3	12,2	11,3	10,6	9,9
ROE	26,7	30,3	29,8	26,8	25,2	23,0
Wskaźniki wyceny						
Liczba akcji na koniec okresu (mln sztuk)	17,0	17,1	17,4	17,4	17,4	17,4
Średnia liczba akcji w okresie (mln sztuk)	16,9	17,0	17,3	17,4	17,4	17,4
Zysk netto na akcję (PLN)	5,8	8,9	11,8	13,6	16,0	17,7
P/E (x)	32,9	21,3	16,0	13,9	11,9	10,8
Wartość księgowa na akcję (PLN)	24,5	34,2	45,1	56,7	70,3	83,2
P/BV (x)	7,8	5,6	4,2	3,4	2,7	2,3
EV/EBITDA	23,9	18,3	15,6	14,1	12,5	11,4
EV/EBITDA (wyłączając amortyzację portfeli)	11,3	8,2	7,8	6,2	5,9	5,4
Dywidenda na akcję (PLN)	0,0	0,0	1,5	2,0	2,3	4,8
Dividend yield (%)	0,0	0,0	0,8	1,1	1,2	2,5

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 księgowa

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 księgowa) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

Dług netto - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent

Marża EBITDA - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku

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.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego obsługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Dom Maklerski mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku 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.

mBank 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 mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

mBank S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi.

mBank S.A. pełni funkcje animatora emitenta oraz animatora rynku dla emitenta.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku.

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Domu Maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacji:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu

Zdyskontowanych dywidend (DDM) – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu

Zysków ekonomicznych – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące spółki Kruk

rekomendacja	akumuluj	trzymaj
data wydania	2016-02-02	2016-03-04
kurs z dnia rekomendacji	168,70	187,50
WIG w dniu rekomendacji	44294,89	46448,27

Dom Maklerski mBanku

Senatorska 18
00-082 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszc
dyrektor
tel. +48 22 438 24 02
kamil.kliscz@mbank.pl
paliwa, chemia, energetyka

Michał Marczak
tel. +48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia, surowce, metale

Michał Konarski
tel. +48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Jakub Szkopek
tel. +48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł

Paweł Szpigel
tel. +48 22 438 24 06
pawel.szpigel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Zybala
tel. +48 22 438 24 04
piotr.zybala@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Bogusz
tel. +48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

Piotr Gawron
dyrektor
tel. +48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Krzysztof Bodek
tel. +48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

Tomasz Jakubiec
tel. +48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mbank.pl

Szymon Kubka, CFA, PRM
tel. +48 22 697 48 16
szymon.kubka@mbank.pl

Anna Łagowska
tel. +48 22 697 48 25
anna.lagowska@mbank.pl

Michał Jakubowski
tel. +48 22 697 47 44
michal.jakubowski@mbank.pl

Jędrzej Łukomski
tel. +48 22 697 48 46
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Adam Prokop
tel. +48 22 697 47 90
adam.prokop@mbank.pl

Michał Roźmiej
tel. +48 22 697 49 85
michal.rozmiej@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
tel. +48 22 697 48 82
marzena.lempicka@mbank.pl

Mariusz Adamski
tel. +48 22 697 48 47
mariusz.adamski@mbank.pl

Biuro Aktywnej Sprzedaży

Kamil Szymański
dyrektor
tel. +48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
tel. +48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl