Pełne raporty dostępne są wyłącznie dla osób posiadających rachunki w Domu Maklerskim mBanku
Zaloguj się do serwisu informacyjnego lub załóż rachunek na www.mDM.pl

mBank Dom Maklerski

mBank.pl

poniedziałek, 17 września 2018 | aktualizacja raportu

Kruk: kupuj (podtrzymana)

KRU PW; KRU.WA | Finanse, Polska

Już po turbulencjach

Po wynikach za 1H'18 podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj na Kruka, lekko korygując cenę docelową do 292,77 PLN/akcję. Z jednej strony podwyższamy nasze prognozy na przychody z długu kupionego, a z drugiej obniżamy prognozowany wynik z inkasa oraz zwiększamy koszty finansowania. Uważamy, że wycena Spółki znajduje się obecnie na wyjątkowo atrakcyjnym poziomie. Za inwestycją w walory Kruka przemawia i) poprawa operacji we Włoszech, ii) oczekiwane rekordowe zakupy na rynku polskim, iii) atrakcyjna wycena porównawcza, iv) niskie ryzyko związane z finansowaniem, v) nadchodzące pozytywne rewizje konsensusu (11%-12% na lata 2019-20), vi) ryzyko regulacyjne pod kontrolą. Finalnie, cena akcji znajduje się znacząco poniżej 6-miesięcznej średniej (218 PLN/akcję), która będzie minimum przy potencjalnym wezwaniu przez strategicznego inwestora.

Włochy są już al dente

W 2Q'18 Zarząd dokonał finalnych odpisów portfeli włoskich na kwotę około 20 mln PLN. Pomimo odpisów włoskie operacje przyniosły 14,0 mln PLN przychodów w 2Q'18 wobec straty 42,2 mln PLN w 4Q'17. Zarząd nie oczekuje dalszych odpisów, a wręcz widzi pozytywne rewaluacje na części portfela. Wiara Zarządu we włoski biznes została potwierdzona przez nową inwestycję w 3Q'18 o wartości nominalnej 300 mln EUR. Kruk podkreśla, że wycena tego portfela została dokonana na podstawie własnego benchmarku a nie jak w przeszłości podmiotów trzecich.

Inwestycje w Polsce znowu w centrum uwagi

Przez ostatnie dwa lata udział nakładów Kruka w Polsce spadł z poziomu 53% w 2015 roku do 28% w 2017. Relatywny spadek inwestycji w Polsce spowodowany był otoczeniem konkurencyjnym, windującym ceny za portfele wierzytelności. Wraz z normalizacją cen i oczekiwanych zwrotów z portfeli zakładamy, że udział ten ponownie wzrośnie w 2018 roku do poziomu 52% i utrzyma się w kolejnych latach na poziomie około 40%. Dodatkowo, podaż portfeli w Polsce wspierana będzie przez zmiany regulacyjne, zmuszające banki do wcześniejszej sprzedaży NPL w obawie przed ich przedawnieniem.

Wyższe inwestycje realne dzięki niskiemu zadłużeniu

Kruk ocenia, że w 2018 roku zainwestuje w nowe portfele pomiędzy 1,2 mld PLN (po 1Q'18 oczekiwał 1 mld PLN) a 1,5 mld PLN w przypadku kolejnych zakupów we Włoszech lub Hiszpanii. Wysokie inwestycje w tym i kolejnych latach możliwe są dzięki wyśmienitej sytuacji dłużnej ze wskaźnikiem dług netto/KW na poziomie 1,1x. Na przestrzeni kolejnych 3 lat Spółka chce zwiększyć inwestycje tak, aby wskaźnik ND/E wzrósł do ~2,3x.

Kurs pod większą presją niż w grupie porównawczej

Na wskaźniku 2018 i 2019 P/E Kruk notowany jest z lekkim dyskontem do grupy porównawczej wobec 9% premii notowanej historycznie. Ponadto, na 12m FWD P/E Kruk notowany jest z 21% dyskontem do własnej historycznej średniej. Uważamy, że premia do grupy porównawczej jest uzasadniona przez wyższą rentowność, dynamikę wyniku netto (2017-20 CAGR 19% vs. 17%), rosnącą dywidendę (DYield 5%-6% w latach 2019-20) oraz poprawę sytuacji operacyjnej na nowych rynkach.

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	783,4	1055,5	1240,8	1429,5	1645,0
Marża pośrednia	476,6	589,4	719,1	818,2	944,8
EBIT	349,0	420,8	527,9	605,7	701,4
Zysk netto	248,7	295,2	353,5	418,3	457,4
ROE (%)	24,6	21,9	22,1	22,4	21,6
EPS (PLN)	14,1	15,7	18,7	22,2	24,2
BVPS (PLN)	66,0	77,4	91,9	105,6	118,8
P/E (x)	13,3	11,9	10,0	8,5	7,7
P/BV (x)	2,8	2,4	2,0	1,8	1,6
DYield	1,0	1,1	2,1	4,5	5,9

Cena bieżąca	187,80 PLN
Cena docelowa	292,77 PLN
Kapitalizacja	3 544 mln PLN
Free float	3 544 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	26,87 mln PLN

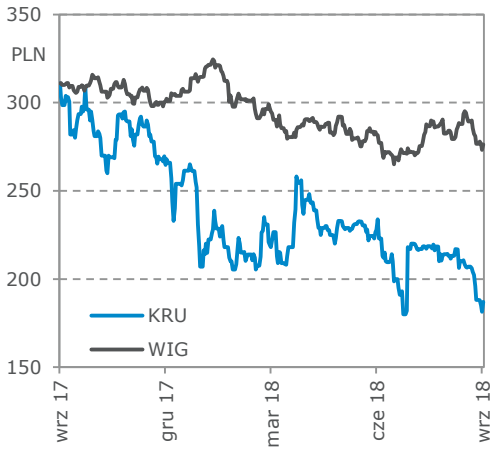
Struktura akcjonariatu

NN OFE	10,60%
Piotr Krupa	10,40%
Aviva OFE	6,99%
Pozostali	72,01%

Profil spółki

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

Kurs akcji KRU na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Kruk	292,77	300,94	kupuj	kupuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Kruk	183,80	292,77	+59,3%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2018P	2019P	2020P
Marża na wierzytelnościach	+5,9%	+3,0%	+3,3%
Marża na inkaso	-23,5%	-13,3%	-7,2%
Marża na innych produkt.	-18,1%	-11,8%	-7,2%
Koszty ogólne	+2,4%	+1,8%	+2,3%
Zysk netto	+0,1%	+1,9%	-1,6%

Analityk:

Michał Konarski
+48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.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 księgowa
WNDB – wynik na działalności bankowej
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
P/CE – cena do zysku wraz z amortyzacją
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

PRZEWAŻENIE (OW, overweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku
RÓWNOWAŻENIE (N, neutral) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku
NIEDOWAŻENIE (UW, underweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

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 od +5% do +15%
TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%
REDUKUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%
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 posługującego 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. Do opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

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.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych miedzy innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

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.
Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

mBank S.A. pełni funkcję animatora rynku.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł otrzymać od emitenta wynagrodzenie za świadczone usługi.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 17 września 2018 o godzinie 8:27.
Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 17 września 2018 o godzinie 8:27.

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

Niniejsze opracowanie zawiera wyciąg z pełnej rekomendacji wydanej przez Dom Maklerski mBanku.

Powielanie, 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.

Niniejsza publikacja stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Domu Maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:
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.
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.
Zdyskontowanych aktywów netto (NAV) – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

Rekomendacje dotyczące spółki Kruk wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

rekomendacja	**kupuj**	**kupuj**	**redukuj**
data wydania	2018-02-02	2017-10-02	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	300,94	340,17	308,06
kurs z dnia rekomendacji	222,20	293,45	340,95

Dom Maklerski mBanku
Senatorska 18
00-082 Warszawa
http://www.mbank.pl/

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kliszcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

Michał Marczak
+48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

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

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

Paweł Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

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

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

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

Jędrzej Łukomski
+48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

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

Szymon Kubka, CFA, PRM
+48 22 697 48 54
szymon.kubka@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Tomasz Galanciak
+48 22 697 49 68
tomasz.galanciak@mbank.pl

Magdalena Bernacik
+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

Bartosz Orzechowski
+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

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

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