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

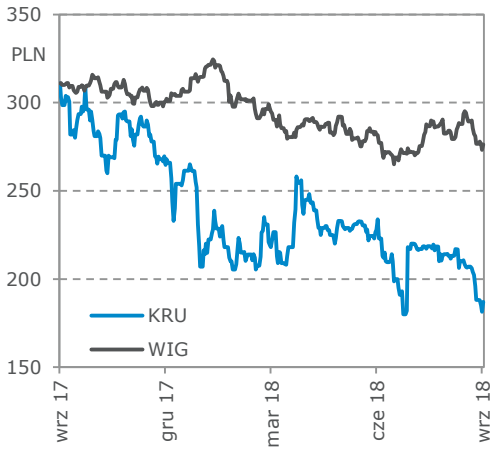
Struktura akcjonariatu

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

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).

(PLN)	waga	na akcję
Model DCF	33%	263,98
Metoda zdyskontowanych dywidend (DDM)	33%	281,88
Metoda zysków ekonomicznych	33%	273,47
średnia wartość godziwa		273,11
cena docelowa za 9 m-cy		**292,77**

Wycena metodą zysków ekonomicznych

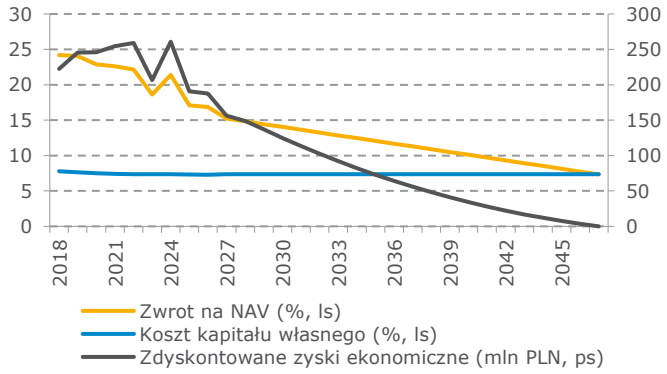
W tej metodologii wartość firmy określa suma kapitału początkowego – NAV (skorygowanego o wartości niematerialne i prawne, które nie mają miejsca w spółce Kruk) oraz wartość przyszłych zysków ekonomicznych, tj. [(zwrot na TNAV – koszt kapitału) x kapitał początkowy].

Poza różnicą pomiędzy ROE a kosztem kapitału, wzrost aktywów jest tu głównym czynnikiem kreującym wartość. Po szczegółowej prognozie na lata 2018-27, uwzględniamy w wycenie długoterminową prognozę 20-letnią, w której ROE liniowo schodzi do kosztu kapitału.

Metoda zysków ekonomicznych

(mln PLN)	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Kapitał własny na początek okresu	**1460,4**	**1740,0**	**1999,2**	**2247,3**	**2526,7**	**2831,9**	**3080,0**	**3475,1**	**3739,4**
Zysk netto	353,4	418,2	457,2	508,0	559,2	527,7	658,9	593,8	630,9
Wypłacone dywidendy	-73,8	-159,0	-209,1	-228,6	-254,0	-279,6	-263,9	-329,5	-296,9
Kapitał własny na koniec okresu	**1740,0**	**1999,2**	**2247,3**	**2526,7**	**2831,9**	**3080,0**	**3475,1**	**3739,4**	**4073,5**
ROE (%)	24,2	24,0	22,9	22,6	22,1	18,6	21,4	17,1	16,9
Koszt kapitału własnego	7,8	7,6	7,5	7,4	7,4	7,4	7,3	7,3	7,3
Nadwyżkowa stopa zwrotu (%)	16,4	16,4	15,4	15,2	14,7	11,3	14,0	9,8	9,6
Zysk ekonomiczny	239,7	285,1	307,0	341,1	372,5	318,9	432,6	339,7	358,3
Współczynnik dyskonta	0,93	0,86	0,80	0,75	0,69	0,65	0,60	0,56	0,52
Zdyskontowany zysk rezydualny	222,4	245,7	246,1	254,6	258,8	206,4	260,8	190,8	187,6

	(mln PLN)	%
Początkowa wartość kapitałów własnych	1 460,4	29,8
Zdyskontowany zysk rezydualny (2018-2027)	2 229,6	45,5
Zdyskontowany zysk rezydualny (2028-2047)	1 207,6	24,7
Wartość firmy na dzień 01/2018	**4 897,6**	**100,0**
Korekta o wartość pieniądza w czasie	263,3	
Obecna wartość firmy	5 160,9	
Ilość akcji (mln)	18,9	
Wartość firmy na akcję (PLN)	**273,5**	



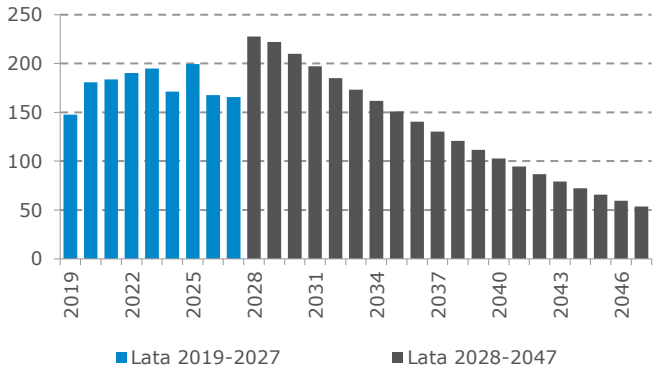
Wycena metodą zdyskontowanych dywidend (DDM)

W tej metodologii wielkość dywidendy oparta jest na szczegółowych założeniach modelu, w tym prognoz Zarządu Grupy odnośnie wypłaty dywidendy. Jednocześnie poziom długu netto do kapitałów własnych jest utrzymywany na poziomie nieprzekraczającym poziomu 1,6x. 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 75%. Wartość rezydualna oparta jest na I etapowym modelu Gordona.

Metoda zdyskontowanych dywidend

(mln PLN)	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Wypłacone dywidendy	73,8	159,0	209,1	228,6	254,0	279,6	263,9	329,5	296,9
Stopa wypłaty dywidendy (%)	25,0	45,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0
Współczynnik dyskonta (x)	1,00	0,93	0,86	0,80	0,75	0,70	0,65	0,61	0,56
Zdyskontowana dywidenda	73,8	147,7	180,7	183,9	190,2	195,0	171,4	199,5	167,6

	(mln PLN)	%
Zdyskontowane dywidendy (2019-2027)	1 601,8	30,6
Zdyskontowane dywidendy (2028-2047)	2 645,8	50,5
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	993,2	19,0
Wartość firmy na 07/2018	**5 240,8**	**100,0**
Korekta o wartość pieniądza w czasie	78,8	
Obecna wartość firmy	5 319,5	
Ilość akcji (mln)	18,9	
Wartość firmy na akcję (PLN)	**281,9**	



Model zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF)

Metoda DCF oparta jest na wolnych przepływach pieniężnych ustalonych na podstawie naszej szczegółowej prognozy na lata 2018-27P 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 2027P P/E na poziomie 9,6x i 2027P P/BV na poziomie 1,4x. W naszej ocenie te wartości wydają się rozsądne, biorąc pod uwagę zakładane przez nas ROE Kruka w ostatnim roku prognozy na poziomie 15% 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 Pozostałych, 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%, pozostałe kraje: stopa wolna od ryzyka – 1,5%, premia za ryzyko rynkowe: 4,5%. Beta w każdym przypadku założona została na poziomie 1.

WACC

	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
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 – Pozostałe	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 – Pozostałe	4	4	4	4	4	4	4	4	4
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Koszt kapitału własnego	7,8	7,6	7,5	7,4	7,4	7,4	7,3	7,3	7,3
Proporcja nakładów – Polska	46,1%	45,5%	42,3%	41,8%	44,2%	45,7%	44,1%	43,4%	43,4%
Proporcja nakładów – Rumunia	23,1%	20,1%	19,1%	17,2%	14,4%	12,8%	13,5%	13,1%	12,5%
Proporcja nakładów – Pozostałe	30,8%	34,4%	38,6%	40,9%	41,3%	41,4%	42,4%	43,5%	44,0%
Koszt długu	4,9	4,6	5,3	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5
Efektywna stopa podatkowa (%)	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0
Koszt długu po podatku	4,4	4,1	4,8	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
WACC	**7,0**	**6,7**	**6,7**	**6,6**	**6,6**	**6,6**	**6,5**	**6,5**	**6,5**

Model DCF

(mln PLN)	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody ogółem	1 240,8	1 429,5	1 645,0	1 869,9	2 087,9	2 077,9	2 450,0	2 341,8	2 526,3
EBIT	527,9	605,7	701,4	800,7	893,6	884,6	1 050,5	996,0	1 051,9
marża EBIT (%)	*42,5*	*42,4*	*42,6*	*42,8*	*42,8*	*42,6*	*42,9*	*42,5*	*41,6*
Podatki	-52,8	-60,6	-70,1	-80,1	-89,4	-88,5	-105,0	-99,6	-105,2
NOPAT	475,1	545,2	631,3	720,6	804,3	796,2	945,4	896,4	946,7
Amortyzacja	21,2	23,8	26,3	28,8	31,4	34,0	36,8	39,7	42,8
Amortyzacja portfeli	554,8	593,0	642,2	720,9	857,5	1 264,6	1 233,5	1 400,4	1 593,9
Nakłady na zakup wierzytelności	-1 245,4	-1 422,3	-1 518,2	-1 639,4	-1 751,8	-1 848,2	-1 945,0	-1 906,6	-2 138,4
CAPEX	-29,0	-31,2	-33,6	-36,1	-38,9	-41,8	-45,0	-48,4	-52,0
Zmiana kapitału obrotowego	87,0	6,2	-5,9	-5,5	-8,4	-8,8	-17,1	-28,2	-3,1
FCF	-136,3	-285,4	-257,9	-210,7	-105,8	196,0	208,7	353,3	389,9
Stopa dyskonta (WACC)	7,0	6,7	6,7	6,6	6,6	6,6	6,5	6,5	6,5
Współczynnik dyskonta	0,9	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6
Zdyskontowany FCF	-127,4	-250,0	-211,7	-162,1	-76,4	132,8	132,8	210,9	218,5
Suma FCF	82								

Wartość rezydualna (TV)	12 101
Wzrost FCF po okresie prognozy (%)	3,0
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	6 370
Wartość firmy (EV)	6 452
Dług netto (koniec 2017)	1 724
Udziałowcy mniejszościowi	0,1
Wartość firmy na 01/2018	4 728
Korekta o wartość pieniądza w czasie	254
Obecna wartość firmy	4 982
Ilość akcji (mln)	18,9
Wartość firmy na akcję (PLN)	**264,0**

Rachunek zysków i strat

(mln PLN)	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Nabyte pakiety wierzytelności	563,6	724,9	971,7	1 149,7	1 326,5	1 533,4
Usługi windykacyjne	29,8	32,2	59,1	64,8	71,6	75,1
Pozostałe produkty	17,8	26,3	24,6	26,2	31,3	36,4
Przychody	**611,2**	**783,4**	**1 055,5**	**1 240,8**	**1 429,5**	**1 645,0**
Nabyte pakiety wierzytelności	225,0	270,7	412,5	459,9	543,9	628,7
Usługi windykacyjne	20,6	23,3	44,2	50,9	54,4	56,3
Pozostałe produkty	7,7	12,9	9,3	10,9	13,0	15,1
Koszty bezpośrednie i pośrednie	**253,3**	**306,8**	**466,0**	**521,7**	**611,3**	**700,1**
Nabyte pakiety wierzytelności	338,6	454,3	559,2	689,8	782,7	904,7
Usługi windykacyjne	9,2	8,9	14,9	13,9	17,2	18,8
Pozostałe produkty	10,1	13,4	15,3	15,3	18,3	21,3
Marża pośrednia	**357,9**	**476,6**	**589,4**	**719,1**	**818,2**	**944,8**
Koszty ogólne	94,4	117,3	147,9	167,5	185,8	213,8
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	-1,6	3,3	-2,1	-2,4	-2,8	-3,2
EBITDA	**261,9**	**362,6**	**439,4**	**549,2**	**629,5**	**727,8**
Amortyzacja	10,5	13,5	18,7	21,2	23,8	26,3
EBIT	**251,4**	**349,0**	**420,8**	**527,9**	**605,7**	**701,4**
Przychody/koszty finansowe	-41,6	-62,7	-85,6	-135,2	-140,9	-193,2
Zysk brutto	**209,8**	**286,3**	**335,2**	**392,8**	**464,8**	**508,2**
Podatek dochodowy	5,5	37,7	40,0	39,3	46,5	50,8
Zysk netto	**204,3**	**248,7**	**295,2**	**353,5**	**418,3**	**457,4**

Bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	140,7	267,4	173,3	100,1	121,5	144,1
Należności z tytułu dostaw i usług	8,4	13,5	16,6	19,5	22,5	25,9
Zakupione wierzytelności	**1 620,6**	**2 676,2**	**3 169,3**	**3 811,2**	**4 640,5**	**5 516,5**
Rzeczowe aktywa trwałe oraz WNiP	32,8	101,2	109,5	117,3	124,7	132,0
Inne aktywa (w tym Novum)	33,6	34,3	91,4	54,7	71,0	89,1
Aktywa ogółem	**1 836,1**	**3 092,5**	**3 560,1**	**4 102,8**	**4 980,2**	**5 907,6**
Kredyty i pożyczki krótko- i długoterminowe	935,0	1 646,4	1 897,2	2 155,9	2 748,7	3 412,4
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	83,6	166,0	143,4	149,5	170,7	182,2
Pozostałe	33,3	42,5	58,9	63,1	67,5	71,5
Zobowiązania ogółem	**1 051,8**	**1 855,0**	**2 099,6**	**2 368,4**	**2 986,8**	**3 666,1**
Kapitał własny	784,2	1 237,5	1 460,4	1 734,3	1 993,4	2 241,6
Pasywa ogółem	**1 836,1**	**3 092,5**	**3 560,1**	**4 102,8**	**4 980,2**	**5 907,6**

Rachunek przepływów pieniężnych

(mln PLN)	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej						
Zysk netto	204,3	248,7	295,2	353,5	418,3	457,4
Amortyzacja środków trwałych i WNiP	10,5	13,5	18,7	21,2	23,8	26,3
Koszty finansowe netto	43,4	62,4	87,8	99,2	112,1	164,4
Nakłady na zakup wierzytelności	-489,3	-1 284,7	-975,9	-1 245,4	-1 422,3	-1 518,2
Amortyzacja portfeli = spłaty - przychody	262,0	267,5	397,2	554,8	593,0	642,2
Zmiana kapitału obrotowego	10,1	69,5	-46,3	51,5	22,3	11,8
Środki pieniężne netto z dział. operacyjnej	**41,1**	**-623,1**	**-223,4**	**-165,3**	**-252,7**	**-216,0**
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej						
Odsetki otrzymane	0,3	0,4	0,3	0,1	0,1	0,1
Zmiana wartości pożyczek udzielonych	-5,8	0,0	-3,7	-7,5	-16,0	-17,8
Zakup (sprzedaż) rzeczowych akt. trwałych oraz WNiP	-11,2	-28,9	-27,0	-29,0	-31,2	-33,6
Pozostałe	8,8	-45,5	10,8	43,0	-0,1	0,0
Środki pieniężne netto z dział. inwestycyjnej	**-7,8**	**-74,0**	**-19,5**	**6,6**	**-47,3**	**-51,2**
Przepływy pieniężne z działalności finansowej						
Wpływy netto z emisji akcji (skup akcji)	11,4	225,3	5,3	0,0	0,0	0,0
Dywidendy wypłacone	-26,0	-35,5	-37,5	-73,9	-159,1	-209,2
Zmiana wartości kredytów i pożyczek	96,4	711,4	250,8	258,7	592,8	663,7
Odsetki zapłacone	-43,8	-62,8	-88,1	-99,3	-112,3	-164,6
Pozostałe	-1,1	-14,6	18,3	0,0	0,0	0,0
Środki pieniężne netto z dział. finansowej	**36,9**	**823,8**	**148,8**	**85,5**	**321,4**	**289,9**
Przepływy pieniężne netto, ogółem						
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na początek okresu	70,5	140,7	267,4	173,3	100,1	121,5
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na koniec okresu	**140,7**	**267,4**	**173,3**	**100,1**	**121,5**	**144,1**
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej*	268,4	394,1	355,3	525,4	576,6	660,0

*wyłączając nakłady na zakup wierzytelności oraz amortyzację portfeli

Wskaźniki finansowe

	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Wskaźniki bilansowe						
Kredyty i pożyczki/kapitał własny + kredyty i pożyczki (%)	54,4	57,1	56,5	55,4	58,0	60,4
Kredyty i pożyczki/kapitał własny (%)	119,2	133,0	129,9	124,3	137,9	152,2
Dług netto/kapitał własny (%) (kowenanty 2,5x)	101,3	111,4	118,0	118,5	131,8	145,8
Dług netto/EBITDA (%)	303,2	380,4	392,3	374,3	417,3	449,1
Kredyty i pożyczki/EBITDA gotówkowa (%)	178,5	261,3	226,8	195,3	224,8	249,1
Dług netto/EBITDA gotówkowa (%) (kowenanty 4x)	151,6	218,9	206,1	186,2	214,9	238,6
EBIT/koszty odsetkowe (%)	574,4	556,1	477,5	531,7	539,6	426,2
Przychody ze sprzedaży/należności handlowe	72,8	58,2	63,5	63,5	63,5	63,5
Koszty pośrednie i bezpośrednie/zobowiązania handlowe	3,0	1,8	3,2	3,5	3,6	3,8
Zob. handlowe/nakłady na zakup wierzytelności (%)	17,1	12,9	14,7	12,0	12,0	12,0
Zyskowność (%)						
Przychody z nabytych pakietów wierzytelności / śr. inwestycje w zakupione pakiety wierzytelności	37,6	33,7	33,2	32,9	31,4	30,2
Przychody ogółem / średnie aktywa	36,5	31,8	31,7	32,4	31,5	30,2
Koszty operacyjne / średnie aktywa	21,6	18,0	19,3	18,8	18,3	17,5
Marża pośrednia	58,6	60,8	55,8	58,0	57,2	57,4
Nabyte pakiety wierzytelności	60,1	62,7	57,5	60,0	59,0	59,0
Usługi windykacyjne	30,9	27,7	25,2	21,5	24,0	25,0
Pozostałe produkty	56,9	50,9	62,1	58,5	58,5	58,5
Marża EBITDA	42,9	46,3	41,6	44,3	44,0	44,2
Marża EBIT	41,1	44,6	39,9	42,5	42,4	42,6
Marża netto	33,4	31,7	28,0	28,5	29,3	27,8
Efektywna stopa podatkowa	2,6	13,2	11,9	10,0	10,0	10,0
ROA	12,2	10,1	8,9	9,2	9,2	8,4
ROE	29,8	24,6	21,9	22,1	22,4	21,6
Wskaźniki wyceny						
Liczba akcji na koniec okresu (mln sztuk)	17,4	18,7	18,9	18,9	18,9	18,9
Średnia liczba akcji w okresie (mln sztuk)	17,3	17,7	18,7	18,9	18,9	18,9
Zysk netto na akcję (PLN)	11,8	14,1	15,7	18,7	22,2	24,2
P/E (x)	15,9	13,3	11,9	10,0	8,5	7,7
Wartość księgowa na akcję (PLN)	45,1	66,0	77,4	91,9	105,6	118,8
P/BV (x)	4,2	2,8	2,4	2,0	1,8	1,6
EV/EBITDA	15,5	13,5	12,0	10,2	9,8	9,4
EV/EBITDA (wyłączając amortyzację portfeli)	7,8	7,8	6,3	5,1	5,0	5,0
Dywidenda na akcję (PLN)	1,5	1,9	2,0	3,9	8,4	11,1
Dividend yield (%)	0,8	1,0	1,1	2,1	4,5	5,9

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.

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