

wtorek, 11 czerwca 2019 | komentarz specjalny

Kruk – Podsumowanie dnia inwestora

Rekomendacja: kupuj | cena docelowa: 213,65 PLN | cena bieżąca: 173,50 PLN

KRU PW; KRU.WA | Finanse, Polska

Opracowanie: Michał Konarski +48 22 438 24 05, Mikołaj Lemańczyk +48 22 438 24 07

W dniu 10 czerwca Kruk S.A. zorganizował „dzień inwestora”, w którym uczestniczyliśmy. Spółka skupiła się na prezentacji zmiany w zarządzaniu Spółki na podejście LEAN oraz jej wymiernego efektu na efektywność całej organizacji. Ponadto, Kruk przedstawił aktualne informacje na temat operacji w Polsce i zagranicą, z których wynika dalsza poprawa we Włoszech oraz dobra sytuacja na rynku zakupowym w Rumunii. Po dniu inwestora nie zmienimy naszych prognoz, ale poprawiająca się sytuacja we Włoszech może skłonić Kruka do powrotu na rynek zakupów w 2H'19, co z kolei powinno mieć pozytywny wpływ na nasze prognozy na 2020 rok. Niemniej jednak rewizja będzie możliwa dopiero po wynikach za 2H'19, kiedy Kruk potwierdzi pozytywne trendy na nowych rynkach. Poniżej przedstawiamy główne punkty z dnia inwestora:

Polska:

- Zarząd uważa, że Polska jest najbardziej perspektywicznym rynkiem w „portfolio” Kruka. Zmiany w prawie spowodują zwiększenie podaży portfeli niepracujących przez banki. Kruk jest przygotowany na wycenę oraz zakup nowego typu portfeli tzn. mniej przeterminowanych a przez co droższych.
- Pomimo rosnącej ceny za portfele Zarząd oczekuje, że zwrot z portfeli także wzrośnie ze względu na lepszą ich jakość.
- Kruk nie wyklucza dalszych akwizycji portfeli GetBack, ale finalizacja uzależniona jest od ceny oraz danych jakie GetBack może dostarczyć Krukowi na temat portfeli.
- Kruk operacyjnie przygotowany jest do konsolidacji na rynku nawet znaczących podmiotów.
- Polskie banki „pogodziły” się z niższymi cenami za portfele po paru latach wzmożonej konkurencji i wracają na rynek sprzedaży.
- Zarząd zakłada, że nakłady Kruka w Polsce w 2019 roku powinny wynieść co najmniej tyle ile w 2018 roku tj. 627 mln PLN. Zarząd oczekuje przyspieszenia w inwestycjach w 2H'19.
- Zarząd ocenia, że otoczenie konkurencyjne zachowuje się obecnie racjonalnie a paru ważnych graczy może być zajętych „konsumpcją” nabytych portfeli w 1H'19 (Hoist nabył znaczący portfel GetBack) czy własnymi sprawami operacyjnymi (fuzja Intrum).

Rumunia:

- Zarząd wskazał, że nakłady w Rumuni na koniec maja już są wyższe niż w całym 2018 roku (tj. 148 mln PLN).
- Zarząd ocenia potencjał rynku Rumuńskiego w roku obecnym na 8,5 mld PLN wobec 4 mld PLN w 2018 roku.
- Zarząd oczekuje, że Kruk pozostanie dominującym podmiotem w Rumunii. Zarząd podkreślił, że historyczny udział w rynku Kruka wynosił około 50%, a w 2019 roku jest znacząco wyższy.

- Zarząd zwrócił uwagę na korzystne zachowanie kursu RON w 2Q'19 co może oznaczać odwrócenie części strat z 1Q'19.
- Prawo podwójnej ceny ponownie zostało zgłoszone do rozpatrzenia przez parlament Rumuński jako, że poprzednio zostało odrzucone przez Trybunał Konstytucyjny z powodów formalnych. Niemniej jednak obecnie Kruk widzi małe szanse na jego uchwalenie biorąc pod uwagę znacznie lepsze przygotowanie sektora do batalii prawnej oraz kategoryczny sprzeciw banków.

Włochy:

- Zarząd ocenia, że wstępna ocena portfeli wystawionych na sprzedaż w 2H'19 wygląda atrakcyjnie. Niemniej jednak ponowne wyjście na rynek zakupowy we Włoszech zależeć będzie od poprawy bieżącego biznesu.
- Zarząd Kruka potwierdził, że wprowadzenie modelu hybrydowego (po zasądzeniu portfela, Kruk ponownie proponuje ugodę) we Włoszech daje wymierne korzyści. Zarząd wskazał, że spłaty z portfeli jako i proces sądowy znajduje się obecnie powyżej planu.
- Zarząd potwierdził, że nie sprzedawał własnych portfeli na rynku wtórnym we Włoszech.
- Kruk nie potrafi ocenić obecnie wpływu technicznej recesji we Włoszech na rentowność biznesu. Niemniej jednak, przedstawiciel Kruka od wycen portfeli stwierdził, że wahania PKB powinny mieć mało znaczący efekt na rentowność portfeli a taki parametr nie jest determinujący przy ich wycenie.

Hiszpania:

- Podobnie jak we Włoszech Kruk widzi znaczący potencjał w procesie hybrydowym. Efekty procesu znajdują się znacząco powyżej planu.
- Kruk uważa, że w 2H'19 mogą być okazje zakupowe na rynku Hiszpańskim

Naszym zdaniem:

- **Uważamy, że nasza prognoza nakładów, która zakłada 622 mln PLN w Polsce, 203 mln PLN w Rumunii oraz 62 mln PLN na pozostałych rynkach jest nadal aktualna. Niemniej jednak okazje zakupowe we Włoszech i Hiszpanii w 2H'19 mogą ten obraz znacząco zmienić. Pozytywnie odbieramy też, poprawiającą się sytuację na rynkach południowych, chociaż prawdziwy test Kruk przejdzie w czerwcu oraz lipcu, na które przypada szczyt spłat. Nasze obecna rekomendacja to Kupuj z ceną docelową na poziomie 213,65 PLN/akcję.**



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

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 9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPIJ – 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.

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.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji.

Investowanie 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.

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.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczył, 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. Informacje takie są aktualne na dzień publikacji ostatniego *Przeglądu miesięcznego* przez Dom Maklerski mBanku lub na dzień wydania nowej rekomendacji dotyczącej poszczególnych emitentów.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitentów przed jego publikacją.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł pobierać wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: ABC Data, Alchemia, Alior Bank, Ambra, Amica, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BGZ BNP Paribas, BoomBIT, Boryszew, Capital Park, CD Projekt, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Ergis, Erste Bank, Famur, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, Groclin, Impexmetal, INDATA, ING BSK, Kopex, Kruk, LW Bogdanka, Mangata, Mennica Polska, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Oponeo.pl, Orbis, OTP Bank, PA Nova, PBKM, PEKABEX, PGE, PGNIG, PKO BP, Polenergia, Polimex-Mostostal, Polnord, Polwax, Prime Car Management, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawplug, Santander Bank Polska, Seco/Warwick, Skarbiac Holding, Solar Company, Stelmet, Sygnity, Tarczyński, TOYA, Trakcja, Unibep, Uniwheels, Vistal Gdynia, YOLO, Zastal, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. pośredniczył w wezwaniu do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji: ABC Data, BoomBIT, Orbis, Polenergia, Polwax, Prime Car Management.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz mBank S.A.

mBank S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej klientów Domu Maklerskiego mBanku z Pekao oraz umowę abonentową z Orange Polska S.A.

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

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.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie:
http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl

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.

Dom Maklerski mBanku

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

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.klischcz@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 Bogusz
+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel, gaming

Aleksandra Szklarczyk
+48 22 438 24 04
aleksandra.szklarczyk@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Poniatowski
+48 22 438 24 09
piotr.poniatowski@mbank.pl
przemysł

Mikołaj Lemańczyk
+48 22 438 24 07
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
finanse

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

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