

KRUK

Sektor finansowy

Reuters: KRU.WA Bloomberg: KRU.PW

2 kwietnia 2012

Dobry rok po roku znakomitym

Podtrzymana rekomendacja „Kupuj”, cena docelowa podniesiona do 58,6 zł

Podnosimy naszą cenę docelową dla spółki Kruk z 52,3 zł do 58,6 zł. Wyższa wycena porównawcza i większe prognozowane wolne przepływy pieniężne w naszym modelu DCF zdecydowanie przeważają nad negatywnym wpływem zrewidowanego w dół zysku na akcję (EPS) w latach 2012-13P (zysk EBITDA bez zmian). Biorąc pod uwagę 17-procentowy potencjał wzrostu, podtrzymujemy naszą rekomendację KUPUJ. Przy wskaźnikach na 2012P (P/E: 10,6x, EV/EBITDA: 10,4x) i 2013P (P/E: 9,0x, EV/EBITDA: 9,2x) akcje spółki są atrakcyjne zarówno w zestawieniu z jej głównym rywalem (Intrum Justitia), jak i w kontekście wskaźnika P/E w całej grupie spółek z sektora. Po znakomitych wynikach w 2011 r. lata 2012-13 zapowiadają się solidnie — prognozowana średnioroczna stopa wzrostu zysku na akcję to 18%, a oczekiwany wzrost zysku EBITDA wyniosł 29%. Znacznie powinny poprawić się również wpływy gotówkowe Kruka, dlatego na koniec 2013 r. spodziewane są dodatnie wolne przepływy pieniężne w segmencie przejętych długów.

Podnosimy naszą cenę docelową dla spółki Kruk z 52,3 zł do 58,6 zł — to efekt wyższych wartości godziwych wynikających z porównania wskaźników i komponentów DCF w naszym modelu wyceny. Na drugi z tych czynników pozytywnie wpłynęły nasze wyższe prognozy przyszłych wolnych przepływów pieniężnych (wyższa suma spłat dla starych portfeli i zmiana kształtu krzywej spłat z portfeli z roku 2011 i kolejnych) oraz, w mniejszym zakresie, niższy koszt kapitału własnego (stopy wolne od ryzyka spadły zarówno w Polsce, jak i w Rumunii). Jednocześnie podnieśliśmy prognozy dotyczące dźwigni operacyjnej (stosunek zadłużenia netto do kapitału sięgnie na koniec 2012 r. poziomu 2,1x) i, w rezultacie, kosztów finansowania, co spowodowało obniżenie zysków na 2012-13P o 12-19% i negatywnie wpłynęło na uwzględniane w naszym modelu wycenę metodą wskaźników średniocyklicznych.

Podtrzymujemy rekomendację „Kupuj” ze względu na 17-procentowy potencjał wzrostu wynikający z naszej ceny docelowej. Wycena (przy wskaźniku P/E na poziomie 10,6x w 2012 r. i 9,0x w 2013 r. oraz EV/EBITDA o wartości 10,4x w 2012 r. i 9,2x w 2013 r.) jest w dalszym ciągu atrakcyjna, biorąc pod uwagę prognozowany wzrost zysku na akcję o 18% (średnioroczna stopa wzrostu w latach 2012-13P) i zysku EBITDA o 29%. W aspekcie porównawczym spółka Kruk jest notowana z niewielką premią dla wskaźnika EV/EBITDA w stosunku do międzynarodowych spółek z branży (pozostawiliśmy zysk EBITDA na lata 2012-13P praktycznie bez zmian, więc winowajcą jest tu więc rosnąca dźwignia finansowa), dla wskaźnika P/E w dalszym ciągu oferuje natomiast dyskonto. Należy też zauważyć, że Kruk jest dla wszystkich wskaźników tańszy od spółki Intrum Justitia, jedynej prawdziwie porównywalnej spółki zagranicznej.

Choć spadło tempo przybywania przeterminowanych wierzytelności, rynek niespłaconych pożyczek konsumenckich pozostaje atrakcyjny — rok 2012 powinien przynieść niemal niezmienną podaż w Polsce (wartość nominalna: 6,9 mld zł) i tylko umiarkowany spadek w Rumunii (2,4 mld zł w stosunku do 2,55 mld zł). Presja cenowa powinna jednak się zmniejszać, w miarę jak zaczną wyczerpywać się środki kupujących. Możliwość Kruka w zakresie zakupu portfeli będąc też ograniczane przez limity zadłużenia (na koniec 2012P zadłużenie netto/kapitału na poziomie 2,1x w stosunku do 1,9x na koniec 2011 r.). Solidne wpływy gotówkowe powinny jednak pozwolić spółce zakupić wierzytelności sięgające niemal 500 mln zł (w 2011 r. było to 564 mln zł) przy szacowanym udziale w rynku na poziomie 25% w Polsce (w 2011 r. było to 32%), 50% w Rumunii (2011 r.: 79%) i 20% w Czechach (w 2011 r.: 19%). W kolejnych latach nakłady będą zapewne spadać, ale przełożą się one jednak na dodatnie wolne przepływy pieniężne już w 2013 r. Nie uwzględniamy tu wejścia na rynek węgierski ani na inne nowe duże rynki, choć zauważamy wskazania zarządu na Rosję i Turcję jako potencjalne kierunki rozwoju spółki w średnim terminie.

Kształt krzywej spłat zaczął się zmieniać — spadają wpływy gotówkowe i wewnętrzne stopy zwrotu, suma spłat z zakupionych portfeli pozostała jednak w głównej mierze bez zmian, a nawet nieco wzrosła. To efekt rosnącego udziału ugod zawieranych z dłużnikami (stąd dłuższe okresy windykacji) i w pewnej mierze innej charakterystyki zakupionych ostatnio portfeli przeterminowanych wierzytelności. Mimo wyższej sumy spłat (241% w stosunku do wcześniejszych 222% dla starych portfeli, 221% dla nowych), niezmienna rentowność i niższe wewnętrzne stopy zwrotu (35% w przypadku portfeli z 2011 r. i nowszych w stosunku do 53% dla starszych) spowodują spadek przychodów (ok. 5-10% w latach 2012-13P) i opóźnią przepływy gotówkowe. Silniejszy efekt skali i spodziewany większy nacisk na koszty powinien jednak umożliwić utrzymanie solidnych marż (marża brutto: 51-53% w stosunku do 52% w 2011 r., marża EBIT: 35-37% w stosunku do 35% w 2011 r.) i tym samym zachować pozytywny wpływ dźwigni operacyjnej wykorzystywanej przez spółkę.

KRUK: Podsumowanie finansowe

W mln zł, o ile nie podano inaczej

	2010	2011	2012P	2013P	2014P
Przychody	164,3	274,0	374,7	450,1	492,6
EBITDA	46,6	101,4	145,4	168,7	187,4
EBIT	42,6	96,0	138,2	159,5	175,9
Zysk netto	36,1	66,4	79,9	94,2	110,5
EPS	2,34	4,02	4,73	5,57	6,54
P/E (x)	21,4	12,5	10,6	9,0	7,7
EV/EBITDA (x)	20,4	12,7	10,4	9,2	8,0

Źródło: Dane spółki, szacunki DM BZWBK

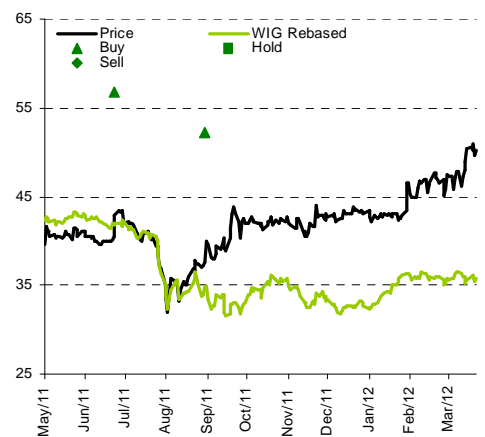
Rekomendacja

Kupuj

Zalecenie taktyczne

—

Cena (zł, 30 marca 2012)	50.2
Cena docelowa (zł)	58.6
Kapitalizacja (zł m)	847.6
Free float (%)	56.9
Liczba akcji (mln)	16.9
Średni dzienny obrót (3 miesiące)	18tys.
EURPLN	4.15
USDPLN	3.11



Wykres mierzy zmianę ceny akcji w stosunku do indeksu WIG. 30/03/2011, indeks WIG zamknął się na poziomie 41,267

Rek.	Data	Cena		Zmiana kursu	
		W dniu publikacji	Cena docelowa	absolutna	względna (p.p)
K	09/07/2011	37.6	52.3	33.5%	31.4
K	07/11/2011	42.8	56.8	-12.2%	4.6

Główni akcjonariusze	% głosów
Enterprise Fund IV L.P.	24.8
Piotr Krupa	15.7
Zarząd i pracownicy	2.5

Opis spółki

KRUK jest spółką z sektora windykacji należności działającą zarówno w segmencie inkaso jak i nabywającą portfele na własny rachunek. Jest liderem rynku w Polsce i Rumunii, a niedawno weszła na rynek czeski. Zatrudnia 1,384 osób, a koniec roku 2011 miała w portfelu 15 mld zł należności przeterminowanych

Zespół analiz:

Dariusz Górski

Dom Maklerski BZ WBK SA

Pl. Wolności 15
60-967 Poznań
fax. +48 61 856 48 80
www.dmbzwbk.pl

Zespół Maklerów Transakcyjnych

Tomasz Leśniewski, Kierownik	tel. +48 61 856 43 67	tomasz.lesniewski@bzwbk.pl
Grzegorz Skrzyczyński, Zastępca Kierownika	tel. +48 22 526 21 23	grzegorz.skrzyczynski@bzwbk.pl
Artur Kolsut, Makler	tel. +48 22 526 21 25	artur.kolsut@bzwbk.pl
Paweł Bartczak, Makler	tel. +48 61 856 43 89	pawel.bartczak@bzwbk.pl
Paweł Kubiak, Makler	tel. +48 61 856 50 57	pawel.kubiak@bzwbk.pl
Sławomir Kozłarek, Makler	tel. +48 61 856 50 13	slawomir.kozlarek@bzwbk.pl
Jacek Siera, Makler	tel. +48 61 856 41 29	jacek.siera@bzwbk.pl
Paweł Łabęcki, Makler	tel. +48 61 856 50 38	pawel.labecki@bzwbk.pl
Karol Koszarski, Makler	tel. +48 61 856 45 68	karol.koszarski@bzwbk.pl
Maciej Ciesielski, Makler	tel. +48 61 856 48 57	maciej.ciesielski@bzwbk.pl
Jan Nowakowski, Makler	tel. +48 22 526 21 24	jan.nowakowski@bzwbk.pl

ZASTRZEŻENIE DOTYCZĄCE CHARAKTERU DOKUMENTU ORAZ ODPOWIEDZIALNOŚCI ZA SPORZĄDZENIE, TREŚĆ I UDOSTĘPNIENIE DOKUMENTU

Niniejszy materiał został przygotowany przez Dom Maklerski BZ WBK S.A. (DM BZ WBK S.A.), podmiot podlegający przepisom Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2010 r. Nr 211, poz. 1384 – j.t. z późn. zm.), Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. z 2009 r. Nr 185, poz. 1439 – j.t. z późn. zm.) oraz Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U. z 2005 r. Nr 183, poz. 1537 z późn. zm.). Materiał ten jest adresowany do inwestorów kwalifikowanych oraz klientów profesjonalnych w rozumieniu przepisów wyżej wskazanych ustaw oraz do Klientów DM BZ WBK S.A. uprawnionych do otrzymywania rekomendacji na podstawie umów o świadczenie usług.

Wszelkie znaki towarowe, oznaczenia usług i loga użyte w niniejszym dokumencie są znakami towarowymi, oznaczeniami usług lub zarejestrowanymi znakami towarowymi lub oznaczeniami usług DM BZ WBK S.A. lub podmiotów z Grupy BZ WBK.

Autorem dokumentu jest DM BZ WBK S.A. DM BZ WBK S.A. nie jest obowiązany do zapewnienia, czy instrumenty finansowe, do których odnosi się niniejszy dokument, są odpowiednie dla danego inwestora. Inwestycje oraz usługi przedstawione lub zawarte w niniejszym dokumencie mogą nie być dla konkretnego inwestora właściwe, dlatego w razie wątpliwości dotyczących takich inwestycji bądź usług inwestycyjnych zaleca się konsultację u niezależnego doradcy inwestycyjnego. Żaden z zapisów w niniejszym dokumencie nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej ani podatkowej, ani też nie jest wskazaniem, iż jakkolwiek inwestycja lub strategia jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji inwestora.

W przypadku, gdy rekomendacja dotyczy kilku spółek, pojęcie „Emitenta” będzie odnosić się do wszystkich tych spółek.

Podmioty powiązane z DM BZ WBK S.A. mogą, w zakresie dopuszczalnym prawem, uczestniczyć lub Rovese S.A. („Emitent”) 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 BZ WBK S.A. może, w zakresie dopuszczalnym prawem polskim, Wielkiej Brytanii oraz pozostałymi prawami oraz przepisami, przeprowadzać transakcje Instrumentami finansowymi, zanim niniejszy materiał zostanie przedstawiony odbiorcom. Niniejszy materiał może dotyczyć inwestycji lub usług świadczonych przez osobę spoza Polski, Wielkiej Brytanii, innego państwa lub innych zagadnień nie leżących w zakresie Komisji Nadzoru Finansowego, Financial Services Authority lub innego stosownego organu. Szczegółowe informacje dostępne są na życzenie.

DM BZ WBK S.A. informuje, iż niniejszy dokument będzie aktualizowany nie rzadziej niż raz w roku. Niniejsza rekomendacja obowiązuje przez okres 24 miesięcy od dnia jej wydania, nie dłużej jednak niż do czasu wydania następnej rekomendacji.

DM BZ WBK S.A. mógł wydać w przeszłości lub może wydać w przyszłości inne dokumenty, przedstawiające inne wnioski, niespójne z przedstawionymi w niniejszym dokumencie. Takie dokumenty odzwierciedlają różne założenia, punkty widzenia oraz metody analityczne przyjęte przez przygotowujących je analityków. DM BZ WBK S.A. nie jest zobowiązany do zapewnienia, iż takie dokumenty będą podawane do wiadomości adresatów niniejszego dokumentu.

Informacje i opinie zawarte w niniejszym dokumencie zostały zebrane lub opracowane przez DM BZ WBK S.A. ze źródeł uznawanych za wiarygodne, jednak DM BZ WBK S.A. oraz spółki powiązane nie ponoszą odpowiedzialności za wszelkie niedokładności lub pominięcia w niniejszym dokumencie przygotowanym przez DM BZ WBK S.A. lub wysłanym przez DM BZ WBK S.A. do dowolnej osoby w związku z oferowanymi instrumentami finansowymi i każda taka osoba będzie odpowiedzialna za przeprowadzenie na własną rękę badań oraz analiz informacji zawartych w niniejszym dokumencie i będzie odpowiedzialna za ocenę zalet oraz ryzyka związanego z instrumentami finansowymi będącymi tematem niniejszego lub dowolnego innego dokumentu. Niniejsze oświadczenie będzie częścią oraz warunkiem każdej umowy zawartej przez DM BZ WBK S.A. lub jego spółki powiązane z każdą taką osobą odnośnie dowolnej transakcji instrumentami finansowymi. Informacje i opinie zawarte w niniejszym dokumencie mogą się zmienić bez konieczności poinformowania o tym fakcie.

DM BZ WBK S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikłe wskutek złożenia zlecenia na podstawie niniejszego dokumentu.

NINIEJSZY DOKUMENT NIE STANOWI OFERTY LUB ZAPROSZENIA DO SUBSKRYPCJI LUB ZAKUPU INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH, ANI NIE MA NA CELU NAKŁANIANIA DO NABYCIA LUB ZBYCIA JAKICHKOLWIEK INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH. NINIEJSZY DOKUMENT JEST PRZEDSTAWIONY PAŃSTWU WYŁĄCZNIE W CELACH INFORMACYJNYCH I NIE MOŻE BYĆ KOPIOWANY LUB PRZEKAZYWANY OSOBOM TRZECIM.

W SZCZEGÓLNOŚCI ANI NINIEJSZY DOKUMENT, ANI JEGO KOPIA NIE MOGĄ ZOSTAĆ BEZPOŚREDNIO LUB POŚREDNIO PRZEKAZANE LUB WYDANE W STANACH ZJEDNOCZONYCH AMERYKI, AUSTRALII, KANADZIE, JAPONII.

ROZPOWSZECZNIANE BEZPOŚREDNIO LUB POŚREDNIO W TYCH PAŃSTWACH LUB W ŚRÓD OBYWATELI TYCH PAŃSTW LUB OSÓB W NICH PRZEBYWAJĄCYCH MOŻE STANOWIĆ NARUSZENIE PRAWA DOTYCZĄCEGO INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH OBOWIĄZUJĄCEGO W TYCH KRAJACH.

ROZPOWSZECZNIANIE LUB UDOSTĘPNIANIE TEGO DOKUMENTU NA TERYTORIUM INNYCH PAŃSTW MOŻE BYĆ OGRANICZONE PRZEZ ODPOWIEDNIE PRZEPISY PRAWA. OSOBY UDOSTĘPNIAJĄCE LUB ROZPOWSZECZNIAJĄCE TEN DOKUMENT SA OBOWIĄZANE ZNAĆ TE OGRANICZENIA I ICH PRZESTRZEGAĆ.

W USA LUB WIELKIEJ BRYTANII NINIEJSZY DOKUMENT MOŻE BYĆ JEDYNIEM ROZPOWSZECZNIANY WŚRÓD OSÓB, KTÓRE POSIADAJĄ PROFESJONALNĄ WIEDZĘ W ZAKRESIE INWESTOWANIA ZGODNIE Z ARTYKUŁEM 19(5), 38, 47 I 49 USTAWY Z 2000 ROKU O RYNKACH I USŁUGACH FINANSOWYCH I ROZPORZĄDZENIEM Z 2001.

NINIEJSZY DOKUMENT NIE ZOSTAŁ PRZYGOTOWANY PRZEZ LUB WE WSPÓŁPRACY Z EMITENTEM. INFORMACJI ZAWARTYCH W NINIEJSZYM DOKUMENCIE NIE NALEŻY TRAKTOWAĆ JAKO AUTORYZOWANYCH LUB ZATWIERDZONYCH PRZEZ EMITENTA. OPINIE ZAWARTE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE SĄ WYŁĄCZNIE OPINIAMI DM BZ WBK S.A.

DM BZ WBK S.A. INFORMUJE, IŻ INWESTOWANIE ŚRODKÓW W INSTRUMENTY FINANSOWE WIĄŻE SIĘ Z RYZYKIEM UTRATY CZEŚCI LUB CAŁOŚCI ZAINWESTOWANYCH ŚRODKÓW.

DM BZ WBK S.A. 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 OBLIGOWYCHYCH ZGODNIE Z OBOWIĄZUJĄCYMI PRZEPISAMI POLSKIEGO PRAWA.

Informacja „Overweight”/„Underweight”/„Neutral” („Przeważaj”/„Niedowóżaj”/„Neutralne”) – oznacza, iż w ocenie autorów niniejszego dokumentu kurs spółki w ciągu miesiąca może zachować się lepiej/gorzej/neutralnie w stosunku do indeksu WIG20.

W przypadku zamieszczenia przy poszczególnych spółkach informacji „Overweight”/„Underweight”/„Neutral” („Przeważaj”/„Niedowóżaj”/„Neutralne”) - informacja ta nie powinna być traktowana jako zalecenie inwestycyjne dotyczące danego instrumentu finansowego.

System rekomendacyjny DM BZ WBK S.A. opiera się na wyznaczaniu cen docelowych i ich relacji do ceny bieżącej instrumentów finansowych, poza tym w przypadku rekomendacji kierowanych do szerokiego kręgu odbiorców wymaga zastosowania dwóch sposobów wyceny. Zawarte w niniejszym materiale informacje „Overweight”/„Underweight”/„Neutral” („Przeważaj”/„Niedowóżaj”/„Neutralne”) nie spełniają żadnego z powyższych wymogów. Ponadto w zależności od okoliczności mogą one stanowić podstawę do podjęcia różnych (także o przeciwnych kierunkach) zachowań inwestycyjnych dla poszczególnych inwestorów.

Mid-caps – zamieszczenie spółki w portfolio mid-cap oznacza, iż w ocenie autorów niniejszego dokumentu kurs danej spółki może zachować się w ciągu jednego miesiąca lepiej niż indeks WIG20.

W przypadku sugerowania spółek w ramach portfela małych spółek („Mid-caps”) informacje dotyczące tego portfela jak i wskazanych w nim spółek nie powinny być postrzegane przez inwestorów jako zalecenia inwestycyjne. Dodawanie i zdejmowanie spółek z listy odbywa się ze względu na wymogi rotacji spółek na liście. Spółki z listy Mid-caps nie spełniają opisanych powyżej wymogów systemu rekomendacyjnego DM BZ WBK S.A. Ponadto w zależności od okoliczności mogą one stanowić podstawę do podjęcia różnych (także o przeciwnych kierunkach) zachowań inwestycyjnych dla poszczególnych inwestorów.

Zmian wag dla spółek, które już wcześniej znajdowały się w portfolio, nie należy pojmować jako zaleceń inwestycyjnych. Zmiany te mają na celu wyłącznie wyrównanie łącznej wagi wszystkich spółek do 100%.

Osoby biorące udział w selekcji spółek do portfela Mid-caps mogą zawierać transakcje ich sprzedaży na WGPW, jeśli dana spółka znajduje się na liście spółek dłużej niż przez jeden miesiąc.

Przy sporządzaniu niniejszego dokumentu DM BZ WBK S.A. korzystał co najmniej z dwóch z następujących metod wyceny:

- 1) zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF),
- 2) porównawczej,
- 3) mnożników średnioklucznych,
- 4) zdyskontowanych dywidend (DDM).

Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Do jej mocnych stron zaliczyć można uwzględnienie wszystkich strumieni gotówki, jakie wpływają do spółki oraz kosztu pieniądza w czasie. Wadami wyceny DCF są: duża ilość parametrów i założeń, które należy oszacować i wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

Metoda porównawcza opiera się na ekonomicznym prawie „jednej ceny”. Mocnymi stronami metody porównawczej są: mała ilość parametrów, jakie analityk musi oszacować, oparcie wyceny na aktualnych warunkach rynkowych, stosunkowo duża dostępność wskaźników dla porównywanych spółek oraz szeroka znajomość metody porównawczej wśród inwestorów. Do wad wyceny metodą porównawczą zaliczyć można znaczną

wrażliwość wyników wyceny na wybór spółek do grupy porównawczej, uproszczenie obrazu spółki prowadzące do pominięcia pewnych istotnych czynników (np.: dynamika wzrostu, aktywa pozaoperacyjne, ład korporacyjny, powtarzalność wyników, różnice w stosowanych standardach rachunkowości) oraz niepewność efektywności rynkowej wyceny porównywanych spółek.

Metoda mnożników średniocyklicznych opiera się na długoterminowym dwuletnim średnim konsensusie mnożników P/E oraz EV/EBITDA dla spółek grupy porównawczej. Metodologia ta ma na celu określenie wartości godziwej dla cyklicznych spółek. Wadą tej metody jest fakt iż implikowana wycena może znacznie różnić się od wartości rynkowej analizowanej spółki w szczycie lub na dnie cyklu oraz jej zależność od jakości danych zewnętrznych (w tym przypadku konsensus wg Bloomberg). Zaletą jest prostota metody oraz uśredniona wartość dla całego cyklu, pozwalająca wychwytywać zarówno przewartościowanie jak i niedowartościowanie danego analizowanego waloru.

Metoda zdyskontowanych dywidend (DDM) bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych dywidendach wypłaconych przez spółkę. Do jej mocnych stron można zaliczyć uwzględnienie realnych przepływów pieniężnych do właścicieli kapitału akcyjnego oraz fakt, że metoda ta jest może być wykorzystywana w przypadku spółek z długą historią wypłacania dywidendy. Główną wadą metody zdyskontowanych dywidend jest oszacowywanie wielkości wypłacanej dywidendy na podstawie dużej ilości parametrów i założeń, w tym stopy wypłaty dywidendy.

Wyjaśnienia terminologii fachowej użytej w rekomendacji:

EBIT - zysk operacyjny
 EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja
 P/E - wskaźnik ceny do zysku na akcje
 EV - kapitalizacja spółki powiększona o dług netto
 PEG - wskaźnik P/E do wzrostu zysków
 EPS - zysk na akcje
 CPI - wskaźnik cen i usług towarów konsumpcyjnych
 WACC - średni ważony koszt kapitału
 CAGR - średnioroczny wzrost
 P/CE - wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję
 NOPAT - teoretyczny zysk operacyjny po opodatkowaniu
 FCF - wolne przepływy pieniężne
 BV - wartość księgowa
 ROE - zwrot na kapitale własnym

Definicje rekomendacji:

Kupuj – całkowita oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji w akcje przekroczy 15% w ciągu dwunastu miesięcy.
 Trzymaj - całkowita oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji w akcje wyniesie od 0% do 15% w ciągu dwunastu miesięcy.
 Sprzedaj - całkowita oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji w akcje wyniesie mniej niż 0% w ciągu dwunastu miesięcy.

Na przestrzeni ostatnich 3 miesięcy Dom Maklerski BZ WBK S.A. wydał: 7 rekomendacji Kupuj, 7 rekomendacji Trzymaj oraz 8 rekomendacji Sprzedaj.

Emitent nie posiada akcji DM BZ WBK S.A.

Członkowie władz Emitenta ani osoby im bliskie nie są członkami władz DM BZ WBK S.A.

Żadna z osób zaangażowanych w przygotowanie raportu nie pełni funkcji w organach Emitenta, nie zajmuje stanowiska kierowniczego, ani nie jest osobą bliską dla członków władz Emitenta 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 jej przygotowaniu, ale miały lub mogły mieć do niej dostęp, nie istnieją osoby, które posiadają akcje Emitenta lub instrumenty finansowe, których wartość jest w sposób istotny związana z wartością instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM BZ WBK S.A. nie 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 BZ WBK S.A. nie był członkiem konsorcjum oferującego instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta.

DM BZ WBK S.A. nie nabywał lub nie zbywał instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe.

DM BZ WBK S.A. nie pełni roli animatora rynku dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.

DM BZ WBK S.A. nie pełni roli animatora emitenta dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.

DM BZ WBK S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy nie otrzymał wynagrodzenia z tytułu świadczenia usług na rzecz Emitenta.

DM BZ WBK S.A. nie posiada akcji Emitenta instrumentów finansowych będących przedmiotem niniejszej rekomendacji, w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.

Bank Zachodni WBK S.A., który jest podmiotem powiązany z DM BZ WBK S.A., nie jest powiązany pośrednio ani bezpośrednio z Emitentem.

DM BZ WBK S.A. nie wykluca możliwości nabycia przez któryś z podmiotów z nim powiązanych, w okresie sporządzania niniejszej rekomendacji, akcji Emitenta instrumentów finansowych, powodującego osiągnięcie łącznej liczby stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.

Poza wspomnianymi powyżej, Emitenta nie łączą żadne inne stosunki umowne z DM BZ WBK S.A., które mogłyby wpłynąć na obiektywność rekomendacji zawartych w niniejszym dokumencie. DM BZ WBK S.A. nie posiada tak bezpośrednio jak i pośrednio instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta lub których wartość zależna jest w istotny sposób od wartości instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta. Nie jest jednak wykluczone, że w okresie następnym dwunastu miesięcy, włącznie z okresem obowiązywania niniejszej rekomendacji DM BZ WBK S.A. składać będzie ofertę świadczenia usług na rzecz Emitenta, jak również będzie nabywał lub zbywał instrumenty finansowe wyemitowane przez Emitenta lub których wartość zależna jest od wartości instrumentów finansowych wyemitowanych przez Emitenta. DM BZ WBK S.A. nie jest stroną żadnej umowy – z wyjątkiem umów brokerskich z klientami, w wykonaniu których DM BZ WBK S.A. sprzedaje i kupuje akcje Emitenta na zlecenie swoich klientów - której świadczenie byłoby zależne od wyceny instrumentów finansowych omawianych w niniejszym dokumencie.

Wynagrodzenie otrzymywane przez osoby sporządzające niniejszy dokument może być w sposób pośredni zależne od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej, dotyczących instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta, dokonywanych przez DM BZ WBK S.A. lub podmioty z nim powiązane.

W opinii DM BZ WBK S.A. niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i z wykluczeniem jakiegokolwiek konfliktu interesów, który mógłby wpłynąć na jego treść. DM BZ WBK S.A. nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

DM BZ WBK S.A. podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego i niniejszy dokument został sporządzony w ramach prowadzonej przez Dom Maklerski działalności.

Data na pierwszej stronie niniejszego raportu jest datą sporządzenia i opublikowania raportu.

UWAŻA SIĘ, ŻE KAŻDY KTO PRZYJMUJE LUB WYRAŻA ZGODĘ NA PRZEKAZANIE MU TEGO DOKUMENTU WYRAŻA ZGODĘ NA TREŚĆ POWYŻSZYCH ZASTRZEŻEN.

Dom Maklerski BZ WBK S.A. z siedzibą w Poznaniu, pl. Wolności 15, 60 - 967 Poznań, zarejestrowany w Sądzie Rejonowym Poznań – Nowe Miasto i Wilda, VIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS 000006408, nr NIP 778-13-59-968, kapitał zakładowy 44 973 500 zł w całości wpłacony.