

## Kruk

Investowanie w portfele na rynkach zagranicznych wpływa na zmianę struktury walutowej przychodów spółki. W rezultacie operacyjna ekspozycja spółki na ryzyko kursowe jest znacząca (45% przychodów vs. 20% kosztów w walucie) i w ujęciu wartościowym w okresie 9 m-cy ubr. wyniosła 60 mln RON. Taka teza jest jednakże dużym uproszczeniem, gdyż przychody rozpoznawane są w oparciu o średnioroczną oczekiwaną stopę zwrotu mierzoną IRR, które są niższe od wpływów jakie spółka osiąga w walucie w danym okresie. W ujęciu gotówkowym ekspozycja obecnie nie występuje ze względu na reinwestowanie wpływów walutowych w zakupy nowych portfeli.

- Kierunki sprzedaży**. Dekompozycja przychodów ze sprzedaży grupy wskazuje na rosnący udział przychodów z portfeli nabytych w Rumunii, w które inwestowano począwszy od 2007 r., w strukturze łącznych obrotów Kruka. W rezultacie w okresie I - III kw. ubr. sprzedaż w Rumunii osiągnęła wartość 78,2m zł (tj. 41% skonsolidowanych obrotów, wzrost o 180% r/r), co związane było ze wzrostem wpływów z portfeli jak również aktualizacji założeń dotyczących wysokości przyszłych spłat (zgodnie z polityką rachunkowości przyjętą przez spółkę wpływa na wyniki danego okresu). W przyszłości w związku z pierwszymi inwestycjami w portfele w Czechach i na Słowacji można oczekiwać wzrostu znaczenia rynków zagranicznych (wstępnie oszacowana wartość rynków wyrażona w cenach płaconych za pakiety w 2011 r. wyniosła w Polsce, Czechach, Rumunii, na Węgrzech i na Słowacji odpowiednio 1000 mld PLN, 200 mln PLN, 150 mln PLN, 70 mln PLN oraz poniżej 50 mln PLN).
- Koszty operacyjne**. W strukturze kosztów (z wyłączeniem kosztów ogólnych) w analizowanym okresie wydatki przypisane Rumunii wyniosły 15,3 mln PLN (tj. 22% łącznych bezpośrednich i pośrednich kosztów działalności). Dodatkowo finansowanie działalności zagranicznej jest pozyskiwane w kraju, a jedynie otrzymane obecnie wpływy walutowe ze spłat portfeli są reinwestowane na lokalnych rynkach.
- Ekspozycja operacyjna**. W rezultacie ekspozycja walutowa spółki (obecnie głównie w RON) jest znacząca i tylko częściowo pokryta hedgingiem naturalnym (45% przychodów walutowych vs. 20% kosztów walutowych), która w okresie 9 m-cy ubr. w ujęciu wartościowym wyniosła ok. 60 mln RON. Taka teza jest jednakże dużym uproszczeniem, gdyż ekspozycję należałoby oceniać w ujęciu gotówkowym, a ta w praktyce nie występuje. Długa pozycja walutowa Kruka jest niwelowana hedgingiem naturalnym, gdyż wpływy walutowe od dłużników podlegają reinwestycji w nabyciu nowych portfeli w Rumunii.
- Ekspozycja bilansu**. Również na poziomie bilansu spółka nie zabezpiecza ryzyka kursowego, natomiast IRR szacowany jest w oparciu o notowania futures RON/PLN dla harmonogramu wpływów. Tym samym zmiana notowań RON/PLN (wyłączając inne czynniki mające wpływ na waluację portfela wierzycielski np. różnice pomiędzy rzeczywistymi spłatami a modelową krzywą spłat zarówno w danym okresie jak również spodziewane w przyszłości) ma wpływ na aktualizację jego wartości oraz odniesienie różnicy w wycenie bezpośrednio in plus bądź in minus w przychody danego okresu.
- Strategia spółki / Koniunktura w branży**. Podaży wierzycielski w kraju, pomimo ustabilizowaniu się poziomu zadłużenia sektora prywatnego (wyłączając sprzedaż kredytów hipotecznych), sprzyjać powinien oczekiwany wzrost szkodowości portfeli bankowych oraz rosnąca skłonność tych instytucji do systematycznej sprzedaży wierzycielski. Jednocześnie spodziewamy się pozytywnych efektów związanych z geografiją rynków spółki, która w efekcie zagranicznej ekspansji poprawia się. Dostrzegamy jednocześnie zmniejszenie roli rynku inkasa w działalności spółki, które wynika ze zmiany strategii banków w kierunku szybszej sprzedaży portfeli, a w ostatnim czasie również w wyniku zmniejszenia ich akcji kredytowej. Pozytywnie natomiast oceniamy dynamiczny rozwój systemu ERIF (1,1 mln rekordów na koniec ubr.), co zbliża ją do komercyjnego wykorzystania oraz działalność związaną z udzielaniem pożyczek dotychczasowym dłużnikom spółki.

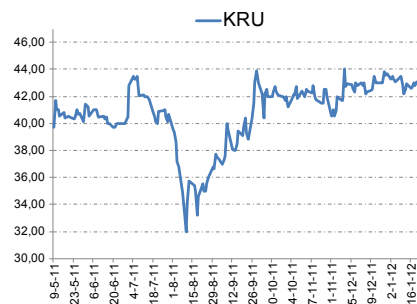
### DANE FINANSOWE

m zł	2008	2009	2010	4 ost. kw.
Przychody	103,9	128,6	164,3	224,0
EBIT	24,8	31,7	42,6	80,0
EBITDA gotówkowa	72,119	90,49	126,3	187,64
Zysk netto	16,7	23,5	36,1	59,3
ND/EBITDA (x)	1,1	0,4	0,8	1,9
P/E (x)	43,4	30,8	20,1	12,2
P/BV (x)	9,5	7,2	5,5	3,2
EV/EBITDA (x)	11,2	8,4	6,5	5,8

Źródło: spółka, P - prognozy Trigon DM

### DANE SPÓŁKI

Ticker	KRU
Sektor	Usługi finansowe
Kurs (zł)	42,8
Kapitalizacja (m zł)	724
Free float	59%



### OPIS DZIAŁALNOŚCI

Spółka operuje na rynku obrotu wierzycielskami poprzez inwestycje w pakiety wierzycielski (głównie detaliczne bankowe) oraz windykację na zlecenie. Kruk realizuje działalność również poza Polską, w Rumunii, Czechach oraz na Słowacji.

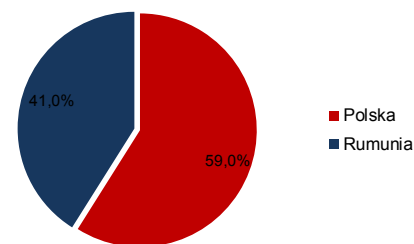
### AKCJONARIAT

	% kap.	% głos.
Enterprise Investors	24,8	24,8
Piotr Krupa	15,7	15,7
Generali OFE	6,5	6,5
ING OFE	5,1	5,1

### SEGMENTY OPERACYJNE

	1-3Q'10	1-3Q'11
<b>Przychody (m zł)</b>		
Nabyte pakiety	85,0	157,2
Usługi windykacyjne	33,8	30,7
Pozostałe	1,6	2,7
<b>Marża pośrednia (%)</b>		
Nabyte pakiety	49,8	59,3
Usługi windykacyjne	17,0	8,0
Pozostałe	-0,4	0,0

### KIERUNKI SPRZEDAŻY (%)



### ANALITYK

Grzegorz Kujawski  
 (48 22) 330-11-12  
 grzegorz.kujawski@trigon.pl