

Kruk

Wysoka efektywność operacyjna, przyspieszenie w inwestycjach

- Nakłady na portfele w II kwartale wyniosły 177 vs 44mln PLN przed rokiem.
- Wpływy z portfeli własnych wyniosły 211mln PLN (+2% r./r.), wyłączając jednak efekt sprzedaży wierzytelności w kwietniu ubr. (ok. 25mln PLN), dynamika wzrostu odzysków przekroczyła 15%. Wyniki te odzwierciedlają utrzymującą się wysoką efektywność operacyjną Kruka.
- Wzrost RFR w związku z wyceną wszystkich portfeli nabywanych począwszy od 2014r. metodą zamortyzowanego kosztu nie przekroczy naszym zdaniem 5mln PLN. Dodatkowo biorąc pod uwagę silne odzyski jego wpływ może zostać zneutralizowany pozytywną aktualizacją wyceny portfeli.
- W rezultacie oczekujemy 153mln PLN EBITDA gotówkowej (-1% r./r.) przypominając, że w II kwartale ubr. spółka osiągnęła 35mln PLN wpływów oraz 19mln PLN zysku na ww. transakcji sprzedaży wierzytelności.
- Perspektywy 2015:** W tym roku oczekiwana jest podaż kolejnych dużych portfeli hipotecznych na rynku polskim. Spodziewamy się utrzymania presji cenowej w Polsce w związku z zainteresowaniem rynkiem globalnych graczy oraz TFI, a także wzrostu cen w Rumunii. Niemniej jednak z racji wolnego miejsca na bilansie (ND/BV'14 1,3x) zakładamy wysoką aktywność zakupową Kruka w regionie. W całym roku prognozujemy inwestycje na poziomie 550mln PLN (grupa wydała 220mln PLN w I półroczu).
- Przekraczające nasze szacunki raportowane przez Kruka odzyski, niższa ekspansja kosztów oraz oczekiwany wzrost podaży nowych portfeli skłaniają nas do podniesienia średnioterminowych prognoz dla spółki. Podtrzymujemy rekomendację KUPUJ.**

mIn PLN	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15P	y/y	q/q
Przychody	103,0	103,3	103,4	120,1	143,6	103,8	120,4	133,2	138,6	-3%	4%
EBITDA	44,4	44,5	37,3	54,1	80,0	40,4	45,0	63,6	68,1	-15%	7%
EBIT	42,1	42,1	34,8	51,4	77,2	37,5	42,1	60,7	65,2	-16%	7%
Zysk netto	30,9	29,5	17,7	40,0	60,1	26,0	25,7	50,6	54,4	-9%	8%
P/E12M trailing	29,5	27,4	30,0	24,9	19,9	20,4	19,3	18,1	18,7		
EV/EBITDA 12M trailing	21,7	20,6	21,7	19,1	16,8	16,6	16,6	15,7	16,8		
zmiana przychodów r./r.	30%	20%	6%	25%	39%	0%	16%	11%	-3%		
marża EBITDA	43,1%	43,0%	36,1%	45,1%	55,7%	38,9%	37,4%	47,8%	49%		
marża EBIT	40,9%	40,7%	33,7%	42,8%	53,7%	36,1%	35,0%	45,6%	47,0%		
marża netto	30,0%	28,5%	17,1%	33,3%	41,8%	25,1%	21,4%	38,0%	39,3%		

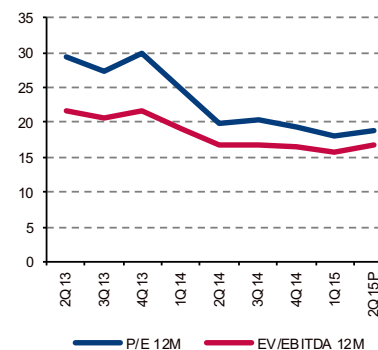
Raport za II kw.'15
31.08.2015

Kupuj
(Poprzednia: Kupuj 162 PLN)

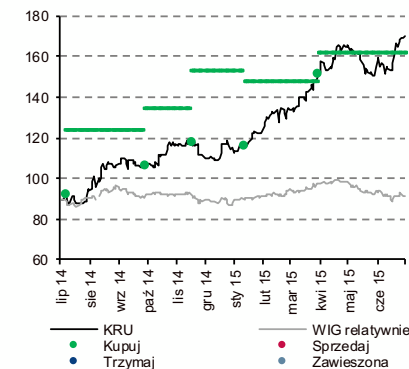
Cena docelowa: 189,9 PLN
Cena bieżąca: 169,6 PLN
Potencjał wzrostu: 12%

DANE SPÓŁKI		HISTORIA REKOMENDACJI		Data	Wycena
Ticker	KRU	Kupuj		2015-04-21	162
Sektor	Wierzytelności	Kupuj		2015-02-02	148
Kurs (PLN)	169,6	Kupuj		2014-12-08	153
52 tyg. min/max (PLN)	85,35 / 171,4	Kupuj		2014-10-20	135
Liczba akcji (mln szt.)	17,3	Kupuj		2014-07-28	124
Kapitalizacja (mln PLN)	2933				
Free-float	59,5%				
Śr. obroty 3M (mln PLN)	2,22				
Zmiana kursu	1M	3M	1Y		
	5,4%	9,7%	87,3%		

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES KRU NA TLE WIG



mIn PLN	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P
Przychody	343	406	488	540	618	681
EBITDA	144	162	219	250	285	310
EBIT	137	153	208	238	273	297
Zysk netto	81	98	152	187	209	222
EPS (PLN)	16,90	16,90	16,91	17,39	17,56	17,73
DPS (PLN)	0,00	0,00	0,00	2,40	3,19	4,17
P/E (x)	10,0	30,0	19,3	15,7	14,1	13,2
EV/EBITDA (x)	9,5	22,1	16,8	15,4	13,8	13,0
P/BV (x)	2,6	2,4	2,6	2,4	2,2	2,0
DY (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,9%	1,3%	1,7%

Wycena	Obecna	Poprzednia	Zmiana
Wycena DCF	190	162	17%
Wycena porów naw cza	150	122	23%

Zmiany prognoz mIn PLN	2015P			2016P			2017P		
	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	540	544	-1%	618	629	-2%	681	698	-2%
EBITDA	250	242	3%	285	281	2%	310	308	1%
EBIT	238	230	3%	273	268	2%	297	295	1%
Zysk netto	187	167	12%	209	186	12%	222	196	13%
P/E (x)	15,7	17,6		14,1	15,8		13,2	15,0	
EV/EBITDA (x)	15,4	12,3		13,8	10,7		13,0	9,7	
P/BV	2,4			2,2			2,0		
DY (%)	0,9%			1,3%			1,7%		

Wskaźniki rynkowe	2013	2014	2015P	2016P	2017P
P/E (x)	30,0	19,3	15,7	14,1	13,2
P/E skor. (x)	10,0	10,0	9,8	9,7	9,6
P/BV (x)	2,4	2,6	2,4	2,2	2,0
EV/EBITDA (x)	22,1	16,8	15,4	13,8	13,0
EV/EBITDA skor. (x)	2,9	3,1	3,2	3,0	2,7
EV/Sprzedaż (x)	4,0	4,7	5,1	4,9	4,7
FCF Yield (%)	0,1%	1,2%	-2,3%	0,1%	-4,8%
DY (%)	0,0%	0,0%	0,9%	1,3%	1,7%

Wskaźniki finansowe	2013	2014	2015P	2016P	2017P
EPS (PLN)	16,9	16,9	17,4	17,6	17,7
EPS skor. (PLN)	16,9	16,9	17,4	17,6	17,7
DPS (PLN)	0,0	0,0	2,4	3,2	4,2
BVPS (PLN)	71,9	65,2	69,4	77,2	86,9

Wskaźniki operacyjne	2013	2014	2015P	2016P	2017P
marża pośrednia (%)	54,9%	60,2%	61,4%	60,7%	59,5%
marża EBITDAA (%)	84,9%	100,2%	106,0%	110,1%	115,8%
marża EBIT (%)	37,7%	42,7%	44,0%	44,2%	43,6%
marża netto skor. (%)	24,1%	31,1%	34,7%	33,7%	32,6%
ROE (%)	27%	30%	28%	25%	22%
ROA (%)	9%	11%	12%	11%	11%
Koszty/Przychody (%)	45%	40%	39%	39%	40%
Dług netto/kapitał własny (x)	1,6	1,3	1,2	1,1	1,0
Dług netto/EBITDAA (x)	1,9	1,5	1,6	1,5	1,4

Rachunek wyników (mIn PLN)	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P
Przychody	343	406	488	540	618	681
Windykacja pakietów nabytych	303	356	442	492	567	627
Windykacja pakietów zleconych	33	40	32	30	30	30
Pozostałe produkty	7	10	14	18	21	23
Koszty bezpośrednie i pośrednie	149	183	194	208	243	276
Marża pośrednia	194	223	294	331	375	405
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	0	0	-2	0	0	0
EBITDA	144	162	219	250	285	310
EBITDAA	292	344	489	572	681	788
Amortyzacja	7	9	11	12	13	13
EBIT	137	153	208	238	273	297
Wynik na działalności finansowej	-52	-54	-55	-48	-58	-63
Zysk brutto	85	98	153	189	215	233
Podatek dochodowy	4	1	1	2	6	12
Zysk mniejszości	0	0	0	0	0	0
Zysk netto	81	98	152	187	209	222
Zysk netto skor.	81	98	152	187	209	222

Bilans (mIn PLN)	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P
Wartości niematerialne i prawne	8	10	11	11	10	10
Rzeczowe aktywa trwałe	17	20	20	19	16	14
Portfele wierzycielskie	873	1 054	1 367	1 591	1 884	2 052
Gotówka	43	35	71	15	17	20
Pozostałe aktywa	19	27	27	29	33	37
Aktywa	971	1 163	1 517	1 690	1 989	2 164
Kapitał własny	318	416	585	746	917	1 086
Kapitały mniejszości	0	0	0	0	0	0
Zobowiązania finansowe	596	687	839	860	977	971
Pozostałe zobowiązania	57	60	93	84	95	107
Pasywa	971	1 163	1 517	1 690	1 989	2 164

Rachunek przepływów (mIn PLN)	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P
Przepływy z działalności operacyjnej	-54	-37	-62	7	-9	135
Zysk (strata) netto	81	98	152	187	209	222
Amortyzacja	7	9	11	12	13	13
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-6	-8	-8	-10	-10	-10
CAPEX	-8	-9	-8	-10	-10	-10
Przepływy z działalności finansowej	67	37	105	-53	21	-122
Dywidenda	0	0	0	-26	-38	-52
Przepływ y pieniężne netto	7	-7	35	-55	2	3
Środki pieniężne na początek okresu	36	43	35	71	15	17
Środki pieniężne na koniec okresu	43	35	71	15	17	20

Wpływ y z portfeli własnych	451,3	537,7	711,8	813,8	962,0	1105,2
Inwestycje w zakup portfeli	309,0	367,0	571,6	557,6	688,3	646,2