

Kupuj, 372,00 PLN

Podniesiona z: Trzymaj

Giro d'Italia

Podnosimy naszą rekomendację dla Kruka do Kupuj, doceniając potencjał nowych rynków, w tym głównie Włoch. Wejście na nowe rynki otwiera nowe możliwości wzrostu, co jest szczególnie istotne, w sytuacji gdy na głównym rynku (Polska) widzimy istotny wzrost presji konkurencyjnej (GetBack). Uważamy, że dzięki know-how oraz niskiemu poziomowi zalewarowania Kruk będzie w stanie zrealizować ten wzrost.

Włochy – największy i najgorętszy rynek wierzycielności w Europie

Włoski rynek jest obecnie najgorętszym rynkiem w branży zarządzania wierzycielnościami w Europie. Gigantyczna pula kredytów niepracujących (324 mld EUR) oraz wysoka podaż ze strony banków (ok. 60 mld EUR nominalu w 2017) sprawiły, że kapitał do Włoch płynie szerokim strumieniem i trwa wyścig największych europejskich graczy o zbudowanie pozycji na tym młodym rynku.

Kruk ma szansę zostać istotnym graczem na rynku włoskim

W naszej ocenie Kruk ma szansę zostać istotnym graczem na włoskim rynku. Biorąc pod uwagę, że rynek ten jest młody i mocno rozdrobniony, know-how i doświadczenie Kruka, zdobyte na rynkach Europy Środkowo-Wschodniej, są w naszej ocenie istotną przewagą konkurencyjną. Struktura rynku, tj. istotne rozdrobnienie rynku serwisu oraz rozdzielność rynku inkasa od rynku nabywania portfeli na własny rachunek, sprawia, że widzimy miejsce dla zintegrowanych graczy z zapleczem w postaci know-how oraz źródłami finansowania.

Bardzo dobre wyniki za 2Q17

Spodziewamy się bardzo dobrych wyników Kruka w 2Q17. Spółka zaraportowała rekordowy poziom spłat w drugim kwartale, co naszym zdaniem przełoży się na pozytywną rewaluację portfela. W rezultacie spodziewamy się zysku netto na poziomie 88 mln PLN (+75% r/r) oraz EBITDy gotówkowej na poziomie 209 mln PLN (+66% r/r), nawet pomimo braku istotnej kontrybucji z „nowych rynków” (Włochy, Hiszpania).

Wycena

Kruk jest obecnie wyceniany na poziomie 19,2x zyski w 2017 oraz 16,7x zyski w 2018. Wskaźnik EV/EBITDA gotówkowa kształtuje się na poziomie 8,8x na 2017 oraz 7,1x na 2018. Naszym zdaniem, są to wciąż atrakcyjne poziomy, biorąc pod uwagę potencjał wzrostu (2016-2021 CAGR zysku netto na poziomie 14%) oraz niskie zadłużenie (1,1x dług netto do kapitałów własnych). Dodatkowo, zwracamy uwagę na bardzo silne zachowanie kursów akcji włoskich spółek z branży w ostatnim czasie.

mln PLN	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	611	783	1 064	1 193	1 294
EBITDA	262	363	445	500	590
Skorygowana EBITDA	524	630	868	1 097	1 112
EBIT	251	349	429	483	573
Zysk netto	204	249	310	356	409
P/E	13,3	14,4	19,2	16,7	14,6
P/BV	3,5	2,9	3,9	3,3	2,7
EV/EBITDA	14,5	16,3	17,7	15,9	13,5
EPS	11,84	14,01	16,52	19,01	21,82
DPS	2,00	2,00	2,50	3,00	4,00
CAPEX	-8	-15	-16	-17	-17

P - Prognozy DM PKO BP

Informacje	
Kurs akcji (PLN)	317,50
Upside	17%
Liczba akcji (mn)	18,74
Kapitalizacja (mln PLN)	5 951,29
Free float	90%
Free float (mln PLN)	5 330,57
Free float (mln USD)	1 470,12
EV (mln PLN)	7 854,95
Dług netto (mln PLN)	1 903,66

Dywidenda	
Stopa dywidendy (%)	0,6%
Odciecie dywidendy	28-06-2017

Akcjonariusze	% Akcji
NN OFE	11,20
Piotr Krupa	10,40
Aviva OFE	6,11
-	-

Poprzednie rekom.	Data i cena docelowa
Trzymaj	31-01-17 260,00
Kupuj	03-06-16 211,00

Kurs akcji



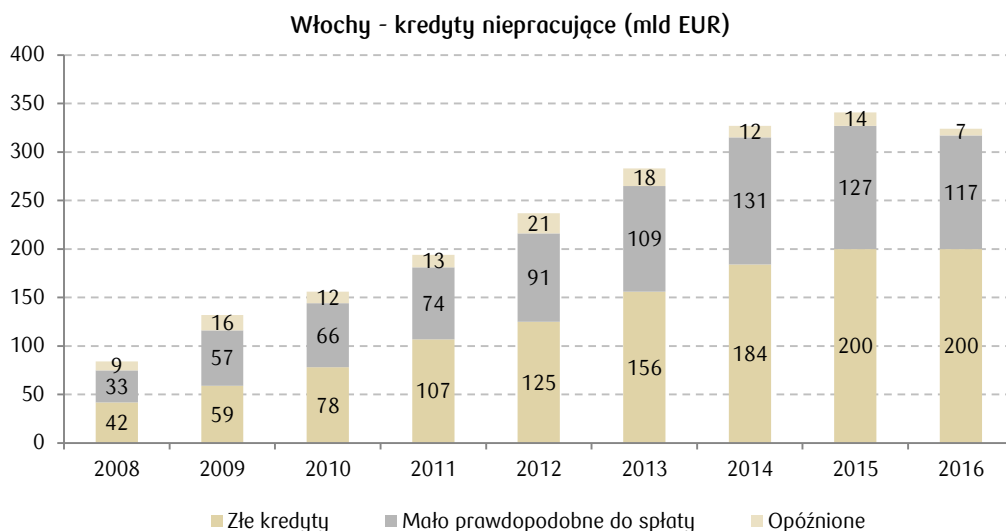
	WIG20	Spółka
1 miesiąc	2,4%	5,7%
3 miesiące	5,5%	17,7%
6 miesięcy	17,7%	30,2%
12 miesięcy	32,0%	54,1%
Min 52 tyg. PLN		194,75
Max 52 tyg. PLN		320,50
Średni dzienny obrót mln PLN	Invalid operation	

Analityk	
Jaromir Szortyka	
+48 22 580 39 47	
jaromir.szortyka@pkobp.pl	

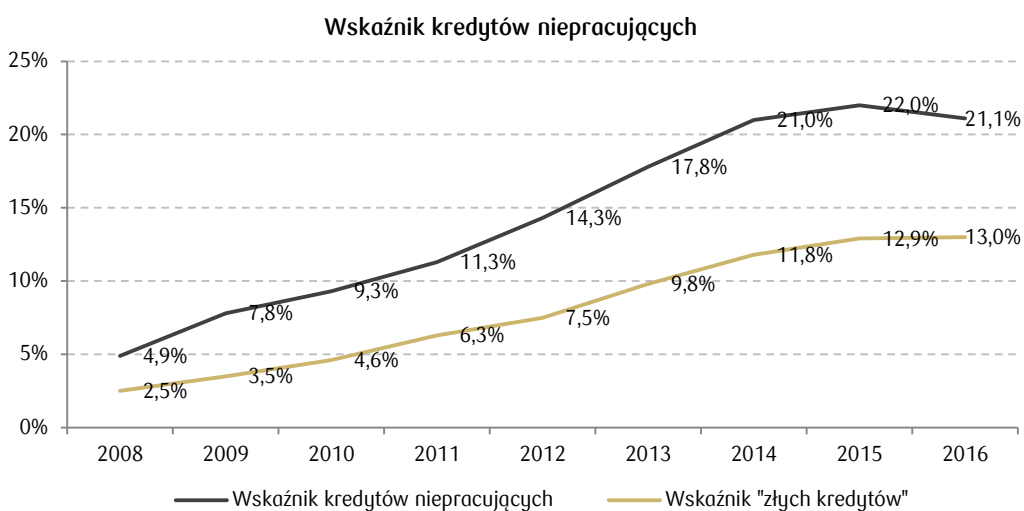
Adres:	
Dom Maklerski PKO Banku Polskiego	
ul. Puławska 15	
02-515 Warszawa	

Włochy - największy rynek NPL w Europie

Wolumen kredytów niepracujących we włoskim sektorze bankowym wynosi na koniec 2016 324 mld EUR (brutto), co sprawia, że Włochy są największym rynkiem NPL w Europie. Najwyższą wartość kredyty niepracujące osiągnęły na koniec 2015 (341 mld EUR), natomiast w 2016 zanotowano nieznaczny spadek (o 5% r/r). W relacji do całego wolumenu kredytów w sektorze, ekspozycje niepracujące stanowią aż 21%, z czego kategoria „złych kredytów” (bad loans) stanowi 13pp.

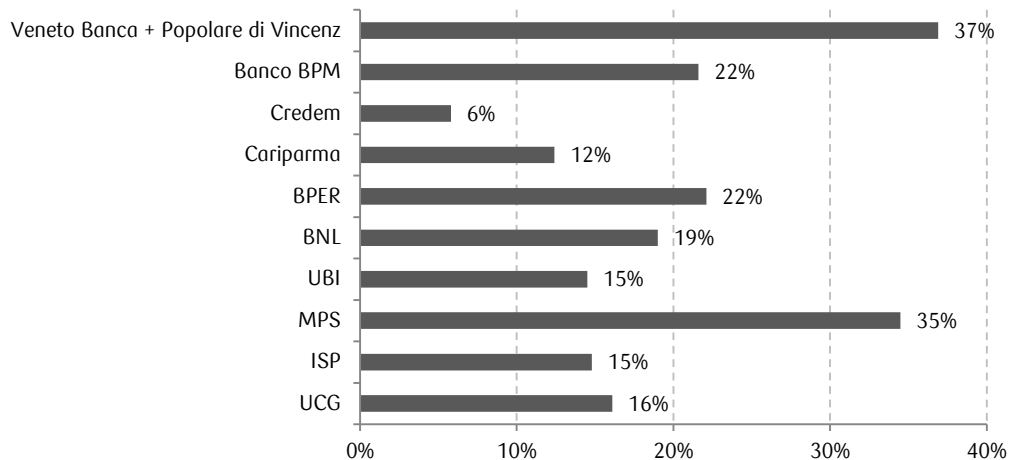


Źródło: Banca d'Italia, DM PKO BP



Źródło: Banca d'Italia, DM PKO BP

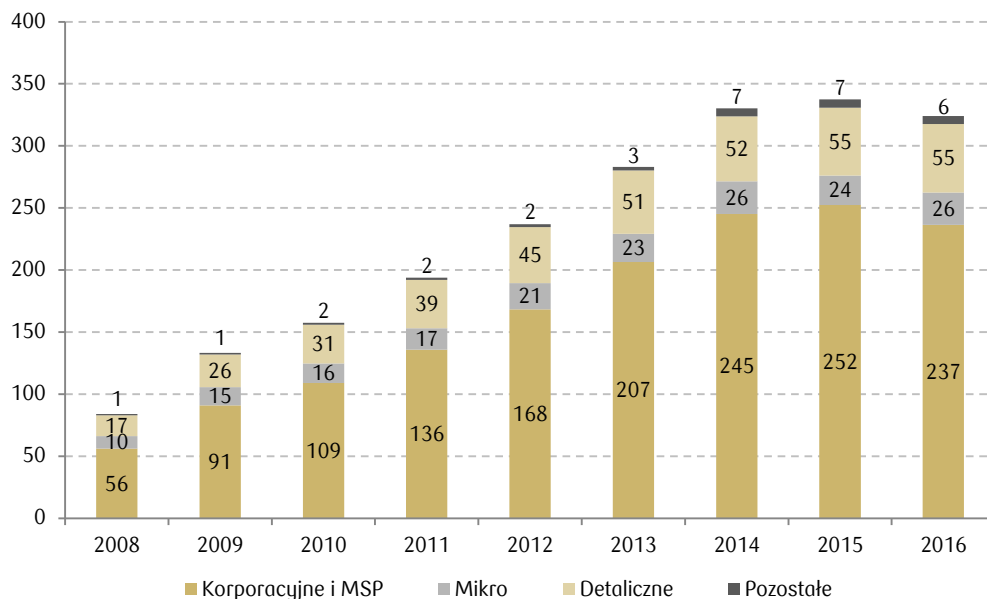
Wskaźniki kredytów niepracujących dla największych włoskich banków



Źródło: Sprawozdania finansowe, DM PKO BP

Największą część kredytów niepracujących (73%) stanowią kredyty korporacyjne i MSP, z kolei kredyty detaliczne stanowią 17% portfela NPL.

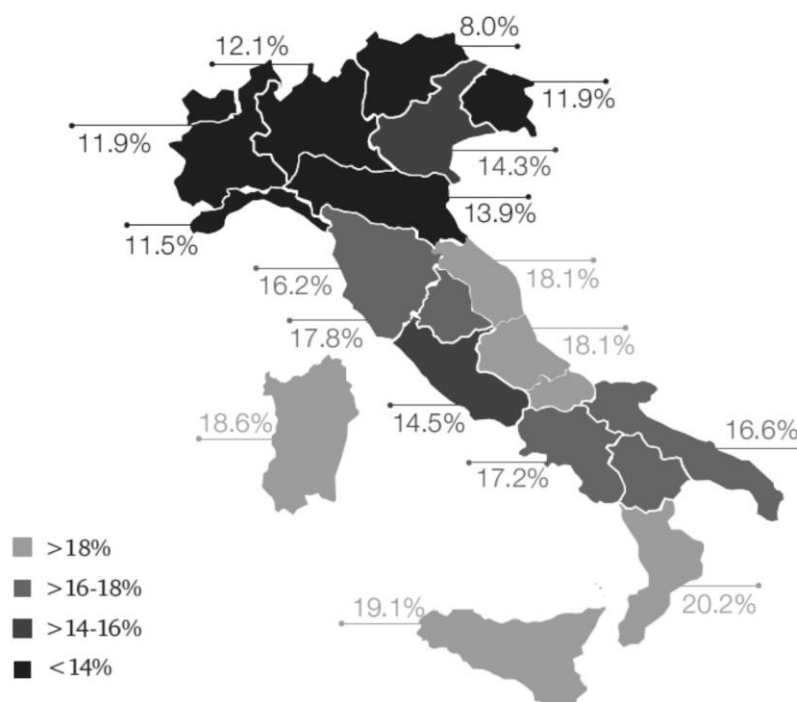
Włochy - struktura kredytów niepracujących (mld EUR)



Źródło: Banca d'Italia, DM PKO BP

W ujęciu regionalnym najwyższy odsetek „złych kredytów” notowany jest na południu Włoch, z kolei najlepsza jakość portfela jest na północy.

Wskaźnik „złych kredytów” w ujęciu regionalnym



Źródło: PwC, DM PKO BP

Struktura rynku zarządzania wierzytelnościami

W odróżnieniu od rynku polskiego, gdzie spółki z branży zarządzania wierzytelnościami równocześnie nabywają portfele na własny rachunek i je serwisują, na rynku włoskim spółki serwisowe działają głównie na rzecz niezależnych inwestorów i banków, same nie inwestując na własny rachunek.

Bardzo rozdrobniony rynek serwisu portfeli

Segment serwisu portfeli niepracujących we Włoszech jest bardzo rozdrobniony. Obecnie działa na nim ok. 1000 podmiotów, z czego ok. 200 jest członkami UNIREC, stowarzyszenia spółek działających w segmencie zarządzania wierzytelnościami. Głównymi klientami tych podmiotów są banki oraz inwestorzy finansowi nabywający portfela na własny rachunek. Szacuje się, że w 2016 spółki serwisowe zarządzały portfelami o wartości nominalnej (brutto) ok. 135-155 mld EUR, z czego ok. 80-90 mld EUR przypada na banki, a ok. 55-65 mld EUR na inwestorów finansowych. Roczny przychód serwisierów szacowany jest na ok. 900 mln EUR.

Główni gracze na rynku serwisu (2016)

	Aktywa pod zarządzaniem (mld EUR)*	Przychody (mln EUR)	EBITDA (mln EUR)	Kapitały (mln EUR)
doBank	80,9	206,0	64,3	211,0
Securisation Services	26,9	18,0	9,8	13,0
Cerved Credit Management	24,7	85,0	24,4	31,0
Cribis Credit Management	20,8	22,0	-	-
CreditoFondriario	16,3	27,0	-	89,0
Zenith Service	14,9	-	-	-
Prelios	10,5	9,0	-0,2	5,0
CAF	8,3	19,0	6,8	6,0
FBS	8,0	18,0	7,3	14,0
Guber	7,4	40,0	19,4	44,0
Hoist Italia	6,6	17,0	0,8	1,0
Sistemia	4,9	17,0	3,9	5,0
Centotrenta Servicing	4,9	3,0	0,5	3,0
Advancing Trade	4,3	34,0	5,4	-
Fire	4,3	40,0	1,4	11,0
MBCredit Solutions	4,1	60,0	-	-
Officine CST	2,9	11,0	3,9	8,0
Finint Revalue	2,9	6,0	0,5	5,0
Kruk Italia	2,7	-	-	-
Link Financial	2,3	5,0	-	-
Bayview Italia	2,2	-	-	-
Primus Capital	2,2	4,0	-	-
Fides	1,3	-	-	-
Serfin	1,2	19,0	-	-
AZ Holding	1,1	8,0	2,8	-
Parr Credit	1,1	20,0	2,5	-
CS Union	1,0	9,0	1,8	3,0
SiCollection	0,8	5,0	-	1,0
Gextra - Lindorff group	0,6	4,0	0,4	0,0

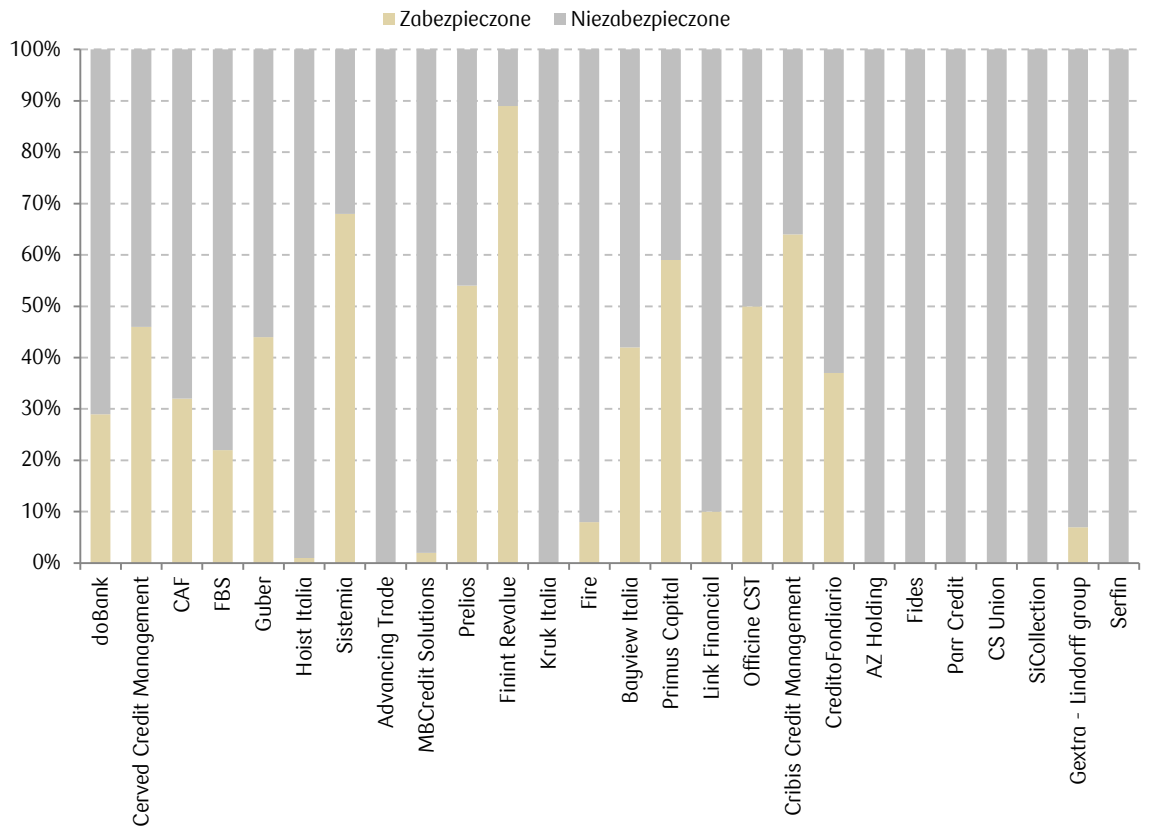
Źródło: PwC, DM PKO BP, * uwzględniając Master Servicing

Zdecydowanym liderem rynku jest spółka doBank, specjalizująca się w dużych transakcjach, która niedawno debiutowała na giełdzie w Mediolanie. Pozostała część rynku jest mocno rozdrobiona.

Większość graczy obsługuje zarówno portfele zabezpieczone, jak i niezabezpieczone, przy czym tylko w niewielkim stopniu spółki serwisowe inwestują na własny rachunek.

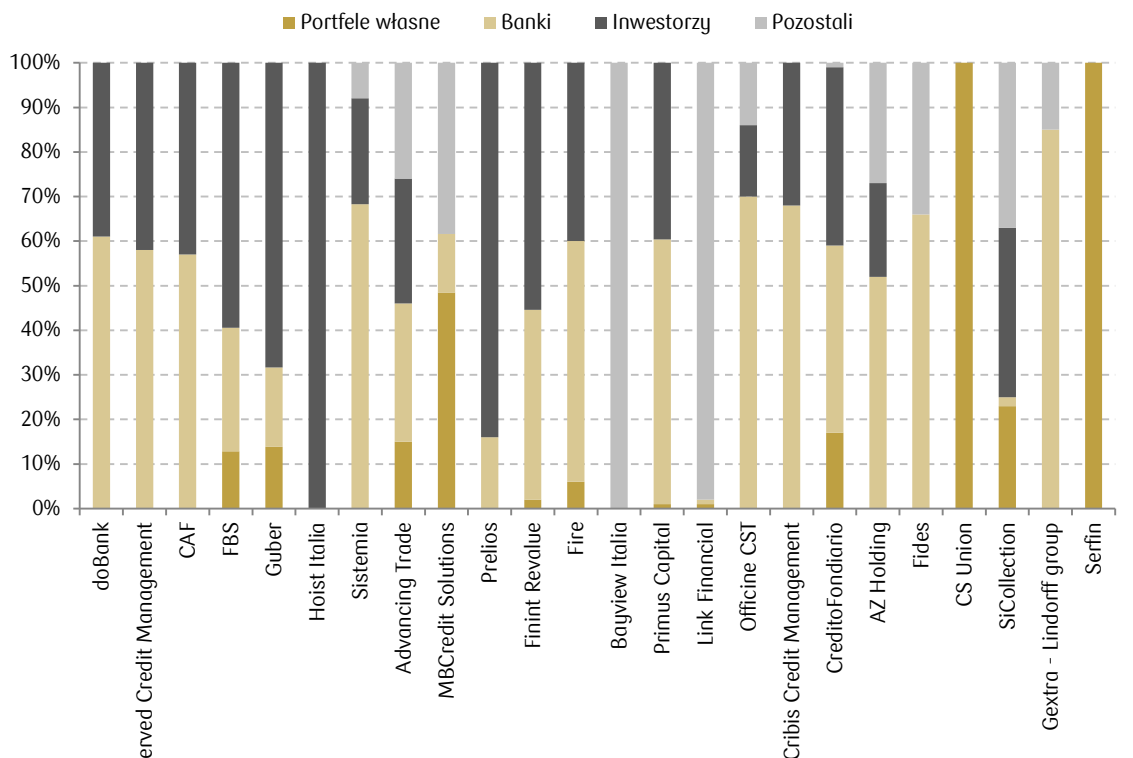


Struktura obsługiwanych portfeli (wg zabezpieczenia)



Źródło: PwC, DM PKO BP

Struktura obsługiwanych portfeli (wg inwestora)



Źródło: PwC, DM PKO BP

W naszej ocenie główną przyczyną rozdrobnienia rynku serwisów, jest rozdrobnienie sektora bankowego. Niemniej jednak, segment ten w ostatnich latach przechodzi proces konsolidacji oraz integracji horyzontalnej.

Transakcje M&A w ostatnich latach

Data	Kupujący	Cel
2017	Kkr	Sistemia
	Lindorff	Gextra
	Bain Capital	HARIT
	Varde	Guber
2016	Axactor	CS Union
	Lindorff	CrossFactor
	Arrow	Zenith Service
	Kruk	Credit Base
	doBank	Italfondario
	Dea Capital	SPC Credit Management
2015	Fortress	UCCMB
	Lonestar	CAF
	Cerved	Fin. San Giacomo
2014	Hoist Finance	TRC
	Banca Sistema	Candia & Sting
	Cerved	Recus
2013	Italfondario	BCC Gestione
	Cerved	Tarida

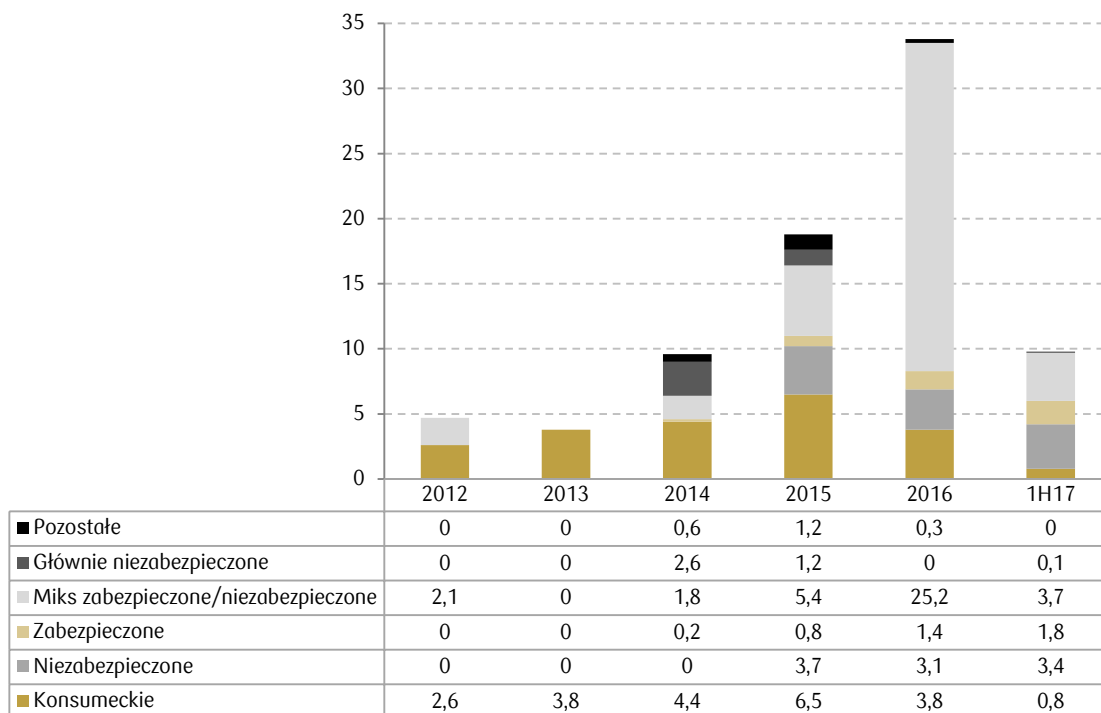
Źródło: PwC, DM PKO BP

Główną przyczyną rozdzielenia działalności serwisowej od nabywania portfeli na własny rachunek na rynku włoskim upatrujemy w braku kompetencji w zakresie know-how oraz braku potrzebnego kapitału u lokalnych graczy.

Dynamicznie rosnący rynek sprzedaży portfeli NPL

Szacunki na bazie największych transakcji sprzedaży wierzytelności wskazują, że w 2016 wartość nominalna sprzedanych portfeli wyniosła ok. 34 mld EUR, wobec 19 mld EUR w 2015 i 9 mld EUR w 2014. Banki włoskie kontynuują redukcję portfeli kredytów niepracujących, zgodnie z zaleceniami EBC. Pomimo tak dynamicznego wzrostu skala sprzedaży wierzytelności i tak pozostaje mała w relacji w całego portfela kredytów niepracujących. Szacuje się, że w 2017 wartość nominalna sprzedanych wierzytelności może wynieść ok. 60 mld EUR, z czego ok. 30 mld EUR ma przypadać na bank Monte Dei Paschi Di Siena.

Wartość rynku sprzedaży wierzytelności (mld EUR)



Źródło: PwC, DM PKO BP

Ostatnie transakcje na portfelach NPL

Data	Sprzedający	Wartość nominalna (mln EUR)	Typ portfela	Kupujący
2017 Q2	Confidential	42	n/a	Kruk Italia
	Deutsche Bank	132	Niezabezpieczony	Kruk Italia
	Banco BPM	750	Zabezpieczony	Algebris
	Banca Mediocredito FVG	400	Zabezpieczony	Bain Capital
	Banca Sella	126	Mieszany	B2 Holding
	Barclays	190	Niezabezpieczony	Banca IFIS
	Unicredit Leasing	500	Niezabezpieczony	MBCredit Solutions
	Compass	162	n/a	Kruk Italia
	Intesa SanPaolo	2500	Mieszany	CRC
	Confidential	22	Niezabezpieczony	Axactor
	Intesa SanPaolo	280	Zabezpieczony	Credito Fondiario
	Confidential	302	Niezabezpieczony	Banca IFIS
	Confidential	112	Niezabezpieczony	Banca IFIS
	Unicredit	130	n/a	Kruk Italia
2017 Q1	Deutsche Bank	413	Mieszany	Banca IFIS
	CreVal	50	Zabezpieczony	Confidential
	Santander	160	Niezabezpieczony	Banca IFIS
	HETA	657	Mieszany	Bain Capital
	Barclays	177	Zabezpieczony	AnaCap
	Agos Ducato	350	Niezabezpieczony	Hoist Finance
	BNL	1000	Niezabezpieczony	Banca IFIS
	Banco Popolare	641	Niezabezpieczony	Hoist Finance
2016 Q4	Banca IFIS	71	Mieszany	Confidential
	Banca IFIS	750	Konsumencki	Kruk Italia
	Banca Popolare di Bari	480	Mieszany	Davidson Kempner
	Cassa Centrale Banca	338	Mieszany	Locam
	Confidential	76	Konsumencki	Banca IFIS
	Sorgenia	131	Inny	Davis and Morgan
	Banco Popolare	600	Mieszany	Hoist Finance
	Unicredit	1300	Inny	Pimco, GWM, Finance Roma
	Confidential	260	Mieszany	Confidential
	Confidential	100	Niezabezpieczony	Banca IFIS
Banca IFIS	861	Niezabezpieczony	Confidential	
Locum	150	n/a	Kruk Italia	
Unicredit	930	Mieszany	Kruk Italia	
2016 Q3	BPER	450	Mieszany	Algebris/Cerberus
	Findomestic	384	Konsumencki	Banca IFIS
	Confidential	35	Konsumencki	Banca IFIS
	Confidential	104	Konsumencki	Banca IFIS
	Confidential	72	Konsumencki	Banca IFIS
	Unicredit	570	Niezabezpieczony	Balbec
2016 Q2	Cariparma	22	Zabezpieczony	Idea NPLs
	Cariparma	54	Mieszany	Idea NPLs
	Banco Popolare	152	Niezabezpieczony	Banca IFIS
	Banca IFIS	226	Konsumencki	Confidential
	Suedtiroler Sparkasse	320	Mieszany	Algebris
	MPS	350	Konsumencki	Kruk Italia
	Banca IFIS	45	Mieszany	Locam
	Locam	466	Konsumencki	Banca IFIS
	Confidential	70	Konsumencki	Banca IFIS
	CreVal	103	Inny	Credito
	Unicredit	417	Konsumencki	Anacap
2016 Q1	Banca Carim	35	Zabezpieczony	Confidential
	Confidential	223	Konsumencki	CS UNION
	Deutsche Bank	240	Konsumencki	Banca IFIS
	Confidential	208	Konsumencki	Banca IFIS
	Confidential	1	Konsumencki	Banca IFIS
	Multiple sellers BCC	300	Mieszany	Bayview Fund Management
	RBS & GE	2500	Mieszany	Anacap & Confidential
	CreVal	21	Mieszany	Algebris
	CreVal	302	Mieszany	Credito Fondiario
Multioriginator	n.a.	Mieszany	CRC for senior	

Głównymi podmiotami kupującymi są fundusze inwestycyjne oraz europejscy i lokalni gracze branżowi. Najbardziej aktywnym podmiotem jest lokalny (notowany) bank Banca IFIS.

Operacje włoskie Kruka

Pod koniec 2016 Kruk przejął niewielką włoską firmę serwisową CreditBase zatrudniającą ok. 20 osób. Obecnie we włoskim oddziale Kruka pracuje już ok. 150 osób, a cel na koniec roku to ok. 200 pracowników. Kruk posiada obecnie dwa biura we Włoszech. W Mediolanie zlokalizowana jest siedziba działu sprzedaży, zatrudniająca kilka osób, odpowiedzialnych głównie za kontakty z bankami oraz obsługę prawną transakcji. Operacyjna siedziba i call center znajdują się w La Spezia, nadmorskiej, stoczniowej miejscowości na północy Włoch. W call center pracuje obecnie ok. 50 osób, dodatkowo spółka zatrudnia ok. 20 doradców terenowych. Pozostała część personelu to działy operacyjne.

Od początku swojej działalności Kruk nabył na rynku włoskim portfele o wartości nominalnej 2,7 mld EUR. Nakłady szacujemy na ok. 0,6 mld PLN. Według naszych szacunków portfel włoski stanowi już ponad 15% całego portfela.

Portfele nabyte przez Kruka we Włoszech

Data	Sprzedający	Wartość nominalna (mln EUR)	
2015 grudzień	UBI Banca	83	
	czerwiec	MPS	350
2016	październik	UniCredit	930
	październik	Locum	150
	grudzień	Banca IFIS	750
	kwiecień	UniCredit	130
2017	maj	Compass	162
	czerwiec	Deutsche Bank	132
	czerwiec	b.d.	42

Źródło: Kruk, DM PKO BP

Kadra menedżerska – miks własnych i lokalnych kompetencji

Kadra menedżerska, odpowiedzialna za rozwój działalności we Włoszech, to połączenie doświadczonych pracowników grupy z innymi krajami z lokalnymi menedżerami. Głównym menedżerem odpowiedzialnym za całość operacji włoskich jest Polak, od 15 lat związany z Grupą Kruka, Tomasz Kurr. Szefem sprzedaży jest Włoch, Alessandro Scorsone. Za operacje na portfelach nabytych odpowiada Catalin Cucu z Rumunii (od 9 lat związany z Krukiem), z kolei operacje na portfelach serwisowanych są nadzorowane przez Antonio Cataneo, Włocha pracującego wcześniej w przejętym CreditBase.

Zawarcie umowy kredytu konsorcjalnego pozytywnie wpłynie na koszt finansowania

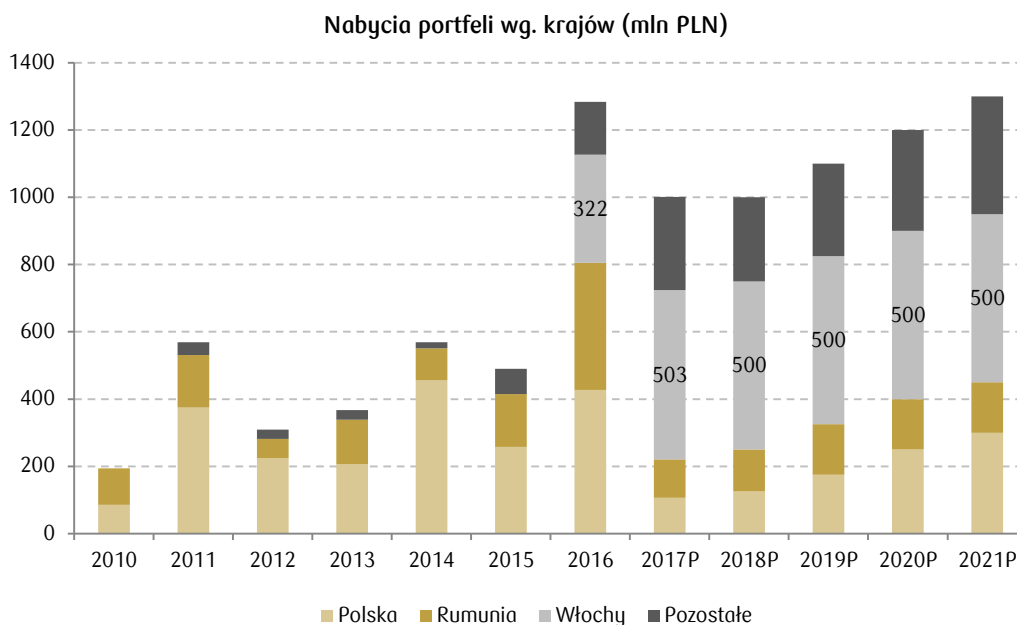
Kruk poinformował o podpisaniu umowy kredytu rewolwingowego w maksymalnej wysokości 250 mln EUR z konsorcjum czterech banków. Znacząco zwiększa to dostępne linie kredytowe oraz pozytywnie wpłynie na koszt pozyskiwania finansowania na inwestycje na rynkach zagranicznych.

Kruk ma szansę zostać istotnym graczem na włoskim rynku

W naszej ocenie Kruk ma szansę zostać istotnym graczem na włoskim rynku. Biorąc pod uwagę, że rynek ten jest młody i mocno rozdrobniony, know-how i doświadczenie Kruka, zdobyte na rynkach Europy Środkowo-Wschodniej są w naszej ocenie istotną przewagą konkurencyjną. Struktura rynku, tj. istotne rozdrobnienie rynku serwisu oraz rozdzielność rynku inkasa od rynku nabywania portfeli na własny rachunek, sprawia, że widzimy miejsce dla zintegrowanych graczy z zapleczem w postaci know-how oraz źródłami finansowania. Naszym zdaniem sukces odniosą spółki efektywne operacyjnie, potrafiące zarządzać procesami. Pozytywnie oceniamy proces budowania

organizacji oparty na własnych oraz lokalnych kompetencjach. Dodatkowo, zawarcie umowy kredytu w walutach obcych oraz pierwsze emisje obligacji w euro, eliminują ryzyko droższego finansowania na tle konkurentów europejskich.

W naszych prognozach zakładamy, że Kruk będzie inwestował średnio 500 mln PLN rocznie w portfele kredytów niepracujących we Włoszech w najbliższych latach, co sprawi, że Włochy będą największym rynkiem pod kątem nowych inwestycji.

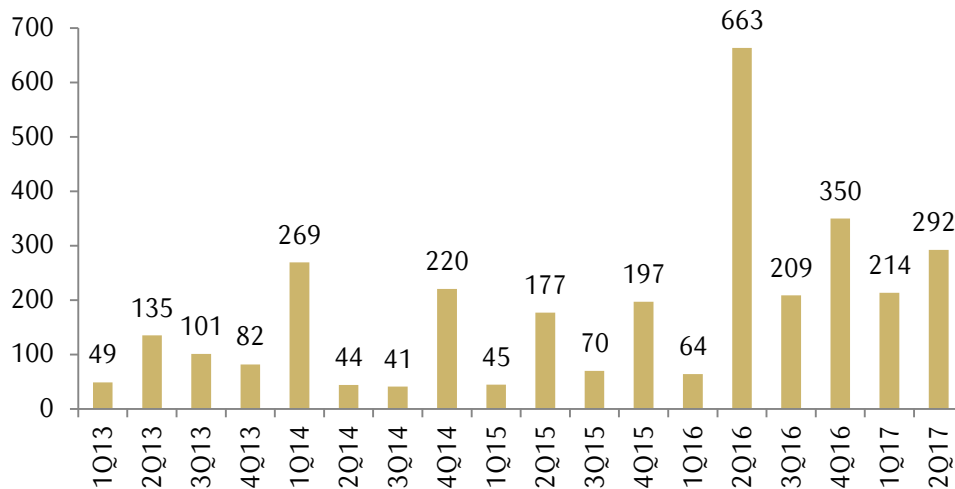


Źródło: Kruk, DM PKO BP

Spodziewamy się bardzo dobrych wyników za 2Q17

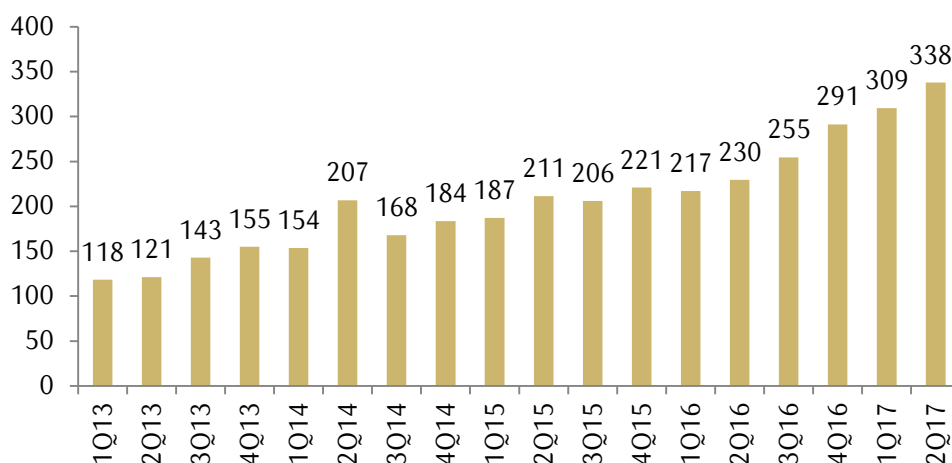
Kruk poinformował o nakładach inwestycyjnych oraz spłatach gotówkowych w drugim kwartale 2017. Nakłady inwestycyjne wyniosły 292 mln PLN, co oznacza, że po pierwszym półroczu spółka nabyła portfel na własny rachunek za 0,5 mld PLN. Uwiarygadnia to całoroczny cel zarządu, inwestycji na poziomie 1 mld PLN. Spłaty gotówkowe w 2Q17 były na rekordowym poziomie i wyniosły 338 mln PLN, co oznacza wzrost o 47% r/r oraz o 9% kw/kw. Wysoki poziom spłat, był najprawdopodobniej spowodowany bardzo dobrymi spłatami na „starych rynkach”, tj. w Polsce i Rumunii i powinien skutkować pozytywną rewaluacją portfeli w 2Q17. W rezultacie spodziewamy się bardzo dobrych wyników Kruka w 2Q17. Oczekujemy zysku netto na poziomie 88 mln PLN (+75% r/r i +10% kw/kw) oraz EBITDy gotówkowej na poziomie 209 mln PLN (+66% r/r i +4% kw/kw), pomimo braku istotnej kontrybucji z nowych rynków (Włochy, Hiszpania)

Kruk: Nabycia portfeli (mln PLN)



Źródło: Kruk, DM PKO BP

Kruk: spłaty gotówkowe (mln PLN)



źródło: Kruk, PKO DM PKO BP

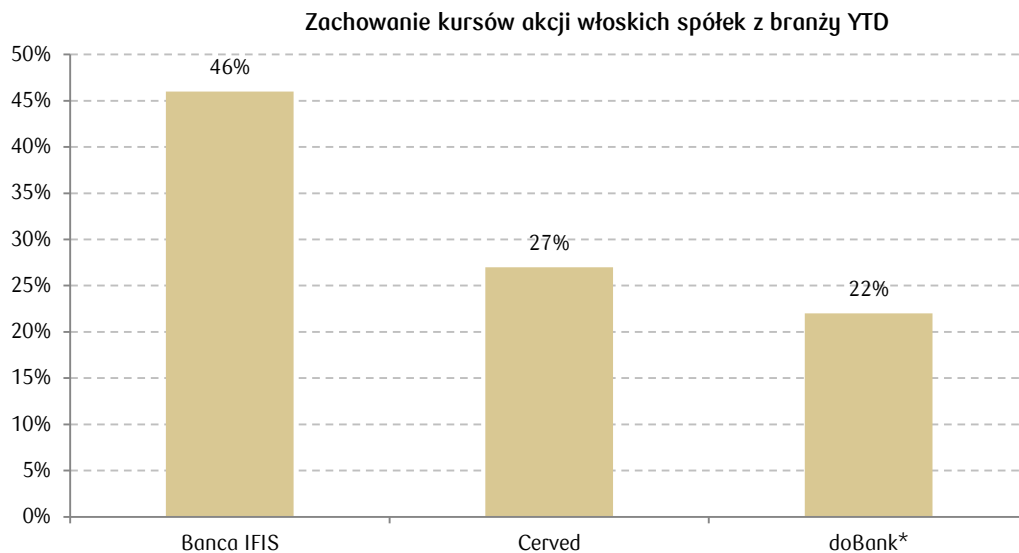
Progniza wyników kwartalnych

	2Q16	1Q17	2Q17P	r/r	kw/kw
Przychody	180	254	265	47%	4%
EBITDA	64	125	114	78%	-9%
EBITDA gotówkowa	126	202	209	66%	4%
EBIT	61	121	110	80%	-9%
Zysk netto	50	80	88	75%	10%

Źródło: Kruk, DM PKO BP

Hossa na włoskich spółkach z branży

Zwracamy uwagę na zachowanie kursów akcji włoskich spółek z branży zarządzania wierzytelnościami. Od początku roku kursu Banca IFIS wzrósł o 46%, Cerved o 27%, a kurs doBanku w ciągu czterech dni od debiutu wzrósł o 22%.



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP, *doBank zadebiutował 14 lipca 2017

Wycena

Naszą cenę docelową opieramy na wycenie modelem DCF. 12-miesięczną cenę docelową ustalamy na poziomie 372 PLN na akcję.

Model DCF

Model DCF jest złożony z dwóch faz. W pierwszej szczegółowo prognozujemy wolne przepływy pieniężne w latach 2018-2021P. W drugiej fazie (po 2021) zakładamy stałą stopę wzrostu na poziomie 2,0% rocznie.

Model DCF						
mln PLN	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2021P<
EBIT	428,8	483,5	573,4	647,0	706,0	567,7
Stopa podatkowa	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
NOPLAT	347,3	391,6	464,5	524,0	571,9	459,9
CAPEX	-16,2	-16,5	-17,0	-17,5	-18,0	-18,0
Amortyzacja	16,2	16,5	17,0	17,5	18,0	18,0
Zmiany w kapitale obrotowym	-32,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nabycia portfeli	-1001,0	-1000,0	-1100,0	-1200,0	-1300,0	-1300,0
Amortyzacja portfeli	474,5	597,4	522,0	610,2	743,5	1300,0
FCF	-196,34	-11,04	-113,49	-65,80	15,35	459,87
WACC	5,8%	5,9%	6,0%	6,2%	6,3%	6,3%
Współczynnik dyskonta	0,00	0,94	0,89	0,83	0,78	
DFCF	0,0	-10,4	-101,1	-55,2	12,1	8462,5
Wzrost w fazie II	2,0%					
Suma DFCF - Faza I	-154,6					
Suma DFCF - Faza II	8 462,5					
Wartość Firmy (EV)	8 307,9					
Dług netto	1 660,4					
Wartość godziwa	6 647,5					
Liczba akcji (mln szt.)	18,7					
Wartość godziwa na akcję na 31.12.2017	354,6					
Cena docelowa za 12 miesięcy (PLN)	372,00					
Cena bieżąca	317,5					
Dywidenda	0,0					
Oczekiwana stopa zwrotu	17,2%					

Źródło: prognozy DM PKO BP



WACC						
	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2021P<
Stopa wolna od ryzyka	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%
Premia rynkowa	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Premia za ryzyko długu	1,8%	1,9%	2,1%	2,3%	2,5%	2,5%
Stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Koszt kapitału własnego	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%
Koszt długu	3,7%	3,8%	4,0%	4,1%	4,3%	4,3%
Waga kapitału własnego	45,2%	46,2%	47,4%	48,4%	49,7%	49,7%
Waga długu	54,8%	53,8%	52,6%	51,6%	50,3%	50,3%
WACC	5,8%	5,9%	6,0%	6,2%	6,3%	6,3%

Źródło: prognozy DM PKO BP

Analiza wrażliwości						
		Wzrost (g)				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
	5,3%	372	434	515	626	785
	5,8%	322	372	434	515	626
WACC	6,3%	282	322	372	434	515
	6,8%	249	282	322	372	434
	7,3%	221	249	282	322	372

Źródło: DM PKO BP

**Wycena porównawcza**

Bazując na naszych prognozach Kruk jest obecnie wyceniany przy wskaźniku P/E 19,2x na 2017, 16,7x na 2018 i 14,6x na 2019, tj. z premią 28-38% wobec grupy porównywalnych spółek zagranicznych.

Wycena porównawcza

Spółka	Ticker	P/E			P/BV			ROE			Stoпа dywidendy
		2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017
Intrum Justitia	IJ SS Equity	15,3	12,5	11,6	4,3	2,3	2,1	34,2	21,7	20,6	3,1
PRA Group	PRAA US Equity	19,3	14,5	12,2	-	-	-	11,4	12,2	13,7	-
Arrow Global Group	ARW LN Equity	13,0	10,4	9,1	2,8	2,3	1,9	30,6	30,6	28,2	2,6
Encore Capital Group	ECPG US Equity	11,2	10,2	9,4	1,6	1,4	-	14,5	13,4	16,3	-
Hoist Finance	HOFI SS Equity	13,0	10,2	9,4	2,2	1,9	1,7	17,8	20,0	18,7	2,6
B2 Holding	B2H NO Equity	12,7	9,0	8,2	2,2	1,9	1,6	18,4	22,1	21,8	2,4
Banca IFIS	IF IM Equity	16,4	12,1	9,7	1,5	1,4	1,2	12,1	13,4	14,7	2,3
Cerved	CERV IM Equity	19,3	18,0	16,9	3,4	3,3	3,1	15,7	16,4	17,2	2,8
Średnia		15,0	12,1	10,8	2,6	2,0	1,9	19,3	18,7	18,9	2,7
Kruk	KRU PW Equity	19,2	16,7	14,6	3,9	3,3	2,7	22,5	21,4	20,5	0,8
Premia/dyskonto		28%	38%	35%	54%	60%	42%				
Implikowana wycena		210	200	206	178	165	187				

Źródło: DM PKO BP, Bloomberg

Prognozy finansowe

Rachunek zysków i strat	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
Przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów	343	406	488	611	783	1 064	1 193	1 294	1 451
Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów	-149	-183	-194	-253	-307	-461	-512	-520	-588
Zysk brutto ze sprzedaży	194	223	294	358	477	604	681	774	863
EBITDA	144	162	220	262	363	445	500	590	664
Skorygowana EBITDA	292	344	489	524	630	868	1 097	1 112	1 275
Koszty ogólnego zarządu	-50	-60	-72	-94	-117	-155	-178	-179	-194
Zysk z działalności operacyjnej	137	153	208	251	349	429	483	573	647
Saldo działalności finansowej	-52	-54	-55	-42	-63	-100	-92	-109	-126
Zysk przed opodatkowaniem	85	98	153	210	286	329	392	465	521
Podatek dochodowy	-4	-1	-1	-6	-38	-19	-35	-56	-79
Zyski (straty) mniejszości	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zysk (strata) netto	81	98	152	204	249	310	356	409	441

Bilans	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
Wartości niematerialne i prawne	9	11	12	13	77	77	77	77	77
Rzeczowe aktywa trwałe	17	20	20	20	27	26	26	26	26
Inwestycje	880	1 064	1 380	1 621	2 676	3 203	3 614	4 199	4 797
Zapasy	1	1	1	1	0	1	1	1	1
Należności	17	27	27	35	42	44	44	44	44
Pozostałe aktywa krótkoterminowe	5	5	6	6	6	8	8	8	8
Środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	43	35	71	141	267	170	361	420	479
Aktywa razem	971	1 163	1 517	1 836	3 096	3 529	4 131	4 775	5 433
Kapitał Własny	318	416	585	784	1 238	1 510	1 819	2 172	2 539
Kapitały mniejszości	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zobowiązania	654	747	932	1 052	1 858	2 019	2 312	2 603	2 894
Kredyty i pożyczki	596	687	839	935	1 646	1 830	2 121	2 412	2 703
Zobowiązania z tytułu świadczeń pracowniczych	19	23	28	29	34	31	31	31	31
Zobowiązania handlowe i pozostałe	39	36	61	84	169	155	155	155	155

Rachunek Przepływów Pieniężnych	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
Przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej	-54	-37	-62	41	-623	-143	61	-49	-8
Przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej	-6	-8	-8	-8	-74	-16	-17	-17	-18
Przepływy środków pieniężnych z działalności finansowej	67	37	105	37	824	68	150	124	85

Wskaźniki (%)	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
ROE	29,2%	26,7%	30,3%	29,8%	24,6%	22,6%	21,4%	20,5%	18,7%
Dług netto	553,7	652,2	768,1	794,3	1 699,4	1 903,7	2 012,1	2 045,6	2 064,8

Źródło: prognozy DM PKO BP

KONTAKTY

Biuro Analiz Rynkowych

Artur Iwański	(dyrektor BAR, sektor wydobywczy)	(022) 521 79 31	artur.iwanski@pkobp.pl
Robert Brzoza	(sektor finansowy, strategia)	(022) 521 51 56	robert.brzoza@pkobp.pl
Tomasz Kasowicz	(sektor paliwowy, sektor chemiczny)	(022) 521 79 41	tomasz.kasowicz@pkobp.pl
Piotr Łopaciuk	(przemysł, budownictwo, inne)	(022) 521 48 12	piotr.lopaciuk@pkobp.pl
Stanisław Ozga	(sektor energetyczny, sektor deweloperski)	(022) 521 79 13	stanislaw.ozga@pkobp.pl
Adrian Skłodowski	(handel hurtowy i detaliczny)	(022) 521 87 23	adrian.sklodowski@pkobp.pl
Jaromir Szortyka	(sektor finansowy)	(022) 580 39 47	jaromir.szortyka@pkobp.pl
Alicja Zaniewska	(analizy rynkowe)	(022) 580 33 68	alicja.zaniewska@pkobp.pl
Małgorzata Żelazko	(telekomunikacja, media)	(022) 521 52 04	malgorzata.zelazko@pkobp.pl
Emil Łobodziński	(Doradca Inwestycyjny)	(022) 521 89 13	emil.lobodzinski@pkobp.pl
Paweł Małmyga	(analiza techniczna)	(022) 521 65 73	pawel.malmyga@pkobp.pl
Przemysław Smoliński	(analiza techniczna)	(022) 521 79 10	przemyslaw.smolinski2@pkobp.pl

Biuro Klientów Instytucjonalnych

Wojciech Żelechowski	(director)	(022) 521 79 19	wojciech.zelechowski@pkobp.pl
Robert Noworyta	(sales)	(022) 521 52 46	robert.noworyta@pkobp.pl
Michał Sergejev	(sales)	(022) 521 82 14	michal.sergejev@pkobp.pl
Krzysztof Kubacki	(head of sales trading)	(022) 521 91 33	krzysztof.kubacki@pkobp.pl
Marcin Borciuch	(sales trader)	(022) 521 82 12	marcin.borciuch@pkobp.pl
Piotr Dedeccus	(sales trader)	(022) 521 91 40	piotr.dedeccus@pkobp.pl
Tomasz Ilcyszyn	(sales trader)	(022) 521 82 10	tomasz.ilcyszyn@pkobp.pl
Igor Szczepaniec	(sales trader)	(022) 521 65 41	igor.szczepaniec@pkobp.pl
Maciej Kaluza	(trader)	(022) 521 91 50	maciej.kaluza@pkobp.pl
Joanna Wilk	(trader)	(022) 521 48 93	joanna.wilk@pkobp.pl

INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

DOTYCZĄCE CHARAKTERU REKOMENDACJI ORAZ ODPOWIEDZIALNOŚCI ZA JEJ SPORZĄDZENIE, TREŚĆ I UDOSTĘPNIENIE

Niniejsza rekomendacja (dalej: „Rekomendacja”) została opracowana przez Dom Maklerski PKO Banku Polskiego (dalej: „DM PKO BP”), firmę rekomendującą (dalej: Rekomendującą), działającą zgodnie z ustawą z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi oraz rozporządzeniem delegowanym Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów, wyłącznie na potrzeby klientów DM PKO BP i podlega utajeniu w okresie siedmiu następujących dni kalendarzowych po dacie udostępnienia.

Rekomendacja adresowana jest do Klientów, którzy zawarli umowę o sporządzanie analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym w zakresie instrumentów finansowych przez DM PKO BP.

Ileokroć w rekomendacji mowa jest o „Emitencie” należy przez to rozumieć spółkę, do której bezpośrednio lub pośrednio odnosi się rekomendacja. W przypadku, gdy rekomendacja dotyczy kilku spółek, pojęcie „Emitenta” będzie odnosić się do wszystkich tych spółek.

DM PKO BP przysługują prawa autorskie do Rekomendacji. Punkt widzenia wyrażony w rekomendacji odzwierciedla opinię Analityka/Analityków DM PKO BP na temat analizowanej spółki i emitowanych przez spółkę instrumentów finansowych. Opinii zawartych w niniejszej rekomendacji nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez Emitenta. Powielanie bądź publikowanie Rekomendacji w całości lub części bez zgody DM PKO BP jest zabronione.

Rekomendacja została przygotowana z dochowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty i informacje powszechnie uznawane za wiarygodne (w szczególności sprawozdania finansowe i raporty bieżące spółki), jednak DM PKO BP nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania Rekomendacji były informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez DM PKO BP i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. DM PKO BP nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą. DM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej Rekomendacji. DM PKO BP jako podmiot profesjonalny nie uchyła się od odpowiedzialności za produkt niedokładny lub niekompletny lub za szkody poniesione przez Klienta w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie nierzetelnej Rekomendacji. DM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności, jeśli przygotował Rekomendację z należytą starannością oraz rzetelnością. DM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności za ewentualne wady Rekomendacji w szczególności za niekompletność lub niedokładność, jeżeli wad tych nie można było uniknąć ani przewidzieć w momencie podejmowania standardowych czynności przy sporządzaniu Rekomendacji. DM PKO BP może wydać w przyszłości inne rekomendacje, przedstawiające inne wnioski, niespójne z przedstawionymi w niniejszej Rekomendacji. Takie rekomendacje odzwierciedlają różne założenia, punkty widzenia oraz metody analityczne przyjęte przez przygotowujących je analityków. DM PKO BP informuje, że trafność wcześniejszych rekomendacji nie jest gwarancją ich trafności w przyszłości.

DM PKO BP informuje, iż inwestowanie środków w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. DM PKO BP 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 opublikowanych zgodnie z obowiązującymi przepisami polskiego prawa.

Niniejsza rekomendacja nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu oraz dokonania transakcji na instrumentach finansowych, ani nie ma na celu nakłaniania do nabycia lub zbycia jakichkolwiek instrumentów finansowych.

Za wyjątkiem wynagrodzenia ze strony DM PKO BP, Analitycy nie otrzymują żadnych innych świadczeń od Emitenta, ani innych osób trzecich za sporządzane rekomendacje. Analitycy sporządzający rekomendacje otrzymują wynagrodzenie zmienne, zależne pośrednio od wyników finansowych DM PKO BP, które mogą zależeć m.in. od wyniku osiągniętego przez DM PKO BP w zakresie świadczonych usług maklerskich.

DM PKO BP informuje, że świadczy usługę maklerską w zakresie sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym, na podstawie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 7 października 2010 r. Jednocześnie DM PKO BP informuje, że przedmiotową usługę maklerską świadczy klientom zgodnie z obowiązującym „Regulaminem świadczenia usługi sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym w zakresie instrumentów finansowych przez Dom Maklerski PKO Banku Polskiego”, jak również umową o świadczenie usługi w zakresie sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym przez DM PKO BP. Podmiotem sprawującym nadzór nad DM PKO BP w ramach prowadzonej działalności maklerskiej jest Komisja Nadzoru Finansowego.

Objaśnienie używanej terminologii fachowej

min (max) 52 tyg - minimum (maksimum) kursu rynkowego akcji w okresie ostatnich 52 tygodni

kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej akcji i liczby akcji

EV - suma kapitalizacji i długu netto spółki

free float (%) - udział liczby akcji ogółem pomniejszonej o 5% pakietu akcji znajdujące się w posiadaniu jednego akcjonariusza i akcje własne należące do spółki, w ogólnej liczbie akcji

śr obrót/msc - średni obrót na miesiąc obliczony jako suma wartości obrotu za ostatnie 12 miesięcy podzielona przez 12

ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych

ROA - stopa zwrotu z aktywów

EBIT - zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

EPS - zysk netto na 1 akcję

DPS - dywidenda na 1 akcję

CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję

P/E - iloraz ceny rynkowej akcji i EPS

P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji i wartości księgowej jednej akcji

EV/EBITDA - iloraz kapitalizacji powiększonej o dług netto spółki oraz EBITDA

marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów netto ze sprzedaży

marża EBITDA - relacja sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży

rentowność EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży

rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży

Stosowane metody wyceny

Rekomendacja DM PKO BP opiera się na co najmniej dwóch z czterech metod wyceny: DCF (model zdyskontowanych przepływów pieniężnych), metoda wskaźnikowa (porównanie wartości podstawowych wskaźników rynkowych z podobnymi wskaźnikami dla innych firm reprezentujących dany sektor), metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP) oraz model zdyskontowanych dywidend. Wadą metody DCF oraz modelu zdyskontowanych dywidend jest duża wrażliwość na przyjęte założenia, w szczególności te, które odnoszą się do określenia wartości rezydualnej. Modelu zdyskontowanych dywidend nie można ponadto zastosować w przypadku wyceny spółek nie mających ukształtowanej polityki dywidendowej. Zaletami obydwu wymienionych metod jest ich niezależność w stosunku do bieżących wycen rynkowych porównywalnych spółek. Zaletą metody wskaźnikowej jest z kolei to, że bazuje ona na wymiernej wycenie rynkowej danego sektora. Jej wadą jest zaś ryzyko, że w danej chwili rynek może nie wycenić prawidłowo porównywalnych spółek. Metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP) jest dodaniem do siebie wartości różnych aktywów spółki, wyliczonych przy pomocy jednej z powyższych metod.

Rekomendacje stosowane przez DM PKO BP

Rekomendacja KUPUJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają co najmniej 10% potencjał wzrostu kursu

Rekomendacja TRZYMAJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają potencjał wzrostu kursu w przedziale od 0 do 10%

Rekomendacja SPRZEDAJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają potencjał spadku kursu

Rekomendacje mogą być opatrzone dodatkiem SPEKULACYJNIE oznaczającym, że horyzont inwestycji jest skrócony do 3 miesięcy, a inwestycja jest obciążona podwyższonym ryzykiem.

Rekomendacje wydawane przez DM PKO BP obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane. DM PKO BP dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej i subiektywnej oceny analityków. Częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

W ciągu 12 ostatnich miesięcy DM PKO BP wydał:

Rekomendacja:	Liczba rekomendacji:
Kupuj	23 (34%)
Trzymaj	33 (49%)
Sprzedaj	12 (18%)

Powiązania, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzonej Rekomendacji

Podmioty powiązane z DM PKO BP mogą, w zakresie dopuszczonym prawem, uczestniczyć lub inwestować w transakcje finansowe w relacjach z Emitentem, 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 PKO BP może, w zakresie dopuszczalnym prawem polskim przeprowadzać transakcje Instrumentami finansowymi, zanim niniejszy materiał zostanie przedstawiony odbiorcom.

DM PKO BP ma następujące powiązanie z Emitentem:

Emitent:	Zastrzeżenie
Kruk	1,2,3

Objaśnienia:

1. W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM PKO BP 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 PKO BP był członkiem konsorcjum oferującego instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta.
2. DM PKO BP nabywa i zbywa instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe.
3. DM PKO BP pełni rolę animatora rynku dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.
4. DM PKO BP pełni rolę animatora Emitenta dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.
5. DM PKO BP oraz PKO Bank Polski, którego jednostką organizacyjną jest DM PKO BP są stronami umowy z Emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
6. DM PKO BP oraz PKO Bank Polski, którego jednostką organizacyjną jest DM PKO BP posiadają akcje Emitenta będące przedmiotem niniejszej rekomendacji, w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.

Nie można wykluczyć, że DM PKO Banku Polskiego lub PKO Bank Polski lub osoby zaangażowane w przygotowywanie raportu mogą mieć długą lub krótką pozycję netto w akcjach Emitenta lub w innych instrumentach finansowych, których wartość jest związana z wartością instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta w wysokości co najmniej 0,5% kapitału zakładowego Emitenta.

Poza wspomnianymi powyżej, Emitenta nie łączą żadne inne stosunki umowne z DM PKO BP, które mogłyby wpłynąć na obiektywność niniejszej Rekomendacji.

Ujawnienia

Rekomendacja dotyczy Emitenta/Emitentów : Kruk.

Rekomendacja nie została ujawniona Emitentowi.

Pozostałe ujawnienia



Żadna z osób zaangażowanych w przygotowanie raportu ani bliska im osoba nie pełni funkcji w organach Emitenta, nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie 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 przygotowaniu, ale miały lub mogły mieć do niej dostęp, nie ma osób, które posiadają akcje Emitenta lub instrumenty finansowe, których wartość jest w sposób istotny związana z wartością instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta.

PKO Bank Polski, jego podmioty zależne, przedstawiciele lub pracownicy mogą okazjonalnie przeprowadzać transakcje, lub mogą być zainteresowani nabyciem instrumentów finansowych spółek bezpośrednio lub pośrednio związanych z analizowaną spółką.

W DM PKO BP obowiązują regulacje wewnętrzne służące zarządzaniu konfliktami interesów, w których w szczególności określone zostały wewnętrzne rozwiązania organizacyjne oraz ograniczenia w zakresie przepływu informacji uniemożliwiające niekontrolowany przepływ informacji pomiędzy poszczególnymi jednostkami organizacyjnymi lub pracownikami DM PKO BP, w celu zapobiegania i unikania konfliktów interesów dotyczących rekomendacji, w szczególności wdrożona została tzn. polityka „chińskich murów”. Wewnętrzna struktura organizacyjna DM PKO BP zapewnia rozdzielenie wykonywania poszczególnych rodzajów działalności maklerskiej.

Rekomendacja została sporządzona z zachowaniem należytej staranności, zgodnie z najlepszą wiedzą Rekomendującego, pomiędzy DM PKO BP oraz analitykiem sporządzającym niniejszą rekomendację a Emitentem, nie występują jakiegokolwiek inne powiązania.

Data i godzina podana na pierwszej stronie raportu jest datą i godziną zakończenia sporządzenia rekomendacji.

Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia rekomendacji jest tożsama z datą i godziną przekazania rekomendacji w formie elektronicznej klientom.

Ileokroć w treści rekomendacji podaje się cenę instrumentu finansowego należy przyjąć, że jest to cena z [DATA] z godziny zamknięcia notowań.

Wykaz wszystkich rekomendacji sporządzonych przez DM PKO BP w okresie ostatnich 12 miesięcy zamieszczony jest w treści przekazywanego klientom materiału zatytułowanego „Dziennik”.