



analityk: Łukasz Wójcik, Michał Krajczewski

data sporządzenia: 03.11.2016

Cena akcji	Kapitalizacja (mln zł)	Free float	Wartość dzienna obrotów (tys. zł)	P/E	P/BV
203,80	3 616,3	87,30%	4 918,2	15,6	3,77

Grupa Kruk to największy podmiot na rynku zarządzania wierzytelnościami w regionie Europy Środkowo – Wschodniej. Najistotniejszym segmentem działalności Grupy jest zakup portfeli wierzytelności konsumenckich, hipotecznych i korporacyjnych na własny rachunek. Spółka dodatkowo prowadzi usługę Inkasa (odzyskiwanie należności na zlecenie).

Wyniki kwartalne	3Q '16	3Q '15	r/r	3Q '16	3Q '16 - konsensus	różnica
Przychody	201,2	162,4	23,9%	201,2	192,7	4,4%
Marża pośrednia	124,5	90,5	37,6%	124,5	-	
<i>marża pośrednia</i>	<i>61,9%</i>	<i>55,7%</i>				
EBITDA	94,6	68,7	37,7%	94,6	-	
<i>marża EBITDA</i>	<i>47,0%</i>	<i>42,3%</i>				
EBIT	90,8	65,5	38,6%	90,8	80,6	12,7%
<i>marża EBIT</i>	<i>45,1%</i>	<i>40,3%</i>		<i>45,1%</i>	<i>41,8%</i>	
Zysk netto	74,4	52,6	41,4%	74,4	62,4	19,2%
<i>marża netto</i>	<i>37,0%</i>	<i>32,4%</i>		<i>37,0%</i>	<i>32,4%</i>	

Komentarz do wyników za 3Q'16

W dniu 02.11.2016 swoje wyniki opublikowała grupa Kruk. Według przedstawionego raportu zysk netto osiągnięty w III kwartale 2016 roku wyniósł 74,4 mln zł, co oznacza wzrost o przeszło 41,4% w stosunku do analogicznego okresu ubiegłego roku. Wynik był o ponad 19% lepszy od rynkowych oczekiwań.

W III kwartale minionego roku przychody Kruka wzrosły do 201,2 mln zł, co w relacji do ubiegłego roku oznacza wzrost o 23,8% (11,5% k/k). Jednocześnie przychody przewyższyły konsensus rynkowy o 4,4%. Na uwagę po raz kolejny zasługuje wzrost przychodów ze spłat na portfelach własnych, które wzrosły w IIIQ 2016 do 257 mln zł (wzrost o 25% r/r). W trakcie pierwszych trzech kwartałów spłaty od osób zadłużonych wyniosły rekordowe 701 mln zł, co oznacza wzrost o 16% w relacji do analogicznego okresu ubiegłego roku (w całym 2015 roku spłaty wyniosły 825 mln zł). Na wzrost spłat wpływ miały m.in. nowe inwestycje w portfele oraz sprzyjająca sytuacja makroekonomiczna (uważamy, że część środków z programu 500+ zostało przeznaczone na spłaty zobowiązań). Po trzech kwartałach nakłady na portfele wierzytelności urosły do poziomu 936 mln zł, co oznacza wzrost o 220% w relacji do analogicznego okresu ubiegłego roku. Koszty bezpośrednie i pośrednie wzrosły w sumie o 6,6% r/r. W efekcie marża pośrednia ukształtowała się na poziomie 124,5 mln zł, co oznacza wzrost o 37,6% w relacji do III kwartału 2015. Najwyższą marżę pośrednią uzyskano na nabytych pakietach wierzytelności (+41%), spadek odnotowano w segmencie inkasa (-25,6% r/r) oraz pozostałych produktów (-26,8% r/r). Koszty operacyjne ukształtowały się na poziomie 28,8 mln zł (+35,3% r/r), w efekcie EBITDA grupy wzrosła do 94,6 mln zł, przy oczekiwaniach na poziomie 85,2 mln zł (konsensus PAP). Dzięki optymalizacji podatkowej w III kwartale spółka uzyskała efektywną stawkę podatku na poziomie -2%, co zwiększyło zysk netto do poziomu 74,4 mln zł (+41,5% r/r).

Przedstawione wyniki oceniamy pozytywnie - spółka korzysta z aktualnej sytuacji rynkowej i ekonomicznej w Polsce i w Rumunii.



Kruk

Wpływ aktualnych informacji na ocenę spółki z perspektywy akcjonariuszy

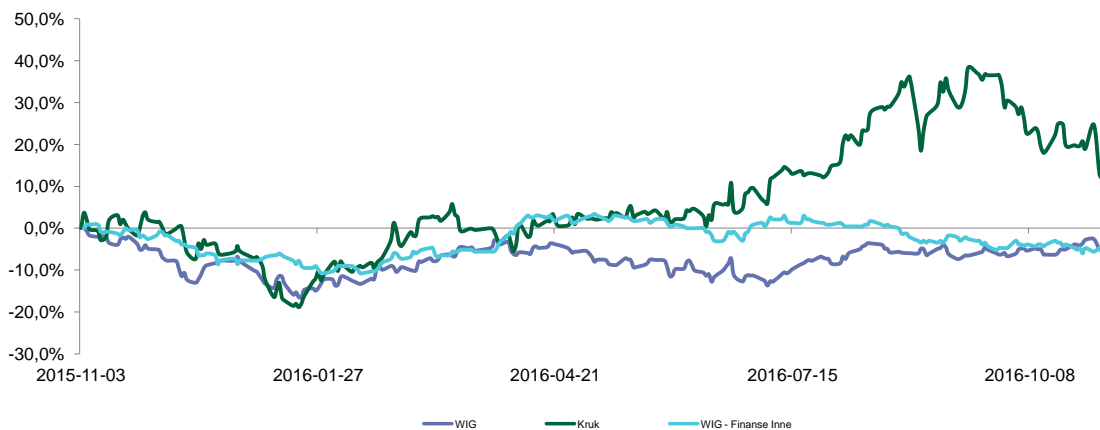
Negatywna reakcja kursu w dniu wczorajszym była pochodną dwóch informacji: 1) planowanej emisji 1 mln sztuk akcji (5,6% obecnej liczby) oraz 2) planów rządu dotyczących opodatkowania FIZów.

Ad. 1) Powodem ogłoszonej emisji jest chęć pozyskania finansowania w celu realizacji potencjalnych przejęć w Hiszpanii oraz w Niemczech, analogicznych do dokonanej akwizycji we Włoszech. Ponadto Zarząd oczekuje silnej podaży portfeli wierzytelności w kolejnych kwartałach w Europie i chce utrzymać obecne, wysokie tempo akwizycji. Realizowane obecnie wejście na nowe rynki na zachodzie zwiększa ryzyko operacyjne Kruka, dlatego Zarząd chce pozyskać kapitał aby nie zwiększać zadłużenia i ryzyka finansowego. Dopiero po zbudowaniu odpowiedniej skali działalności przyjdzie czas na intensywne zakupy portfeli przy udziale finansowania dłużnego.

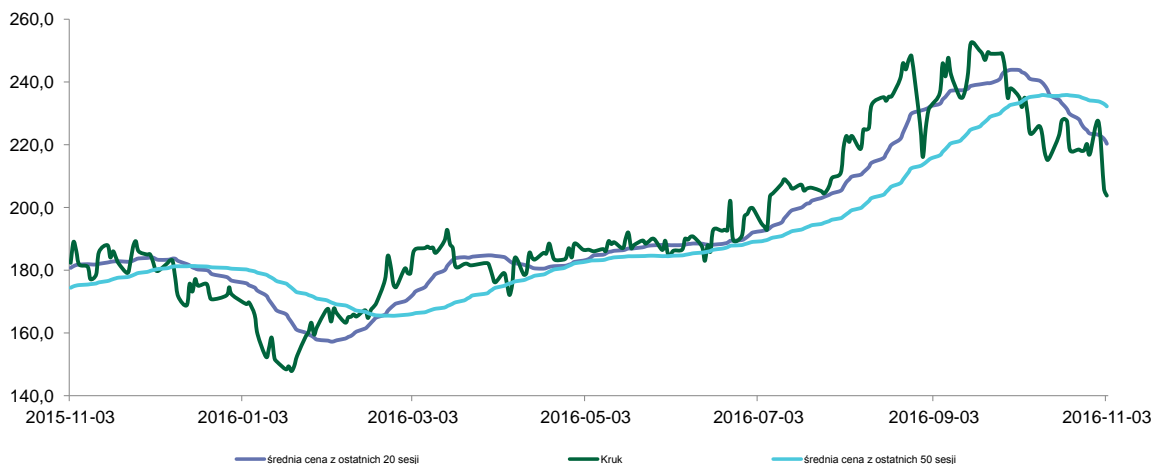
Ad. 2) W dniu wczorajszym grupa posłów PiS złożyła projekt ustawy, którego zamierzeniem jest opodatkowanie FIZ podatkiem dochodowym. Obecnie, inwestorzy płacą podatek dopiero przy wycofaniu środków z funduszu. W przypadku Kruka portfeli wierzytelności o wartości ok. 1,2 mld PLN (połowa wszystkich portfeli) znajdują się w FIZ. Zmiana przepisów wpłynęłaby więc na znaczne zwiększenie stawki płaconego przez Spółkę podatku.

Podsumowując, uważamy, iż ostatnia korekta kursu akcji stwarza okazję inwestycyjną biorąc pod uwagę pozytywne zapowiedzi Zarządu dotyczące tegorocznych wyników oraz ekspansji zagranicznej, nawet pomimo zwiększonego ryzyka legislacyjnego.

Kruk vs WIG vs WIG - Finanse Inne



Notowania akcji w ostatnich 12 miesiącach





Zespół ds. Doradztwa Inwestycyjnego telefon adres email

Michał Krajczewski	22 507 52 91	michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl
Kamil Hajdamowicz	22 507 52 76	kamil.hajdamowicz@bgzbnpparibas.pl
Adam Anioł	22 507 52 93	adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl
Krzysztof Choromański	22 507 52 92	k.choromanski@bgzbnpparibas.pl

Zespół ds. Obsługi Rynku Wtórznego telefon adres email

Damian Zemlik	22 507 52 72	damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl
Paulina Rudolf	22 507 52 73	paulina.rudolf@bgzbnpparibas.pl
Grzegorz Leszek	22 329 43 55	grzegorz.leszek@bgzbnpparibas.pl
Monika Dudek	22 329 43 24	monika.dudek@bgzbnpparibas.pl
Przemysław Borycki	22 329 43 22	przemyslaw.borycki@bgzbnpparibas.pl
Sławomir Orzechowski	22 329 43 54	s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl

Zespół ds. Obsługi Rynku Pierwotnego telefon adres email

Marek Jaczewski	22 329 43 53	marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl
-----------------	--------------	--

Internetowe serwisy transakcyjne

bmBGZ.net

Zlecenia na GPW i New Connect

<https://makler.bmbgz.pl/>

eIPO.bmBGZ

Zapisy w ofertach publicznych (IPO)

<https://emisja.bmbgz.pl/>

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV – (enterprise value – wartość ekonomiczna) dług netto + wartość rynkowa
EBIT – (earnings before interest & tax – zysk przed odsetkami i podatkami) - zysk operacyjny
EBITDA – (earnings before interest, taxes, depreciation and amortization) - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją
ROE – (return on equity – zwrot na kapitale własnym) – iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu kapitałów własnych
ROA - (return on assets – zwrot na aktywach) – iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu aktywów
NAV – wartość aktywów netto (aktywa – zobowiązania)
P/CE – iloraz kapitalizacji oraz zysku wraz z amortyzacją
EBIT/EV – iloraz zysku operacyjnego oraz wartości ekonomicznej
P/E (lub C/Z) – (price earnings ratio – wsk. cena / zysk) – iloraz ceny oraz rocznego zysku netto przypadającego na jedną akcję
P/BV (lub C/WK) – (cena/wartość księgową) – iloraz ceny oraz wartości księgowej przypadającej na jedną akcję
EPS – (earnings per share – wsk. zysku na jedną akcję) – iloraz zysku netto oraz liczby akcji
DPS – (dividend per share – wsk. stopy dywidendy) – iloraz dywidendy na jedną akcję oraz ceny rynkowej jednej akcji
BVPS - (wsk. wartości księgowej na jedną akcję) – iloraz kapitału własnego oraz liczby akcji
BVPS - (wsk. wartości księgowej na jedną akcję) – iloraz kapitału własnego oraz liczby akcji
Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ich ekwiwalenty
Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży
Yield – w przypadku nieruchomości: stosunek przychodów z najmu do wartości nieruchomości
NOI – (net operating income) – różnica pomiędzy przychodami a kosztami operacyjnymi nieruchomości komercyjnej
NWC – (net working capital) = zapasy + należności krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług – zobowiązania krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług



Biuro Maklerskie Banku BGŻ BNP Paribas S.A. prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (obecnie Komisja Nadzoru Finansowego). Podlega regulacjom ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi. Nadzór nad działalnością BM BGŻ BNP Paribas S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego Banku BGŻ BNP Paribas S.A. (dalej: BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A.)

Raport jest udostępniany klientom wyłącznie w celach informacyjnych i nie powinien być wykorzystywany w charakterze lub traktowany jako oferta lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Wszelkie informacje i opinie zawarte w powyższym dokumencie zostały przygotowane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie powyższego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego dokumentu i ewentualne szkody poniesione w ich wyniku ponoszą wyłącznie podejmujący takie decyzje. Dokument ten został przygotowany przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. z zastosowaniem metodologicznej poprawności, zachowaniem należytej staranności i obiektywizmu. Korzystając z tego dokumentu, nie należy go traktować jako substytutu do przeprowadzenia własnej niezależnej oceny. Ani dokument ten, ani żaden jego fragment nie jest poradą inwestycyjną, prawną, księgową, podatkową czy jakąkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. jest ważny w okresie 12 miesięcy od dnia sporządzenia go i nie jest planowana jego aktualizacja, o ile nie nastąpią zmiany lub nie pojawią się nowe istotne informacje i okoliczności, będące podstawą wydania danej rekomendacji. Data sporządzenia raportu jest datą pierwszego udostępnienia rekomendacji do dystrybucji. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez zgody BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. jest zabronione.

BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. przyjęło następującą metodologię w zakresie oczekiwań co do stopy zwrotu z inwestycji w instrument finansowy będący przedmiotem Raportu w okresie 12 miesięcy od dnia wydania raportu:

- Kupuj** – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wynosi co najmniej 10%;
- Neutralnie** – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji znajduje się w przedziale (-10%; + 10%);
- Sprzedaj** – oczekiwany spadek zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 10%.

Metody wyceny zastosowane w prezentowanym dokumencie opierają się na metodach i modelach opisanych i powszechnie wykorzystywanych w literaturze fachowej. Używanie ich wymaga szacowania dużej liczby parametrów, m.in. takich jak: stopy procentowe, kursy walut, przyszłe zyski, przepływy pieniężne i wiele innych. Parametry te są zmienne w czasie, subiektywne i w rzeczywistości mogą różnić się od tych przyjętych do wyceny. Każda wycena zależy od wartości wprowadzonych parametrów i jest wrażliwa na ich zmianę. Wycena DCF: Metoda DCF bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Jej mocne strony to uwzględnienie przyszłych zmian w wolnych przepływach pieniężnych oraz kosztu pieniądza w czasie. Słabe strony to duża liczba parametrów, które należy oszacować oraz wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów. Wycena metodą porównawczą: Wycena ta opiera się na porównaniu wskaźników rynkowych wycenianej spółki ze wskaźnikami innych porównywalnych spółek. Mocna strona tej metody to mniejsza, w porównaniu z metodą DCF, liczba parametrów wyceny oraz relatywne odnoszenie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Słabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywanych spółek oraz efektywności rynku.

Pomiędzy BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. a Podmiotem Raportu nie występują powiązania i nie są mu znane informacje, o których mowa w §9 i §10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców.

Osoby sporządzające niniejszą rekomendację/analizę/opracowanie:

- pobierają stałe wynagrodzenie niezależne od wydanego zalecenia, ceny docelowej, czy trafności rekomendacji i nie jest ono zależne od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej Banku BGŻ BNP Paribas S.A.
- nie pełnią funkcji kierowniczych i nie zajmują stanowisk w organach nadzorczych Spółki i nie są z nią powiązane żadną umową.

Spółka nie posiada akcji Banku BGŻ BNP Paribas S.A. , a podmioty powiązane z Bankiem BGŻ BNP Paribas S.A. nie posiadają akcji Spółki. Niniejsza rekomendacja/analiza/opracowanie nie została udostępniona emitentowi przed datą pierwszego ich udostępnienia do dystrybucji.

Wykaz rekomendacji/analiz/opracowań/komentarzy sporządzanych przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. wraz z informacją dotyczącą proporcji udzielanych rekomendacji „kupuj”, „sprzedaj”, „neutralnie” jest dostępny na stronie :

<https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/raporty-biura-maklerskiego.asp>

"Nota prawna na temat sporządzania i rozpowszechniania rekomendacji inwestycyjnych" jest dostępna na stronie:

https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static_informations_wersja_PL.pdf