



analitik: Adam Maćkowiak

2017-10-30

Podstawowe dane o spółce

Cena	268,55
Kapitalizacja (mln zł)	5 033,8
Free float	88,1%
Wartość dzienna obrotów (mln PLN)	20,2
P/E	15,6
EV/EBITDA	3,65

Grupa Kruk S.A. to zespół spółek zajmujący się zarządzaniem wierzytelnościami. Model biznesowy spółki polega z jednej strony na inwestowaniu w pakiety własnych wierzytelności z wykorzystaniem finansowania zewnętrznego, a z drugiej na zarządzaniu i obsłudze procesu windykacji wierzytelności należących do podmiotów trzecich. Kruk S.A. działa na czterech europejskich rynkach: Polska, Rumunia, Hiszpania i Włochy.

Notowania Kruk S.A za ostatnie 12 miesięcy



Wyniki finansowe za III. kwartał 2017 roku

mIn PLN	1Q '16	2Q '16	3Q '16	4Q '16	1Q '17	2Q '17	3Q '17	r/r	q/q	Kons.	różnica
Przychody	160,7	180,4	201,2	241,1	264,1	283,3	259,4	29,0%	-8,4%	272,5	-4,8%
Portfele wierzytelności	148,0	167,4	188,1	221,5	242,6	262,4	238,5	26,8%	-9,1%		
Usługi windykacyjne	8,0	7,7	7,6	9,0	15,8	14,7	14,4	90,7%	-2,0%		
Inne	4,7	5,3	5,6	10,7	5,7	6,2	6,6	17,7%	5,4%		
EBIT	70,2	61,4	90,8	126,5	131,1	129,1	107,8	18,7%	-16,4%	103,1	4,6%
marża EBIT	43,7%	34,0%	45,1%	52,5%	49,6%	45,5%	41,6%			37,8%	
EBITDA	73,5	64,3	94,6	130,2	135,1	133,2	112,3	18,7%	-15,7%	107,5	4,4%
marża EBITDA	45,7%	35,6%	47,0%	54,0%	51,2%	47,0%	43,3%			39,4%	
EBITDA gotówkowa	142,4	126,4	161,9	199,4	201,8	208,7	220,6	36,3%	5,7%		
marża EBITDA gotówkowa	88,6%	70,1%	80,5%	82,7%	76,4%	73,7%	85,0%				
Zysk netto	60,9	50,4	74,4	62,9	115,5	101,5	74,3	-0,1%	-26,8%	73,7	0,8%
marża netto	37,9%	28,0%	37,0%	26,1%	43,7%	35,8%	28,6%			27,0%	
Inwestycje w pakiety wierzytelności	64,1	663,4	208,5	349,9	213,5	292,1	261,0	25,1%	-10,6%		
Spłaty z portfeli własnych	216,9	229,6	255,4	290,6	309,3	337,9	346,8	35,8%	2,6%		
Amortyzacja portfela netto	-68,9	-62,1	-67,3	-69,1	-66,7	-75,5	-108,3	60,9%	43,5%		

Komentarz do wyników

W 3Q'17 przychody spółki wyniosły 259,4 mln PLN, co jest wynikiem o 8,4% słabszym niż we wcześniejszym kwartale bieżącego roku. Jeszcze większą dynamiką spadków kwartał do kwartału charakteryzowały się zyski spółki - EBIT -16,4%, EBITDA -15,7% oraz zysk netto -26,8%. EBITDA gotówkowa spółki (zysk operacyjny powiększony o amortyzację i spłaty z posiadanych przez spółkę pakietów wierzytelności oraz pomniejszony o przychody z windykacji pakietów własnych wierzytelności) wyniosła 220,6 mln PLN, co jest wynikiem lepszym w ujęciu kwartalnym o 5,7%. Jeżeli chodzi o przychody ze sprzedaży Kruk S.A. to warto zwrócić uwagę na istotny udział przychodów z tytułu aktualizacji wartości posiadanych portfeli wierzytelności, które wyniosły ponad 40 mln PLN (+81% w ujęciu kw./kw.). W trakcie dzisiejszej konferencji przedstawiciele spółki określili powyższą wielkość jako "ostrożną" i w ich ocenie trudno byłoby uzasadnić niższą wielkość aktualizacji wartości portfeli. Patrząc dalej na przychody spółki można zauważyć również istotny spadek w ujęciu kwartalnym ogólnych przychodów segmentu własnych portfeli wierzytelności. Zarząd tłumaczy taki wynik trzema czynnikami, które zaistniały w 3Q'17: wysoką bazą wpat w poprzednim kwartale, niższym poziomem spłat jeżeli chodzi o portfele zabezpieczone (-18 mln PLN vs. 2Q'17) oraz słabszym zachowaniem nowych rynków zagranicznych - Hiszpanii i Włoch. Jeżeli chodzi o segment inkaso to w 3Q'17 przychody wyniosły 14,4 mln PLN, a marża pośrednia narastająco za 3 kwartały - 13,3 mln PLN.

Wydatki Grupy na pakiety nowych wierzytelności wyniosły w 3Q'17 261 mln PLN (wartość nominalna nabytych pakietów 2,6 mld PLN). Około 60% wspomnianej wcześniej wartości stanowiły zakupy w Polsce. Dodatkowo spółka już po zakończeniu 3 kwartału 2017 r. nabyła obsługiwany przez siebie wcześniej fundusz inwestycyjny "BISON" NS FIZ od likwidatora banku Lehman Brothers. Jeżeli chodzi o spłaty w trzecim kwartale spółce udało się odzyskać 347 mln PLN gotówki, co przełożyło się na blisko 1 mld PLN wartości spłat w okresie 1-3Q 2017.

Mimo słabszych wyników na rynkach zagranicznych vs. oczekiwania Zarządu spółki, realizowane dynamiki i tak są znaczące. Wielkość przychodów osiąganych w Włoszech wzrosła kwartał do kwartału o 58% (do 21,6 mln PLN). Zarząd podkreśla również znaczący rozwój oddziału spółki w tamtym rejonie, który zatrudnia ponad 200 osób. Nakłady inwestycyjne na nowe portfele w Włoszech wyniosły 263,6 mln PLN w ciągu ostatnich 3 kwartałów.



Wpływ aktualnych informacji na ocenę spółki

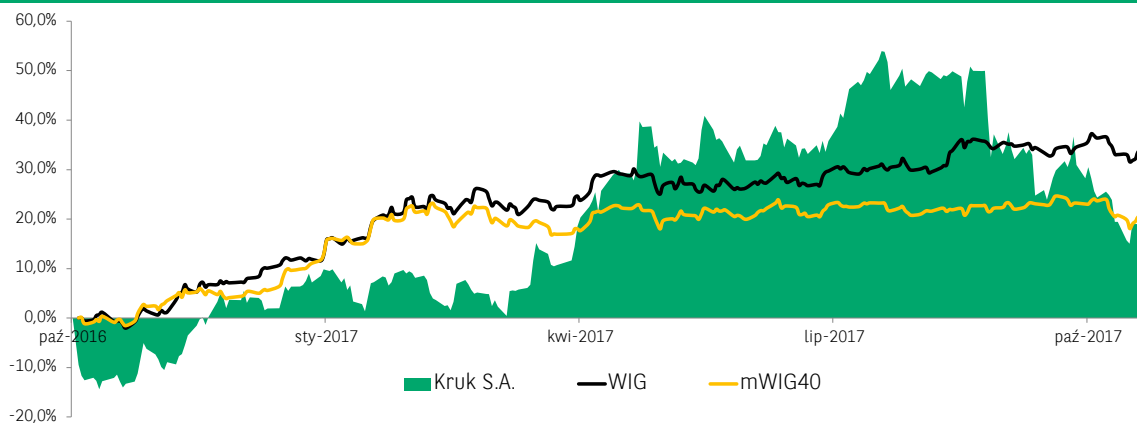
Wyniki spółki były minimalnie lepsze od konsensusu rynkowego jeżeli chodzi o zyski na poziomie EBIT, EBITDA i netto. Negatywnie zaskoczyły natomiast przychody, których redukcja przyczyniła się do poprawy marż Grupy. Zgodnie z informacjami przekazanymi przez Zarząd rezultaty w 4Q'17 powinny być zgodne z konsensem rynkowym. Przedstawiciele spółki podkreślili jednak, że wyniki będą odzwierciedlać ostrożne podejście do wyceny posiadanych aktywów. Ogólna strategia spółki zakłada utrzymanie tempa wzrostu EPS na poziomie 15% w ciągu najbliższych 3 lat.

Uważamy, że w 4Q'17 roku na wyniki spółki będą miały kluczowy wpływ następujące czynniki:

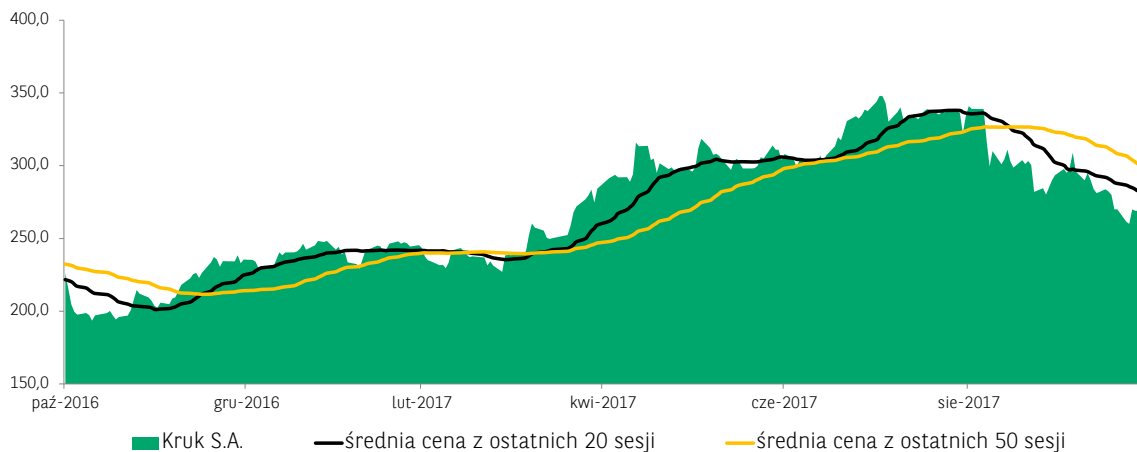
1. Wzrost kosztów z tytułu prowadzonych spraw sądowych, co jest wynikiem przygotowań do wprowadzenia nowej ustawy dotyczącej przedawnienia.
2. Wysoki poziom konkurencji na polskim rynku wierzycielności po stronie popytowej, co przy ostrożnym podejściu spółki do wyceny przetargowej może negatywnie odbić się na wolumenie pozyskiwanych długów. Co więcej, wysoka presja ze strony innych przedsiębiorstw skłania coraz więcej spółek do obniżania wymaganych stóp zwrotu z inwestycji w określone pakiety, co przy ostatecznym ich pozyskaniu może prowadzić do znaczącej redukcji marży.
3. Nierozwiązana i niejasna kwestia podatku dochodowego, którego efektywna stawka zwiększy się dla spółki od 2018 roku. Co więcej nie można wykluczyć, iż na koniec roku spółka poinformuje o konieczności zapłacenia wyższego podatku za rok 2017 lub utworzenia rezerw z tego tytułu (nawet 40 mln PLN).
4. Kwestia IFRS 9, który ujedynolici rynkową metodą wykazywania przychodów spółek zarządzających wierzycielnościami i możliwe z tego tytułu odpisy.
5. Poprawa efektywności procesu odzysku wierzycielności, która w ocenie Zarządu ma "rezerwy".

W obecnej sytuacji znajdujemy więcej argumentów "przeciw", a niżeli "za" pozytywną oceną spółki. Korzystne dla Kruka w krótkim terminie może okazać się rozwiązanie którejkolwiek z powyższych kwestii (np. raport na temat niskiego podatku za 4Q'17). W naszej ocenie ostrożne podejście do wyceny niektórych długów może mieć przełożenie na osłabienie pozycji rynkowej spółki szczególnie w porównaniu do ostatnich działań głównego konkurenta - GetBack S.A. oraz innych zagranicznych podmiotów operujących na rynku wierzycielności w Polsce. Wątpliwą kwestią jest również rozwój we Włoszech i Hiszpanii, który postępuje wolniej niż oczekiwał Zarząd. Wcześniejszy rozwój biznesu w Rumunii zajął Krukowi ponad 3 lata. W naszej ocenie doprowadzenie skali działania we wspomnianych wcześniej krajach do takiego poziomu jak w Rumunii może trwać znacznie dłużej z racji istotnych różnic w strukturze samego rynku długu.

Notowania Kruk S.A. w porównaniu do indeksów WIG i mWIG40



Notowania akcji w ostatnich 12 miesiącach





ul. Twarda 18, 00-105 Warszawa
tel. (22) 566 97 00, fax (22) 566 97 29
e-mail: biuro.maklerskie@bmbgz.pl
www.bgzbnpparibas.pl

Zespół ds. Doradztwa Inwestycyjnego **telefon** **adres e-mail**

Michał Krajczewski, CFA	22 507 52 91	michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl
Adam Anioł	22 507 52 93	adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl
Adam Maćkowiak	22 507 52 94	adam.mackowiak@bgzbnpparibas.pl

Zespół ds. Obsługi Rynku Wtórnoego **telefon** **adres e-mail**

Damian Zemlik	22 507 52 72	damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl
Marcin Rżany	22 507 52 73	marcin.rzany@bgzbnpparibas.pl
Grzegorz Leszek	22 566 97 07	grzegorz.leszek@bgzbnpparibas.pl
Monika Dudek	22 566 97 05	monika.dudek@bgzbnpparibas.pl
Przemysław Borycki	22 566 97 04	przemyslaw.borycki@bgzbnpparibas.pl
Stawomir Orzechowski	22 566 97 06	s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl

Zespół ds. Obsługi Rynku Pierwotnego **telefon** **adres e-mail**

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

Internetowe serwisy transakcyjne

SIDOMA WEB

nowy system -wersja dla klientów chcących szybko i wygodnie złożyć zlecenie

SIDOMA PROFESSIONAL

dotychczasowy system - wersja dla klientów doświadczonych

<https://www.webmakler.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



ul. Twarda 18, 00-105 Warszawa
tel. (22) 566 97 00, fax (22) 566 97 29
e-mail: biuro.maklerskie@bmbgz.pl
www.bgzbnpparibas.pl

Disclaimer

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 – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wyniesie poniżej 0%.

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 odniesienie 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

Numer ewidencyjny:

KW/2017/10/30/KRU/1