



## Kruk - Komentarz do wyników finansowych za 1Q 2018

Adam Maćkowiak, Analityk, +48 22 507 52 94, adam.mackowiak@bgzbnpparibas.pl

### Wyniki finansowe za 1Q 2018

PLNm	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	r/r	LTM	r/r	Kons.	vKons.
Przychody	241,1	264,1	283,3	259,4	248,5	285,3	8,0%	1 076,7	21,4%	276,1	3,3%
Odzysk	221,5	242,6	262,4	238,5	228,2	264,4	9,0%	993,5	21,2%		
Windykacja	9,0	15,8	14,7	14,4	14,2	14,5	-8,7%	57,7	44,1%		
Pozostałe	10,7	5,7	6,2	6,6	6,4	6,4	13,8%	25,7	-5,6%		
Cash EBITDA	199,4	201,8	208,7	220,6	205,5	223,0	10,5%	857,7	24,4%		
EBITDA	130,2	135,1	133,2	112,3	58,8	125,0	-7,5%	429,3	1,2%	114,8	8,9%
Zysk netto	62,9	115,5	101,5	74,3	3,9	90,7	-21,5%	270,4	-11,3%	80,4	12,8%
marża Cash EBITDA	82,7%	76,4%	73,7%	85,0%	82,7%	78,1%	1,7pp	79,7%	1,9pp		
marża EBITDA	54,0%	51,2%	47,0%	43,3%	23,7%	43,8%	-7,3pp	39,9%	-8,0pp	41,6%	2,2pp
marża netto	26,1%	43,7%	35,8%	28,7%	1,6%	31,8%	-11,9pp	25,1%	-9,3pp	29,1%	2,7pp
DN/EBITDA	3,8	3,4	3,3	3,1	3,9	3,9	0,5	3,9	0,5		
12M P/E	17,4	14,4	16,0	15,2	16,3	15,7	8,5%	15,7	8,5%	16,3	-0,6
12M EV/EBITDA	8,2	7,0	8,2	7,5	7,0	6,0	-14,9%	6,0	-14,9%	6,1	-0,1
Nakłady na NPL	-350	-214	-292	-261	-210	-125	-41,2%				
Spłaty z NPL	291	309	338	347	375	362	17,1%				

### Komentarz do wyników

Wyniki Kruka oceniamy pozytywnie. Spółka zrealizowała wysoki poziom spłat co potwierdza efektywność procesu odzysku wierzytelności. To przełożyło się na osiągnięcie dobrego wyniku Cash EBITDA na poziomie 223 mln PLN.

*Dobre wyniki w 1Q'18.*

Zwracamy uwagę na stosunkowo niski poziom zalewarowania spółki jeżeli chodzi o wskaźnik dług netto / Cash EBITDA, który wynosi 2,0x (wyższy wskaźnik na poziomie DN/EBITDA w dużej mierze wynika z przeprowadzonych odpisów portfela wierzytelności we Włoszech w 4Q'17).

### Podsumowanie konferencji wynikowej

W dniu 27 kwietnia odbyła się konferencja wynikowa spółki, w trakcie której bieżącą sytuację Kruka skomentował członek zarządu i dyrektor finansowy spółki – Michał Zasępa.

Poniżej przedstawiamy najważniejsze informacje, o których mówili przedstawiciele spółki:

- RENTOWNOŚĆ:** Rentowność netto Kruka w 1Q'18 wyniosła 31,8% (w 2017 rentowność to ok. 28%). Wzrost zysku vs. poprzedni kwartał wynika z braku znaczących odpisów wartości portfela na rynku włoskim i hiszpańskim (spółka nie wyklucza dalszych cięć wartości portfela w ramach kolejnych aktualizacji krzywej odzysków na tych rynkach). W 1Q'18 aktualizacja portfela posiadanych wierzytelności sięgnęła 23 mln PLN (pozytywna w Polsce i Rumunii i niewielka negatywna w Hiszpanii i Włoszech).
- NAKŁADY:** W rezultatach spółki istotną pozycją są zrealizowane nabycia nowych portfeli wierzytelności. Te spadły o 41,2% r/r. Wynika to z jednej strony z niższej aktywności banków jeżeli chodzi o sprzedaż wierzytelności (szczególnie w Rumunii, gdzie przyczyną są nowe regulacje prawne odnośnie sprzedaży NPL), a z drugiej realizacja istotnych zakupów przez spółkę już po zakończeniu 1Q'18 na początku kwietnia. W 2018 roku Kruk zamierza kupować więcej na rynku polskim, gdzie zmniejszyła się presja cenowa wywierana przez GetBack (aktywność GetBack'a na rynku jest niewidoczna od końca 2017 roku). Przedstawiciele spółki deklarują, że „kupią wszystko co będzie dla nich wystarczająco atrakcyjne”. Nieco niższe nakłady finansowe powinny zostać ulokowane we Włoszech i Hiszpanii. Spółka potwierdza poprawę skuteczności odzysku, jednak w bieżącym roku stawia na ostrożne podejście do wyceny nabywanych pakietów (pakiey jeżeli będą nabywane to przy wyższym zakładanym IRR). Co więcej zgodnie ze słowami dyrektora Zasępy, spółka jest gotowa nabyć cały portfel wierzytelności, który potencjalnie pozostawi po sobie GetBack. Przedstawiciel spółki zaznaczył jednak, że część portfela GetBack'a może być „niezbywalna”, a przede wszystkim mało atrakcyjna ze względu na stojące za nim ryzyko kredytowe. Spółka posiada ok. 1,2 mld PLN wolnej linii kredytowej pod zakupy

*Rentowność ROE na poziomie 32%.*

*Niższe nakłady na portfele w 1Q'18 to efekt przesunięcia istotnych nabyć na 2Q'18 i słabszego rynku.*

*Kruk jest w stanie kupić cały portfel GetBack'a.*



nowych portfeli. Ewentualny odkup wierzytelności od GBK mógłby być realizowany przy wsparciu zaprzyjaźnionych hedge fundów.

- **KOSZTY:** Spółka spodziewa się utrzymania wzrostu płac o ok. 7% rocznie. Zmiany kosztów będą również w dużej mierze zależne od ilości spraw sądowych rozpoczynanych we Włoszech (gdzie proces windykacji sądowej jest relatywnie drogi). *Wynagrodzenia +7% rocznie*
- **SPŁATY:** Spółka dobrze ocenia poziom spłat w Polsce i Rumunii. Nieco gorzej od oczekiwań zachowywał się rynek niemiecki. Sytuacja we Włoszech i Hiszpanii uległa poprawie, ale nadal część portfeli zachowuje się poniżej oczekiwań zarządu. *Mocne spłaty w Polsce i Rumunii*
- **INKASO:** Spółka w 1Q'18 kupiła spółkę zajmującą się serwisowaniem wierzytelności we Włoszech (AgeCredit). Zamiarem Kruka jest utrzymanie tego biznesu w oddzielnej strukturze. Biznes inkaso w 1Q'18 był nieco słabszy niż w porównywalnym okresie 2017 ze względu na niższą aktywność serwiserów w Hiszpanii i Włoszech.(część klientów sprzedała serwisowane przez spółkę portfele).
- **GETBACK:** Zdaniem dyrektora Zasepy największą wartość z portfeli wierzytelności nabytej przez GetBack można wyciągnąć poprzez jak najszybszą sprzedaż i oddanie ich w serwis do doświadczonych podmiotów, które będą go w stanie obsłużyć. Tak jak pisaliśmy wcześniej spółka jest w stanie przejąć nawet cały portfel GetBack'a z zastrzeżeniem istotnego dyskonta w wycenie.



Zespół ds. Doradztwa Inwestycyjnego	Telefon:	Adres e-mail:
Michał Krajczewski, CFA	22 507 52 91	<a href="mailto:michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl">michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl</a>
Adam Aniot	22 507 52 93	<a href="mailto:adam.aniot1@bgzbnpparibas.pl">adam.aniot1@bgzbnpparibas.pl</a>
Adam Maćkowiak	22 507 52 94	<a href="mailto:adam.mackowiak@bgzbnpparibas.pl">adam.mackowiak@bgzbnpparibas.pl</a>
Szymon Nowak	22 507 52 92	<a href="mailto:szymon.nowak@bgzbnpparibas.pl">szymon.nowak@bgzbnpparibas.pl</a>

Zespół ds. Obsługi Rynku Wtórniego	Telefon:	Adres e-mail:
Damian Zemlik	22 507 52 72	<a href="mailto:damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl">damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl</a>
Marcin Rżany	22 507 52 73	<a href="mailto:marcin.rzany@bgzbnpparibas.pl">marcin.rzany@bgzbnpparibas.pl</a>
Grzegorz Leszek	22 566 97 07	<a href="mailto:grzegorz.leszek@bgzbnpparibas.pl">grzegorz.leszek@bgzbnpparibas.pl</a>
Monika Dudek	22 566 97 05	<a href="mailto:monika.dudek@bgzbnpparibas.pl">monika.dudek@bgzbnpparibas.pl</a>
Artur Sulejewski	22 566 97 04	<a href="mailto:artur.sulejewski@bgzbnpparibas.pl">artur.sulejewski@bgzbnpparibas.pl</a>
Sławomir Orzechowski	22 566 97 06	<a href="mailto:s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl">s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl</a>

Zespół ds. Obsługi Rynku Pierwotnego	Telefon:	Adres e-mail:
Marek Jaczewski	22 329 43 53	<a href="mailto:marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl">marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl</a>

#### 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 księgowa) - 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



#### Nota prawna

Biuro Maklerskie Banku BGZ 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 BGZ BNP Paribas S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego Banku BGZ BNP Paribas S.A. (dalej: BM Banku BGZ 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 BGZ BNP Paribas S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM Banku BGZ 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 BGZ 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 BGZ BNP Paribas S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM Banku BGZ 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 BGZ BNP Paribas S.A. jest zabronione.

BM Banku BGZ 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 odnośnienie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Słabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywanych spółek oraz efektywności rynku.

Pomiędzy BM Banku BGZ 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 BGZ 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 BGZ BNP Paribas S.A., a podmioty powiązane z Bankiem BGZ 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 BGZ 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](https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static_informations_wersja_PL.pdf)

Autorzy: **Adam Maćkowiak**  
nr ewidencyjny: **KF/2018/04/27/01**  
Data sporządzenia: **2018-04-27**