



# KOMENTARZ DO WYNIKÓW

Kruk - 4Q'18



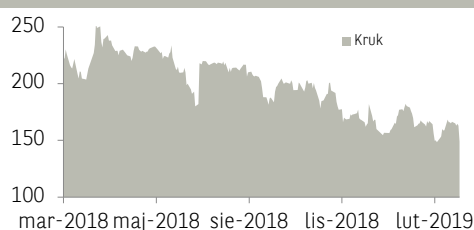
# BM

## PODSTAWOWE DANE O SPÓŁCE

### Podstawowe dane o spółce

Cena	148,90
Kapitalizacja (mln zł)	2 812,3
Free float	88,4%
Wartość dzienna obrotów (mln PLN)	8,3
P/E	8,5
P/BV	1,62

### Notowania Kruk za ostatnie 12 miesięcy



## WYNIKI 4Q18

PLNm	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	r/r	kw/kw	Kons.	vKons.
Nakłady na portfele	210	125	282	648	340	62%	-48%		
Spłaty na portfelach	375	362	401	381	433	15%	14%		
Przychody	249	285	320	289	271	9%	-6%	302	-11%
Polska	162	143	161	145	142	-12%	-2%		
Rumunia	128	112	122	90	101	-21%	12%		
Włochy	-41	25	14	31	-1	-	-		
Pozostałe kraje	1	6	22	23	29	5720%	26%		
EBITDA Gotówkowa	206	223	257	248	277	35%	12%		
EBITDA	59	125	152	132	89	52%	-32%	110	-23%
EBIT	53	120	147	127	85	61%	-33%	106	-25%
Zysk netto	4	91	99	90	51	1210%	-43%	65	-27%
Dług netto/kapitały własne	1,2	11,0	1,1	1,3	1,4	0,2	0,1		
Dług netto/EBITDA gotówkowa	2,0	2,0	2,0	2,3	2,3	0,3	0,0		

## KOMENTARZ DO WYNIKÓW

Kruk zaraportował zysk netto za czwarty kwartał 2018 roku w wysokości 51 mln zł, co w skali rocznej daje wynik na poziomie 330,4 mln zł (12% r/r), który jest zgodny z opublikowanymi prognozami. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, jak i wcześniejszą komunikacją spółki, niższy poziom zysku netto od oczekiwań (zaskoczenie na poziomie -27%) wynika z negatywnej rewaluacji portfela na poziomie segmentu włoskiego.

*Zysk netto niższy od oczekiwań o 27%*

Spłaty z portfeli własnych wyniosły w 2018 roku rekordowe 1,6 mld zł, o 15% więcej w porównaniu do 2017 roku. Najwięcej spłat całego 2018 roku pochodziło z rynku polskiego (768 mln zł/49%) i rumuńskiego (528 mln zł/33%). Spłaty na rynku włoskim odpowiadały za 8% ogółu i wyniosły 126 mln zł. Pozostałe rynki wygenerowały 156 mln spłat (udział 10%). W czwartym kwartale spłaty wyniosły 433 mln zł i były najwyższe w historii działalności Kruka.

Nakłady na portfele wierzytelności w 2018 roku wyniosły 1 395 mln zł przy wartości nominalnej 8,9 mld zł, w porównaniu do odpowiednio 977 mln zł oraz 16,4 mld zł w 2017 roku. W całym 2018 roku Kruk dokonał największych inwestycji w Polsce (45%), w Hiszpanii (22%), we Włoszech (19%) i w Rumunii (11%). W 4 kw. inwestycje wyniosły 340 mln zł, za które Kruk kupił portfele o wart. nominalnej 2,6 mld zł – najwięcej inwestycji pochodziło z rynku hiszpańskiego i polskiego. W roku bieżącym Kruk ponownie planuje dokonać największych inwestycji w Polsce, na poziomie zbliżonym do roku 2018, czyli 627 mln zł. W wyniku obniżonej presji konkurencyjnej Kruk w 2018 roku był bardziej skuteczny w przetargach, co przekłada się na 30% udział w rynku.

*Największe inwestycje w portfele miały miejsce w Polsce*



**BGZ BNP PARIBAS**  
BIURO MAKLESKIE

Autorzy: Szymon Nowak

Biuro Maklerskie Banku BGZ BNP Paribas  
ul. Twarda 18, 00-105 Warszawa, tel. +48 22 566 97 00  
e-mail: [doradcy.inwestycyjni@bgzbnpparibas.pl](mailto:doradcy.inwestycyjni@bgzbnpparibas.pl)  
[www.bgzbnpparibas.pl](http://www.bgzbnpparibas.pl)



Spółka oczekuje poprawy IRR na nowych portfelach, co jest już zauważalne w ostatnich miesiącach. W związku z tym, to właśnie polski rynek ma być głównym motorem napędowym nowej strategii rozwoju spółki. Wzrostu poziomu nakładów możemy natomiast spodziewać się w Rumunii, gdzie dobra sytuacja gospodarstw domowych pozytywnie wpływa na poziom spłat. Niemniej jednak kluczową kwestią w wypadku Rumunii pozostają potencjalne zmiany w prawie ograniczające spłaty do dwukrotności ceny alokowanej do poszczególnej sprawy. Choć nowe prawo ma dotyczyć jedynie bankowych niezabezpieczonych kredytów konsumenckich, uważamy iż jest to obecnie jedno z głównych zagrożeń dla spółki, które ciąży na notowaniach. Niemniej jednak rosnąca dostępność portfeli z innych segmentów, jak chociażby portfeli korporacyjnych, sprawia że rynek rumuński wciąż może być atrakcyjny. Przedstawiciele spółki stoją na stanowisku, iż nowe prawo nawet gdyby zostało przyjęte to w dość krótkim okresie czasu zostanie poddane zmianom.

*Zmiany prawne w Rumunii pozostają dużym zagrożeniem*

Spółka zaprezentowała nową strategię na lata 2019 – 2024, której jednym z celów pozostaje osiągnięcie zysku netto na poziomie 700 mln zł w 2024 roku. Kruk planuje, iż większość wzrostu uda się osiągnąć na rynku polskim. Segment rumuński nie powinien odpowiadać za wzrost zysków, gdyż obecna bardzo wysoka rentowność portfela będzie musiała spaść. Ok 30-40% całego wzrostu ma zapewnić rynek włoski oraz hiszpański. Co pozostaje ważne w ocenie strategii, nie zakłada ona wejścia Kruka na nowy rynek, z czym jednak w rzeczywistości prawdopodobnie będziemy mieć do czynienia, a co z kolei wzmocni wynik. Kruk ponadto negocjuje zakup firmy pożyczkowej w Polsce lub Rumunii. Wyniki rozmów powinniśmy poznać do końca bieżącego półrocza.

*Nowa strategia spółki zakłada zysk netto na poziomie 700 mln zł w 2024 r*

Podsumowując, uważamy że reakcja na wyniki Kruka w postaci dużej skali wyprzedaży na rynku nie jest w pełni uzasadniona dzisiejszym raportem. Niższy poziom zysku netto, który był opublikowany już w ramach prognoz, wynika z negatywnej rewaluacji portfela we Włoszech. Z drugiej strony pozytywnie odbieramy wyniki na rynku polskim jak i rumuńskim. Obecnie głównym ryzykiem pozostają kwestie natury prawnej w Rumunii. Naszym zdaniem, nawet w wypadku wprowadzenia negatywnych z punktu widzenia spółki zmian w prawie, w długim terminie Kruk będzie w stanie zwiększać poziom osiąganego zysku za spraw zwiększonej efektywności na pozostałych rynkach zagranicznych. Również utrzymanie wysokiego poziomu nakładów w Polsce wraz z wysokim poziomem spłat będzie wspierać całościowe wyniki. Cel postawiony przez zarząd na rok bieżący w postaci wzrostu zysku o 10% r/r uważamy jednak za ambitny, w związku z wysoką wartością portfela bieżącego. Zwracamy jednak uwagę, że przy długu netto/EBITDA gotówkowa na poziomie 2,3x Kruk pozostaje jedną z najmniej zlewarowanych spółek w branży, co pozostaje ważną przewagą. Obecna wycena Kruka pozostaje naszym zdaniem atrakcyjna w średnim terminie, w związku z czym jesteśmy pozytywnie nastawieni do akcji spółki.

*Pozostajemy pozytywnie nastawieni do spółki*





## KONTAKT

Zespół Doradztwa Inwestycyjnego	Telefon:	Adres e-mail:
Michał Krajczewski, CFA	22 507 52 91	<a href="mailto:michał.krajczewski@bgzbnpparibas.pl">michał.krajczewski@bgzbnpparibas.pl</a>
Adam Anioł	22 507 52 93	<a href="mailto:adam.anioł1@bgzbnpparibas.pl">adam.anioł1@bgzbnpparibas.pl</a>
Szymon Nowak	22 507 52 92	<a href="mailto:szymon.nowak@bgzbnpparibas.pl">szymon.nowak@bgzbnpparibas.pl</a>
Lukas Cinikas	22 507 52 94	<a href="mailto:lukas.cinikas@bgzbnpparibas.pl">lukas.cinikas@bgzbnpparibas.pl</a>
Tomasz Mazurek	22 507 52 76	<a href="mailto:tomasz.mazurek1@raiffeisen.pl">tomasz.mazurek1@raiffeisen.pl</a>

Zespół Obsługi Rynku Wtórny	Telefon:	Adres e-mail:
Maciej Sokołowski	22 578 57 68	<a href="mailto:maciej.sokolowski@raiffeisen.pl">maciej.sokolowski@raiffeisen.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>
Łukasz Żukowski	22 578 57 70	<a href="mailto:lukasz.zukowski1@raiffeisen.pl">lukasz.zukowski1@raiffeisen.pl</a>
Adrian Cieślak		<a href="mailto:adrian.cieslak@raiffeisen.pl">adrian.cieslak@raiffeisen.pl</a>

Zespół 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>
Paulina Sołdaj	22 566 97 32	<a href="mailto:paulina.soldaj@bgzbnpparibas.pl">paulina.soldaj@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  
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 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 wyłącz- nie 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 (0%; + 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 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 pro- porcji 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)