Dom Maklerski BDM S.A.

KRUK

RAPORT ANALITYCZNY

TRZYMAJ

(RAPORT INICJUJĄCY)

WYCENA 182.4 PLN

26 LISTOPAD 2015

Rozpoczynamy wydawanie zaleceń dla Kruka od rekomendacji Trzymaj i wyznaczamy cenę docelową na poziomie 182.4 PLN/akcję. Analizę oparliśmy na metodzie zysków rezydualnych oraz na wycenie porównawczej do wybranych podmiotów zagranicznych. Przy naszej cenie docelowej, Kruk będzie handlowany przy wskaźniku P/E na lata 2016-2017 na poziomie odpowiednio 14.8x i 12.8x.

Grupa zarządza wierzytelnościami zakupionymi na własny rachunek, a także na zlecenie podmiotów zewnętrznych. Na przestrzeni ostatnich lat spółkę cechuje dynamiczny wzrost nabywanych pakietów wierzytelności. W średnim terminie (kilku następnych lat) utrzymanie ścieżki wzrostu wyników grupy ma zapewnić ekspansja na rynki zagraniczne. Kruk obecnie prowadzi działalność operacyjną na 4 rynkach zagranicznych (Rumunia, Czechy, Słowacja i Niemcy). Strategia spółki na lata 2015–2019 zakłada m.in. rozwój w przekroju geograficznym i produktowym w Europie. Podczas konferencji wynikowej za 3Q'15 władze spółki spory akcent położyły na wizji wejścia na rynek włoski i hiszpański. Tym samym w średnim horyzoncie czasowym zostały zarysowane trzy rynki zagraniczne, które powinny odpowiadać za utrzymanie wysokiej dynamiki wzrostu skali działania grupy. Od 2016 roku istotną kontrybucję do dynamiki wzrostu EPS (z akcentem na 2017-2018) może mieć rynek niemiecki, a od 2018-2019 pozostałe dwa wspomniane obszary zagraniczne.

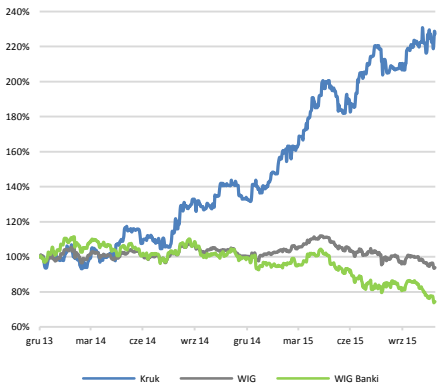
W perspektywie kilku kolejnych kwartałów spodziewamy się dobrych wiadomości ze spółki. W modelu uwzględniamy istotny przyrost nowych pakietów wierzytelności na bilansie i dlatego oczekujemy, że spółka będzie w stanie utrzymać ambitną ścieżkę wzrostu wyników r/r (przyjmujemy, że wynik netto w 2015 roku osiągnie próg 200 mln PLN). Na lata 2016-2018 staramy się odzwierciedlić zapowiadane przez władze spółki efekty ekspansji w Niemczech, oraz w dalszym etapie na kolejnych rynkach zagranicznych (m.in. Włochy, Hiszpania). Jednocześnie w modelu przyjęliśmy wzrost kosztów podatkowych, co istotnie ograniczy jeden z kluczowych dotychczasowych impulsów wzrostowych dla Kruka (w naszej ocenie w ostatnich latach optymalizacja podatkowa była jednym z podstawowych filarów odpowiedzialnych za sukces i wzrost skali działania grupy).

Jednocześnie zwracamy uwagę, że bieżące ceny uwzględniają już w dużej mierze sukces realizacji przedstawionych przez władze spółki celów średnioterminowych (ekspansja na rynek niemiecki oraz kolejne kraje europejskie). Wg nas należy mieć na uwadze, że ewentualne opóźnienia, erozja przyszłych marż, czy dynamika wzrostu EPS poniżej 13% r/r, mogą wpłynąć na ochłodzenie sentymentu inwestycyjnego do spółki.

Wycena końcowa [PLN]	**182.4**
Potencjał do wzrostu / spadku	**-3%**
Cena rynkowa [PLN]	188.0
Kapitalizacja [mln PLN]	3 495
Ilość akcji [mln. szt.]*	18.593
** - uwzględniamy realizację pierwszego i drugiego programu motywacyjnego*	
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	189.95
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	150.6
Stopa zwrotu za 3 mc	12%
Stopa zwrotu za 6 mc	15%
Stopa zwrotu za 9 mc	45%
Akcjonariat*	
Piotr Krupa	11.71%
Aviva OFE	8.31%
NN PTE	11.21%
Generali OFE	6.32%
** - wg stanu na dzień publikacji raportu za 3Q'15*	

Maciej Bobrowski
bobrowski@bdm.pl
tel. (0-32) 208-14-12
Dom Maklerski BDM S.A.
ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice

	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P
Przychody [mln PLN]	405.6	487.9	594.4	709.2	838.6	993.8
EBITDA gotówkowa [mln PLN]	344.3	489.0	515.7	650.0	847.8	1 015.7
EBITDA [mln PLN]	162.3	219.5	261.0	328.7	396.0	478.6
EBIT [mln PLN]	152.9	208.2	248.4	314.9	382.0	464.4
Wynik netto [mln PLN]	**97.8**	**151.8**	**200.5**	**229.2**	**264.5**	**301.8**
P/BV (x)	8.0x	5.7x	4.5x	3.6x	3.0x	2.6x
P/E (x)	35.9x	21.4x	17.4x	15.3x	13.2x	11.6x
DPS [PLN]	0.0	0.0	1.5	2.5	4.0	6.0



Publikowanie w prasie lub w Internecie w części lub całości niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport.
Informacje, o których mowa w Rozporządzeniu Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów znajdują się na ostatniej stronie Raportu.

SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE 3
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA 4
WYCENA DOCHODOWA (NA PODSTAWIE ZYSKU REZYDUALNEGO) 5
ANALIZA PORÓWNAWCZA 6
WYNIKI FINANSOWE ZA 3Q'15 8
SZCZEGÓŁOWA PROGNOZA NA 2015 ROK I KOLEJNE OKRESY 11
PODSTAWOWE INFORMACJE O SPÓŁCE 13
PROGRAMY MOTYWACYJNE W SPÓŁCE 18
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI 20

WYCENA I PODSUMOWANIE

Rozpoczynamy wydawanie zaleceń dla Kruka od rekomendacji Trzymaj i wyznaczamy cenę docelową na poziomie 182.4 PLN/akcję. Naszą analizę oparliśmy na metodzie zysków rezydualnych oraz na wycenie porównawczej do podmiotów zagranicznych. Przy naszej cenie docelowej, Kruk będzie handlowany przy wskaźniku P/E na lata 2016-2017 na poziomie odpowiednio 14.8x i 12.8x.

Podsumowanie wyceny

	waga	[PLN/akcję]
Wycena dochodowa	50%	210.49
Wycena porównawcza	50%	154.34
Wycena końcowa [mln PLN]		**182.4**

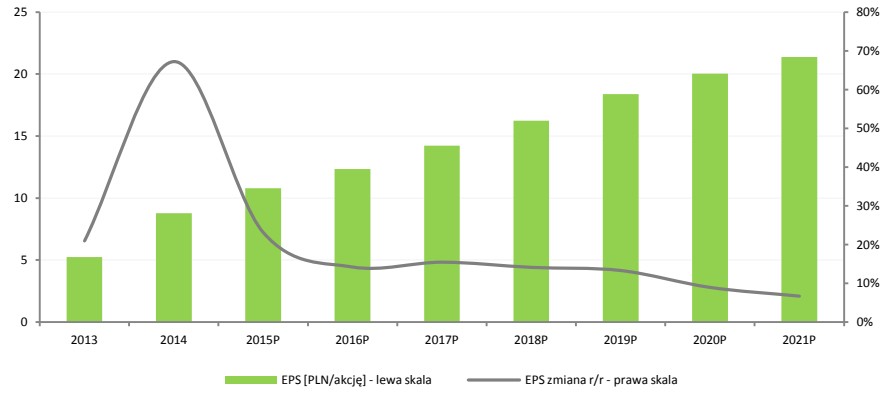
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Uważamy, że analiza historyczna akceptowalnego przez inwestorów mnożnika P/E (+1 rok) wskazuje, że bieżące ceny uwzględniają w dużej mierze sukces realizacji przedstawionych przez władze spółki celów średnioterminowych (ekspansja na rynek niemiecki oraz kolejne kraje europejskie). Wg nas należy mieć na uwadze, że ewentualne opóźnienia, erozja przyszłych marż, czy dynamika wzrostu EPS poniżej 13% r/r, mogą wpłynąć na ochłodzenie sentymentu inwestycyjnego do spółki. Niemniej w perspektywie kilku kolejnych kwartałów spodziewamy się dobrych wiadomości ze spółki. Rok 2016 powinien bowiem przynieść bardzo silną ekspansję w zakresie nabywania nowych pakietów wierzytelności, których ujęcie na bilansie Kruka, wg nas, korzystnie wpłynie na raportowaną dynamikę EPS.

Zwracamy uwagę, że grupa jest w trakcie realizacji trzech istotnych projektów: finalizacji transakcji zakupu portfela od PKO BP (o wartości nominalnej 718 mln PLN), kończenia procesu przejmowania pakietów od P.R.E.S.C.O. (cena nie wyższa niż 220 mln PLN za pakiet o nominale ok. 2.7 mld PLN) oraz finalizacji rozmów z International Finance Corporation w sprawie wspólnej inwestycji w Rumunii. Dodatkowo na poziom zakupów na 2016 rok wpłynąć mogą inne istotne transakcje. Dlatego na 2016 rok przyjęliśmy wydatki w okolicy 740 mln PLN (w kolejnych aktualizacjach nie wykluczamy korekty w górę).

Tym samym, uwzględniając istotny przyrost nowych pakietów wierzytelności na bilansie, zakładamy że spółka będzie w stanie utrzymać ambitną ścieżkę wzrostu wyników. Przyjmujemy, że wynik netto w 2015 roku osiągnie próg 200 mln PLN. Na lata 2016-2018 staramy się odzwierciedlić zapowiadane przez władze spółki efekty ekspansji w Niemczech, oraz w dalszym etapie kolejnych rynkach zagranicznych (m.in. Włochy, Hiszpania). Jednocześnie w modelu przyjęliśmy wzrost kosztów podatkowych, co istotnie ogranicza jeden z kluczowych dotychczasowy impulsów wzrostowych dla Kruka (w naszej ocenie w ostatnich latach optymalizacja podatkowa była jednym z kluczowych filarów odpowiedzialnych za sukces i wzrost skali działania grupy).

Oczekiwany przyrost EPS w kolejnych latach



Zakładamy realizację warunków programu motywacyjnego (wzrost roczny EPS o minimum 13% w latach 2016-2019)

Źródło: DM Maklerski BDM S.A.

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

Wpływ na wielkość rynku transakcji portfeli wierzytelności ma sytuacja makro w poszczególnych krajach. Kluczowe znaczenie ma w szczególności akcja kredytowa prowadzona przez banki oraz sytuacja na rynku pracy. W cyklach wieloletnich spółka korzysta na zwiększeniu akcji kredytowej, gdyż docelowo pochodną tego procesu w przyszłości będzie wyższa podaż niespłacanych wierzytelności, jakie spółka będzie mogła kupić z istotnym dyskontem do nominału (od banków). W procesie odzyskiwania wierzytelności, ważne znaczenie dla Kruka ma sytuacja na rynku pracy, która może determinować spłaty dłużników.

Ryzykiem dla spółki może być pogorszenie sytuacji finansowej sektora bankowego w poszczególnych krajach operacyjnych. W szczególności ograniczenie akcji kredytowej może docelowo skutkować mniejszą liczbą i wartością transakcji sprzedaży pakietów wierzytelności. Dodatkowo niższa podaż takich pakietów może wpłynąć na ceny transakcyjne.

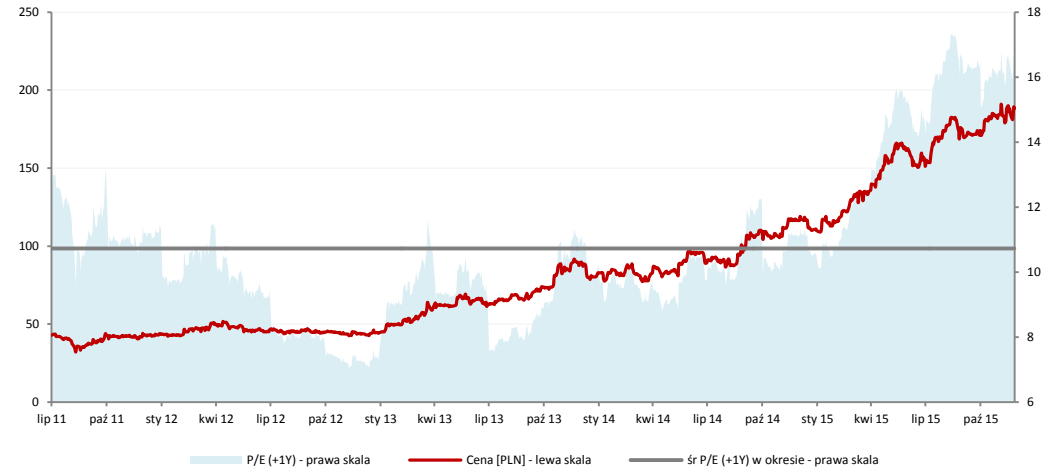
Naszym zdaniem, prognozy uzasadniające bieżącą wycenę uwzględniają szybką ekspansje grupy w kolejnych latach. Kluczowe znaczenie dla dynamiki wzrostu EPS w perspektywie 2016-2017 będzie miał rynek niemiecki, a w kolejnych okresach 2018-2020 będzie to obszar Włoch oraz Hiszpanii. Inwestorzy powinni mieć świadomość, że potencjał rynku polskiego i rumuńskiego nie pozwala już na realizację przyjętych przez nas prognoz wzrostu EPS.

Optymalizacja podatkowa, w naszym odczuciu, była jednym z filarów sukcesu jaki spółka osiągnęła na przestrzeni ostatnich lat. Należy mieć świadomość, że w kolejnych okresach koszty podatkowe mogą być istotnie wyższe, co uszczupli strumień generowanych zysków i tym samym dynamikę wzrostu EPS (celem nowego programu motywacyjnego jest przyrost EPS o minimum 13% r/r). Jednocześnie Kruk cechuje względnie niski poziom zadłużenia (w relacji do kapitałów) dlatego nie widzimy zagrożenia dla realizacji celów średnioterminowych.

Kluczowe znaczenie w prezentacji wyników finansowych przez podmioty zajmujące się zakupem pakietów wierzytelności (z dyskontem do nominału) ma przyjęta polityka księgowości. Dodatkowo Kruk, od kilku lat cechuje silna ekspansja, co wpływa na saldo przepływów pieniężnych. Inwestorzy powinni mieć świadomość , że przyszłe ewentualne wyhamowanie dynamiki zakupów nowych portfeli może wpływać na większe odchylenia w ścieżce kształtowania się wyników. Należy mieć zatem na uwadze, że polityka rachunkowa i skala zakupów nowych pakietów może utrudniać porównanie wskaźnika P/E (w ramach grupy porównawczej skupiającej podmioty zagraniczne). W dłuższym horyzoncie czasowym coraz większe znaczenie będą miały dla nas przepływy pieniężne oraz polityka dywidendowa.

Analiza historyczna akceptowalnego przez inwestorów mnożnika P/E (+1 rok) wskazuje, że bieżące ceny uwzględniają sukces realizacji celów średnioterminowych grupy (ekspansja na rynek niemiecki oraz kolejne kraje europejskie). Dynamika wzrostu kurs spółki na tle zagranicznych konkurentów wykazuje najlepsze odczyty od kilku już lat. Ewentualne opóźnienia lub erozja marż (np. dynamika wzrostu EPS poniżej 13% r/r) może wpłynąć na ochłodzenie sentymentu inwestycyjnego.

Analiza akceptowalnych mnożników P/E (+1rok) w ujęciu historycznym



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYCENA DOCHODOWA (NA PODSTAWIE ZYSKU REZYDUALNEGO)

Wyceny spółki dokonaliśmy w oparciu o metodę zdyskontowanych zysków rezydualnych w okresie 2015-2024. Przez zysk rezydualny rozumiemy zysk powstały po odjęciu kosztu kapitału zainwestowanego w działalność Kruka (różnica wyrażonego w jednostkach pieniężnych zwrotu z kapitału i kosztu kapitału). Po okresie szczegółowej prognozy (+2024) uwzględniamy także zdyskontowaną wartość rezydualną.

Koszt kapitału własnego w naszym modelu opiera się na stopach wolnych od ryzyka na poziomie 4%. Premię za ryzyko ustaliliśmy na poziomie 5%. Przy wycenie zastosowaliśmy współczynnik Beta równy 1.0.

Główne założenia w modelu (szczegółowe założenia znajdują się w osobnych rozdziałach):

- Zakładamy, że w latach 2016-2019 dzięki szybkiej ekspansji na nowych rynkach działania, grupie uda się zrealizować cel wzrostu EPS o minimum 13% r/r. Jednocześnie od roku 2018 uwzględniamy obciążenia podatkowe na poziomie 19%. Wyższa stawka podatkowa oraz działalność na nowych rynkach (cechujących się niższymi marżami) będzie wpływać na spadek ROE w kolejnych latach prognozy. Szczegółowe założenia dotyczące bazy kapitałowej oraz dynamiki ekspansji (zakupów nowych pakietów wierzytelności) przedstawiliśmy w osobnym rozdziale.
- Wzrost po okresie szczegółowej prognozy ustaliliśmy na poziomie 3%.
- Docelowy poziom dywidendy to 85% zysku netto.
- Przy obliczeniach ujmujemy liczbę akcji na poziomie 18.59 mln szt. (uwzględniamy zamianę wszystkich warrantów na akcje z pierwszego i drugiego programu motywacyjnego).
- Wycena została sporządzona na dzień 30.11.2015 roku.

Podsumowując, sporządzana przez nas analiza na podstawie zdyskontowanych zysków rezydualnych sugeruje wycenę na poziomie 210.49 PLN/akcję.

Wycena za pomocą zdyskontowanych zysków rezydualnych

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	>2024
Kapitał własny na koniec okresu	778	961	1 151	1 341	1 516	1 684	1 848	2 023	2 141	2 219	
Wynik netto	200	229	265	302	342	372	397	413	428	441	
ROE (zysk netto/śr kapitał własny)	29.4%	26.4%	25.0%	24.2%	23.9%	23.3%	22.5%	21.3%	20.6%	20.2%	
Koszt kapitału własnego	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	
ROE-Koszt kapitału własnego	20.4%	17.4%	16.0%	15.2%	14.9%	14.3%	13.5%	12.3%	11.6%	11.2%	
Stopa dywidendy z zysku za dany rok	17%	23%	32%	42%	55%	60%	62%	60%	75%	85%	85%
Zysk rezydualny	139	151	169	190	213	228	238	239	241	245	252
PV zysku rezydualnego	138	137	142	145	150	147	141	130	120	112	
Suma PV zysku rezydualnego za okres 2015-2024	**1 362**										
Wartość rezydualna	4 362			r=	3.0%						
PV wartości rezydualnej	**1 993**										
Wartość kapitałów własnych na początek 2015 roku	585										
Przeprowadzony skup akcji własnych w 2015 roku											
Wypłacona dywidenda w 2015 roku	-26										
Wycena spółki [mln PLN]	**3 914**										
Liczba akcji [tys. szt.]	18.59										
Wycena 1 akcji [PLN]	**210.49**										
Koszt kapitału własnego	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	
Stopa wolna od ryzyka	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	
Premia za ryzyko	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	
Beta	1.0x	1.0x	1.0x	1.0x	1.0x	1.0x	1.0x	1.0x	1.0x	1.0x	
Wynik netto zmiana r/r	32.1%	14.3%	15.4%	14.1%	13.3%	8.9%	6.6%	4.0%	3.7%	3.0%	
Dług netto / Kapitał własny eop	1.0x	1.1x	1.1x	1.3x	1.4x	1.5x	1.6x	1.6x	1.7x	1.8x	
Dług netto / EBITDA gotówkowa	1.5x	1.6x	1.5x	1.7x	1.8x	2.0x	2.1x	2.2x	2.3x	2.4x	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

ANALIZA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o prognozy na lata 2015-2017 do wybranych podmiotów działających w obszarze zarządzania wierzytelnościami. Z uwagi na skalę działania Kruka zdecydowaliśmy się na dobór jedynie podmiotów zagranicznych. Należy mieć na uwadze, że Kruk charakteryzuje się bardzo wysoką dynamiką poprawy wyniku netto w ostatnich latach oraz realizuje ambitną strategię ekspansji na nowych rynkach zagranicznych, co wciąż uzasadnia premią z jaką handlowane są walory spółki.

Nasza analiza oparta jest na wskaźnikach P/E oraz P/BV na lata 2015-2017. Na podstawie danych wybranej grupy podmiotów, wycena porównawcza oparta o medianę podmiotów działających na rynkach europejskich (Arrow, Intrum oraz Hoist) sugeruje wartość 1 akcji Kruka w przedziale 122.2 – 198.5 PLN. Uwzględniając wagi dla poszczególnych lat, końcowa analiza porównawcza wskazuje na wartość 154.3 PLN/akcję.

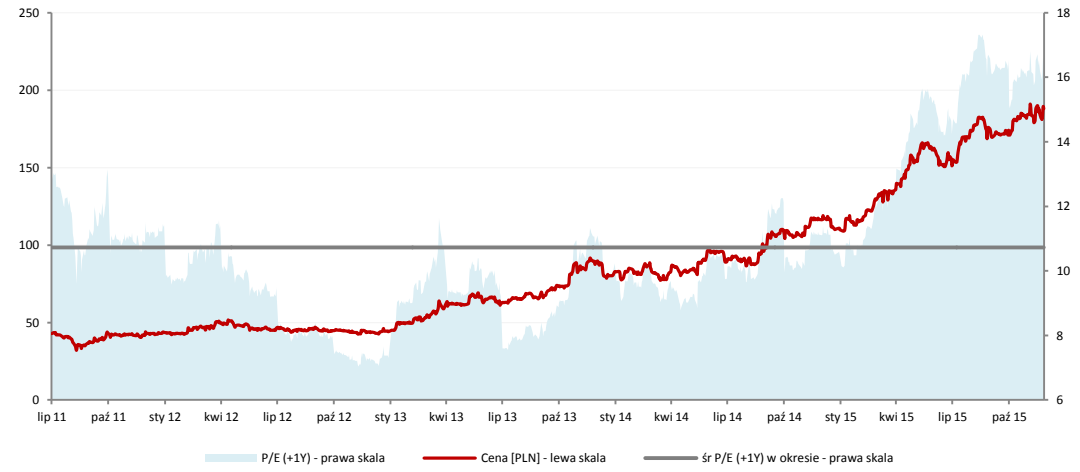
Wycena porównawcza

Podmiot	MCap [mln PLN]	Kurs	Waluta	P/E			P/BV		
				2015P	2016P	2017P	2015P	2016P	2017P
CREDIT CORP GROUP	497	10.6	AUD	11.2	10.4	9.7	2.4	2.1	1.9
COLLECTION HOUSE	274	2.1	AUD	11.7	10.7	9.8	1.5	1.4	1.3
PRA GROUP	1 962	40.7	USD	19.7	14.0	11.2	2.6	2.3	2.0
ARROW GLOBAL GROUP	434	248.8	GBp	9.7	8.5	7.6	2.8	2.1	1.6
INTRUM JUSTITIA	21 725	295.9	SEK	12.8	9.5	7.4	2.9	2.6	2.4
HOIST FINANCE	6 008	76.5	SEK	18.4	18.3	17.7	6.6	6.2	5.7
Mediana (Arrow, Intrum, Hoist)				**18.4**	**14.0**	**11.2**	**2.9**	**2.6**	**2.4**
Mediana wszystkie podmioty				12.3	10.5	9.8	2.7	2.2	2.0
Kruk	3 212	181	PLN	17.4	15.3	13.2	4.5	3.6	3.0
Premia / dyskonto				-5%	9%	18%	54%	38%	27%
Implikowana wycena [PLN]				**198.5**	**172.7**	**159.6**	**122.2**	**136.5**	**148.6**
Waga				0%	25%	25%	0%	25%	25%
Wycena porównawcza [PLN]						**154.3**			

Przy obliczeniach dla Kruka ujmujemy liczbę akcji na poziomie 18.59 mln szt. (uwzględniamy zamianę wszystkich warrantów na akcje z pierwszego i drugiego programu motywacyjnego).

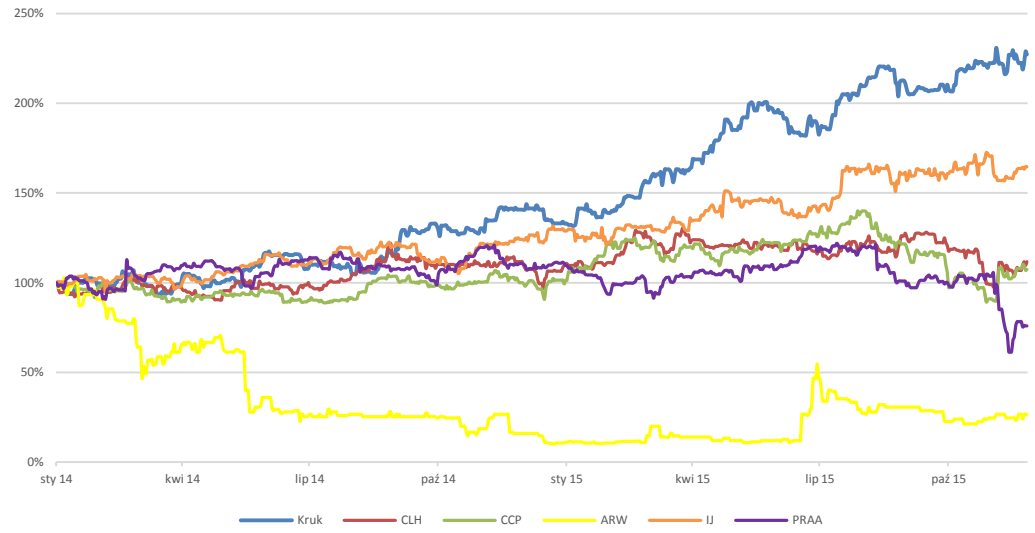
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg, spółka

Analiza akceptowalnych mnożników P/E (+1rok) w ujęciu historycznym



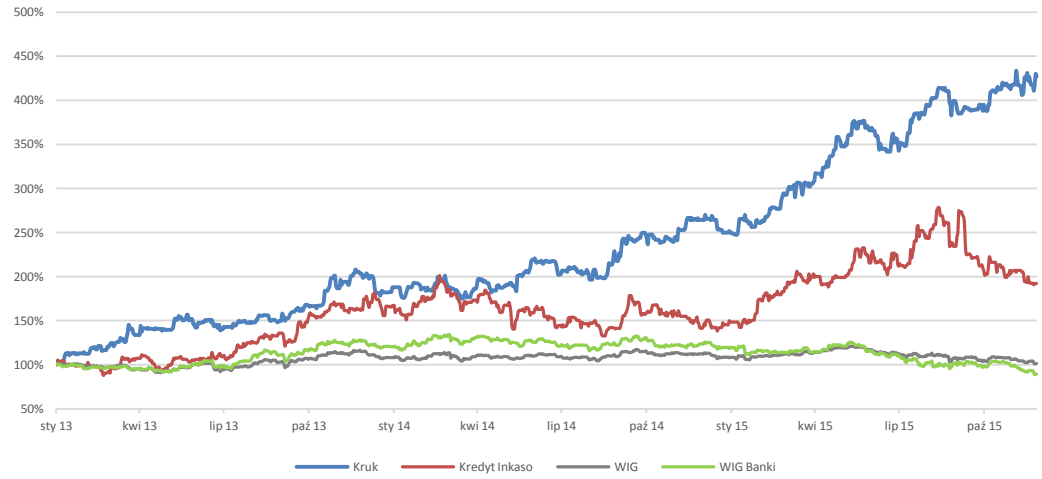
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursu Kruka na tle wybranych podmiotów zagranicznych



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursu Kruka na tle Kredyt Inkaso oraz indeksu WIG Banki oraz WIG



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI FINANSOWE ZA 3Q'15

Spółka pokazała dobre wyniki finansowe za 3Q'15. Przychody z obsługi portfeli nabytych w 3Q'15 wyniosły prawie 151 mln PLN, co oznacza wzrost o 63% r/r. Przychody odsetkowe skorygowane o wpłaty rzeczywiste wzrosły o 22% r/r do 129.5 mln PLN. Pozytywny wpływ na raportowane dane przychodowe segmentu miała aktualizacja wyceny pakietów wierzytelności w kwocie 21.4 mln PLN (w 3Q'14 był to ujemny efekt w wysokości 13.2 mln PLN). W segmencie inkaso przychody z tytułu windykacji pakietów zleconych, w omawianym okresie, wyniosły 7.1 mln PLN i była to erozja o 7% r/r. Na pozostałych liniach biznesowych spółka wypracowała przychody na pułapie 4.4 mln PLN, co oznacza wzrost o ponad 20% r/r.

Marża pośrednia Kruka w 3Q'15 wyniosła 90.5 mln PLN i był to kolejny silny odczyt. Na tak dynamiczny wzrost marży wpłynął wynik zrealizowany na portfelach nabytych. Wysoka dynamika przyrostu marży wystąpiła tez na innych liniach biznesowych (pożyczki Novum oraz ERIF BIG). Marża pośrednia w segmencie usług na zlecenie spadła o 1 mln PLN, czyli o 34% w porównaniu do 3Q'14.

Na poziomie EBITDA spółka w 3Q'15 wykazała 68.7 mln PLN, co oznacza wzrost o 70% r/r. Z kolei EBITDA gotówkowa w 3Q'15 wzrosła o 7% r/r do 123.8 mln PLN. Zysk netto Kruka wyniósł 52.6 mln PLN, w porównaniu z 26 mln PLN rok wcześniej.

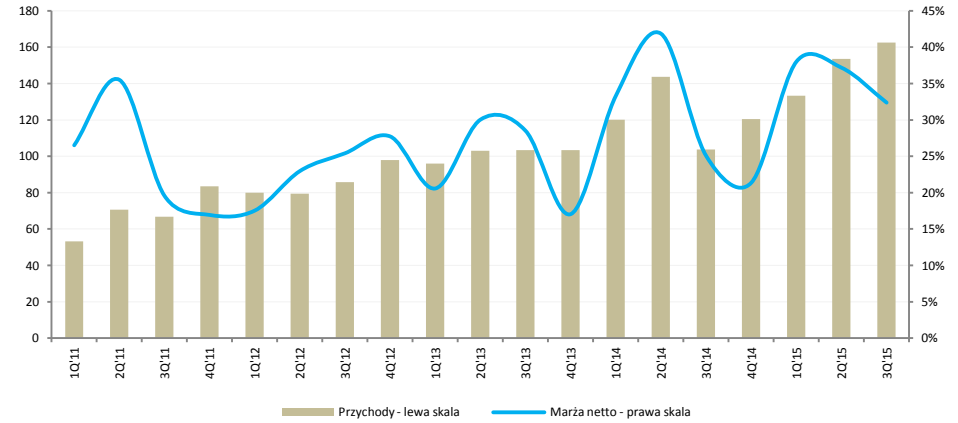
Inwestycje w nowe pakiety wierzytelności w samym 3Q'15 wyniosły 70 mln PLN. W okresie ostatnich czterech kwartałów Kruk zakupił nowe portfele za prawie 513 mln PLN, czyli o 17% więcej r/r. Poziom spłat od dłużników w 3Q'15 był na poziomie 206 mln PLN. Narastająco za 4Q'14-3Q'15 spłaty od osób zadłużonych przekroczyły 788 mln PLN i były wyższe o 15% r/r.

Wyniki skonsolidowane za 3Q'15 [mln PLN]

	3Q'14	3Q'15	zmiana r/r	4Q'13-3Q'14	4Q'14-3Q'15	zmiana r/r
Przychody ogółem	103.8	162.4	56%	470.9	569.6	21%
nabyte pakiety wierzytelności	92.5	150.9	63%	426.0	522.7	23%
usługi windykacyjne	7.6	7.1	-7%	31.8	29.9	-6%
pozostałe produkty	3.7	4.4	21%	13.0	17.1	31%
Marża pośrednia	58.1	90.5	56%	279.1	335.2	20%
nabyte pakiety wierzytelności	53.5	86.0	61%	262.9	316.0	20%
usługi windykacyjne	2.9	1.9	-34%	11.9	9.9	-16%
pozostałe produkty	1.6	2.6	67%	4.3	9.3	114%
EBITDA gotówkowa	**115.8**	**123.8**	**7%**	**469.1**	**511.4**	**9%**
EBITDA	**40.4**	**68.7**	**70%**	**211.8**	**245.8**	**16%**
EBIT	37.5	65.5	75%	200.9	233.6	16%
Saldo finansowe	-12.5	-11.6	-7%	-57.4	-45.5	-21%
Wynik netto	**26.0**	**52.6**	**102%**	**143.7**	**186.0**	**29%**
Przychody z nabytych pakietów wierzytelności	92.5	150.9	63%	426.0	522.7	23%
przych. odsetkowe skor o wpłaty rzeczywiste	105.7	129.5	22%	454.0	488.8	8%
aktualizacja wyceny pakietów wierz.	-13.2	21.4	---	-10.2	35.0	---
weryfikacja prognozy wpływów	-21.8	14.7	---	-33.0	34.3	---
zmiana wynikająca ze st. dysk.	8.6	4.9	-43%	22.8	-1.1	---
sprzedaż wierzytelności	0.0	0.0	---	-17.8	-1.1	---
Nakłady na portfele	41.3	70.1	70%	436.7	512.8	17%
Spłaty brutto portfeli	167.9	206.0	23%	683.3	788.2	15%
Nabyte wierzytelności w bilansie eop	1217.7	1477.6	21%	1217.7	1477.6	21%
CF netto	-19.4	-19.9	3%	8.2	2.1	-74%
ROE	25.9%	25.2%		25.9%	25.2%	
Dług netto	676.8	764.6		676.8	764.6	
Dług netto / portfel wierzytelności	55%	51%		55.1%	51.0%	

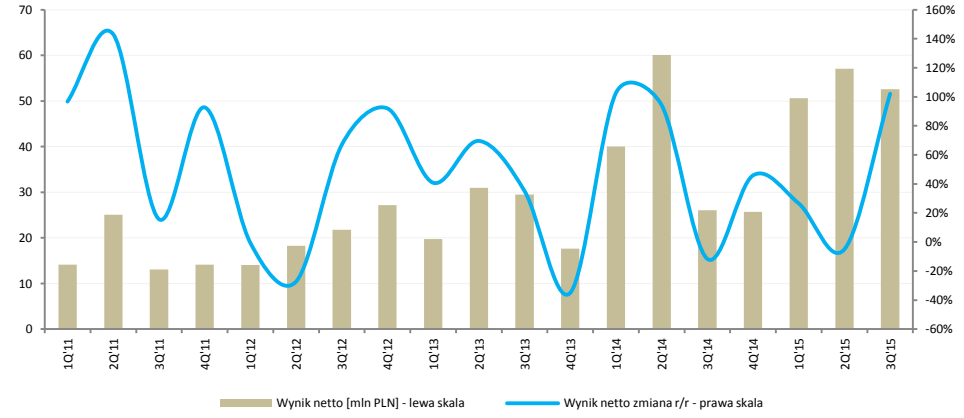
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody spółki oraz marża netto w ujęciu kwartalnym



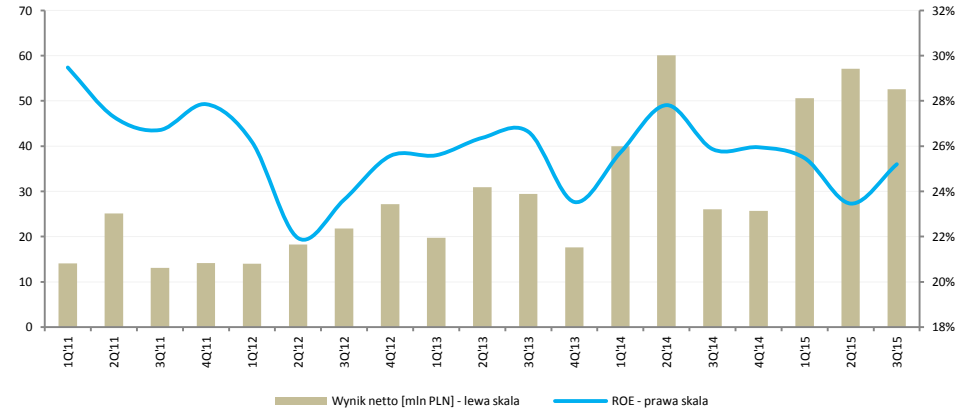
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wynik netto w ujęciu kwartalnym oraz zmiana r/r



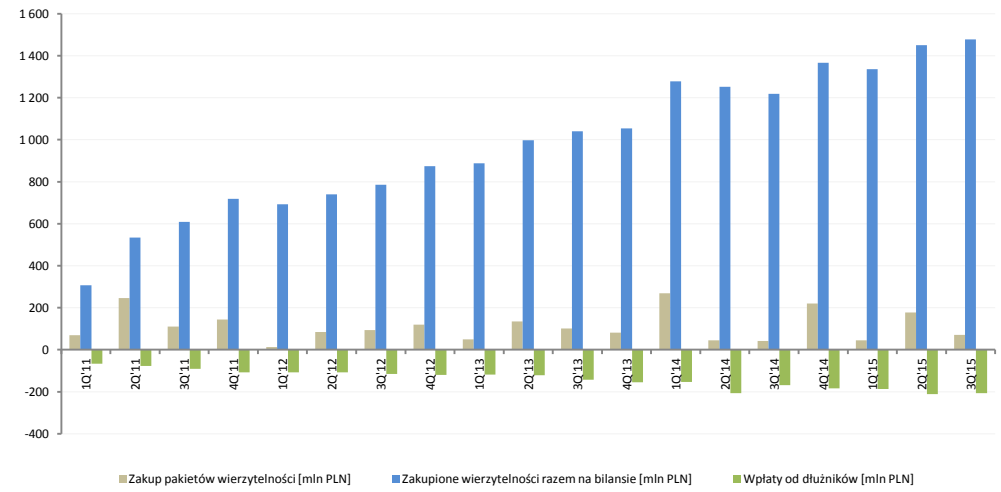
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wynik netto grupy oraz ROE



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wartość bilansowa nabytych pakietów wierzytelności oraz zakupy nowych pakietów oraz płatności od dłużników w okresach kwartalnych



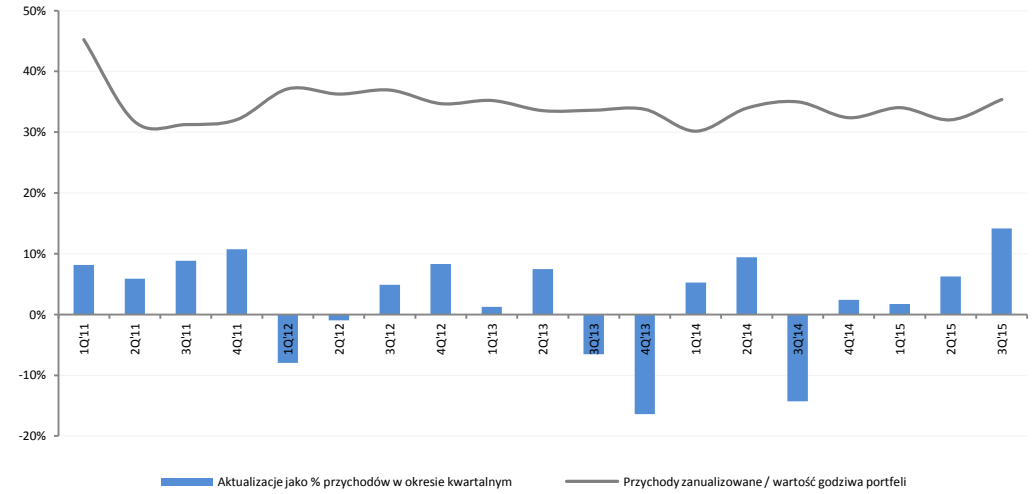
Wartość nabytych pakietów wierzytelności na bilansie Kruka systematycznie rośnie.

Na koniec 3Q'15 wartość bilansowa wszystkich pakietów wynosiła 1.48 mld PLN i była wyższa o 111 mln PLN względem końca 2014 roku.

W okresie 1-3Q'15 spółka nabyła nowe pakiety wierzytelności za kwotę ponad 292 mln PLN, a wartość wpłat od dłużników wynosiła prawie 605 mln PLN.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody z nabytych pakietów wierzytelności w relacji do wartości portfeli oraz wykazywanych aktualizacji

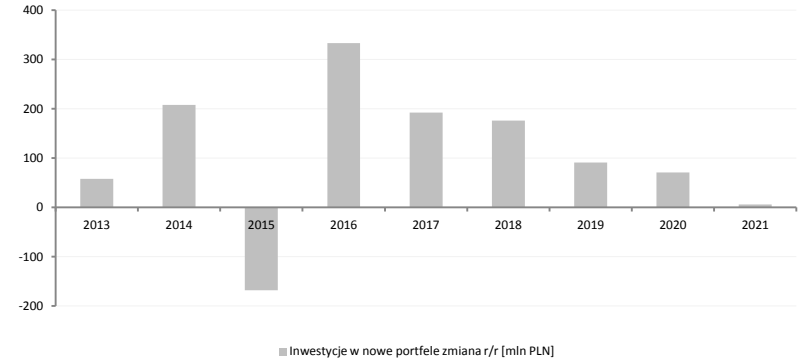


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

SZCZEGÓŁOWA PROGNOZA NA 2015 ROK I KOLEJNE OKRESY

W okresie 1-3Q'15 spółka kupiła portfele wierzytelności za ok 291 mln PLN (w 3Q'15 było to ponad 70 mln PLN). Zakładamy, że w całym 2015 roku nakłady na portfele przekroczą 400 mln PLN. Na podstawie komunikatów spółki oraz zapowiedzi władz Kruka oczekujemy dalszej istotnej intensyfikacji zakupów na nowe portfele. Grupa jest bowiem w trakcie realizacji trzech istotnych projektów: finalizacji transakcji zakupu portfela od PKO BP (o wartości nominalnej 718 mln PLN), kończenia procesu przejmowania pakietów od P.R.E.S.C.O. (cena nie wyższa niż 220 mln PLN za pakiet o nominale ok. 2.7 mld PLN) oraz finalizacji rozmów z International Finance Corporation w sprawie wspólnej inwestycji w Rumunii. Dodatkowo na poziom zakupów na 2016 rok wpłynąć mogą inne istotne transakcje. Dlatego na 2016 rok przyjęliśmy wydatki w okolicy 740 mln PLN (w kolejnych aktualizacjach nie wykluczamy korekty w górę). Sądzimy, że w latach 2017-2019 szybka ekspansja na rynkach zagranicznych (Niemcy oraz Włochy i Hiszpania) będą determinowały utrzymanie wysokiej dynamiki wzrostu bazy przejmowanych pakietów wierzytelności.

Zakładany przyrost w ujęciu r/r zakupów nowych portfeli



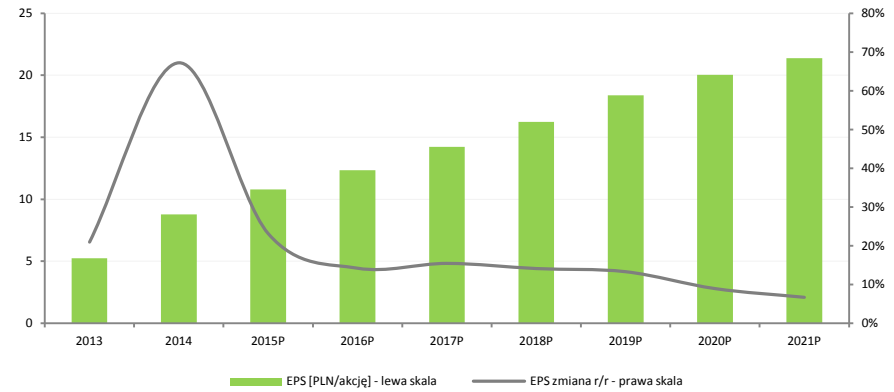
W 2016 roku oczekujemy skokowego wzrostu skali inwestycji w nowe portfele wierzytelności. W latach 2017-2018 oczekujemy utrzymania szybkiej ekspansji r/r.

Źródło: DM Maklerski BDM S.A.

Okres 2Q'15-3Q'15 był udany dla Kruka pod względem spłat od dłużników (w obu kwartałach spłaty przekroczyły 200 mln PLN). Spodziewamy się, że końcówka 2015 roku może być trochę słabsza i w skali całego 2015 roku liczymy na spłaty rzędu 801 mln PLN. W 2016 roku zakładamy utrzymanie rosnącego strumienia odzyskiwania wierzytelności, z akcentem na przyśpieszenie dynamiki na przełomie 2Q'16. Tym samym w skali 2016 roku poziom wpłat od osób zadłużonych w modelu osiąga pułap prawie 980 mln PLN. Na lata 2017-2018 przyjęliśmy pozytywne efekty ekspansji w Niemczech, które są odpowiedzialne za przyjętą dynamikę wzrostu.

Tym samym, uwzględniając istotny przyrost nowych pakietów wierzytelności na bilansie, zakładamy że spółka będzie w stanie utrzymać ambitną ścieżkę wzrostu wyników. Przyjmujemy, że wynik netto w 2015 roku osiągnie próg 200 mln PLN. Na lata 2016-2018 (jak już wspominaliśmy) staramy się odzwierciedlić zapowiadane przez władze spółki efekty ekspansji w Niemczech, oraz w dalszym etapie kolejnych rynkach zagranicznych (m.in. Włochy, Hiszpania). Jednocześnie w modelu przyjęliśmy wzrost kosztów podatkowych, co istotnie ogranicza jeden z kluczowych dotychczasowy impulsów wzrostowych dla Kruka (w naszej ocenie w ostatnich latach optymalizacja podatkowa była jednym z kluczowych filarów odpowiedzialnych za sukces i wzrost skali działania grupy).

Oczekiwany przyrost EPS w kolejnych latach



Zakładamy realizację warunków programu motywacyjnego (wzrost roczny EPS o minimum 13% w latach 2016-2019)

Źródło: DM Maklerski BDM S.A.

Szczegółowe założenia do modelu na lata 2015-2018

	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	2014	2015	2016	2017	2018
Przychody ogółem	103.8	120.4	133.2	153.6	162.4	145.2	152.8	176.2	193.8	186.4	487.9	594.4	709.2	838.6	993.8
nabyte pakiety wierzytelności	92.5	108.7	121.4	141.7	150.9	132.6	139.6	163.0	181.1	172.3	442.4	546.6	656.0	779.0	926.1
usługi windykacyjne	7.6	7.8	7.6	7.4	7.1	7.4	7.7	7.4	7.2	7.5	31.7	29.5	29.8	30.4	31.2
pozostałe produkty	3.7	3.9	4.2	4.5	4.4	5.2	5.5	5.8	5.5	6.5	13.8	18.4	23.4	29.2	36.5
Marża pośrednia	58.1	68.1	83.4	93.2	90.5	86.6	91.8	108.0	119.2	114.3	293.9	353.7	433.4	515.4	608.8
nabyte pakiety wierzytelności	53.5	63.1	78.6	88.3	86.0	81.5	86.5	102.7	114.1	108.6	275.9	334.4	411.9	490.7	581.1
usługi windykacyjne	2.9	3.1	2.5	2.5	1.9	2.4	2.5	2.5	2.4	2.5	12.4	9.3	9.8	10.0	10.3
pozostałe produkty	1.6	1.9	2.3	2.4	2.6	2.6	2.8	2.9	2.8	3.3	5.7	10.0	11.7	14.6	17.4
EBITDA gotówkowa	115.8	119.9	129.5	138.2	123.8	124.1	140.5	141.0	178.4	190.1	489.0	515.7	650.0	847.8	1 016
EBITDA	40.4	45.0	63.6	68.5	68.7	60.1	69.8	80.3	94.7	83.9	219.5	261.0	328.7	396.0	478.6
EBIT	37.5	42.1	60.7	65.4	65.5	56.8	66.4	76.9	91.3	80.4	208.2	248.4	314.9	382.0	464.4
Saldo finansowe	-12.5	-13.7	-10.8	-9.4	-11.6	-11.1	-12.4	-13.7	-14.0	-14.4	-55.3	-42.8	-54.5	-70.8	-91.9
Wynik netto	**26.0**	**25.7**	**50.6**	**57.1**	**52.6**	**40.3**	**47.5**	**55.6**	**68.0**	**58.0**	**151.8**	**200.5**	**229.2**	**264.5**	**301.8**
Nakłady na portfele [mln PLN]	41	220	45	177	70	115	315	75	125	225	575	407	740	932	1 108
Spłaty brutto portfeli [mln PLN]	168	184	187	211	206	197	210	224	265	279	712	801	977	1 231	1 463
Nabyte wierzytelności eop [mln PLN]	1 218	1 367	1 336	1 450	1 478	1 529	1 773	1 787	1 828	1 947	1 367	1 529	1 947	2 427	2 998
CF netto [mln PLN]	-19	20	-32	34	-20	39	-47	91	0	-11	35	21	33	108	19
EBITDA gotówkowa zmiana r/r	21%	20%	31%	-11%	7%	4%	8%	2%	44%	53%	42%	5%	26%	30%	20%
EBITDA zmiana r/r	-9%	21%	18%	-14%	70%	34%	10%	17%	38%	39%	35%	19%	26%	20%	21%
Wynik netto zmiana r/r	-12%	46%	27%	-5%	102%	57%	-6%	-3%	29%	44%	55%	32%	14%	15%	14%
EBITDA gotówkowa / spłaty	0.69	0.65	0.69	0.65	0.60	0.63	0.67	0.63	0.67	0.68	0.69	0.64	0.67	0.69	0.69
ROE	25.9%	25.9%	25.5%	23.5%	25.2%	25.8%	23.9%	22.2%	23.4%	23.8%	25.9%	25.8%	23.8%	23.0%	22.5%
Dług netto [mln PLN]	677	768	728	786	765	776	973	931	952	1 013	768	776	1 013	1 304	1 686
Dług netto / portfel wierzytelności	55%	56%	54%	54%	51%	50%	54%	52%	51%	51%	56%	50%	51%	53%	56%

Źródło: DM Maklerski BDM S.A., spółka

PODSTAWOWE INFORMACJE O SPÓŁCE

Grupa zarządza wierzytelnościami zakupionymi na własny rachunek, a także na zlecenie podmiotów zewnętrznych. Na przestrzeni ostatnich lat spółkę cechuje dynamiczny wzrost nabywanych pakietów wierzytelności. W średnim terminie (kilku następnych lat) utrzymanie ścieżki wzrostu wyników grupy ma zapewnić ekspansja na rynki zagraniczne. Kruk obecnie prowadzi działalność operacyjną na 4 rynkach zagranicznych (Rumunia, Czechy, Słowacja i Niemcy).

Od 2002 do końca 2014 roku Kruk nabył 370 portfeli wierzytelności o łącznej wartości nominalnej prawie 21.7 mld PLN. Grupa nabywa portfele wierzytelności na czterech rynkach geograficznych: w Polsce, Rumunii, Czechach i na Słowacji. Dodatkowo od 2015 roku intensyfikacji uległy działania operacyjne na rynku niemieckim, który istotnie powinien kontrybuować do dynamiki wzrostu spółki w najbliższych 3 latach. Liczba spraw nabytych przez grupę w latach 2002–2014 wyniosła ponad 3 miliony (w samym 2014 roku było 327 tys. spraw).

Strategia spółki na lata 2015–2019 zakłada m.in. rozwój w przekroju geograficznym i produktowym w Europie a także doskonalenie operacji oraz doskonalenie analiz. Podczas konferencji wynikowej za 3Q'15 władze spółki spory akcent położyły na wizji wejścia na rynek włoski i hiszpański. Tym samym w średnim horyzoncie czasowym zostały zarysowane trzy rynki zagraniczne, które powinny odpowiadać za utrzymanie wysokiej dynamiki wzrostu skali działania grupy. Od 2016 roku istotną kontrybucję do dynamiki wzrostu EPS (z akcentem na 2017-2018) może mieć rynek niemiecki, a od 2018/2019 pozostałe dwa wspomniane obszary zagraniczne.

Zatrudnienie w grupie na koniec 2014 roku wyniosło 2 465 osób (wzrost o 5% r/r).

Struktura akcjonariatu Kruka (stan na dzień publikacji raportu za 3Q'15)

Akcjonariusz	Liczba akcji [tys. szt]	% w kapitale
Piotr Krupa	2 037.7	11.71%
Aviva OFE	1 446.0	8.31%
NN PTE	1 950.0	11.21%
Generali OFE	1 100.0	6.32%

Źródło: spółka

Macierz rozwoju grupy

		Polska	Rumunia	Czechy	Słowacja	Niemcy *	Hiszpania **	Włochy **	Portugalia	....
Zakup portfeli wierzytelności	konsumenckie	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK				
	hipoteczne	TAK	TAK							
	korporacyjne	TAK	TAK							
Inkaso		TAK	TAK	TAK	TAK					
Pożyczki konsumenckie		TAK								
Informacja gospodarcza		TAK								

** - rynek niemiecki w naszym modelu jest kluczowy dla realizacji założonego wzrostu wyników na lata 2016-2017*

*** - rynek włoski i hiszpański odpowiada w naszych prognozach za wysoką dynamikę wzrostu skali działania w okresie 2018-2019 (w okresie najbliższych 2-3 lat nie oczekujemy dodatniego wyniku wypracowanego na tych dwóch rynkach lokalnych)*

Źródło: spółka

OPIS GŁÓWNYCH LINII BIZNESOWYCH

Spółka jest obecna w dwóch głównych segmentach rynku wierzytelności, czyli:

- zarządzaniu portfelami wierzytelności nabytych na własny rachunek (portfele konsumenckie, hipoteczne oraz korporacyjne) oraz
- zarządzaniu wierzytelnościami na zlecenie podmiotów zewnętrznych (inkaso).

Działalność w obu wspomnianych segmentach jest kluczowe dla efektywności działania spółki (podobnie działają inne zagraniczne podmioty). Synergii operacyjne pozwalają na obniżenie poziomu ryzyka zakupów portfeli m.in. na podstawie dodatkowych informacji statystycznych z biznesu serwisowego. Z racji specyfiki działalności, główną grupę klientów Kruka stanowią banki (sprzedają przeterminowane wierzytelności ze znaczącym dyskontem).

W ramach grupy funkcjonuje też m.in. Rejestr Dłużników ERIF Biuro Informacji Gospodarczej. Rejestr gromadzi zarówno negatywną, jak i pozytywną informację o historii płatniczej konsumentów i podmiotów gospodarczych. Według stanu na koniec 2014 roku, baza ERIF posiadała ok. 2.3 mln rekordów o wartości nominalnej wierzytelności 11.6 mld PLN (wzrost r/r odpowiednio o 29% i 18%). Na koniec 3Q'15 liczba spraw w ERIF wynosiła 3.6 mln rekordów.

Dodatkowo spółka rozwija usługę udzielania krótkoterminowych pożyczek gotówkowych byłym osobom zadłużonym, które terminowo wywiązały się ze swoich zobowiązań wobec grupy. W roku 2014 spółka udzieliła ponad 8 tys. pożyczek gotówkowych Novum o wartości 20.7 mln PLN. W okresie 1-3Q'15 spółka udzieliła pożyczek Novum w kwocie ok. 35.7 mln PLN.

Segment - inwestycje w pakiety wierzytelności

Nabywane przez Kruka portfele wierzytelności są to m.in. masowe pakiety przeterminowanych zobowiązań konsumenckich (np. z tytułu kredytów konsumenckich, opłat za media). Kruk płaci za portfele wierzytelności cenę istotnie niższą od wartości nominalnej tych zobowiązań (w 2013 roku średnia cena wynosiła ok. 9.7%, w 2014 roku za sprawą pakietów hipotecznych średnia cena wzrosła do ok. 15.1%, z kolei w okresie 1-3Q'15 było to 10%).

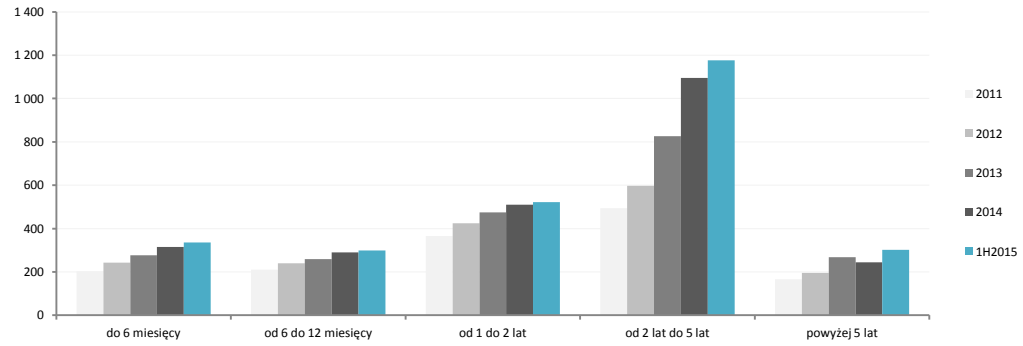
Struktura zakupionych pakietów wierzytelności przez Kruka (stan na koniec okresów)

Struktura [mln PLN]	**2013**	**2014**	**1H2015**
Zakupione pakiety wierzytelności razem	1 053.9	1 366.5	1 449.9
Kredyty bankowe	998.9	1 323.1	1 401.1
konsumenckie	972.3	1 019.1	1 137.2
samochodowe	5.3	4.1	1.3
hipoteczne	21.4	299.9	262.5
Rachunki za usługi telco	31.7	23.8	26.2
Pożyczki gotówkowe (niebankowe)	1.7	0.1	1.6
Pakiety mieszane	21.6	19.5	21.0
Struktura [%]	**2013**	**2014**	**1H2015**
Zakupione pakiety wierzytelności razem	100%	100%	100%
Kredyty bankowe	95%	97%	97%
konsumenckie	92%	75%	78%
samochodowe	0%	0%	0%
hipoteczne	2%	22%	18%
Rachunki za usługi telco	3%	2%	2%
Pożyczki gotówkowe (niebankowe)	0%	0%	0%
Pakiety mieszane	2%	1%	1%

Według stanu na koniec 1H'15 ok. 78% zakupionych wierzytelności stanowiły kredyty konsumenckie. Udział kredytów hipotecznych był na poziomie ok. 18% całego portfela posiadanego przez spółkę.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zakładany przez Kruka harmonogram wpływów z wierzytelności (wartość nominalna) wykazywany na koniec poszczególnych okresów [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Spółka zalicza nabyte pakiety wierzytelności do aktywów finansowych wyznaczonych do kategorii wycenianych według wartości godziwej przez wynik finansowy. Zwracamy uwagę, że w 2014 roku nastąpiła zmiana w sposobie wyceny portfeli. Grupa rozpoczęła bowiem wycenianie portfeli metodą zamortyzowanego kosztu. Początkowe ujęcie w księgach następuje w cenie nabycia (w wartości godziwej uiszczonej zapłaty, powiększonej o istotne koszty transakcyjne). W sprawozdawczości spółki kluczowe znaczenie odgrywa zamortyzowany koszt składnika aktywów. Jest to kwota w jakiej składnik aktywów został wyceniony w momencie początkowego ujęcia, pomniejszona o spłaty kwoty kapitału oraz powiększona lub pomniejszona o umorzenie wszelkich różnic między wartością początkową, a wartością w terminie zapadalności, wyliczona za pomocą efektywnej stopy procentowej, a także pomniejszona o odpisy aktualizujące wartość. Na podstawie pierwotnej prognozy przepływów pieniężnych (uwzględniającej cenę nabycia), wyznaczana jest efektywna stopa procentowa, stosowana do dyskontowania szacowanych przepływów pieniężnych, która pozostaje niezmienna przez cały okres utrzymywania portfela.

Przychody odsetkowe, jakie wykazuje Kruk, naliczane są od wartości portfela ustalonego na podstawie modelu zamortyzowanego kosztu, przy zastosowaniu efektywnej stopy procentowej i ujmowane są w bieżącym okresie w wyniku finansowym. Przychód z tytułu odsetek w całości rozpoznawany jest jako zwiększenie wartości portfela. Jednocześnie odzyski otrzymywane w okresie w wyniku windykacji, w całości rozpoznawane są jako zmniejszenie wartości portfela. Dodatkowo, w przychodach bieżącego okresu ujmowane są zmiany wartości portfela wynikające ze zmian szacunków co do terminów i kwot dotyczących oczekiwanych przyszłych przepływów pieniężnych dla danego portfela.

Poniższa tabela odzwierciedla historyczny rozkład wpływów pieniężnych z tytułu nabytych pakietów wierzytelności ujętych jako udział w wartości nakładów na zakup pakietów. W okresie 2005-3Q'2015 łączne wpłaty od osób zadłużonych wyniosły ok. 3.26 mld PLN. Kruk podaje, że poziom przewidywanych niezdyskontowanych wpływów z portfeli nabytych do końca 2014 roku (wg stanu na koniec 2Q'15) wynosi ok. 2.64 mld PLN.

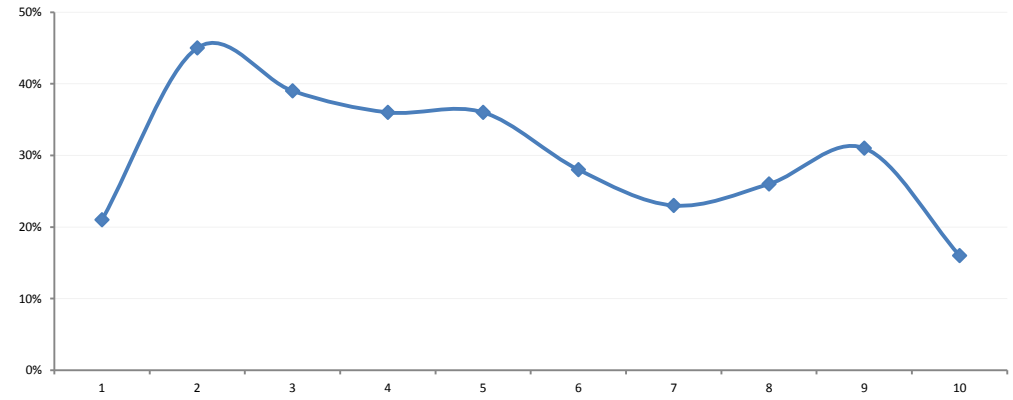
Średnia ważona krzywa spłat w latach 2005–2014

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	Razem
Spłaty w kolejnych latach jako % nakładów	21%	45%	39%	36%	36%	28%	23%	26%	31%	16%	+	300%

spłaty do nakładów = 300%; stopa dyskontowa (zanualizowany IRR z półrocznych przepływów, przy założeniu inwestycji w portfele w połowie roku kalendarzowego) = 39%

Źródło: spółka

Średnia ważona krzywa spłat w latach 2005–2014



Źródło: spółka

W 2014 roku grupa zainwestowała ok. 575 mln PLN (59 portfeli wierzytelności; ok 327 tys. nowych wierzytelności). Łączna wartość nominalna wszystkich portfeli nabytych w 2014 roku wyniosła 3.81 mld PLN. Średnia wartość zakupionych pakietów przekraczała 15% i była większa niż w 2013 roku, na co istotny wpływ miała inna struktura przejmowanych spraw i istotny udział wierzytelności hipotecznych (m.in. dwa duże portfele wierzytelności hipotecznych w Polsce od Getin Noble Banku oraz BZ WBK za odpowiednio 230 oraz 70 mln PLN). W okresie 1-3Q'15 spółka wydała na nowe wierzytelności ok. 292.3 mln PLN za pakiety w wartości nominalnej 2.9 mld PLN.

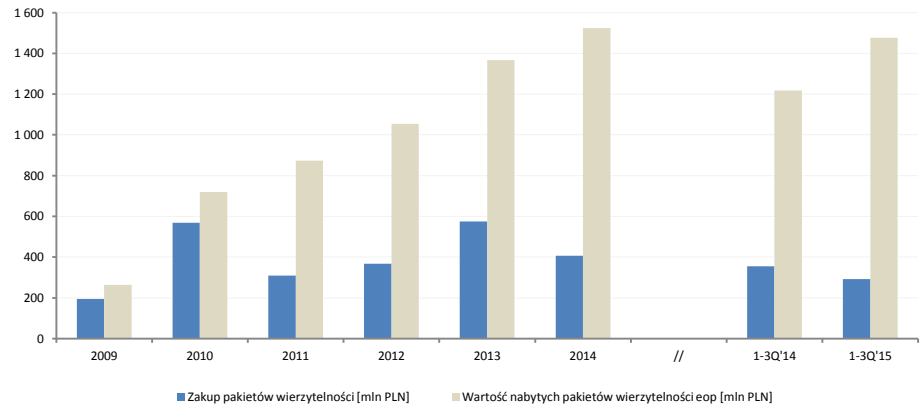
Poniżej prezentujemy uproszczony model rozpoznawania przychodów z portfeli nabytych z zastosowaniem metody wartości godziwej przez wynik finansowy oraz metody zamortyzowanego kosztu. Przyjmujemy założenie, że wartość początkowa portfela jest równa cenie zakupu. Przepływy netto zawierają planowane wpływy brutto oraz planowane koszty bezpośrednie (na bazie stawek rynkowych). Stopa dyskontowa jest obliczana na bazie planowanych przepływów netto oraz wartości początkowej.

Uproszczony przykład rozpoznawania przychodów w segmencie zakupu wierzytelności

	0	1	2	3	4	5	Σ
Wartość zakupu	100						
Planowane wpływy brutto		50	50	50	50	50	**250**
Planowane koszty bezpośrednie		-5	-5	-5	-5	-5	**-25**
Planowane przepływy netto	-100	45	45	45	45	45	**125**
Stopa dyskontowa							**35%**
Wartość sop		**100**	**90**	**77**	**58**	**34**	
Rzeczywiste wpływy brutto		50	50	50	50	50	**250**
Przychody		40	37	32	25	17	150
Przychody odsetkowe		35	32	27	20	12	**125**
Planowane koszty bezpośrednie		5	5	5	5	5	25
Amortyzacja portfela		10	14	18	25	33	100
Wartość eop		**90**	**77**	**58**	**34**	**0**	

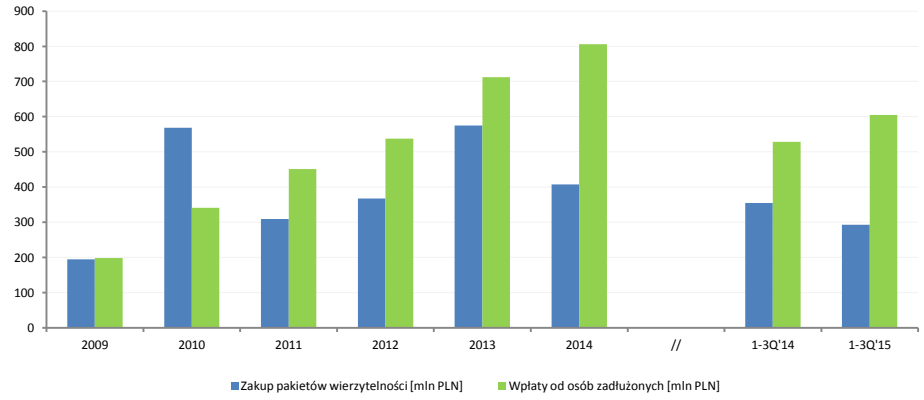
Źródło: spółka

Zakupy pakietów wierzytelności oraz łączny stan bilansowy nabytych pakietów



Źródło: DM Maklerski BDM S.A., spółka

Zakupy pakietów wierzytelności oraz wpłaty od osób zadłużonych w okresie 2009-3Q2015



Źródło: DM Maklerski BDM S.A., spółka

Segment - zarządzanie wierzytelnościami na zlecenie (inkaso)

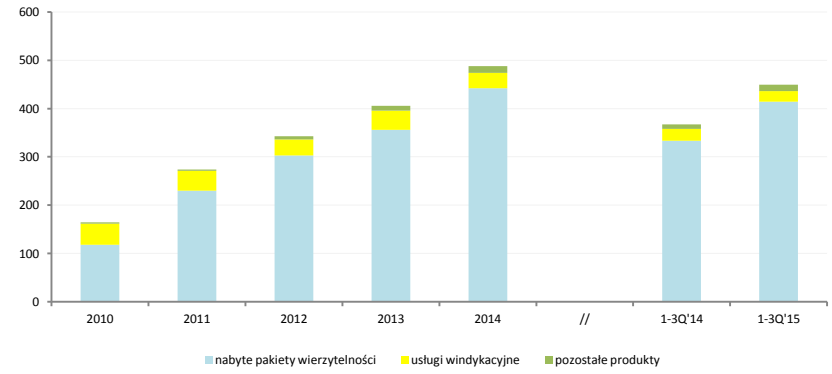
Na przychody z usług inkasa wpływają głównie prowizje za odzyskanie wierzytelności przekazanych grupie do obsługi.

Jak już zwracaliśmy uwagę, inkaso pozostaje ważnym elementem strategii spółki jako rentowny biznes generujący synergie z kluczowym pod względem generowania wyników segmentem zakupów portfeli wierzytelności. W 2014 roku grupa przyjęła do obsługi na zlecenie podmiotów zewnętrznych sprawy o wartości nominalnej 3.16 mld PLN, w porównaniu do prawie 3.1 mld PLN w 2013 roku. Głównymi klientami grupy w segmencie inkaso były banki. W okresie 1-3Q'15 przyjęła do obsługi sprawy o wartości 2.67 mld PLN.

STRUKTURA PRZYCHODÓW I MARŻY POŚREDNIEJ WYPRACOWYWANEJ PRZEZ GRUPĘ

Kluczowe znaczenie dla wyników grupy ma działalność związana z nabywaniem pakietów wierzytelności. Ta linia biznesowa odpowiada za większość przychodów jak i marzy pośredniej wypracowywanej przez Kruka. W 2014 roku łączne przychody spółki wyniosły ok. 487.9 mln PLN, z czego segment wierzytelności odpowiadał za ok. 90% a usługa inkasa stanowiła 7% przychodów. Marża pośrednia wypracowana przez grupę w 2014 roku wyniosła 293.9 mln PLN. Około 94% z tej kwoty wypracowała działalność związana z pakietami wierzytelności, a 4% segment inkaso.

Struktura przychodów grupy w okresie 2010-3Q2015



Źródło: DM Maklerski BDM S.A., spółka

Struktura marży pośredniej wypracowywanej przez grupę w okresie 2010-3Q2015



Źródło: DM Maklerski BDM S.A., spółka

PROGRAMY MOTYWACYJNE W SPÓŁCE

W spółce funkcjonuje polityka wynagradzania kluczowych pracowników przez programy motywacyjne. Należy mieć na uwadze, że jest to istotny element wynagradzania pracowników.

Program motywacyjny na lata 2011-2014

W celu realizacji programu motywacyjnego na lata 2011-2014 warunkowo podwyższono kapitał zakładowy w drodze emisji nie więcej niż 845 016 akcji zwykłych na okaziciela serii E. Posiadacze warrantów subskrypcyjnych byli/są uprawnieni do objęcia akcji serii E po cenie emisyjnej stanowiącej równowartość ceny emisyjnej akcji Kruka z pierwszej oferty publicznej, tj. po cenie 39.7 PLN/akcję nie wcześniej niż po upływie 6 mc od daty objęcia warrantów subskrypcyjnych oraz nie później niż do dnia 30 czerwca 2016 roku.

Program składa się z 4 transz, po jednej za każdy rok z kolejnych lat okresu referencyjnego, tj. za lata obrotowe 2011-2014. Warunkiem zaoferowania przez Radę Nadzorczą warrantów za dany rok obrotowy jest osiągnięcie określonego poziomu łącznie dwóch wskaźników finansowych dla danych skonsolidowanych grupy:

- Wzrost EPS w roku obrotowym poprzedzającym rok zaoferowania warrantów danej transzy o min 17.5%;
- Wzrost EBITDA w roku obrotowym poprzedzającym rok zaoferowania warrantów danej transzy o min 17,5%;
- ROE w roku obrotowym poprzedzającym rok zaoferowania warrantów danej transzy wyniesie min 20%.

Transza I
Osoby uprawnione objęły 189 790 szt. warrantów subskrypcyjnych, z czego do dnia 02.11.2015 roku na akcje spółki serii E zamienione zostało 165 233 szt. warrantów. Na dzień 02.11.2015 w ramach Transzy I w posiadaniu osób uprawnionych pozostawało 24 557 szt. warrantów subskrypcyjnych uprawniających do objęcia takiej samej liczby akcji serii E.

Transza II
Wydanie warrantów nastąpiło w ilości 201 758 szt., z czego do dnia publikacji raportu za 3Q'15 na nowo wyemitowane akcje spółki serii E zamienione zostało 172 987 szt. W posiadaniu osób uprawnionych pozostawało 28 771 szt. warrantów uprawniających do objęcia takiej samej liczby akcji serii E.

Transza III
Wydanie warrantów subskrypcyjnych nastąpiło w ilości 190 651 szt., z czego do dnia publikacji raportu za 3Q'15 na nowo wyemitowane akcje serii E zamienione zostało 159 788 szt. W posiadaniu osób uprawnionych pozostaje 30 863 szt. warrantów uprawniających do objęcia takiej samej liczby akcji serii E.

Transza IV
W dniu 7 lipca 2015 roku wydano 262 817 szt. warrantów subskrypcyjnych. Na dzień publikacji raportu za 3Q'15 w posiadaniu osób uprawnionych pozostawało 262 817 szt. warrantów uprawniających do objęcia takiej samej liczby akcji serii E.

Program motywacyjny na lata 2011-2014 (stan na dzień publikacji raportu za 3Q'15)

	objęte warranty	warranty zamienione na akcje	pozostałe warranty uprawniające do zamiany na akcje
T1	189 790	165 233	24 557
T2	201 758	172 987	28 771
T3	190 651	159 788	30 863
T4	262 817	0	262 817
Razem	**845 016**	**498 008**	**347 008**

Źródło: DM Maklerski BDM S.A., spółka

Program motywacyjny na lata 2015-2019

W ramach Programu 2015-2019 osoby uprawnione uzyskają możliwość nabycia akcji serii F na preferencyjnych warunkach. WZA spółki uchwaliło warunkowe podwyższenie kapitału zakładowego o nie więcej niż 847 950 akcji zwykłych na okaziciela serii F.

Posiadacze warrantów subskrypcyjnych będą uprawnieni do wykonania wynikających z nich praw do objęcia akcji serii F po cenie emisyjnej stanowiącej równowartość średniego kursu zamknięcia akcji spółki ze wszystkich dni notowań w okresie od 27 lutego 2014 do 27 maja 2014 roku (ok. 83.52 PLN). Prawo do objęcia akcji serii F może zostać przez posiadaczy warrantów zrealizowane nie później niż do dnia 31 grudnia 2021 roku. Warranty zostaną wyemitowane w 5 transzach (po jednej za każdy rok z kolejnych lat okresu referencyjnego, tj. za lata obrotowe 2015-2019). Warunkiem zaoferowania osobom uprawnionym warrantów za dany rok obrotowy jest wzrost wskaźnika EPS, obliczonego na podstawie skonsolidowanego sprawozdania finansowego grupy, o co najmniej 13.0%.

RYNEK ZARZĄDZANIA WIERZYTELNOŚCIAMI W POLSCE

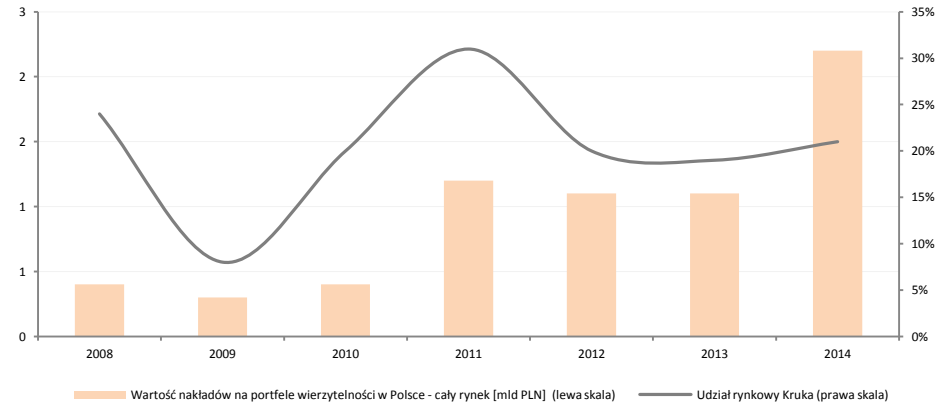
Według szacunków Kruka, w 2014 roku w Polsce wierzyciele przekazali podmiotom zewnętrznym pakiety o wartości nominalnej ponad 24 mld PLN (w porównaniu do prawie 21 mld w 2013 roku). Dwa główne obszary stanowiły:

- segment zakupów wierzytelności – portfele o łącznej wartości nominalnej 15.3 mld PLN (wzrost o 37% z poziomu 11,2 mld w 2013 roku, na który istotny wpływ miał dalszy wzrost w segmencie konsumenckim, a także sprzedaż kilku dużych portfeli zabezpieczonych hipotecznie);
- segment inkaso – sprawy o wartości nominalnej 9 mld PLN (w porównaniu do 9,7 mld PLN 2013 roku).

Największy udział w obszarze zakupu wierzytelności (wartym w 2014 roku ok. 15.3 mld PLN) miały pakiety konsumenckie, których podaż wyniosła 11.7 mld PLN (w 2013 roku było to 9.4 mld PLN). Dodatkowo wpływ na wzrost rynku miała sprzedaż nieregularnych wierzytelności zabezpieczonych hipotecznie. Z danych spółki wynika, że podaż pakietów hipotecznych wyniosła 1.7 mld PLN. Z kolei w obszarze wierzytelności korporacyjnych wartość nominalna sprzedanych wierzytelności wyniosła w 2014 roku 2 mld PLN, wobec 1.8 mld PLN w 2013 roku.

W 2014 roku łączne inwestycje Kruka w portfele wierzytelności w Polsce wyniosły 456 mln PLN. Szacunkowy udział grupy w rynku zakupów wierzytelności w Polsce wyniósł w 2014 roku 21% (w 2013 roku było to ok. 19%).

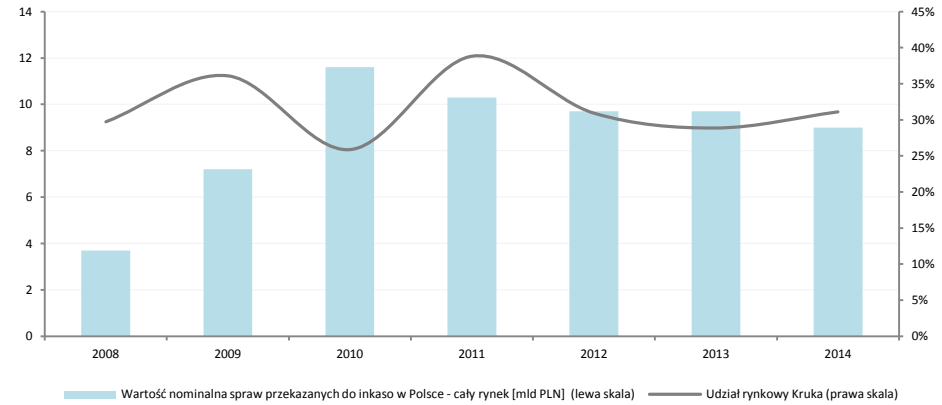
Udział rynkowy Kruka w polskim rynku zakupu wierzytelności



Źródło: DM Maklerski BDM S.A., spółka

Szacunki spółki wskazują, że wartość nominalna spraw przekazanych do inkaso w 2014 roku wyniosła 9 mld PLN i była o około 7% niższa niż w 2013 roku. W 2014 roku głównymi zleceniodawcami na rynku inkaso pozostawały banki. Kruk informuje, że w 2014 roku był liderem rynku inkaso w Polsce. Udział spółki w wartości nominalnej spraw przyjętych do obsługi był na poziomie 31%.

Udział rynkowy Kruka w polskim rynku inkasa



Źródło: DM Maklerski BDM S.A., spółka

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

RZiS	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Przychody	405.6	487.9	594.4	709.2	838.6	993.8	1131.8	1262.4	1372.3	1463.5	1554.2	1628.4
nabyte pakiety wierzytelności	355.7	442.4	546.6	656.0	779.0	926.1	1055.1	1176.0	1277.1	1361.4	1446.4	1516.3
usługi windykacyjne	39.9	31.7	29.5	29.8	30.4	31.2	31.9	32.7	33.5	34.1	34.8	35.4
pozostałe produkty	9.9	13.8	18.4	23.4	29.2	36.5	44.7	53.7	61.8	67.9	73.0	76.7
Koszty bezpośrednie i pośrednie	182.8	194.0	240.8	275.8	323.2	385.0	441.7	504.2	554.4	598.0	642.0	672.4
nabyte pakiety wierzytelności	153.4	166.5	212.2	244.1	288.2	345.0	395.7	452.8	498.0	537.8	578.5	606.5
usługi windykacyjne	21.2	19.4	20.2	20.0	20.4	20.9	21.4	21.9	22.4	22.9	23.3	23.7
pozostałe produkty	8.1	8.1	8.4	11.7	14.6	19.2	24.6	29.5	34.0	37.4	40.2	42.2
Marża pośrednia	222.9	293.9	353.7	433.4	515.4	608.8	690.1	758.2	817.8	865.5	912.2	956.0
nabyte pakiety wierzytelności	202.3	275.9	334.4	411.9	490.7	581.1	659.4	723.3	779.0	823.7	867.8	909.8
usługi windykacyjne	18.7	12.4	9.3	9.8	10.0	10.3	10.5	10.8	11.0	11.3	11.5	11.7
pozostałe produkty	1.8	5.7	10.0	11.7	14.6	17.4	20.1	24.2	27.8	30.6	32.9	34.5
Koszty ogólne	60.4	72.4	91.1	104.8	119.4	130.2	139.9	149.0	158.0	166.7	175.0	183.3
Amortyzacja	9.3	11.4	12.6	13.7	13.9	14.1	14.4	14.6	14.8	15.0	15.2	15.5
Saldo PPO/PKO	-0.1	-2.0	-1.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA gotówkowa	344.3	489.0	515.7	650.0	847.8	1015.7	1162.1	1291.3	1400.6	1488.5	1576.1	1652.2
EBITDA	162.3	219.5	261.0	328.7	396.0	478.6	550.2	609.2	659.9	698.9	737.2	772.7
EBIT	152.9	208.2	248.4	314.9	382.0	464.4	535.8	594.6	645.1	683.8	722.0	757.2
Saldo finansowe	-54.5	-55.3	-42.8	-54.5	-70.8	-91.9	-113.9	-135.1	-155.1	-174.3	-193.3	-212.5
Wynik brutto	98.5	152.8	205.5	260.4	311.2	372.5	422.0	459.5	490.0	509.5	528.6	544.7
Podatek	0.7	1.0	5.0	31.3	46.7	70.8	80.2	87.3	93.1	96.8	100.4	103.5
Wynik netto	97.8	151.8	200.5	229.2	264.5	301.8	341.8	372.2	396.9	412.7	428.2	441.2

Wskaźniki / założenia	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Cena akcji [PLN]	188.0	188.0	188.0	188.0	188.0	188.0	188.0	188.0	188.0	188.0	188.0	188.0
Mkt Cap [mln PLN]	3336.1	3336.1	3495.5	3495.5	3495.5	3495.5	3495.5	3495.5	3495.5	3495.5	3495.5	3495.5
Liczba akcji [mln szt.]	17.7	17.7	18.6	18.6	18.6	18.6	18.6	18.6	18.6	18.6	18.6	18.6
EPS [PLN/akcję]	5.2	8.8	10.8	12.3	14.2	16.2	18.4	20.0	21.3	22.2	23.0	23.7
ROE	23.5%	25.9%	25.8%	23.8%	23.0%	22.5%	22.5%	22.1%	21.5%	20.4%	20.0%	19.9%
ROA	8.4%	10.0%	11.7%	10.6%	9.6%	9.0%	8.7%	8.4%	8.0%	7.5%	7.2%	6.9%
P/E	35.9	21.4	17.4	15.3	13.2	11.6	10.2	9.4	8.8	8.5	8.2	7.9
P/BV	8.0	5.7	4.5	3.6	3.0	2.6	2.3	2.1	1.9	1.7	1.6	1.6
EV/EBITDA	24.6	18.7	16.4	13.7	12.1	10.8	10.2	9.9	9.7	9.6	9.6	9.6
EV/EBITDA gotówkowa	11.6	8.4	8.3	6.9	5.7	5.1	4.8	4.7	4.6	4.5	4.5	4.5
C/I	62%	57%	58%	56%	54%	53%	53%	53%	53%	53%	54%	53%
EV [mln PLN]	3988.3	4104.2	4271.1	4508.1	4800.0	5181.5	5595.1	6015.9	6387.0	6714.4	7060.5	7402.0
Dług netto [mln PLN]	652.2	768.1	775.5	1012.6	1304.5	1685.9	2099.5	2520.4	2891.5	3218.9	3564.9	3906.5
Dług % [mln PLN]	687.5	838.6	866.8	1136.8	1536.8	1936.8	2336.8	2686.8	3036.8	3386.8	3736.8	4086.8
Portfel wierzytelności [mln PLN]	1063.8	1380.2	1549.2	1967.8	2447.9	3018.7	3605.8	4193.5	4728.2	5230.2	5695.0	6113.9
EV-Portfel wierzytelności [mln PLN]	2924.5	2724.1	2721.9	2540.3	2352.1	2162.8	1989.2	1822.4	1658.9	1484.2	1365.5	1288.1
Dług netto / portfel wierzytelności	0.61x	0.56x	0.50x	0.51x	0.53x	0.56x	0.58x	0.60x	0.61x	0.62x	0.63x	0.64x
Dług netto / kapitał własny eop	1.57x	1.31x	1.00x	1.05x	1.13x	1.26x	1.39x	1.50x	1.56x	1.59x	1.66x	1.76x
Dług netto / EBITDA gotówkowa	1.89x	1.57x	1.50x	1.56x	1.54x	1.66x	1.81x	1.95x	2.06x	2.16x	2.26x	2.36x
Wpłaty od dłużników / przychody	1.51x	1.61x	1.47x	1.49x	1.58x	1.58x	1.58x	1.58x	1.58x	1.58x	1.58x	1.58x
EBITDA gotówkowa / wpłaty	0.64x	0.69x	0.64x	0.67x	0.69x	0.69x	0.70x	0.69x	0.69x	0.69x	0.69x	0.69x
Przychody / wartość godziwa portfeli	0.34x	0.32x	0.36x	0.34x	0.40x	0.38x	0.35x	0.33x	0.31x	0.29x	0.28x	0.27x
Przychody zmiana r/r	17.4%	24.4%	23.6%	20.0%	18.7%	18.9%	13.9%	11.5%	8.6%	6.6%	6.2%	4.8%
EBITDA gotówkowa zmiana r/r	17.8%	42.0%	5.5%	26.0%	30.4%	19.8%	14.4%	11.1%	8.5%	6.3%	5.9%	4.8%
EBITDA zmiana r/r	12.7%	35.3%	18.9%	25.9%	20.5%	20.9%	15.0%	10.7%	8.3%	5.9%	5.5%	4.8%
Wynik netto zmiana r/r	20.4%	55.3%	32.1%	14.3%	15.4%	14.1%	13.3%	8.9%	6.6%	4.0%	3.7%	3.0%
DPS [PLN]	0.0	0.0	1.5	2.5	4.0	6.0	9.0	11.0	12.5	12.8	16.6	19.6
Stopa dywidendy	0%	0%	17%	23%	32%	42%	55%	60%	62%	60%	75%	85%
Div Yield	0%	0%	1%	1%	2%	3%	5%	6%	7%	7%	9%	10%

Bilans	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Środki pieniężne	35.3	70.5	91.3	124.2	232.3	250.9	237.3	166.4	145.3	167.9	171.9	180.3
Należności z tyt dostaw i usług	9.0	10.9	9.1	11.1	11.2	11.3	11.4	11.5	11.5	11.6	11.7	11.8
Inwestycje	1 063.8	1 380.2	1 549.2	1 967.8	2 447.9	3 018.7	3 605.8	4 193.5	4 728.2	5 230.2	5 695.0	6 113.9
Pozostałe należności	17.8	16.5	28.1	28.1	28.1	28.1	28.1	28.1	28.1	28.1	28.1	28.1
Zapasy	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7	0.7	0.8	0.8
RZAT	20.1	20.3	18.4	18.4	20.4	21.4	22.4	23.4	24.4	24.4	24.4	24.4
Inne wartości niematerialne	10.4	11.0	10.1	10.1	10.1	10.1	10.1	10.1	10.1	10.1	10.1	10.1
Wartość firmy	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Aktywa z tyt odroczonego podatku	2.4	3.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5
Pozostałe aktywa	2.5	2.1	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3
Aktywa RAZEM	1 162.8	1 516.6	1 715.3	2 168.9	2 759.2	3 349.7	3 924.3	4 442.2	4 957.0	5 481.8	5 950.6	6 378.1
Zobowiązania razem	747.3	931.6	936.9	1 207.8	1 608.0	2 008.3	2 408.5	2 758.7	3 108.9	3 459.2	3 809.4	4 159.6
Zobowiązania %	687.5	838.6	866.8	1 136.8	1 536.8	1 936.8	2 336.8	2 686.8	3 036.8	3 386.8	3 736.8	4 086.8
Pozostałe zobowiązania i rezerwy	59.8	92.9	70.2	71.0	71.3	71.5	71.7	71.9	72.1	72.4	72.6	72.8
Kapitał własny ogółem	415.6	585.1	778.4	961.1	1 151.2	1 341.4	1 515.9	1 683.5	1 848.0	2 022.6	2 141.2	2 218.5
Pasywa RAZEM	1 162.8	1 516.6	1 715.3	2 168.9	2 759.2	3 349.7	3 924.3	4 442.2	4 957.0	5 481.8	5 950.6	6 378.1
CF	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**
CF operacyjny	-37.2	-61.7	63.8	-123.0	-131.3	-163.6	-117.8	-66.5	31.3	99.2	171.1	249.4
Wynik netto	97.8	151.8	200.5	229.2	264.5	301.8	341.8	372.2	396.9	412.7	428.2	441.2
Korekty	-134.9	-213.5	-136.7	-352.2	-395.9	-465.3	-459.6	-438.6	-365.6	-313.6	-257.1	-191.9
CF inwestycyjny	-7.5	-7.8	-6.2	-13.1	-15.3	-14.4	-14.6	-14.8	-14.9	-14.1	-14.3	-14.4
CF finansowy	37.2	104.8	-37.0	169.0	254.8	196.5	118.8	10.4	-37.5	-62.4	-152.9	-226.5
Wypłata dywidendy	-0.2	-0.1	-25.8	-46.5	-74.4	-111.6	-167.3	-204.5	-232.4	-238.2	-309.5	-363.9
Inne (zaciągniecie, obsługa długu)	37.4	104.9	-11.2	215.5	329.2	308.1	286.1	214.9	194.9	175.7	156.7	137.5
Przepływy pieniężne netto	-7.5	35.3	20.7	32.9	108.2	18.5	-13.6	-70.9	-21.1	22.6	3.9	8.5
Środki pieniężne sop	42.7	35.3	70.5	91.3	124.2	232.3	250.9	237.3	166.4	145.3	167.9	171.9
Środki pieniężne eop	35.3	70.5	91.3	124.2	232.3	250.9	237.3	166.4	145.3	167.9	171.9	180.3

WYDZIAŁ ANALIZ i INFORMACJI:

Maciek Bobrowski
Dyrektor Wydziału
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-412
e-mail: bobrowski@bdm.pl
strategia, banki/finanse, media, handel stalą

Krzysztof Pado
Specjalista ds. analiz
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 20-81-432
e-mail: pado@bdm.pl
materiały budowlane, budownictwo, paliwa

Krystian Brymora
tel. (032) 20-81-435
e-mail: brymora@bdm.pl
chemia, przemysł drzewny

Adrian Górniak
tel. (032) 20-81-438
e-mail: adrian.górniak@bdm.pl
deweloperzy

Marek Jurzec
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-435
e-mail: jurzec@bdm.pl
IT

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Dariusz Wareluk
Dyrektor Wydziału
tel. (022) 62-20-100
e-mail: dariusz.wareluk@bdm.pl

Leszek Mackiewicz
tel. (022) 62-20-848
e-mail: leszek.mackiewicz@bdm.pl

Bartosz Zieliński
tel. (022) 62-20-854
e-mail: bartosz.zielinski@bdm.pl

Maciej Bąk
tel. (022) 62-20-855
e-mail: maciej.bak@bdm.pl

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	kurs	WIG
trzymaj	182.4	---	---	26.11.2015	188	48 213

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 4Q'15:

Kupuj	4	36%
Akumuluj	1	9%
Trzymaj	5	45%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	1	9%

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej

EBITDA — wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację

Dług netto – zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty

WACC - średni ważony koszt kapitału

CAGR - średnioroczny wzrost

EPS - zysk netto na 1 akcję

DPS - dywidenda na 1 akcję

CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję

EV – suma kapitalizacji rynkowej i długu netto

EV/S – stosunek EV do przychodów ze sprzedaży

EV/EBITDA – stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację

P/EBIT – stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej

MC/S — stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży

P/E — stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto

P/BV — stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej

P/CE - wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję

ROE – stosunek zysku netto do kapitałów własnych

ROA - stosunek zysku netto do aktywów

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

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

marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży

rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).

DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).

Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelowa, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkowa;

Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelowa, która przekracza bieżącą cenę rynkowa;

Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do

bieżącej ceny rynkowej;

Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelowa, która jest niższa od ceny rynkowej;

Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelowa, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.

Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkowa wartości spółki (na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka

Poszczególne rekomendacje powinny skłaniać inwestorów do odpowiedniego zachowania się na giełdzie. I tak odpowiednio:

Kupuj – inwestor kupuje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe spadki;

Akumuluj – proces kupowania rozciągnięty jest na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor kupuje głównie na spadkach ceny rekomendowanego papieru;

Trzymaj – inwestor wstrzymuje się z decyzją, a w przypadku posiadania rekomendowanego papieru wartościowego może sprzedać w chwili pojawienia się korzystniejszej inwestycji;

Redukuj – proces sprzedawania rozciągnięty na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor sprzedaje głównie na wzrostach ceny rekomendowanego papieru;

Sprzedaj – inwestor sprzedaje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe wzrosty.

Nota prawna:

Niniejszy raport został opracowany na podstawie Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. z 2005 r., nr 206, poz. 1715, dalej: Rozporządzenie).

Raport jest skierowany do wszystkich klientów obsługiwanych przez Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM). Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Nie może być on jednak publikowany bądź powielany bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazany lub wydany osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obarczona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględniać, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakakolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 26.11.2015 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 01.12.2015 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendacje okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 6 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niemniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

W opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe a Zarząd BDM ma prawo przyznać mu wynagrodzenie dodatkowe. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

BDM nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac nad raportem są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz zgodnie z wymogami §13.1 Rozporządzenia.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A." Zaznaczamy, że na dzień 26.11.2015 roku:

- **BDM jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.**
- BDM i podmioty z nim powiązane nie posiadają akcji emitenta instrumentów finansowych w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.
- Emitent instrumentów finansowych nie posiada udziału stanowiącego co najmniej 5% kapitału zakładowego BDM i podmiotów z nim powiązanych.
- Osoba przygotowująca rekomendację nie jest zaangażowana kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta. Osoba przygotowująca rekomendację i osoba blisko z nią związana, o której mowa w art. 160 ust. 2 pkt 1-3 ustawy, nie pełni funkcji w organach emitenta instrumentów finansowych i nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pozostają stroną umowy z emitentem instrumentów finansowych dotyczącej sporządzenia rekomendacji.
- **BDM wykonywał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji i wykonuje czynności dotyczące oferowania instrumentów finansowych emitenta w obrocie pierwotnym lub pierwszej ofercie publicznej.**
- **W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji BDM pełnił funkcję podmiotu organizującego lub współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych emitenta.**
- BDM nie wykonuje czynności dotyczących nabywania i zbywania instrumentów finansowych emitenta na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego i umów o subemisje inwestycyjne i usługowe.
- **BDM pełni funkcję animatora rynku i animatora emitenta instrumentów finansowych.**
- **W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji obowiązywała umowa między BDM a emitentem instrumentów finansowych w sprawie świadczenia usług z zakresu bankowości inwestycyjnej. W powyższym okresie obowiązywała umowa o aranżację emisji obligacji spółki oraz sporządzenia prospektu emisyjnego.**
- **BDM otrzymuje wynagrodzenie od emitenta instrumentów finansowych z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.**
- Nie występuje inny istotny interes finansowy, jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane. Nie istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie Informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych ich emitentów lub wystawców (Dz. U. 2005.206.1715.), które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomym, że katalog Rozdziału 3 Rozporządzenia na temat ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zajść sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.