



Dom Maklerski BDM S.A.

KRUK

RAPORT ANALITYCZNY

AKUMULUJ
(POPRIEDNIO: TRZYMAJ)

WYCENA 215,4 PLN

10 CZERWIEC 2016

Decydujemy się na zmianę zalecenia dla Kruka z Trzymaj na Akumuluj i podnosimy cenę docelową do 215,4 PLN. Przy naszej cenie docelowej, Kruk będzie handlowany przy wskaźniku P/E na lata 2017-2018 na poziomie odpowiednio 14,1x i 12,4x. W szczególności doceniamy działania władz spółki na polu ekspansji zagranicznej. Sądzymy, że najbliższe 2-3 lata w istotny sposób zmienią pozycję spółki wśród światowych graczy. Akcentujemy też wysoką dynamikę wzrostu zysku netto jaką spółka powinna wykazać w najbliższych latach (w 2016 roku spodziewamy się zysku netto już na poziomie 250 mln PLN, czyli będą to parametry przekraczające zapisy programu motywacyjnego).

Spółka pokazała dobre wyniki finansowe za cały 2015 rok. Początek 2016 roku przyniósł kontynuację pozytywnych tendencji w obszarze wielkości spłat od dłużników. W 1Q'16 wpływy od osób zadłużonych wyniosły prawie 217 mln PLN i było to więcej o prawie 30 mln PLN r/r oraz tylko 4 mln PLN mniej niż w 4Q'15. Spółka sygnalizuje, że sytuacja makro sprzyja procesowi odzysku z dotychczasowych portfeli (najistotniejszym elementem aktualizacji jest podniesienie ścieżki wpłat na najbliższe 4 kwartały). Tym samym pozytywna aktualizacja założeń dotyczących przyszłych strumieni spłat ma swoje odzwierciedlenie w raportowanych wynikach.

Podpisane już przez spółkę umowy na zakup nowych portfeli w 2016 roku plus dalsza wzmożona aktywność spółki w kolejnych procesach akwizycyjnych, skłania nas ku założeniu, że w całym 2016 roku wartość inwestycji na nowe pakiety osiągnie pułap 888 mln PLN. Byłoby to zatem wzrost o 399 mln PLN względem 2015 roku. Z wypowiedzi władz spółki po konferencji za 1Q'16 można było wywnioskować, że ambitnym celem grupy jest skala akwizycji nowych portfeli na pułapie nawet 1 mld PLN w 2016 roku. Na rok 2017 przyjęliśmy wzrost poziomu inwestycji w nowe portfele do ponad 1,1 mld PLN (m.in. efekt dynamicznej ekspansji na rynku włoskim, niemieckim czy hiszpańskim). Zatem oceniamy, że spółka w 2016 i 2017 roku w istotny sposób zmieni strukturę portfela na bilansie, co będzie miało fundamentalne znaczenie dla budowy przyszłych wyników grupy.

Oceniamy, że spółka jest dobrze przygotowana do udziału w kolejnych przetargach (ciągle względnie niski pułap zadłużenia; wskaźnik dług netto/kapitały własne na koniec 1Q'16 wynosił ok. 0,9x a na koniec 2016 roku zgodnie z naszymi symulacjami może wynieść 1,21x). Na koniec 1Q'16 spółka miała 600 mln PLN limitu kredytowego w bankach (i 12% wykorzystania). Dodatkowo Kruk prowadzi programy emisji obligacji, co istotnie zwiększa możliwości pozyskiwania kapitału (saldo obligacji do wykupu na koniec 1Q'16 wynosiło 823 mln PLN). Wpłaty od osób zadłużonych systematycznie rosną. W modelu przyjęliśmy, że w 2016 roku łączne uzyskane wpłaty od dłużników wyniosą 1 mld PLN i liczymy na przyspieszenie dynamiki spłat w 2H'16 z akcentem na 2017 rok, kiedy to oczekiwany poziom spłat wynosi ponad 1,24 mld PLN (m.in. efekt PRESCO oraz nowych rynków zagranicznych).

Wycena końcowa [PLN]	215,4
Potencjał do wzrostu / spadku	+12%

Cena rynkowa [PLN]	192,0
Kapitalizacja [mln PLN]	3 576
Ilość akcji [mln. szt.]*	18,63

* - uwzględniamy realizację programów motywacyjnych

Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	194,9
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	146,6

Stopa zwrotu za 3 mc	2%
Stopa zwrotu za 6 mc	7%
Stopa zwrotu za 9 mc	11%

Akcjonariat*	
Piotr Krupa	11.51%
Aviva OFE	8.26%
NN PTE	11.13%
Generali OFE	6.28%

* - wg stanu na dzień 06.03.2016 (łącznie 17,52 mln akcji)

Maciej Bobrowski

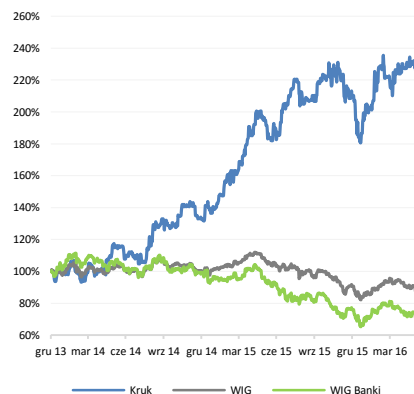
bobrowski@bdm.pl

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	611,2	743,7	891,9	1 043,4
EBITDA gotówkowa [mln PLN]	344,3	489,0	523,9	642,6	815,2	947,4
EBITDA [mln PLN]	162,3	219,5	261,9	333,7	400,3	472,9
EBIT [mln PLN]	152,9	208,2	251,4	320,4	386,8	459,2
Wynik netto [mln PLN]	97,8	151,8	204,3	250,0	285,2	322,3
P/BV (x)	8,2x	5,8x	4,6x	3,6x	2,9x	2,4x
P/E (x)	36,7x	21,9x	17,8x	14,3x	12,5x	11,1x
DPS [PLN]	0,0	0,0	1,5	2,0	3,0	4,0



SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	3
WYCENA DOCHODOWA (NA PODSTAWIE ZYSKU REZYDUALNEGO)	4
ANALIZA PORÓWNAWCZA	5
WYNIKI FINANSOWE ZA 1Q'16	7
SZCZEGÓŁOWA PROGNOZA NA 2016 ROK I KOLEJNE OKRESY	10
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA	13
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	14

WYCENA I PODSUMOWANIE

Decydujemy się na zmianę zalecenia dla Kruka z Trzymaj na Akumuluj i podnosimy ceną docelową do 215,4 PLN. Przy naszej cenie docelowej, Kruk będzie handlowany przy wskaźniku P/E na lata 2017-2018 na poziomie odpowiednio 14,1x i 12,4x. W szczególności doceniamy działania władz spółki na polu ekspansji zagranicznej. Sądzymy, że najbliższe 2-3 lata w istotny sposób zmienią pozycję spółki wśród światowych graczy. Akcentujemy też wysoką dynamikę wzrostu zysku netto jaką spółka powinna wykazać w najbliższych latach (w 2016 roku spodziewamy się zysku netto już na poziomie 250 mln PLN).

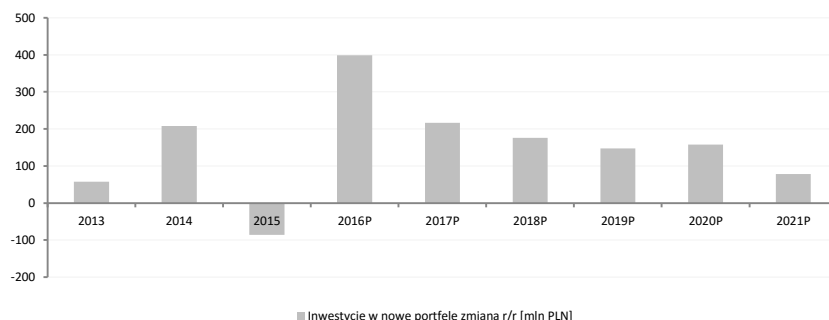
Podsumowanie wyceny

	waga	[PLN/akcję]
Wycena dochodowa	70%	239,3
Wycena porównawcza	30%	159,8
Wycena końcowa [mln PLN]		215,4

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Podpisane już przez spółkę umowy na zakup nowych portfeli w 2016 roku plus dalsza wzmożona aktywność spółki w kolejnych procesach akwizycyjnych, skłania nas ku założeniu, że w całym 2016 roku wartość inwestycji na nowe pakiety osiągnie pułap 888 mln PLN. Byłby to zatem wzrost o 399 mln PLN względem 2015 roku. Z wypowiedzi władz spółki po konferencji za 1Q'16 można było wywnioskować, że ambitnym celem grupy jest skala akwizycji nowych portfeli na pułapie nawet 1 mld PLN w 2016 roku. Na rok 2017 przyjęliśmy wzrost poziomu inwestycji w nowe portfele do ponad 1,1 mld PLN (m.in. efekt dynamicznej ekspansji na rynku włoskim, niemieckim czy hiszpańskim). Zatem oceniamy, że spółka w 2016 i 2017 roku w istotny sposób zmieni strukturę portfela na bilansie, co będzie miało fundamentalne znaczenie dla budowy przyszłych wyników grupy.

Zakładany przyrost w ujęciu r/r zakupów nowych portfeli



W 2016 roku oczekujemy skokowego wzrostu skali inwestycji w nowe portfele wierzytelności.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Oceniamy, że spółka jest dobrze przygotowana do udziału w kolejnych przetargach (ciągle względnie niski pułap zadłużenia; wskaźnik dług netto/kapitały własne na koniec 1Q'16 wynosił ok. 0,9x a na koniec 2016 roku zgodnie z naszymi symulacjami może wynieść 1,21x). Na koniec 1Q'16 spółka miała 600 mln PLN limitu kredytowego w bankach (i 12% wykorzystania). Dodatkowo Kruk prowadzi programy emisji obligacji, co istotnie zwiększa możliwości pozyskiwania kapitału (saldo obligacji do wykupu na koniec 1Q'16 wynosiło 823 mln PLN). Wpłaty od osób zadłużonych systematycznie rosną. W modelu przyjęliśmy, że w 2016 roku łączne uzyskane wpłaty od dłużników wyniosą 1 mld PLN i liczymy na przyspieszenie dynamiki spłat w 2H'16 z akcentem na 2017 rok, kiedy to oczekiwany poziom spłat wynosi ponad 1,24 mld PLN (m.in. efekt PRESCO oraz nowych rynków zagranicznych).

Wartość EV (kapitalizacja skorygowana o dług netto na koniec okresu) podzielona przez oczekiwane wpłaty od dłużników (w trakcie 4 kwartał)



Obecnie wartość EV Kruka to 4,3x krotność przyszłych wpłat od dłużników (w ujęciu rocznym)

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA DOCHODOWA (NA PODSTAWIE ZYSKU REZYDUALNEGO)

Wyceny spółki dokonaliśmy w oparciu o metodę zdyskontowanych zysków rezydualnych w okresie 2016-2025. 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 (+2026) 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):

- Uwzględniamy istotny przyrost nowych pakietów wierzytelności na bilansie w latach 2016-2019. Zakładamy zatem, że spółka będzie w stanie utrzymać ambitną ścieżkę wzrostu wyników. Przyjmujemy, że wynik netto w 2016 roku osiągnie próg 250 mln PLN. Na lata 2017-2019 (jak już wspominaliśmy) staramy się odzwierciedlić zapowiadane przez władze spółki efekty ekspansji na trzech nowych rynkach (Niemcy, Włochy, Hiszpania).
- Wzrost po okresie szczegółowej prognozy ustaliliśmy na poziomie 2,9%.
- Docelowy poziom dywidendy to 85% zysku netto.
- Przy obliczeniach ujmujemy liczbę akcji na poziomie 18.63 mln szt. (uwzględniamy zamianę warrantów na akcje z programów motywacyjnych).
- Wycena została sporządzona na dzień 01.07.2016 roku.

Podsumowując, sporządzana przez nas analiza na podstawie zdyskontowanych zysków rezydualnych sugeruje wycenę na poziomie 239,3 PLN/akcję.

Wycena za pomocą zdyskontowanych zysków rezydualnych

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	>2025
Kapitał własny na koniec okresu	1 006	1 235	1 483	1 748	2 033	2 241	2 414	2 560	2 681	2 775	
Wynik netto	250	285	322	358	397	431	462	490	513	530	
ROE (zysk netto/śr kapitał własny)	27,9%	25,5%	23,7%	22,2%	21,0%	20,2%	19,9%	19,7%	19,6%	19,4%	
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	18,9%	16,5%	14,7%	13,2%	12,0%	11,2%	10,9%	10,7%	10,6%	10,4%	
Stopa dywidendy z zysku za dany rok	19%	22%	26%	29%	31%	56%	67%	75%	80%	85%	85%
Zysk rezydualny	170	184	200	213	227	239	253	266	277	285	293
PV zysku rezydualnego	162	162	161	157	154	149	144	139	133	126	
Suma PV zysku rezydualnego za okres 2015-2024	1 487										
Wartość rezydualna	4 960			r=	2,9%						
PV wartości rezydualnej	2 185										
Wartość kapitałów własnych na początek 2016 roku	784										
Przeprowadzony skup akcji własnych w 2016 roku											
Wyplacona dywidenda w 2016 roku											
Wycena spółki [mln PLN]	4 456										
Liczba akcji [mln szt.]	18,63										
Wycena 1 akcji [PLN]	239,3										
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	22,4%	14,1%	13,0%	11,1%	10,8%	8,6%	7,1%	6,0%	4,7%	3,4%	
Dług netto / Kapitał własny eoP	1,2x	1,4x	1,5x	1,6x	1,7x	1,9x	2,1x	2,2x	2,4x	2,6x	
Dług netto / EBITDA gotówkowa	1,9x	2,1x	2,4x	2,6x	2,7x	2,9x	3,1x	3,2x	3,4x	3,5x	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

ANALIZA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o prognozy na lata 2016-2018 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 premię z jaką handlowane są walory spółki (oczekiwana przez nas dynamika wzrostu zysku netto w 2016 roku jest wyższa niż w 2015 roku).

Nasza analiza oparta jest na wskaźnikach P/E oraz P/BV na lata 2016-2018. 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 130 – 195.5 PLN. Uwzględniając wagi dla poszczególnych lat, końcowa analiza porównawcza wskazuje na wartość 159.8 PLN/akcję.

Wycena porównawcza

Podmiot	MCap [mln]	Kurs	Waluta	P/E			P/BV		
				2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P
CREDIT CORP GROUP	572	12,2	AUD	12,7	11,6	10,5	2,7	2,4	2,1
COLLECTION HOUSE	155	1,1	AUD	7,8	7,0	6,4	0,9	0,8	0,8
PRA GROUP	1 148	26,7	USD	7,6	6,6	5,6	1,1	1,0	0,8
ARROW GLOBAL GROUP	454	263,8	GBP	9,9	7,9	6,8	2,4	1,8	1,5
INTRUM JUSTITIA	20 720	287,0	SEK	16,4	15,6	14,8	5,6	4,8	4,1
HOIST FINANCE	6 448	86,5	SEK	14,6	11,4	9,8	2,5	2,0	1,6
Mediana (Arrow, Intrum, Hoist)				11,3	9,7	8,3	2,4	1,9	1,5
Mediana wszystkie podmioty				14,6	11,4	9,8	2,5	2,0	1,6
Kruk	3 576	192	PLN	14,3	12,5	11,1	3,6	2,9	2,4
Premia / dyskonto				-2%	10%	13%	43%	44%	48%
Implikowana wycena [PLN]				195,5	175,0	170,0	134,4	132,9	130,0
Waga				30%	10%	10%	30%	10%	10%
Wycena porównawcza [PLN]				159.8					

Przy obliczeniach dla Kruka ujmujemy liczbę akcji na poziomie 18.63 mln szt. (uwzględniamy zamianę warrantów na akcje z programów motywacyjnych).

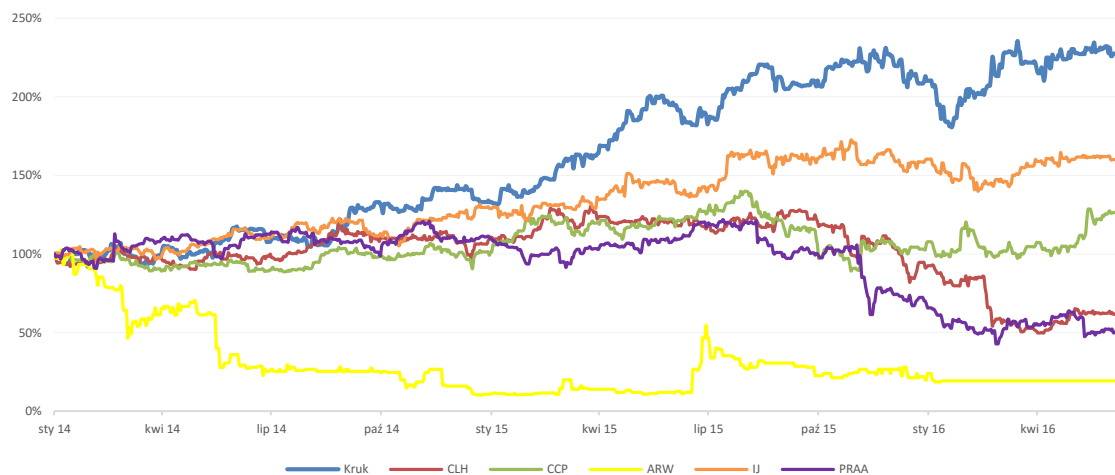
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg, spółka

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



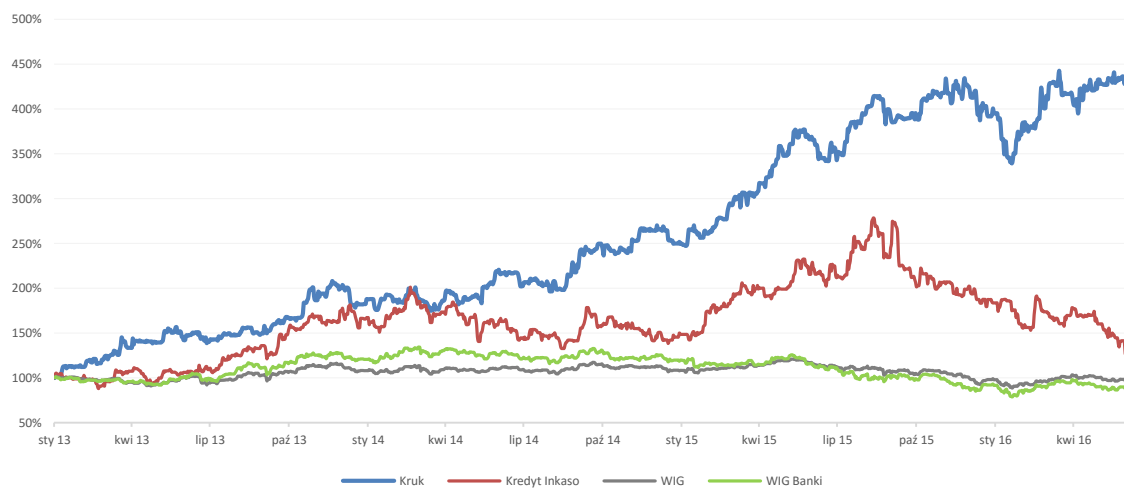
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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 1Q'16

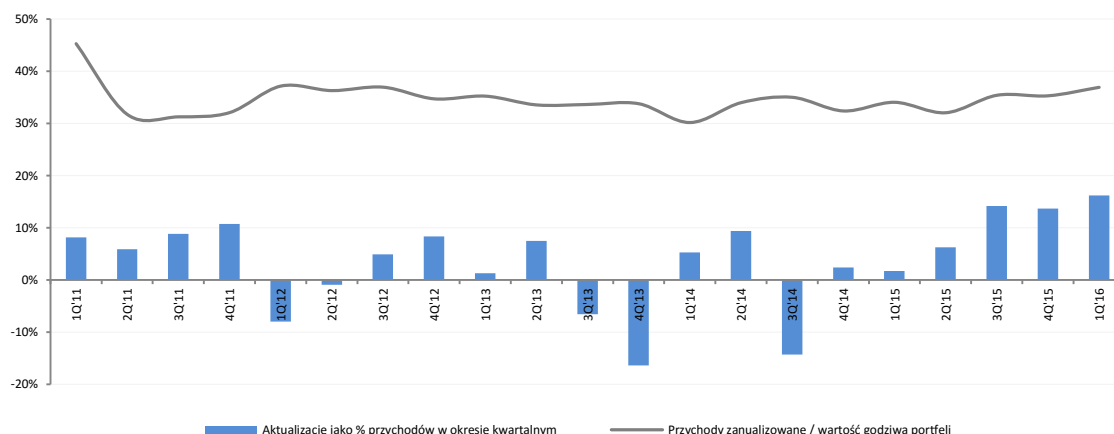
Spółka pokazała dobre wyniki finansowe za cały 2015 rok. Początek 2016 roku przyniósł kontynuację pozytywnych tendencji w obszarze wielkości spłat od dłużników. W 1Q'16 wpływy od osób zadłużonych wyniosły prawie 217 mln PLN i było to więcej o prawie 30 mln PLN r/r oraz tylko 4 mln PLN mniej niż w 4Q'15. Spółka sygnalizuje, że sytuacja makro sprzyja procesowi odzysku z dotychczasowych portfeli (najistotniejszym elementem aktualizacji jest podniesienie ścieżki wpłat na najbliższe 4 kwartały). Tym samym pozytywna aktualizacja założeń dotyczących przyszłych strumieni spłat ma swoje odzwierciedlenie w raportowanych wynikach (było to też szczególnie widoczne m.in. w 4Q15). Ogółem wpływ dokonanych aktualizacji w 1Q'16 wyniósł ok +24 mln PLN (w 4Q'15 było to +20,5 mln PLN; w 3Q'15 efekt wyniósł prawie +21,4 mln PLN).

Historyczny wpływ aktualizacji wyceny pakietów na wynik w RZIS

	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16
(A=B+C) Aktualizacja wyceny pakietów wierzytelności	-6,01	-15,12	5,74	12,42	-13,24	2,62	2,10	8,85	21,38	20,50	23,94
(B) Aktualizacja wyceny pakietów wycenianych met wart godziwej	-6,01	-15,12	5,74	12,42	-13,24	22,77	-1,11	31,52	38,02	28,98	32,51
weryfikacja prognozy wpływów	-5,64	-18,31	6,11	1,01	-21,83	24,63	-1,98	36,51	32,02	28,80	31,26
zmiana wynikająca ze zmiany st dyskontowej	-0,37	3,19	-0,37	11,41	8,59	-1,87	0,87	-4,99	4,91	0,28	0,66
(C) Aktualizacja wyceny pakietów wycenianych met zamort. kosztu						-20,14	3,22	-22,67	-16,64	-8,48	-8,58
weryfikacja prognozy wpływów						-20,14	3,22	-22,67	-17,32	-8,47	-8,71
zmiana wynikająca ze zmiany st dyskontowej						0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

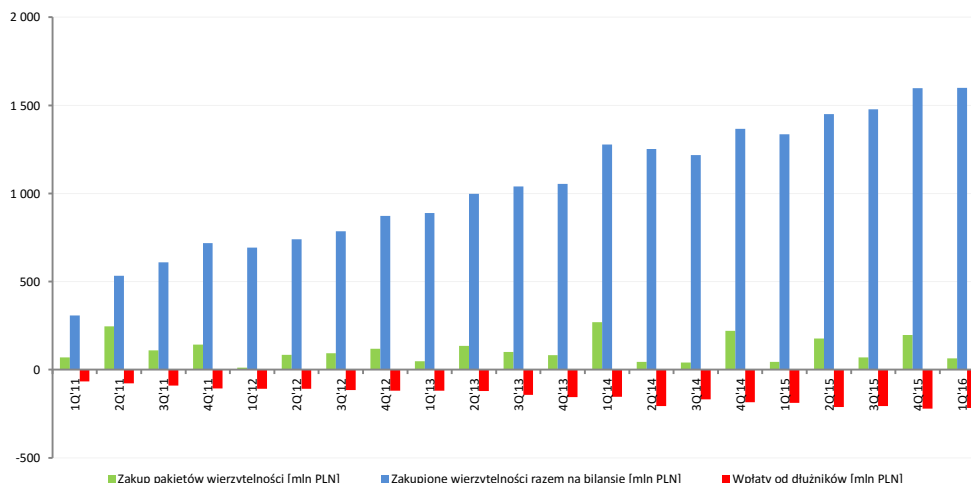
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



Wartość nabytych pakietów wierzytelności na bilansie Kruka systematycznie rośnie.

Na koniec 1Q'16 wartość bilansowa wszystkich pakietów wynosiła 1.59 mld PLN i była wyższa o prawie 264 mln PLN względem końca 1Q'15 i porównywalna względem 4Q'15.

W okresie 2Q'15-1Q'16 spółka nabyła nowe pakiety wierzytelności za kwotę ponad 508 mln PLN, a wartość wpłat od dłużników przekroczyła 855 mln PLN.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody z obsługi portfeli nabytych w 1Q'16 wyniosły 148 mln PLN, co oznacza wzrost o 22% r/r. Przychody odsetkowe skorygowane o wpłaty rzeczywiste wzrosły o 3,8% r/r do 123,8 mln PLN (w całym 2015 roku był to poziom ok. 510.6 mln PLN, czyli wzrost o ok. 12.6% r/r). Jak już wspominaliśmy, w 1Q'16 pozytywny wpływ na raportowane dane przychodowe segmentu miała aktualizacja wyceny pakietów w kwocie prawie 24 mln PLN (w całym 2015 roku dodatni efekt aktualizacji wyniósł ok. 52.8 mln PLN, podczas gdy w 2014 roku był to wpływ rzędu 7.5 mln PLN). W 1Q'16 w segmencie inkaso przychody z tytułu windykacji pakietów zleconych wyniosły 8 mln PLN i był to wzrost o 5% r/r. Na pozostałych liniach biznesowych spółka wypracowała przychody na pułapie 4.7 mln PLN, co oznacza wzrost o 11% r/r.

Marża pośrednia Kruka w 1Q'16 wyniosła 96,3 mln PLN i był to kolejny z rzędu silny odczyt. Na dynamiczny wzrost marży wpłynął wynik zrealizowany na portfelach nabytych. Mniejsza dynamika przyrostu marży wystąpiła na pozostałych liniach biznesowych (inkaso; pożyczki Novum oraz ERIF BIG).

Na poziomie EBITDA spółka w 1Q'16 wykazała 73,5 mln PLN, co oznacza wzrost o 15% r/r. Z kolei EBITDA gotówkowa w omawianym okresie wzrosła o 10% r/r do 142,4 mln PLN. Zysk netto Kruka wyniósł 60,9 mln PLN, w porównaniu z 50,6 mln PLN rok wcześniej.

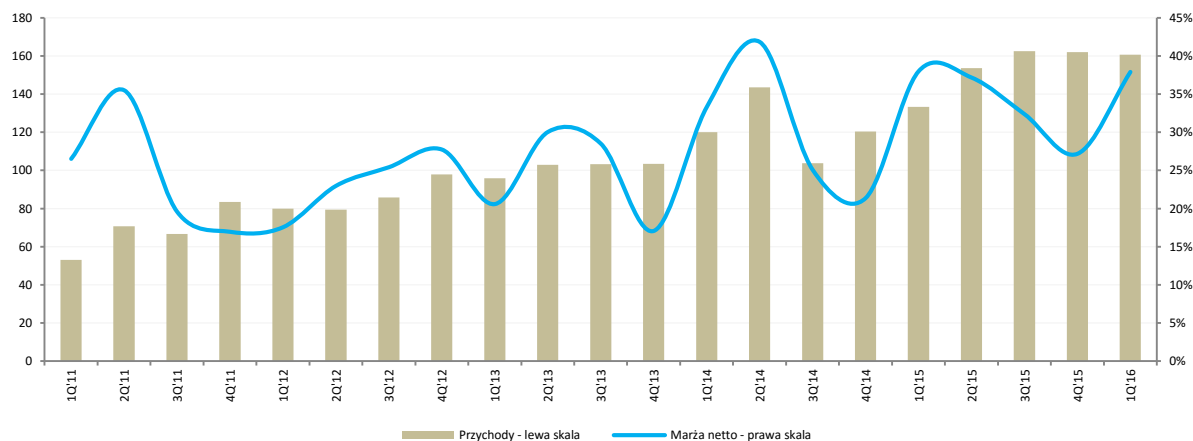
Inwestycje w nowe pakiety wierzytelności w samym 1Q'16 wyniosły 64,1 mln PLN (nakłady nie obejmują umowy inwestycyjnej zakupu portfela PRESCO; płatność po zakończeniu 1Q'16 za 194 mln PLN). W okresie ostatnich czterech kwartałów Kruk zakupił nowe portfele za ponad 508 mln PLN, czyli o 45% więcej r/r. Poziom spłat od dłużników w 1Q'16 był na poziomie prawie 217 mln PLN (tylko niewiele mniej niż w rekordowym 4Q'15). Narastająco za 2Q'15-1Q'16 spłaty od osób zadłużonych przekroczyły 855 mln PLN i były wyższe o 15% r/r.

Wyniki skonsolidowane za 1Q'16 [mln PLN]

	1Q'15	1Q'16	zmiana r/r	2Q'14- 1Q'15	2Q'15- 1Q'16	zmiana r/r
Przychody ogółem	133,2	160,7	21%	501,0	638,7	27%
nabyte pakiety wierzytelności	121,4	148,0	22%	454,6	590,2	30%
usługi windykacyjne	7,6	8,0	5%	31,3	30,2	-4%
pozostałe produkty	4,2	4,7	11%	15,1	18,2	21%
Marża pośrednia	83,4	96,3	16%	307,9	370,9	20%
nabyte pakiety wierzytelności	78,6	91,4	16%	289,0	351,4	22%
usługi windykacyjne	2,5	2,6	6%	12,0	9,4	-22%
pozostałe produkty	2,3	2,3	1%	6,9	10,1	48%
EBITDA gotówkowa	129,5	142,4	10%	519,7	536,9	3%
EBITDA	63,6	73,5	15%	229,0	271,8	19%
EBIT	60,7	70,2	16%	217,4	260,9	20%
Saldo finansowe	-10,8	-10,2	-6%	-53,7	-41,0	-24%
Wynik netto	50,6	60,9	20%	162,4	214,6	32%
Przychody z nabytych pakietów wierzytelności	121,4	148,0	22%	454,6	590,2	30%
przych. odsetkowe skor o wpłaty rzeczywiste	119,3	123,8	4%	469,6	515,2	10%
aktualizacja wyceny pakietów wierz.	2,1	23,9	1038%	3,9	74,7	1811%
weryfikacja prognozy wpływów	1,2	22,6	1720%	-15,1	71,4	---
zmiana wynikająca ze st. dysk.	0,9	0,7	-24%	19,0	0,9	---
sprzedaż wierzytelności	0,0	0,1	---	-18,8	0,2	---
Nakłady na portfele	44,9	64,1	43%	350,8	508,4	45%
Spłaty brutto portfeli	187,2	216,9	16%	745,3	855,3	15%
Nabyte wierzytelności w bilansie eop	1 335,9	1 599,8	20%	1 335,9	1 599,8	20%
CF netto	-32,4	-71,7	---	-31,0	30,9	---
ROE	25,5%	25,1%		25,5%	25,1%	
Dług netto	728,2	782,8		728,2	782,8	
Dług netto / portfel wierzytelności	53,8%	48,2%		54%	48%	

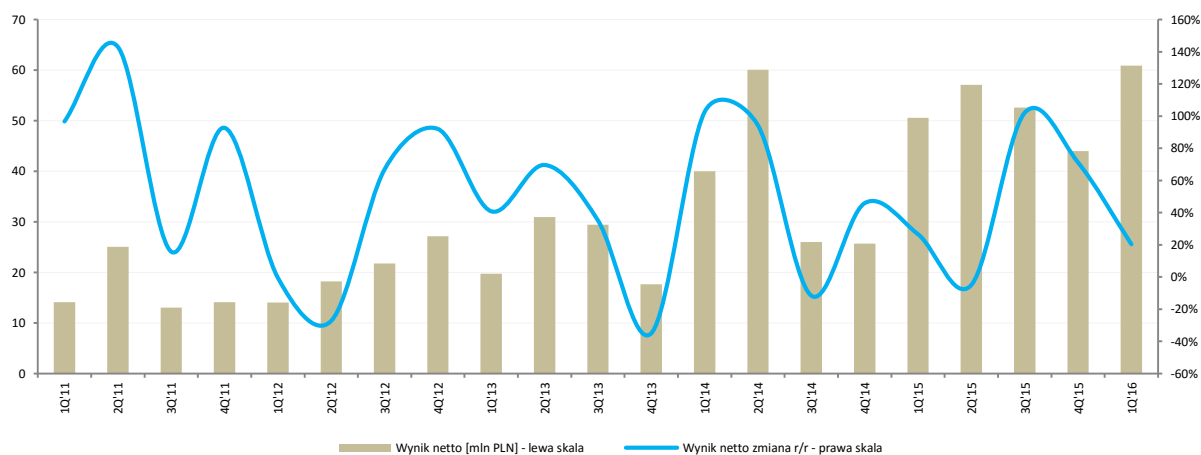
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody spółki oraz marża netto w ujęciu kwartalnym



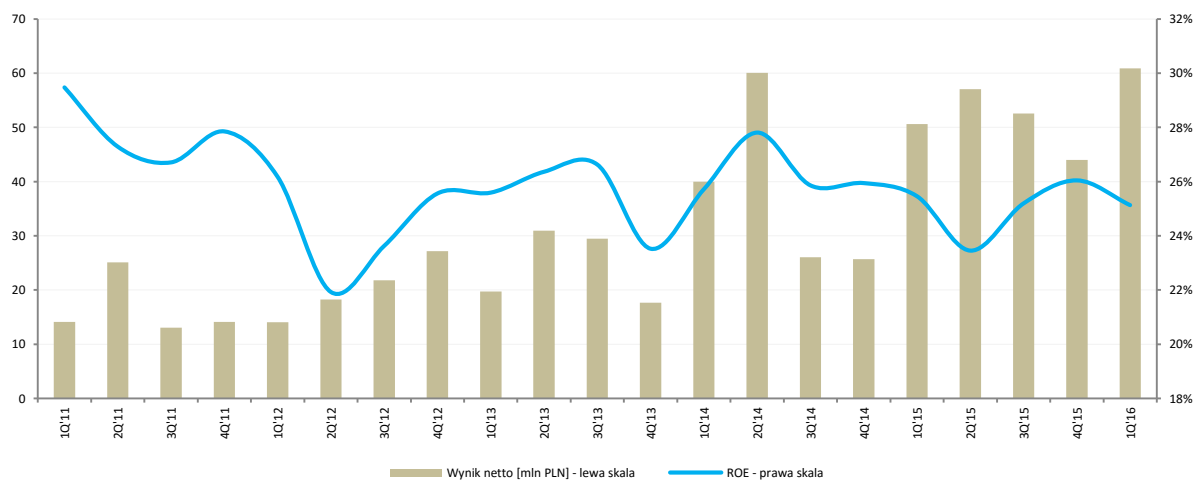
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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

SZCZEGÓŁOWA PROGNOZA NA 2016 ROK I KOLEJNE OKRESY

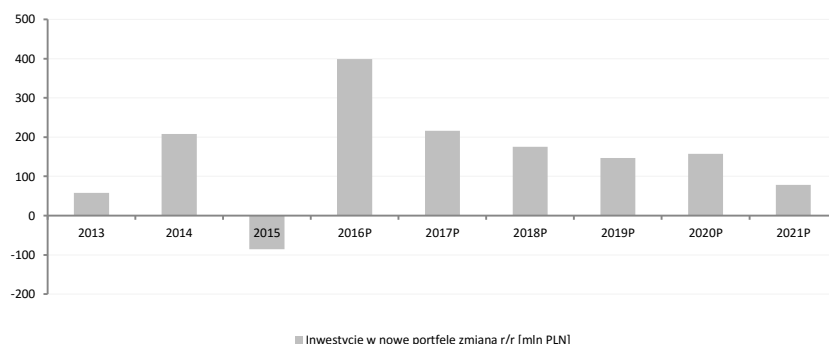
Spółka coraz większy akcent kładzie na ekspansję zagraniczną. W 2015 roku Kruk zakupił pierwsze pakiety wierzytelności w Niemczech i we Włoszech. W grudniu '15 spółka zakomunikowała, że wygrała przetarg na zakup portfela wierzytelności od włoskiego banku UBI (Unione di Banche Italiane). Wartość nominalna nabytego portfela wyniosła 83 mln EUR, czyli około 357 mln PLN. W kwietniu 2016 roku Kruk zakomunikował, że wygrał przetarg na zakup portfela wierzytelności w Hiszpanii (od BIGBANK Consumer Finance). Wartość nominalna tego portfela wierzytelności wyniosła ok. 3 mln EUR (12,9 mln PLN). Oczekujemy, że wspomniane rynki zagraniczne będą miały kluczowe znaczenie w dalszej ekspansji w najbliższych 2-3 latach.

Dodatkowo zwracamy uwagę, że spółka w maju br. pochwaliła się, że w konsorcjum z podmiotem IFC (zależnym od grupy Banku Światowego) zawarła umowę zakupu portfela o wartości nominalnej 597 mln EUR (2,6 mld). Nie podano dokładnie jaki jest udział Kruka w tym projekcie, ale na podstawie średnich cen transakcyjnych i podanej wartości inwestycji przypadającej na spółkę w ten projekt (dokładnie 46 mln EUR czyli ok. 203 mln PLN), szacujemy że spółka przejmie większość tego pakietu. Oceniamy, że jest to bardzo ważna umowa dla Kruka zarówno jeśli chodzi o samą skalę przedsięwzięcia jak i budowę relacji z dużymi instytucjami międzynarodowymi.

Wreszcie należy mieć na uwadze domknięcie transakcji nabycia portfela PRESCO. Spółka podała, że cena zakupu wyniosła 193,7 mln PLN. Kwota ta została pomniejszona o 3,58 mln PLN (z tytułu dywidendy dla sprzedającego). Pozostała część płatności została pomniejszona o zaliczkę w wysokości 15 mln PLN, zapłaconą przez Kruka na początku stycznia '16 oraz o kwoty odroczone w wysokości 31,4 mln PLN na lata 2017–2022, w celu zabezpieczenia realizacji postanowień umowy.

Uwzględniając podpisane już umowy na zakup nowych portfeli w 2016 roku oraz dostrzegając wzmożoną aktywność spółki w kolejnych procesach akwizycyjnych, zakładamy że w całym 2016 roku wartość inwestycji na nowe pakiety osiągnie pułap 888 mln PLN. Byłby to zatem wzrost o 399 mln PLN względem 2015 roku. Z wypowiedzi władz spółki po konferencji za 1Q'16 można było wywnioskować, że ambitnym celem grupy jest skala akwizycji nowych portfeli na pułapie nawet 1 mld PLN w 2016 roku. Na rok 2017 przyjęliśmy wzrost poziomu inwestycji w nowe portfele do ponad 1,1 mld PLN (m.in. efekt dynamicznej ekspansji na rynku włoskim, niemieckim czy hiszpańskim). Zatem oceniamy, że spółka w 2016 i 2017 roku w istotny sposób zmieni strukturę portfela na bilansie, co będzie miało fundamentalne znaczenie dla budowy przyszłych wyników grupy. Oceniamy, że spółka jest dobrze przygotowana do udziału w kolejnych przetargach (ciągle względnie niski pułap zadłużenia; wskaźnik dług netto/kapitały własne na koniec 1Q'16 wynosił ok. 0,9x a na koniec 2016 roku zgodnie z naszymi symulacjami może wynieść 1,21x). Na koniec 1Q'16 spółka miała 600 mln PLN limitu kredytowego w bankach (i 12% wykorzystania). Dodatkowo Kruk prowadzi programy emisji obligacji, co istotnie zwiększa możliwości pozyskiwania kapitału (saldo obligacji do wykupu na koniec 1Q'16 wynosiło 823 mln PLN).

Zakładany przyrost w ujęciu r/r zakupów nowych portfeli

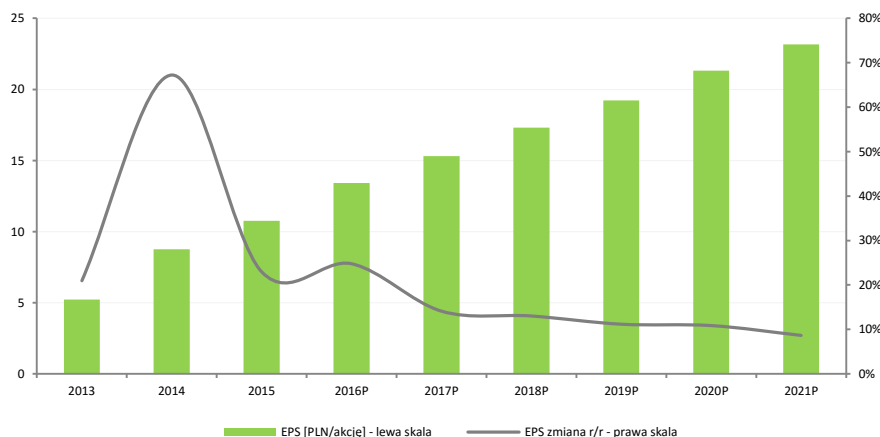


W 2016 roku oczekujemy skokowego wzrostu skali inwestycji w nowe portfele wierzytelności.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wpłaty od osób zadłużonych systematycznie rosną i przez kilka ostatnich okresów utrzymują się powyżej progu 200 mln PLN kwartalnie. W 1Q'16 spłaty do Kruka wyniosły prawie 217 mln PLN. Zwracamy uwagę, że spółka przedstawia optymistyczne sygnały dotyczące planowanych wpłat w najbliższych okresach (widać m.in. efekt aktualizacji w RZiS). W modelu przyjęliśmy, że w 2016 roku łączne uzyskane wpłaty od dłużników wyniosą 1 mld PLN. W szczególności liczymy na przyspieszenie dynamiki spłat w 2H'16 z akcentem na 2017 rok, kiedy to oczekiwany poziom spłat wynosi ponad 1,24 mld PLN (m.in. efekt PRESCO oraz nowych rynków zagranicznych).

Oczekiwany przyrost EPS w kolejnych latach



Zakładamy, że w 2016 roku EPS wzrośnie o 25% r/r (będzie to więcej niż w 2015 roku).

Źródło: DM Maklerski BDM S.A.

Poziom rzeczywistych wpłat od dłużników na tle oczekiwań spółki [dane zgromadzone z raportów spółki do 4Q'15]

	2011	2012	2013	2014	2015
Zakładany harmonogram spłat w okresie* [mln PLN]	414	483	536	605	736
Rzeczywiste wpłaty w okresie [mln PLN]	341	451	538	712	826
Rzeczywiste wpłaty / oczekiwania	82%	93%	100%	118%	112%

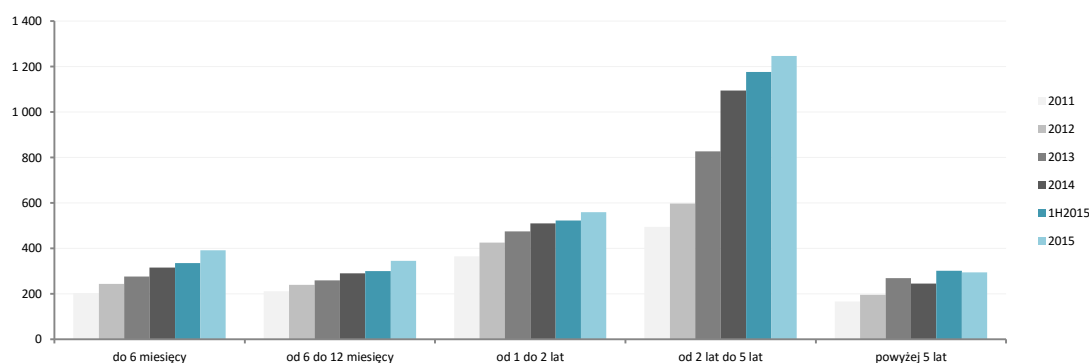
* oczekiwania przedstawione przez spółkę na koniec poprzedniego okresu

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

W prezentacji za 1Q'16 spółka podała, że planowane spłaty z dotychczasowych portfeli w latach 2016-2026 to kwota ok. 2,8 mld PLN (stan z końca 2015 roku).

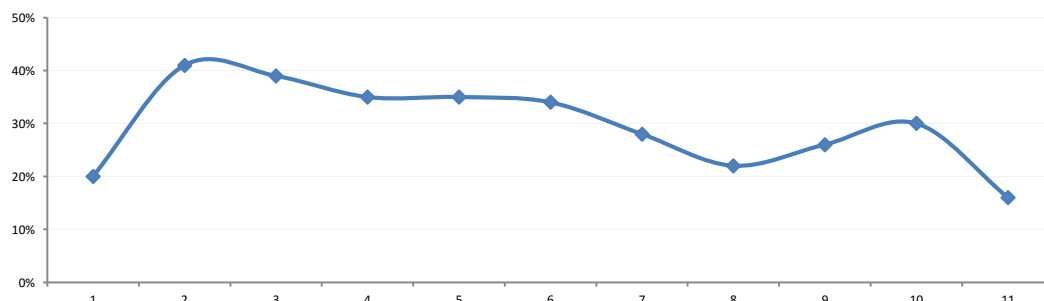
Oczekiwane spłaty w latach 2016-2026 do wartości bilansowej (oczekiwane spłaty w ciągu 10 lat z (posiadanego na koniec grudnia 2015 roku portfela do wartości bilansowej) mają wynieść 175%.

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Średnia ważona krzywa spłat dla portfeli nabytych w latach 2005-2015



Źródło: spółka

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 2016 roku osiągnie próg 250 mln PLN. Na lata 2017-2019 (jak już wspominaliśmy) staramy się odzwierciedlić zapowiadane przez władze spółki efekty ekspansji na trzech nowych rynkach (Niemcy, Włochy, Hiszpania). Jednocześnie w modelu przyjęliśmy niższe niż poprzednio stawki podatku na najbliższe lata (podczas konferencji wynikowej władze spółki oszacowały stawkę podatkową na lata 2017-2048 w przedziale 8-10%).

Szczegółowe założenia do modelu na lata 2016-2018

	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	162,0	160,7	185,8	192,0	205,2	487,9	611,2	743,7	891,9	1 043
nabyte pakiety wierzytelności	92,5	108,7	121,4	141,7	150,9	149,6	148,0	172,9	179,5	191,5	442,4	563,6	692,0	829,9	968,3
usługi windykacyjne	7,6	7,8	7,6	7,4	7,1	7,7	8,0	7,7	7,4	8,1	31,7	29,8	31,2	34,3	37,7
pozostałe produkty	3,7	3,9	4,2	4,5	4,4	4,6	4,7	5,1	5,1	5,6	13,8	17,8	20,5	27,7	37,4
Marża pośrednia	58,1	68,1	83,4	93,2	90,5	90,8	96,3	112,0	115,0	121,5	293,9	357,9	444,7	528,9	617,0
nabyte pakiety wierzytelności	53,5	63,1	78,6	88,3	86,0	85,7	91,4	106,9	110,0	115,9	275,9	338,6	424,1	503,7	585,8
usługi windykacyjne	2,9	3,1	2,5	2,5	1,9	2,4	2,6	2,6	2,4	2,7	12,4	9,2	10,3	11,3	12,4
pozostałe produkty	1,6	1,9	2,3	2,4	2,6	2,8	2,3	2,6	2,6	2,9	5,7	10,1	10,3	13,8	18,7
EBITDA gotówkowa	115,8	119,9	129,5	138,2	123,8	132,4	142,4	140,7	179,0	180,5	489,0	523,9	642,6	815,2	947,4
EBITDA	40,4	45,0	63,6	68,5	68,7	61,1	73,5	84,0	89,4	86,8	219,5	261,9	333,7	400,3	472,9
EBIT	37,5	42,1	60,7	65,4	65,5	59,8	70,2	80,7	86,1	83,4	208,2	251,4	320,4	386,8	459,2
Saldo finansowe	-12,5	-13,7	-10,8	-9,4	-11,6	-9,8	-10,2	-12,8	-14,9	-16,2	-55,3	-41,6	-54,0	-75,1	-101,1
Wynik netto	26,0	25,7	50,6	57,1	52,6	44,0	60,9	63,8	65,5	59,8	151,8	204,3	250,0	285,2	322,3
Nakłady na portfele [mln PLN]	41	220	45	177	70	197	64	375	190	259	575	489	888	1 104	1 280
Splaty brutto portfeli [mln PLN]	168	184	187	211	206	221	217	230	269	285	712	826	1 001	1 245	1 443
Nabyte wierzytelności eop [mln PLN]	1 218	1 367	1 336	1 450	1 478	1 598	1 600	1 918	2 019	2 184	1 367	1 598	2 184	2 873	3 679
CF netto [mln PLN]	-19	20	-32	34	-20	89	-72	-34	27	-6	35	70	-85	38	-9
EBITDA gotówkowa zmiana r/r	21%	20%	31%	-11%	7%	10%	10%	2%	45%	36%	42%	7%	23%	27%	16%
EBITDA zmiana r/r	-9%	21%	18%	-14%	70%	36%	15%	23%	30%	42%	35%	19%	27%	20%	18%
Wynik netto zmiana r/r	-12%	46%	27%	-5%	102%	71%	20%	12%	25%	36%	55%	35%	22%	14%	13%
EBITDA gotówkowa / splaty	0,69	0,65	0,69	0,65	0,60	0,60	0,66	0,61	0,67	0,63	0,69	0,63	0,64	0,65	0,66
ROE	25,9%	25,9%	25,5%	23,5%	25,2%	26,0%	25,1%	24,1%	24,8%	24,9%	25,9%	26,0%	24,9%	23,1%	21,7%
Dług netto [mln PLN]	677	768	728	786	765	794	783	1 039	1 112	1 218	768	794	1 218	1 680	2 239
Dług netto / portfel wierzytelności	55%	56%	54%	54%	51%	49%	48%	54%	54%	55%	56%	49%	55%	58%	60%

Źródło: DM Maklerski BDM S.A., spółka

Macierz rozwoju grupy

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

* - rynek niemiecki, włoski i hiszpański odpowiada w naszych prognozach za wysoką dynamikę wzrostu skali działania w okresie 2017-2019 (w okresie najbliższych 2 lat nie oczekujemy dodatniego wyniku wypracowanego na tych dwóch rynkach lokalnych)

Źródło: spółka

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 obecna kapitalizacja już w pewnym stopniu zaawansowania uwzględnia szybką ekspansję grupy na nowych rynkach europejskich (Niemcy, Włochy czy Hiszpania). Inwestorzy powinni mieć świadomość, że potencjał rynku polskiego i rumuńskiego nie pozwala już na realizację przyjętych przez nas prognoz wzrostu EPS. W scenariuszu, gdy przyszłe rezultaty z nowych rynków okażą się niższe niż zakładamy, należy liczyć się z rozczarowaniem rynku (dotychczas niemal od debiutu na GPW, spółka systematycznie poprawia rezultaty).

Optymalizacja podatkowa, w naszym odczuciu, jest jednym z filarów sukcesu jaki spółka osiągnęła na przestrzeni ostatnich lat. Władze spółki oszacowały średni efektywny podatek na lata 2017-2018 na poziomie 8-10%. Należy mieć świadomość, że w przyszłości 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).

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. Dynamika wzrostu kursu 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 na rok 2017) może wpłynąć na ochłodzenie sentymentu inwestycyjnego.

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

RZIS	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Przychody	405,6	487,9	611,2	743,7	891,9	1 043,4	1 232,3	1 445,3	1 654,8	1 838,8	2 010,0	2 164,1
nabyte pakiety wierzytelności	355,7	442,4	563,6	692,0	829,9	968,3	1 144,1	1 346,3	1 546,2	1 722,6	1 887,5	2 036,8
usługi windykacyjne	39,9	31,7	29,8	31,2	34,3	37,7	39,6	40,6	41,5	42,3	43,2	44,1
pozostałe produkty	9,9	13,8	17,8	20,5	27,7	37,4	48,6	58,3	67,1	73,8	79,3	83,3
Koszty bezpośrednio i pośrednio	182,8	194,0	253,3	298,9	363,0	426,4	505,6	600,5	690,9	772,8	850,4	919,7
nabyte pakiety wierzytelności	153,4	166,5	225,0	267,8	326,1	382,5	454,8	541,2	626,2	702,0	773,9	840,2
usługi windykacyjne	21,2	19,4	20,6	20,9	23,0	25,3	26,5	27,2	27,8	28,4	28,9	29,5
pozostałe produkty	8,1	8,1	7,7	10,2	13,8	18,7	24,3	32,1	36,9	42,4	47,6	50,0
Marża pośrednia	222,9	293,9	357,9	444,7	528,9	617,0	726,7	844,8	963,9	1 066,0	1 159,6	1 244,5
nabyte pakiety wierzytelności	202,3	275,9	338,6	424,1	503,7	585,8	689,3	805,1	920,0	1 020,7	1 113,6	1 196,6
usługi windykacyjne	18,7	12,4	9,2	10,3	11,3	12,4	13,1	13,4	13,7	14,0	14,3	14,5
pozostałe produkty	1,8	5,7	10,1	10,3	13,8	18,7	24,3	26,2	30,2	31,4	31,7	33,3
Koszty ogólne	60,4	72,4	94,4	110,9	128,6	144,1	161,4	190,8	220,9	248,2	271,3	292,2
Amortyzacja	9,3	11,4	10,5	13,3	13,5	13,7	13,9	14,1	14,3	14,5	14,7	14,9
Saldo PPO/PKO	-0,1	-2,0	-1,6	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA gotówkowa	344,3	489,0	523,9	642,6	815,2	947,4	1 114,5	1 286,8	1 454,2	1 610,2	1 756,5	1 889,2
EBITDA	162,3	219,5	261,9	333,7	400,3	472,9	565,4	654,0	743,0	817,8	888,2	952,3
EBIT	152,9	208,2	251,4	320,4	386,8	459,2	551,5	639,9	728,7	803,3	873,5	937,4
Saldo finansowe	-54,5	-55,3	-41,6	-54,0	-75,1	-101,1	-130,0	-161,5	-196,2	-232,8	-268,9	-304,2
Wynik brutto	98,5	152,8	209,8	266,4	311,7	358,1	421,5	478,4	532,5	570,4	604,6	633,2
Podatek	0,7	1,0	5,5	16,4	26,5	35,8	63,2	81,3	101,2	108,4	114,9	120,3
Wynik netto	97,8	151,8	204,3	250,0	285,2	322,3	358,2	397,1	431,3	462,0	489,8	512,9
Wskaźniki / założenia	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Cena akcji [PLN]	192,0	192,0	192,0	192,0	192,0	192,0	192,0	192,0	192,0	192,0	192,0	192,0
Mkt Cap [mln PLN]	3413,2	3413,2	3576,0	3576,0	3576,0	3576,0	3576,0	3576,0	3576,0	3576,0	3576,0	3576,0
Liczba akcji [mln szt.]	17,8	17,8	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	13,4	15,3	17,3	19,2	21,3	23,2	24,8	26,3	27,5
ROE	23,5%	25,9%	26,0%	24,9%	23,1%	21,7%	20,5%	19,5%	19,2%	19,1%	19,1%	19,1%
ROA	8,4%	10,0%	11,1%	10,6%	9,3%	8,3%	7,6%	7,0%	6,5%	6,1%	5,8%	5,6%
P/E	36,7	21,9	17,8	14,3	12,5	11,1	10,0	9,0	8,3	7,7	7,3	7,0
P/BV	8,2	5,8	4,6	3,6	2,9	2,4	2,0	1,8	1,6	1,5	1,4	1,3
EV/EBITDA	25,1	19,0	16,7	14,4	13,1	12,3	11,4	10,9	10,6	10,4	10,4	10,5
EV/EBITDA gotówkowa	11,8	8,6	8,3	7,5	6,4	6,1	5,8	5,5	5,4	5,3	5,3	5,3
C/I	62%	57%	59%	57%	57%	56%	55%	56%	56%	56%	57%	57%
EV [mln PLN]	4065,4	4181,3	4 370,3	4 794,0	5 256,2	5 815,0	6 428,9	7 096,5	7 841,5	8 543,5	9 265,4	9 986,8
Dług netto [mln PLN]	652,2	768,1	794,3	1 218,0	1 680,2	2 239,0	2 852,9	3 520,5	4 265,4	4 967,5	5 689,4	6 410,8
Dług % [mln PLN]	687,5	838,6	935,0	1 273,9	1 773,9	2 323,9	2 923,9	3 573,9	4 298,9	5 048,9	5 748,9	6 448,9
Portfel wierzytelności [mln PLN]	1063,8	1380,2	1 620,6	2 206,4	2 895,9	3 701,4	4 579,4	5 531,3	6 483,0	7 358,0	8 225,4	9 067,7
EV-Portfel wierzytelności [mln PLN]	3001,6	2801,1	2 749,7	2 587,6	2 360,3	2 113,5	1 849,5	1 565,2	1 358,5	1 185,5	1 040,0	919,0
Dług netto / portfel wierzytelności	0,61x	0,56x	0,49x	0,55x	0,58x	0,60x	0,62x	0,64x	0,66x	0,68x	0,69x	0,71x
Dług netto / kapitał własny eop	1,57x	1,31x	1,01x	1,21x	1,36x	1,51x	1,63x	1,73x	1,90x	2,06x	2,22x	2,39x
Dług netto / EBITDA gotówkowa	1,89x	1,57x	1,52x	1,90x	2,06x	2,36x	2,56x	2,74x	2,93x	3,09x	3,24x	3,39x
Wpłaty od dłużników / przychody	1,51x	1,61x	1,46x	1,45x	1,50x	1,49x	1,48x	1,47x	1,46x	1,46x	1,46x	1,46x
EBITDA gotówkowa / wpłaty	0,64x	0,69x	0,63x	0,64x	0,65x	0,66x	0,66x	0,65x	0,64x	0,64x	0,64x	0,64x
Przychody / wartość godziwa portfeli	0,34x	0,32x	0,35x	0,32x	0,38x	0,34x	0,31x	0,30x	0,28x	0,27x	0,26x	0,25x
Przychody zmiana r/r	17,4%	24,4%	27,4%	22,8%	19,9%	16,7%	18,2%	17,7%	14,8%	11,4%	9,6%	7,9%
EBITDA gotówkowa zmiana r/r	17,8%	42,0%	7,1%	22,7%	26,9%	16,2%	17,6%	15,5%	13,0%	10,7%	9,1%	7,6%
EBITDA zmiana r/r	12,7%	35,3%	19,3%	27,4%	20,0%	18,1%	19,6%	15,7%	13,6%	10,1%	8,6%	7,2%
Wynik netto zmiana r/r	20,4%	55,3%	34,6%	22,4%	14,1%	13,0%	11,1%	10,8%	8,6%	7,1%	6,0%	4,7%
DPS [PLN]	0,0	0,0	1,5	2,0	3,0	4,0	5,0	6,0	12,0	15,5	18,5	21,0
Stopa dywidendy	0%	0%	17%	19%	22%	26%	29%	31%	56%	67%	75%	80%
Div Yield	0%	0%	1%	1%	2%	2%	3%	3%	6%	8%	10%	11%

Bilans	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Środki pieniężne	35,3	70,5	140,7	55,9	93,7	84,9	71,0	53,4	33,4	81,4	59,5	38,1
Należności z tyt dostaw i usług	9,0	10,9	8,4	27,4	27,6	27,8	28,0	28,2	28,5	28,7	28,9	29,1
Inwestycje	1 063,8	1 380,2	1 620,6	2 206,4	2 895,9	3 701,4	4 579,4	5 531,3	6 483,0	7 358,0	8 225,4	9 067,7
Pozostałe należności	17,8	16,5	26,7	16,8	16,8	16,8	16,8	16,8	16,8	16,8	16,8	16,8
Zapasy	0,5	0,5	0,6	0,6	0,7	0,7	0,8	0,8	0,9	1,0	1,0	1,1
RZAT	20,1	20,3	20,0	19,1	21,1	22,1	23,1	24,1	25,1	25,1	25,1	25,1
Inne wartości niematerialne	10,4	11,0	11,8	12,9	12,9	12,9	12,9	12,9	12,9	12,9	12,9	12,9
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	2,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8
Pozostałe aktywa	2,5	2,1	3,5	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9
Aktywa RAZEM	1 162,8	1 516,6	1 836,1	2 347,7	3 077,3	3 875,3	4 740,6	5 676,1	6 609,2	7 532,4	8 378,2	9 199,4
Zobowiązania razem	747,3	931,6	1 051,8	1 342,1	1 842,3	2 392,5	2 992,7	3 642,9	4 368,2	5 118,4	5 818,6	6 518,8
Zobowiązania %	687,5	838,6	935,0	1 273,9	1 773,9	2 323,9	2 923,9	3 573,9	4 298,9	5 048,9	5 748,9	6 448,9
Pozostałe zobowiązania i rezerwy	59,8	92,9	116,8	68,2	68,4	68,6	68,8	69,1	69,3	69,5	69,7	69,9
Kapitał własny ogółem	415,6	585,1	784,3	1 005,6	1 234,9	1 482,8	1 747,9	2 033,2	2 241,0	2 414,1	2 559,6	2 680,6
Pasywa RAZEM	1 162,8	1 516,6	1 836,1	2 347,7	3 077,3	3 875,3	4 740,6	5 676,1	6 609,2	7 532,4	8 378,2	9 199,4
CF	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
CF operacyjny	-37,2	-61,7	41,1	-320,1	-316,1	-368,9	-376,4	-379,8	-310,6	-166,4	-94,8	-11,2
Wynik netto	97,8	151,8	204,3	250,0	285,2	322,3	358,2	397,1	431,3	462,0	489,8	512,9
Korekty	-134,9	-213,5	-163,2	-570,1	-601,3	-691,2	-734,6	-776,9	-741,9	-628,4	-584,6	-524,1
CF inwestycyjny	-7,5	-7,8	-7,8	-13,1	-15,1	-14,3	-14,4	-14,5	-14,7	-13,8	-14,0	-14,1
CF finansowy	37,2	104,8	36,9	248,3	369,1	374,4	376,8	376,7	305,3	228,2	86,9	4,0
Wypłata dywidendy	-0,2	-0,1	-26,0	-37,3	-55,9	-74,5	-93,1	-111,8	-223,5	-289,0	-344,2	-391,8
Inne (zaciągnięcie, obsługa długu)	37,4	104,9	62,9	285,6	424,9	448,9	470,0	488,5	528,8	517,2	431,1	395,8
Przepływy pieniężne netto	-7,5	35,3	70,2	-84,9	37,9	-8,8	-13,9	-17,6	-19,9	48,0	-21,9	-21,4
Środki pieniężne sop	42,7	35,3	70,5	140,7	55,9	93,7	84,9	71,0	53,4	33,4	81,4	59,5
Środki pieniężne eop	35,3	70,5	140,7	55,9	93,7	84,9	71,0	53,4	33,4	81,4	59,5	38,1

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 stała

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

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

Adrian Górniak
tel. (032) 20-81-438
e-mail: adrian.gorniak@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
akumuluj	215,4	trzymaj	182,4	10.06.2016	192	45 475
trzymaj	182,4	---	---	26.11.2015	188	48 213

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 1Q'16:

Kupuj	5	31%
Akumuluj	7	44%
Trzymaj	2	13%
Redukuj	2	13%
Sprzedaj	0	0%

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

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową;
 Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową;
 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 docelową, która jest niższa od ceny rynkowej;
 Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.
 Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową 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.

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).

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 skierowany jest do wszystkich klientów, z którymi Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM) zawarł Umowę o świadczenie usług maklerskich na podstawie Regulaminu świadczenia usług maklerskich przez Dom Maklerski BDM S.A. lub Umowę o świadczenie usług maklerskich dla klientów, których rachunek papierów wartościowych prowadzony jest przez bank depozytariusz. 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.

Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

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 uwzględnić, 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 10.06.2016 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 14.06.2016 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 niniejszym 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 09.06.2016 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 subemisję 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 w zakresie bankowości inwestycyjnej.**
- **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 świadomy, 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.