



Dom Maklerski BDM S.A.

## KRUK

### RAPORT ANALITYCZNY

Utrzymujemy nasze poprzednie zalecenie Akumuluj i jednocześnie podnosimy cenę docelową do 320,1 PLN/akcję. Doceniamy ambitne cele jakie stawia sobie zarząd spółki i oceniamy, że przyszła realizacja celów strategii średnioterminowej będzie sprzyjała dalszej budowie wartości dla akcjonariuszy. Przypominamy, że podstawowy parametr strategii to wzrost eps o przynajmniej 15% rocznie (podczas konferencji wynikowej za 1Q'17 prezes Kruka zasygnalizował, że ten wskaźnik będzie chciał utrzymywać w dłuższym horyzoncie). Drugim założeniem jest ROE powyżej 20%. Wreszcie budujący jest fakt ogłoszenia ambitnej długoterminowej wizji przez prezesa Kruka, czyli budowa organizacji numer jeden na świecie pod względem wartości rynkowej (wśród podmiotów z branży).

Kruk podał mocne wyniki za 1Q'17. Na poziomie netto spółka pokazała ponad 80 mln PLN, a narastająco za 4 kwartały zysk netto wzrósł do prawie 268 mln PLN. Z kolei EBITDA gotówkowa w 1Q'17 była wyższa o 42% r/r. Narastająco za 4 ostatnie kwartały EBITDA gotówkowa wyniosła ponad 689 mln PLN, co oznacza wzrost o 28% r/r. Nakłady na nowe pakiety wierzytelności w 1Q'17 wzrosły do 213,5 mln PLN. Wpłaty od osób zadłużonych utrzymują się na wysokim poziomie (309 mln PLN, czyli średniomiesięcznie było to ponad 100 mln PLN).

Jesteśmy coraz bardziej optymistycznie nastawieni do ekspansji na rynku włoskim. Spółka już w 1Q'17 osiągnęła dodatni wynik operacyjny na tamtejszym rynku lokalnym, gdyby nie wpływ różnic kursowych. Liczymy, że w kolejnych kwartałach Kruk będzie wykazywał dalszy szybki postęp w budowie organizacji we Włoszech, co będzie widać zarówno na poziomie spłat jak i rentowności prowadzonego biznesu.

Dostrzegamy również wyraźne ożywienie w obszarze inkasa dzięki dokonaniom przejęciem w Hiszpanii i Włoszech. W 4Q'16 przychody z windykacji wyniosły 9 mln PLN, a w 1Q'17 wzrosły już do 16 mln PLN. Marża pośrednia na tej działalności wzrosła z 2,7 mln PLN w 4Q'16 do 5,6 mln PLN w 1Q'17. Liczymy, że kolejne kwartały przyniosą dalszy wzrost skali usług windykacji. Mamy nadzieję, że w przyszłych aktualizacjach będziemy mogli skorygować in plus bieżące projekcje dla tej linii biznesowej. Podczas ostatniej konferencji wynikowej władze spółki akcentowały różnicę w skali rynku inkasa w Polsce i na innych rynkach europejskich (spółkę interesują docelowo znaczące wartości w Niemczech, Hiszpanii czy we Włoszech).

Zwracamy też uwagę na zmieniającą się ekspozycję bilansu i rachunku wyników na wahania kursów walutowych (EUR, RON). W 1Q'17 spółka na saldzie finansowym rozpoznała stratę rzędu 20,3 mln PLN na wycenie wewnątrzgrupowych obligacji. Wpływ walut był też widoczny w aktualizacji portfeli. Zatem należy mieć świadomość, że w zależności od obowiązującej waluty funkcjonalnej Kruk w kolejnych kwartałach będzie wykazywał zmiany związane z zachowaniem walut na kapitałach lub wprost w rachunku wyników.

|                            | 2015  | 2016  | 2017P   | 2018P   | 2019P   | 2020P   |
|----------------------------|-------|-------|---------|---------|---------|---------|
| Przychody [mln PLN]        | 611,2 | 783,4 | 1 065,3 | 1 257,5 | 1 507,4 | 1 820,5 |
| EBITDA gotówkowa [mln PLN] | 523,9 | 630,0 | 828,2   | 955,9   | 1 134,6 | 1 343,6 |
| EBITDA [mln PLN]           | 261,9 | 362,6 | 463,0   | 540,7   | 647,7   | 764,1   |
| EBIT [mln PLN]             | 251,4 | 349,0 | 446,7   | 524,0   | 630,6   | 746,5   |
| Wynik netto [mln PLN]      | 204,3 | 248,7 | 313,9   | 368,6   | 429,2   | 495,9   |
| P/BV (x)                   | 6,9x  | 4,4x  | 3,7x    | 3,1x    | 2,6x    | 2,2x    |
| P/E (x)                    | 27,0x | 21,3x | 18,1x   | 15,1x   | 12,9x   | 11,2x   |
| DPS [PLN]                  | 1,5   | 2,0   | 2,0     | 4,0     | 5,0     | 6,0     |

## AKUMULUJ

(POPRZEDNIO: AKUMULUJ)

WYCENA 320,1 PLN

08 MAJ 2017, 15:35 CEST

|                               |       |
|-------------------------------|-------|
| Wycena końcowa [PLN]          | 320,1 |
| Potencjał do wzrostu / spadku | +10%  |

|                          |       |
|--------------------------|-------|
| Cena rynkowa [PLN]       | 290,0 |
| Kapitalizacja [mln PLN]  | 5 553 |
| Ilość akcji [mln. szt.]* | 19,15 |

\* - uwzględniamy realizację programów motywacyjnych

|                               |       |
|-------------------------------|-------|
| Cena maksymalna za 6 mc [PLN] | 305,2 |
| Cena minimalna za 6 mc [PLN]  | 212,7 |

|                      |     |
|----------------------|-----|
| Stopa zwrotu za 3 mc | 24% |
| Stopa zwrotu za 6 mc | 49% |
| Stopa zwrotu za 9 mc | 27% |

|              |        |
|--------------|--------|
| Akcjonariat* |        |
| Piotr Krupa  | 10,43% |
| Aviva OFE    | 10,63% |
| NN PTE       | 5,87%  |
| Generali OFE | 5,68%  |

\* - wg stanu na dzień publikacji raportu za 1Q'17

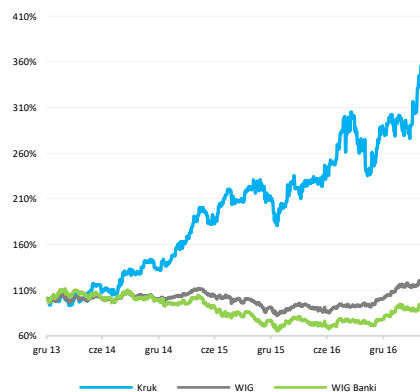
Maciej Bobrowski

bobrowski@bdm.pl

tel. (0-32) 208-14-12

Dom Maklerski BDM S.A.

ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice



## SPIS TREŚCI:

|                                                         |    |
|---------------------------------------------------------|----|
| WYCENA I PODSUMOWANIE .....                             | 3  |
| WYCENA DOCHODOWA (NA PODSTAWIE ZYSKU REZYDUALNEGO)..... | 4  |
| ANALIZA PORÓWNAWCZA .....                               | 5  |
| WYNIKI FINANSOWE ZA 1Q'17 .....                         | 7  |
| SZCZEGÓŁOWA PROGNOZA NA 2017 ROK I KOLEJNE OKRESY ..... | 10 |
| WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA .....                           | 13 |
| DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI.....                      | 14 |

## WYCENA I PODSUMOWANIE

Utrzymujemy nasze poprzednie zalecenie **Akumuluj** i jednocześnie **podnosimy cenę docelową do 320,1 PLN/akcję**. Doceniamy ambitne cele jakie stawia sobie zarząd spółki i oceniamy, że przyszła realizacja celów strategii średnioterminowej będzie sprzyjała dalszej budowie wartości dla akcjonariuszy. Przypominamy, że podstawowy parametr strategii to wzrost eps o przynajmniej 15% rocznie (podczas konferencji wynikowej za 1Q'17 prezes Kruka zasignalizował, że ten wskaźnik będzie chciał utrzymywać w dłuższym horyzoncie). Drugim założeniem jest ROE powyżej 20%. Wreszcie budujący jest fakt ogłoszenia ambitnej długoterminowej wizji przez prezesa Kruka, czyli budowa organizacji numer jeden na świecie pod względem wartości rynkowej (wśród podmiotów z branży).

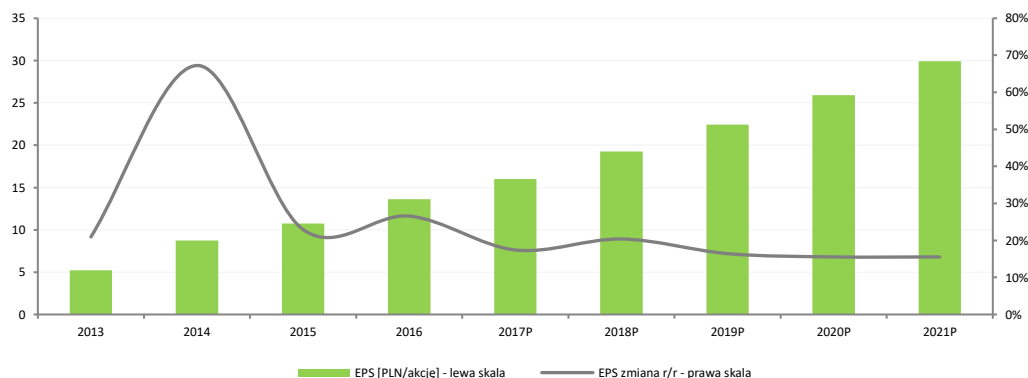
Jesteśmy coraz bardziej optymistycznie nastawieni do ekspansji na rynku włoskim. Spółka już w 1Q'17 osiągnęła dodatni wynik operacyjny na tamtejszym rynku lokalnym, gdyby nie wpływ różnic kursowych. Liczymy, że w kolejnych kwartałach Kruk będzie wykazywał dalszy szybki postęp w budowie organizacji we Włoszech, co będzie widać zarówno na poziomie spłat jak i rentowności prowadzonego biznesu. Ogółem założyliśmy, że Kruk w 2017 roku wypracuje wynik netto na poziomie prawie 314 mln PLN. W latach 2018-2019 prognozujemy wzrost zysku netto do ponad 368 mln PLN i 429 mln PLN. W porównaniu do poprzedniego raportu analitycznego z czerwca'16 (Akumuluj) podnieśliśmy nasze założenia dla oczekiwanego zysku netto na rok 2017 o 10% i o 14% na rok 2018.

### Podsumowanie wyceny

|                                 | waga | [PLN/akcję]  |
|---------------------------------|------|--------------|
| Wycena dochodowa                | 70%  | 341,1        |
| Wycena mnożnikowa               | 30%  | 271,0        |
| <b>Wycena końcowa [mln PLN]</b> |      | <b>320,1</b> |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

### Oczekiwany przyrost EPS w kolejnych latach



Zakładamy, że w 2017 roku EPS wzrośnie o 17% r/r. w 2018 roku dynamika przyrostu eps to 20% r/r.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

### Wartość EV (kapitalizacja skorygowana o dług netto) podzielona przez oczekiwane wpłaty od dłużników (w kolejnych 4 kwartałach)



Obecnie wartość EV Kruka to 5x 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 2017-2026. 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 (+2027) 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):

- Ogółem założyliśmy, że Kruk w 2017 roku wypracuje wynik netto na poziomie prawie 314 mln PLN. W latach 2018-2019 prognozujemy wzrost zysku netto do ponad 368 mln PLN i 429 mln PLN. W porównaniu do poprzedniego raportu analitycznego z czerwca'16 (Akumuluj) podnieśliśmy nasze założenia dla oczekiwanego zysku netto na rok 2017 o 10% i o 14% na rok 2018.
- Wzrost po okresie szczegółowej prognozy ustaliliśmy na poziomie 2,9%.
- Docelowy poziom dywidendy to 85% zysku netto.
- Przy obliczeniach ujmujemy liczbę akcji na poziomie 19,15 mln szt. (uwzględniamy zamianę warrantów na akcje z programów motywacyjnych).
- Wycena została sporządzona na dzień 01.06.2017 roku.

**Podsumowując, sporządzana przez nas analiza na podstawie zdyskontowanych zysków rezydualnych sugeruje wycenę na poziomie 341,1 PLN/akcję.**

### Wycena za pomocą zdyskontowanych zysków rezydualnych

|                                                      | 2017         | 2018  | 2019  | 2020  | 2021  | 2022  | 2023  | 2024  | 2025  | 2026  | >2026 |
|------------------------------------------------------|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Kapitał własny na koniec okresu                      | 1 513        | 1 805 | 2 139 | 2 520 | 2 939 | 3 296 | 3 605 | 3 858 | 4 040 | 4 180 |       |
| Wynik netto                                          | 314          | 369   | 429   | 496   | 573   | 643   | 695   | 739   | 774   | 798   |       |
| ROE (zysk netto/śr kapitał własny)                   | 22,8%        | 22,2% | 21,8% | 21,3% | 21,0% | 20,6% | 20,2% | 19,8% | 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                          | 13,8%        | 13,2% | 12,8% | 12,3% | 12,0% | 11,6% | 11,2% | 10,8% | 10,6% | 10,4% |       |
| Stopa dywidendy z zysku za dany rok                  | 15%          | 25%   | 26%   | 27%   | 31%   | 50%   | 60%   | 70%   | 80%   | 85%   | 85%   |
| Zysk rezydualny                                      | 190          | 219   | 252   | 286   | 327   | 362   | 385   | 404   | 418   | 428   | 440   |
| PV zysku rezydualnego                                | 181          | 191   | 201   | 210   | 220   | 224   | 218   | 210   | 199   | 187   |       |
| <b>Suma PV zysku rezydualnego za okres 2015-2024</b> | <b>2 041</b> |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Wartość rezydualna                                   | 7 436        |       |       | r =   | 2,9%  |       |       |       |       |       |       |
| <b>PV wartości rezydualnej</b>                       | <b>3 253</b> |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Wartość kapitałów własnych na początek 2016 roku     | 1 238        |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Wyplacona dywidenda w 2017 roku                      |              |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| <b>Wycena spółki [mln PLN]</b>                       | <b>6 532</b> |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Liczba akcji [mln szt.]                              | 19,15        |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| <b>Wycena 1 akcji [PLN]</b>                          | <b>341,1</b> |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 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                               | 26,2%        | 17,4% | 16,4% | 15,5% | 15,5% | 12,2% | 8,2%  | 6,3%  | 4,6%  | 3,1%  |       |
| Dług netto / Kapitał własny eop                      | 1,1x         | 1,3x  | 1,4x  | 1,5x  | 1,5x  | 1,5x  | 1,6x  | 1,6x  | 1,6x  | 1,7x  |       |
| Dług netto / EBITDA gotówkowa                        | 2,2x         | 2,3x  | 2,6x  | 2,8x  | 2,9x  | 2,8x  | 2,9x  | 2,9x  | 3,0x  | 3,0x  |       |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## ANALIZA MNOŻNIKOWA

Wycenę Kruka metodą wskaźnikową oparliśmy o mnożnik P/E. Za punkt odniesienia obraliśmy poziom 14,0x, czyli oszacowany przez nas akceptowalny przez inwestorów historyczny mnożnik P/E+1 rok licząc od początku 2016 roku do końca kwietnia'17. Takie podejście sugeruje wycenę spółki na poziomie 5,19 mld PLN, czyli 271 PLN/akcję.

Zwracamy uwagę, że Kruk jest notowany z premią do większości konkurentów z branży. Jednocześnie jednak zauważamy, że władze spółki zasygnalizowały, że dynamika eps na poziomie przynajmniej 15% r/r powinna być osiągalna w dłuższym horyzoncie czasowym. Portfele włoskie (spoglądając z perspektywy końca 1Q'17) powinny dalej budować optymizm i nastawienie na sukces ekspansji w tym kraju. Wreszcie akcentujemy cel długookresowy prezesa spółki, czyli stworzenie podmiotu numer jeden na świecie pod względem wartości rynkowej (Kruk jako jedyna na taką skalę polska firma z branży finansowej z sukcesem rośnie na rynkach zagranicznych).

### Wycena mnożnikowa Kruk (w oparciu o docelowy pułap P/E)

| Analiza wrażliwości; średnia P/E na lata 2017-2019 |       |       |       |       |       |       |       |
|----------------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|                                                    | 11,0  | 12,0  | 13,0  | 14,0  | 15,0  | 16,0  | 17,0  |
| Cena docelowa [PLN/akcję]                          | 212,9 | 232,3 | 251,6 | 271,0 | 290,3 | 309,7 | 329,0 |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

### Mnożniki rynkowe dla wybranych podmiotów

| Podmiot                                    | MCap [mln] | Kurs  | Waluta | P/E         |             |            |            | P/BV       |            |
|--------------------------------------------|------------|-------|--------|-------------|-------------|------------|------------|------------|------------|
|                                            |            |       |        | 2017P       | 2018P       | 2019P      | 2017P      | 2018P      | 2019P      |
| CREDIT CORP GROUP                          | 870        | 18,4  | AUD    | 15,7        | 13,4        | 12,6       | 3,6        | 3,2        | 2,8        |
| COLLECTION HOUSE                           | 177        | 1,3   | AUD    | 9,2         | 8,0         | 7,2        | 0,9        | 0,9        | 0,8        |
| PRA GROUP                                  | 1 532      | 33,0  | USD    | 15,2        | 11,4        | 10,2       | 1,9        | 1,8        | 1,7        |
| ARROW GLOBAL GROUP                         | 669        | 381,5 | GBP    | 12,1        | 9,5         | 8,5        | 3,1        | 2,6        | 2,2        |
| INTRUM JUSTITIA                            | 25 452     | 351,8 | SEK    | 15,5        | 12,9        | 10,6       | 3,7        | 3,2        | 3,0        |
| HOIST FINANCE                              | 6 740      | 83,5  | SEK    | 11,8        | 10,2        | 9,6        | 2,0        | 1,8        | 1,6        |
| B2 HOLDING                                 | 5 500      | 14,9  | NOK    | 11,3        | 9,2         | 8,6        | 2,0        | 1,8        | 1,7        |
| <b>Mediana (Arrow, Intrum, Hoist, B2H)</b> |            |       |        | <b>12,1</b> | <b>10,2</b> | <b>9,6</b> | <b>2,0</b> | <b>1,8</b> | <b>1,7</b> |
| Mediana wszystkie podmioty                 |            |       |        | 11,9        | 10,2        | 9,6        | 3,1        | 2,6        | 2,2        |
| Kruk                                       | 5 553      | 290,0 | PLN    | 18,1x       | 15,1x       | 12,9x      | 3,7x       | 3,1x       | 2,6x       |

Przy obliczeniach dla Kruka ujmujemy liczbę akcji na poziomie 19,15 mln szt.

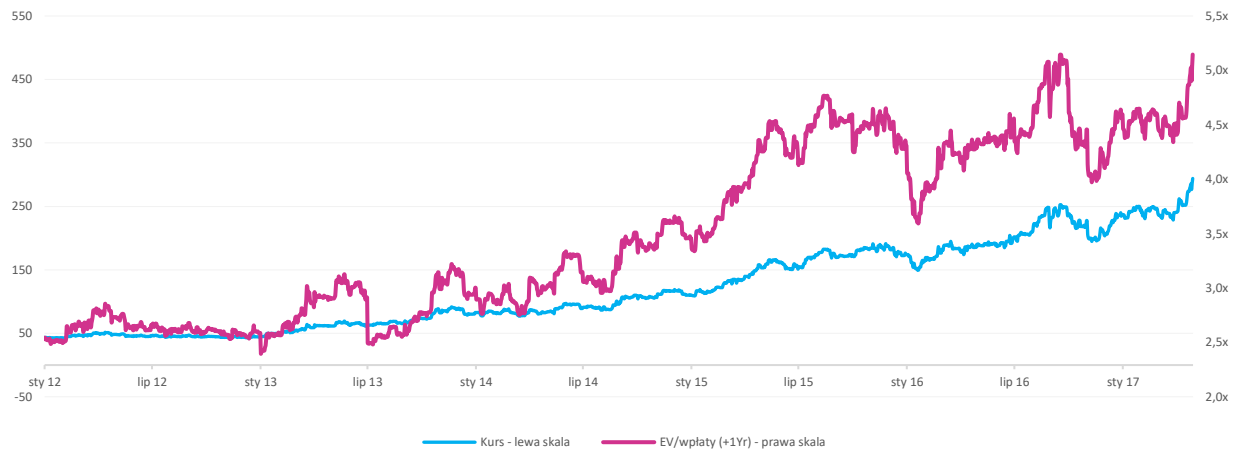
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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



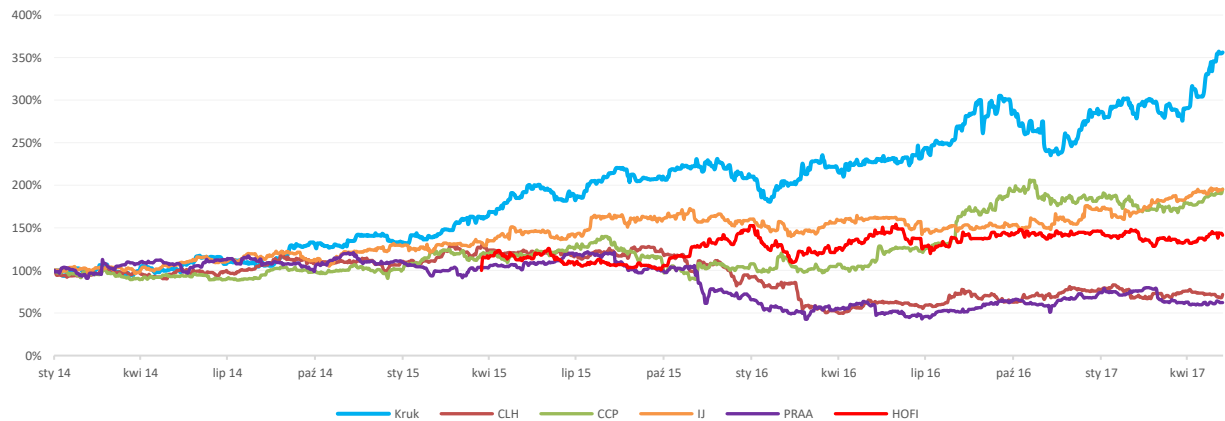
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

#### Analiza akceptowalnych mnożników EV/wpłaty od osób zadłużonych (+1Yr) w ujęciu historycznym



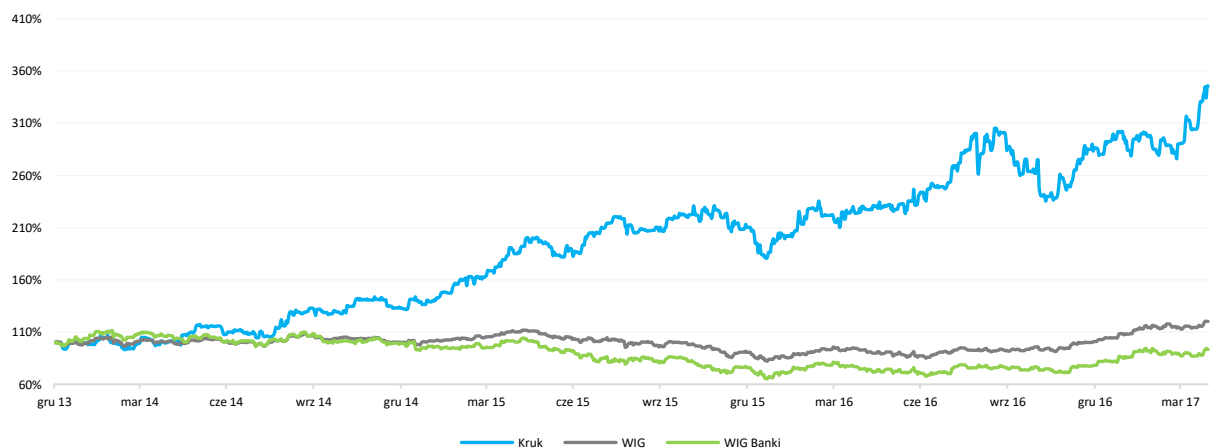
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

#### Zachowanie kursu Kruka na tle wybranych podmiotów zagranicznych



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

#### Zachowanie kursu Kruka na tle indeksu WIG Banki oraz WIG



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

## WYNIKI FINANSOWE ZA 1Q'17

Kruk podał mocne wyniki za 1Q'17. Na poziomie netto spółka pokazała ponad 80 mln PLN, a narastająco za 4 kwartały zysk netto wzrósł do prawie 268 mln PLN. Z kolei EBITDA gotówkowa w 1Q'17 była wyższa o 42% r/r. Narastająco za 4 ostatnie kwartały EBITDA gotówkowa wyniosła ponad 689 mln PLN, co oznacza wzrost o 28% r/r.

Nakłady na nowe pakiety wierzytelności w 1Q'17 wzrosły do 213,5 mln PLN. Kruk kupił 15 portfeli i większość akwizycji miała miejsce poza Polską (Włochy = 117 mln PLN; Rumunia = 20 mln PLN, pozostałe rynki zagraniczne = 56 mln PLN). Władze spółki zasugerowały, że ostatnie przetargi na pakiety wierzytelności z uwagi na ruch konkurencji nie spełniają kryterium przyszłej oczekiwanej dochodowości. Ogółem na wszystkich rynkach lokalnych spółka dostrzega silną podaż portfeli, zatem spodziewamy się, że w kolejnych kwartałach Kruk będzie aktywny w zakresie pozysku nowych wierzytelności.

Wpłaty od osób zadłużonych utrzymują się na wysokim poziomie (w 1Q'17 to ok 309 mln PLN, czyli średniomiesięcznie już ponad 100 mln PLN). Dalszy wzrost wpłat powinien być determinowany przez rynek włoski (na obecnym etapie jest to wciąż etap początkowy działalności, choć gdyby nie różnice kursowe to, zdaniem władz spółki, już w 1Q'17 wynik operacyjny byłby dodatni).

### Wyniki skonsolidowane za 1Q'17 [mln PLN]

|                                              | 1Q'16        | 1Q'17        | zmiana<br>r/r | 2Q'15-<br>1Q'16 | 2Q'16-<br>1Q'17 | zmiana<br>r/r |
|----------------------------------------------|--------------|--------------|---------------|-----------------|-----------------|---------------|
| Przychody ogółem                             | 160,7        | 254,2        | 58%           | 638,7           | 877,0           | 37%           |
| nabyte pakiety wierzytelności                | 148,0        | 232,7        | 57%           | 590,2           | 809,7           | 37%           |
| usługi windykacyjne                          | 8,0          | 15,8         | 98%           | 30,2            | 40,0            | 33%           |
| pozostałe produkty                           | 4,7          | 5,7          | 20%           | 18,2            | 27,2            | 49%           |
| Marża pośrednia                              | 96,3         | 156,8        | 63%           | 370,9           | 537,0           | 45%           |
| nabyte pakiety wierzytelności                | 91,4         | 147,6        | 61%           | 351,4           | 510,4           | 45%           |
| usługi windykacyjne                          | 2,6          | 5,6          | 113%          | 9,4             | 11,9            | 27%           |
| pozostałe produkty                           | 2,3          | 3,6          | 58%           | 10,1            | 14,7            | 45%           |
| <b>EBITDA gotówkowa</b>                      | <b>142,4</b> | <b>201,9</b> | <b>42%</b>    | <b>536,9</b>    | <b>689,5</b>    | <b>28%</b>    |
| <b>EBITDA</b>                                | <b>73,5</b>  | <b>125,3</b> | <b>70%</b>    | <b>271,8</b>    | <b>414,3</b>    | <b>52%</b>    |
| EBIT                                         | 70,2         | 121,3        | 73%           | 260,9           | 400,0           | 53%           |
| Saldo finansowe                              | -10,2        | -39,7        | ---           | -41,0           | -92,2           | ---           |
| <b>Wynik netto</b>                           | <b>60,9</b>  | <b>80,1</b>  | <b>32%</b>    | <b>214,6</b>    | <b>267,9</b>    | <b>25%</b>    |
| Przychody z nabytych pakietów wierzytelności | 148,0        | 232,7        | 57%           | 590,2           | 809,7           | 37%           |
| przych. odsetkowe skor o wpłaty rzeczywiste  | 123,8        | 211,3        | 71%           | 515,2           | 724,0           | 41%           |
| aktualizacja wyceny pakietów wierz.          | 23,9         | 18,8         | -21%          | 74,7            | 79,1            | 6%            |
| weryfikacja prognozy wpływów                 | 22,6         | 33,3         | 48%           | 71,4            | 93,3            | 31%           |
| zmiana wynikająca ze st. dysk.               | 0,7          | -0,3         | ---           | 0,9             | -2,5            | ---           |
| sprzedaż wierzytelności                      | 0,0          | 0,1          | ---           | 0,1             | 0,5             | ---           |
| <b>Nakłady na portfele</b>                   | <b>64,1</b>  | <b>213,5</b> | <b>233%</b>   | <b>508,4</b>    | <b>1 435,4</b>  | <b>182%</b>   |
| <b>Spląty brutto portfeli</b>                | <b>216,9</b> | <b>309,3</b> | <b>43%</b>    | <b>855,3</b>    | <b>1 084,8</b>  | <b>27%</b>    |
| Nabyte wierzytelności w bilansie eop         | 1 599,8      | 2 725,7      | 70%           | 1 599,8         | 2 725,7         | 70%           |
| CF netto                                     | -71,7        | -119,2       | ---           | 30,9            | 79,2            | 156%          |
| ROE                                          | 25,1%        | 20,3%        |               | 25,1%           | 20,3%           |               |
| Dług netto                                   | 782,8        | 1433,2       |               | 782,8           | 1433,2          |               |
| Dług netto / portfel wierzytelności          | 48,2%        | 51,8%        |               | 48%             | 52%             |               |

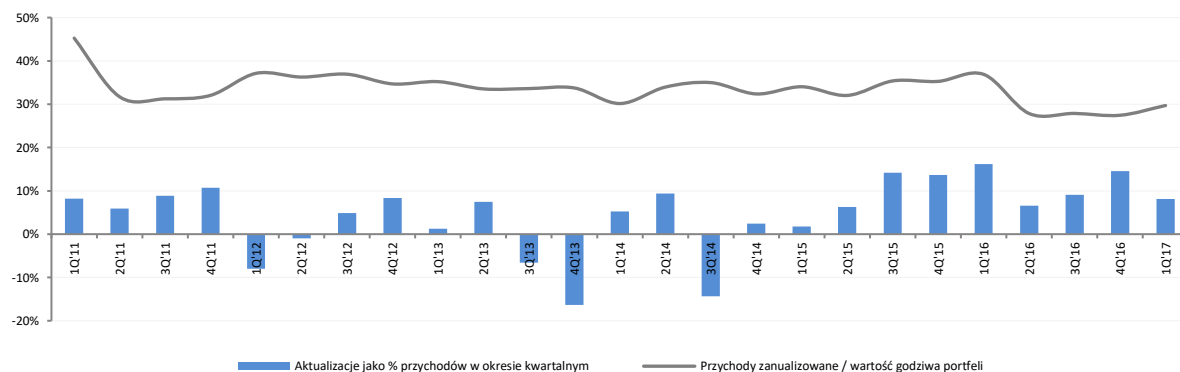
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Historyczny wpływ aktualizacji wyceny pakietów na wynik w RZiS [mln PLN]

|                                                                     | 3Q'15        | 4Q'15        | 1Q'16        | 2Q'16        | 3Q'16        | 4Q'16        | 1Q'17        |
|---------------------------------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Przychody z nabytych pakietów wierzytelności</b>                 | <b>150,9</b> | <b>149,6</b> | <b>148,0</b> | <b>167,4</b> | <b>188,1</b> | <b>221,5</b> | <b>232,7</b> |
| przychody odsetkowe skorygowane o wpłaty rzeczywiste                | 129,5        | 129,0        | 123,8        | 154,2        | 170,6        | 187,9        | 211,3        |
| aktualizacja wyceny pakietów wierzytelności                         | 21,4         | 20,5         | 23,9         | 11,0         | 17,0         | 32,3         | 18,8         |
| weryfikacja prognozy wpływów                                        | 14,7         | 20,3         | 22,6         | 7,9          | 20,8         | 31,4         | 33,3         |
| zmiana wynikająca ze zmiany st dyskontowej                          | 4,9          | 0,3          | 0,7          | -0,1         | -0,4         | -1,6         | -0,3         |
| przychody z różnic kursowych                                        | 1,8          | -0,1         | 0,7          | 3,3          | -3,4         | 2,5          | -14,1        |
| <b>Przychody z pakietów wycenianych met. wartości godziwej</b>      | <b>134,3</b> | <b>117,6</b> | <b>111,0</b> | <b>103,1</b> | <b>126,3</b> | <b>121,0</b> | <b>114,3</b> |
| przychody odsetkowe skorygowane o wpłaty rzeczywiste                | 96,2         | 88,6         | 78,4         | 82,1         | 77,4         | 77,3         | 82,2         |
| aktualizacja wyceny pakietów wierzytelności                         | 38,0         | 29,0         | 32,5         | 19,5         | 48,9         | 43,6         | 31,7         |
| weryfikacja prognozy wpływów                                        | 32,0         | 28,8         | 31,3         | 17,7         | 50,5         | 44,2         | 34,8         |
| zmiana wynikająca ze zmiany st dyskontowej                          | 4,9          | 0,3          | 0,7          | -0,1         | -0,4         | -1,6         | -0,3         |
| różnice kursowe                                                     | 1,1          | -0,1         | 0,6          | 1,9          | -1,2         | 1,0          | -2,7         |
| <b>Przychody z pakietów wycenianych met. zamortyzowanego kosztu</b> | <b>16,6</b>  | <b>32,0</b>  | <b>37,0</b>  | <b>64,4</b>  | <b>61,8</b>  | <b>100,5</b> | <b>118,4</b> |
| przychody odsetkowe skorygowane o wpłaty rzeczywiste                | 33,3         | 40,4         | 45,5         | 72,2         | 93,2         | 110,6        | 129,1        |
| aktualizacja wyceny pakietów wierzytelności                         | -16,6        | -8,5         | -8,6         | -8,5         | -31,9        | -11,3        | -12,9        |
| weryfikacja prognozy wpływów                                        | -17,3        | -8,5         | -8,7         | -9,8         | -29,7        | -12,8        | -1,5         |
| różnice kursowe                                                     | 0,7          | 0,0          | 0,1          | 1,3          | -2,2         | 1,5          | -11,4        |

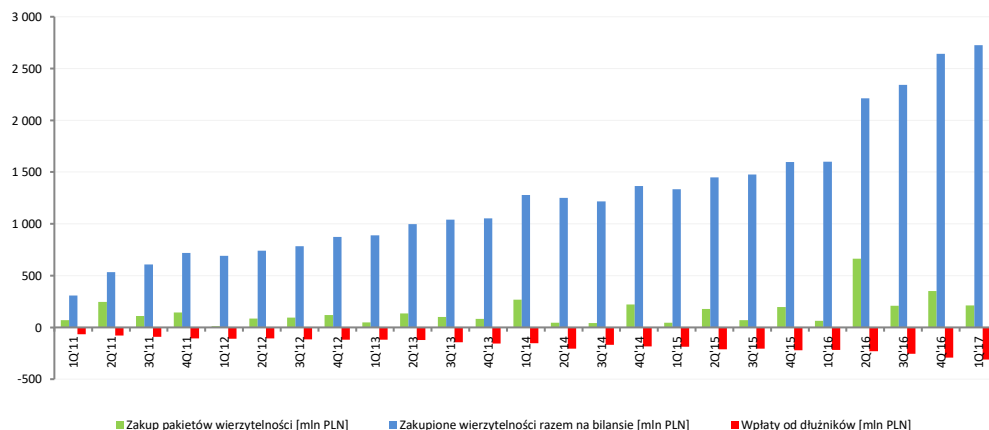
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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.

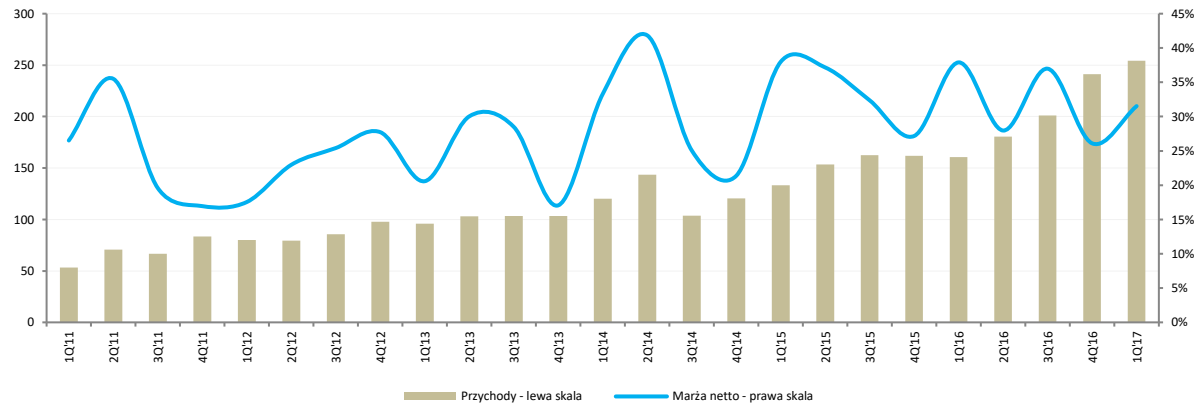
Na koniec 1Q'17 wartość bilansowa wszystkich pakietów wynosiła 2,7 mld PLN i była wyższa o ponad 1,1 mld PLN względem końca 1Q'16.

W okresie 2Q'16-1Q'17 spółka nabyła nowe pakiety wierzytelności za kwotę ponad 1,4 mld PLN, a wartość wpłat od dłużników przekroczyła 1,08 mld PLN.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

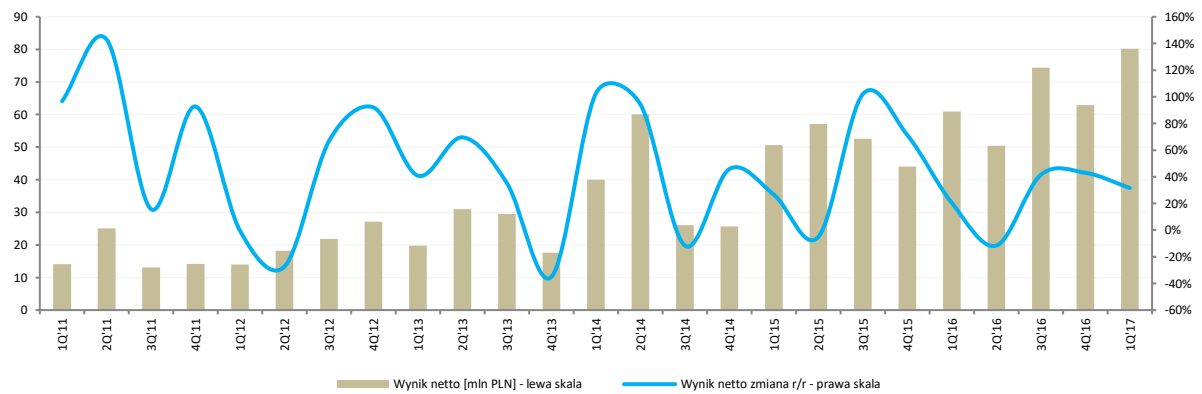


**Przychody spółki oraz marża netto w ujęciu kwartalnym**



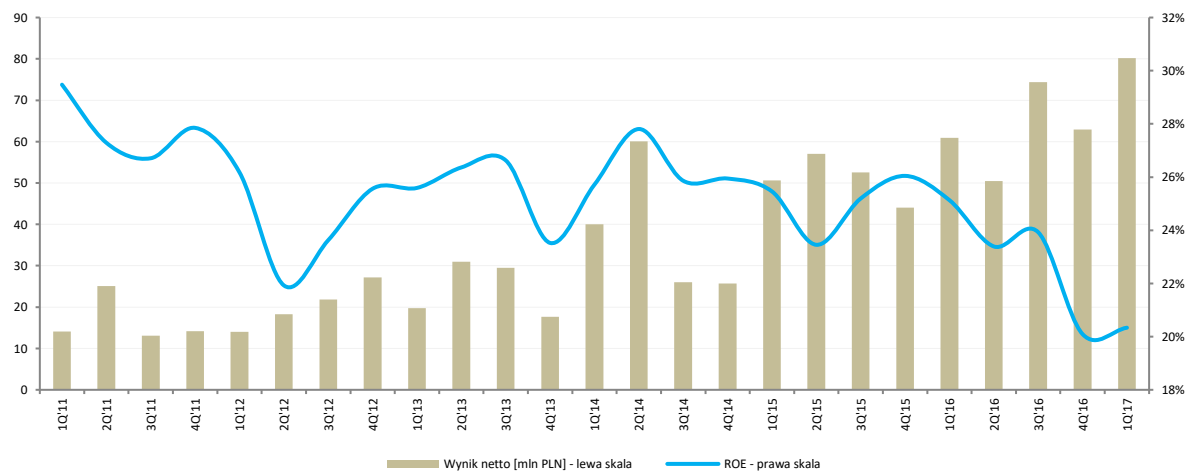
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**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

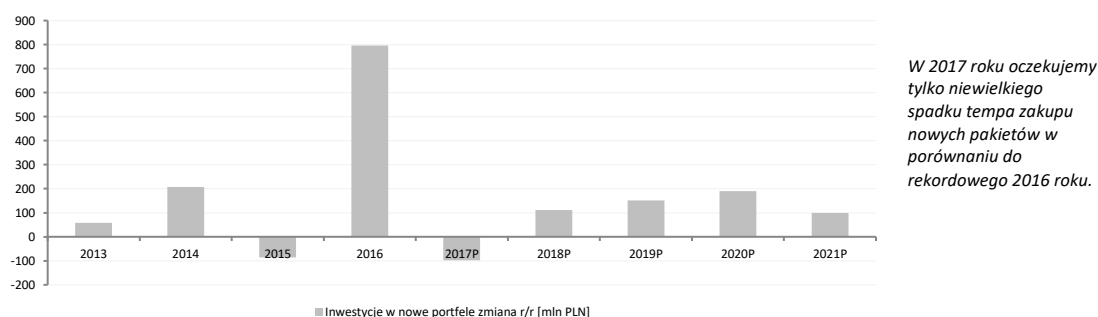
## SZCZEGÓŁOWA PROGNOZA NA 2017 ROK I KOLEJNE OKRESY

Przyszła realizacja celów strategii średnioterminowej naszym zdaniem będzie sprzyjała dalszej budowie wartości dla akcjonariuszy. Przypominamy, że podstawowy parametr strategii to wzrost eps o przynajmniej 15% rocznie (podczas konferencji wynikowej za 1Q'17 prezes Kruka zasygnalizował, że ten parametr będzie chciał utrzymywać w dłuższym horyzoncie). Drugim założeniem jest ROE powyżej 20%. Wreszcie doceniamy fakt ogłoszenia ambitnej wizji prezesa spółki, czyli zbudowanie organizacji numer jeden na świecie pod względem wartości rynkowej (wśród podmiotów z branży).

Jesteśmy coraz bardziej optymistycznie nastawieni do ekspansji na rynku włoskim. Spółka już w 1Q'17 osiągnęła dodatni wynik operacyjny na tamtejszym rynku lokalnym, gdyby nie wpływ różnic kursowych. Liczymy, że w kolejnych kwartałach Kruk będzie wykazywał dalszy szybki postęp w budowie organizacji we Włoszech, co będzie widać zarówno na poziomie spółki jak i rentowności prowadzonego biznesu.

Z wypowiedzi władz spółki po konferencji za 1Q'17 wnioskujemy, że Kruk dostrzega sporą podaż portfeli. W modelu zakładamy, że w całym 2017 roku wartość inwestycji na nowe pakiety osiągnie pułap 1,19 mld PLN. Byłby to zatem niewielki spadek względem rekordowego odczytu z 2016 roku (ale wtedy był zakup dużego pakietu w Rumunii oraz efekt PRESCO). W kolejnych dwóch latach przyjęliśmy, że spółka będzie nadal prowadziła ambitną ekspansję na rynkach zagranicznych, co wpłynie na akwizycję portfeli odpowiednio rzędu 1,3 mld PLN i 1,45 mld PLN.

Zakładany przyrost w ujęciu r/r zakupów nowych portfeli



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

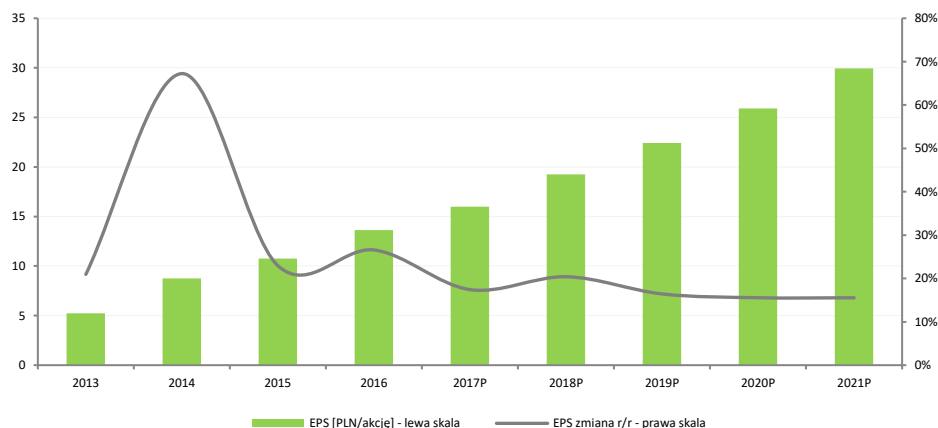
Spląty od osób zadłużonych w 1Q'17 były na poziomie ok 309 mln PLN. W tym okresie wpływy z rynków zagranicznych były po raz pierwszy wyższe niż w Polsce. Spółka podkreśliła, że spodziewa się utrzymania tego trendu w przyszłości. Dlatego zakładamy, że w kolejnych kwartałach Kruk będzie notował dalszy odczuwalny przyrost spłat z rynków zagranicznych. Zatem w modelu przyjęliśmy, że w całym 2017 roku spółka otrzyma od dłużników ponad 1,3 mld PLN. Sukces projektu włoskiego wg nas powinien skutkować poprawą spłat do kwoty ponad 1,5 mld PLN w 2018 roku.

Dostrzegamy również wyraźne ożywienie w obszarze inkasa dzięki dokonany przejęciem w Hiszpanii i Włoszech. W 4Q'16 przychody z windykacji wyniosły 9 mln PLN, a w 1Q'17 wzrosły już do 16 mln PLN. Marża pośrednia na tej działalności wzrosła z 2,7 mln PLN w 4Q'16 do 5,6 mln PLN w 1Q'17. Liczymy, że kolejne kwartały przyniosą dalszy wzrost skali usług windykacji. Nasze oczekiwania na lata 2017-2018 to wzrost przychodów odpowiednio do prawie 67 mln PLN i ponad 116 mln PLN. Mamy nadzieję, że w przyszłych aktualizacjach będziemy mogli skorygować in plus bieżące projekcje dla tej linii biznesowej. Podczas ostatniej konferencji wynikowej władze spółki akcentowały różnicę w skali rynku inkasa w Polsce i na innych rynkach europejskich (spółkę interesują docelowo znaczące wartości w Niemczech, Hiszpanii czy we Włoszech).

Zwracamy też uwagę na zmieniającą się ekspozycję bilansu i rachunku wyników na wahania kursów walutowych (EUR, RON). W 1Q'17 spółka na saldzie finansowym rozpoznała stratę rzędu 20,3 mln PLN na wycenie wewnątrzgrupowych obligacji. Wpływ walut był też widoczny w aktualizacji portfeli. Zatem należy mieć świadomość, że w zależności od obowiązującej waluty funkcjonalnej Kruk w kolejnych kwartałach będzie wykazywał zmiany związane z zachowaniem walut na kapitałach lub wprost w rachunku wyników. W naszym modelu przyjęliśmy scenariusz, że zobowiązania nominowane w EUR będą klasyfikowane jako zadłużenie mające charakter długoterminowego kapitału i dlatego nie ujmujemy na poziomie rachunku wyników zmian krótkoterminowych (takie podejście może okazać się błędne i wtedy mogą pojawić się znaczące odchylenia rzeczywistych wyników od naszych projekcji np. na poziomie salda finansowego).

Ogółem założyliśmy, że Kruk w 2017 roku wypracuje wynik netto na poziomie prawie 314 mln PLN. W latach 2018-2019 prognozujemy wzrost zysku netto do ponad 368 mln PLN i 429 mln PLN. W porównaniu do poprzedniego raportu analitycznego z czerwca'16 (Akumuluj) podnieśliśmy nasze założenia dla oczekiwanego zysku netto na rok 2017 o 10% i o 14% na rok 2018.

**Oczekiwany przyrost EPS w kolejnych latach**



Zakładamy, że w 2017 roku EPS wzrośnie o 17% r/r. w 2018 roku dynamika przyrostu eps to 20% r/r.

Źródło: DM Maklerski BDM S.A.

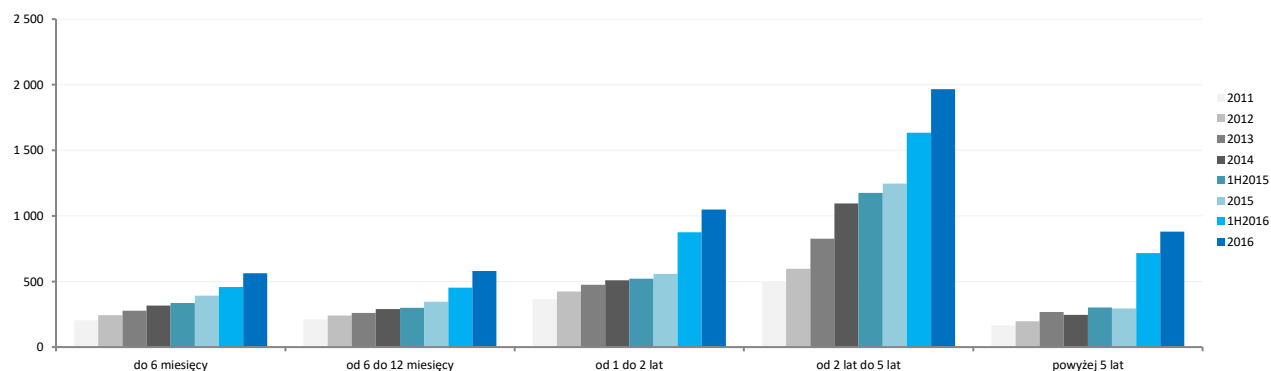
**Poziom rzeczywistych wpłat od dłużników na tle oczekiwań spółki [dane zgromadzone z raportów spółki do 4Q'16]**

|                                                  | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--------------------------------------------------|------|------|------|------|------|
| Zakładany harmonogram spłat w okresie* [mln PLN] | 414  | 483  | 536  | 605  | 736  |
| Rzeczywiste wpłaty w okresie [mln PLN]           | 451  | 538  | 712  | 826  | 992  |
| Rzeczywiste wpłaty / oczekiwania                 | 109% | 111% | 133% | 136% | 135% |

\* oczekiwania przedstawione przez spółkę na koniec poprzedniego okresu

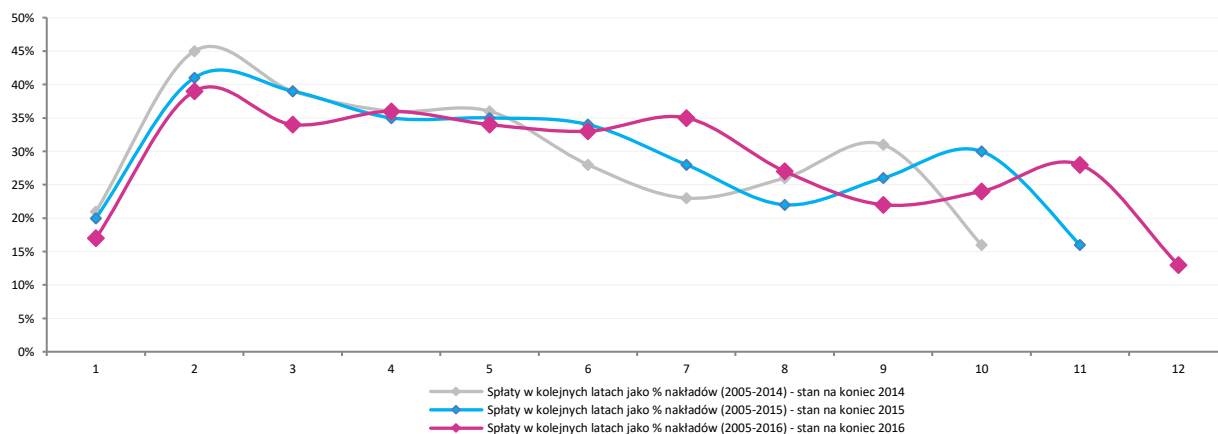
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Średnia ważona krzywa spłat dla portfeli nabytych w poszczególnych okresach**



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Szczegółowe wybrane założenia do modelu

|                                     | 4Q'15        | 1Q'16        | 2Q'16        | 3Q'16        | 4Q'16        | 1Q'17        | 2Q'17        | 3Q'17        | 4Q'17        | 2015         | 2016         | 2017         | 2018         | 2019           |
|-------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|
| Przychody ogółem                    | 162,0        | 160,7        | 180,4        | 201,2        | 241,1        | 254,2        | 265,3        | 258,4        | 287,4        | 611,2        | 783,4        | 1 065,3      | 1 258        | 1 507,4        |
| nabyte pakiety wierzytelności       | 149,6        | 148,0        | 167,4        | 188,1        | 221,5        | 232,7        | 242,8        | 235,1        | 262,5        | 563,6        | 724,9        | 973,0        | 1 108,9      | 1 304,1        |
| usługi windykacyjne                 | 7,7          | 8,0          | 7,7          | 7,6          | 9,0          | 15,8         | 16,1         | 16,6         | 18,0         | 29,8         | 32,2         | 66,6         | 116,5        | 163,2          |
| pozostałe produkty                  | 4,6          | 4,7          | 5,3          | 5,6          | 10,7         | 5,7          | 6,4          | 6,7          | 6,9          | 17,8         | 26,3         | 25,7         | 32,1         | 40,1           |
| Marża pośrednia                     | 90,8         | 96,3         | 91,2         | 124,5        | 164,5        | 156,8        | 146,3        | 141,0        | 160,9        | 357,9        | 476,6        | 604,9        | 703,6        | 833,8          |
| nabyte pakiety wierzytelności       | 85,7         | 91,4         | 87,2         | 121,8        | 153,9        | 147,6        | 138,4        | 132,8        | 152,2        | 338,6        | 454,3        | 571,0        | 651,5        | 762,9          |
| usługi windykacyjne                 | 2,4          | 2,6          | 2,2          | 1,4          | 2,7          | 5,6          | 5,3          | 5,5          | 5,9          | 9,2          | 8,9          | 22,3         | 38,5         | 53,8           |
| pozostałe produkty                  | 2,8          | 2,3          | 1,9          | 1,4          | 7,9          | 3,6          | 2,6          | 2,7          | 2,8          | 10,1         | 13,4         | 11,6         | 13,6         | 17,0           |
| <b>EBITDA gotówkowa</b>             | <b>132,4</b> | <b>142,4</b> | <b>126,4</b> | <b>161,1</b> | <b>200,1</b> | <b>201,9</b> | <b>199,0</b> | <b>202,8</b> | <b>224,6</b> | <b>523,9</b> | <b>630,0</b> | <b>828,2</b> | <b>955,9</b> | <b>1 134,6</b> |
| <b>EBITDA</b>                       | <b>61,1</b>  | <b>73,5</b>  | <b>64,3</b>  | <b>94,6</b>  | <b>130,2</b> | <b>125,3</b> | <b>113,5</b> | <b>106,2</b> | <b>118,1</b> | <b>261,9</b> | <b>362,6</b> | <b>463,0</b> | <b>540,7</b> | <b>647,7</b>   |
| EBIT                                | 59,8         | 70,2         | 61,4         | 90,8         | 126,5        | 121,3        | 109,5        | 102,1        | 113,9        | 251,4        | 349,0        | 446,7        | 524,0        | 630,6          |
| Saldo finansowe                     | -9,8         | -10,2        | -9,9         | -18,5        | -24,1        | -39,7        | -20,0        | -21,7        | -24,0        | -41,6        | -62,7        | -105,3       | -109,8       | -142,8         |
| <b>Wynik netto</b>                  | <b>44,0</b>  | <b>60,9</b>  | <b>50,4</b>  | <b>74,4</b>  | <b>62,9</b>  | <b>80,1</b>  | <b>80,5</b>  | <b>72,4</b>  | <b>80,9</b>  | <b>204,3</b> | <b>248,7</b> | <b>313,9</b> | <b>368,6</b> | <b>429,2</b>   |
| Nakłady na portfele [mln PLN]       | 197          | 64           | 663          | 209          | 350          | 214          | 250          | 350          | 375          | 489          | 1 286        | 1 189        | 1 300        | 1 451          |
| Spląty brutto portfeli [mln PLN]    | 221          | 217          | 230          | 255          | 291          | 309          | 328          | 320          | 381          | 826          | 992          | 1 338        | 1 524        | 1 791          |
| Nabyte wierzytelności eop [mln PLN] | 1 598        | 1 600        | 2 211        | 2 343        | 2 641        | 2 726        | 2 890        | 3 144        | 3 412        | 1 598        | 2 641        | 3 412        | 4 297        | 5 261          |
| CF netto [mln PLN]                  | 89           | -72          | 69           | -13          | 142          | -119         | 16           | -69          | 12           | 70           | 127          | -160         | 157          | 119            |
| EBITDA gotówkowa zmiana r/r         | 10%          | 10%          | -9%          | 30%          | 51%          | 42%          | 57%          | 26%          | 12%          | 7%           | 20%          | 31%          | 15%          | 19%            |
| EBITDA zmiana r/r                   | 36%          | 15%          | -6%          | 38%          | 113%         | 70%          | 77%          | 12%          | -9%          | 19%          | 38%          | 28%          | 17%          | 20%            |
| Wynik netto zmiana r/r              | 71%          | 20%          | -12%         | 42%          | 43%          | 32%          | 60%          | -3%          | 29%          | 35%          | 22%          | 26%          | 17%          | 16%            |
| EBITDA gotówkowa / spląty           | 0,60         | 0,66         | 0,55         | 0,63         | 0,69         | 0,65         | 0,61         | 0,61         | 0,61         | 0,63         | 0,63         | 0,62         | 0,63         | 0,63           |
| ROE                                 | 26,0%        | 25,1%        | 23,4%        | 23,9%        | 20,1%        | 20,3%        | 21,3%        | 20,7%        | 20,7%        | 26,0%        | 20,1%        | 20,7%        | 20,4%        | 20,1%          |
| Dług netto [mln PLN]                | 794          | 783          | 1 186        | 1 385        | 1 379        | 1 433        | 1 517        | 1 736        | 1 924        | 794          | 1 379        | 1 924        | 2 517        | 3 149          |
| Dług netto / portfel wierzytelności | 49%          | 48%          | 53%          | 58%          | 52%          | 52%          | 52%          | 55%          | 56%          | 49%          | 52%          | 56%          | 58%          | 59%            |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Szczegółowe wybrane założenia do modelu

|                        | 2017 stare | 2017 nowe | zmiana r/r | 2018 stare | 2018 nowe | zmiana r/r |
|------------------------|------------|-----------|------------|------------|-----------|------------|
| Przychody ogółem       | 891,9      | 1 065,3   | 19%        | 1043       | 1 257,5   | 21%        |
| EBITDA gotówkowa       | 815,2      | 828,2     | 2%         | 947,4      | 955,9     | 1%         |
| EBITDA                 | 400,3      | 463,0     | 16%        | 472,9      | 540,7     | 14%        |
| Wynik netto            | 285,2      | 313,9     | 10%        | 322,3      | 368,6     | 14%        |
| nakłady na portfele    | 1104       | 1 189     | 8%         | 1280       | 1 300     | 2%         |
| Spląty brutto portfeli | 1245       | 1 338     | 7%         | 1443       | 1 524     | 6%         |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

Naszym zdaniem obecna kapitalizacja w coraz większym stopniu zaawansowania uwzględnia szybką i udaną ekspansję grupy na nowych rynkach europejskich (Włochy, Hiszpania, Niemcy). 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 odczuwalnym rozczarowaniem rynku (dotychczas niemal od debiutu na GPW, spółka systematycznie poprawia rezultaty).

Wpływ na wielkość rynku transakcji portfeli wierzytelności ma sytuacja makro w poszczególnych krajach działania. 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 niespłaconych wierzytelności, jakie spółka będzie mogła kupić z istotnym dyskontem do nominalu (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.

Optymalizacja podatkowa, w naszym odczuciu, była 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 15% r/r).

Kluczowe znaczenie w prezentacji wyników finansowych przez podmioty zajmujące się zakupem pakietów wierzytelności (z dyskontem do nominalu) 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 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       | 783,4       | 1 065,3     | 1 257,5     | 1 507,4     | 1 820,5     | 2 121,8     | 2 397,9     | 2 619,4     | 2 817,9     |
| nabyte pakiety wierzytelności        | 355,7       | 442,4       | 563,6       | 724,9       | 973,0       | 1 108,9     | 1 304,1     | 1 552,1     | 1 824,1     | 2 076,6     | 2 283,0     | 2 468,8     |
| usługi windykacyjne                  | 39,9        | 31,7        | 29,8        | 32,2        | 66,6        | 116,5       | 163,2       | 220,3       | 242,3       | 260,5       | 270,9       | 280,4       |
| pozostałe produkty                   | 9,9         | 13,8        | 17,8        | 26,3        | 25,7        | 32,1        | 40,1        | 48,1        | 55,3        | 60,9        | 65,4        | 68,7        |
| Koszty bezpośrednie i pośrednie      | 182,8       | 194,0       | 253,3       | 306,8       | 460,4       | 554,0       | 673,6       | 819,9       | 952,0       | 1 072,5     | 1 168,2     | 1 253,6     |
| nabyte pakiety wierzytelności        | 153,4       | 166,5       | 225,0       | 270,7       | 402,1       | 457,4       | 541,2       | 644,1       | 757,0       | 861,8       | 947,5       | 1 024,6     |
| usługi windykacyjne                  | 21,2        | 19,4        | 20,6        | 23,3        | 44,3        | 78,1        | 109,3       | 147,6       | 162,3       | 174,5       | 181,5       | 187,8       |
| pozostałe produkty                   | 8,1         | 8,1         | 7,7         | 12,9        | 14,1        | 18,4        | 23,1        | 28,1        | 32,6        | 36,2        | 39,3        | 41,2        |
| Marża pośrednia                      | 222,9       | 293,9       | 357,9       | 476,6       | 604,9       | 703,6       | 833,8       | 1 000,6     | 1 169,8     | 1 325,4     | 1 451,1     | 1 564,3     |
| nabyte pakiety wierzytelności        | 202,3       | 275,9       | 338,6       | 454,3       | 571,0       | 651,5       | 762,9       | 908,0       | 1 067,1     | 1 214,8     | 1 335,6     | 1 444,3     |
| usługi windykacyjne                  | 18,7        | 12,4        | 9,2         | 8,9         | 22,3        | 38,5        | 53,8        | 72,7        | 80,0        | 86,0        | 89,4        | 92,5        |
| pozostałe produkty                   | 1,8         | 5,7         | 10,1        | 13,4        | 11,6        | 13,6        | 17,0        | 20,0        | 22,7        | 24,7        | 26,2        | 27,5        |
| Koszty ogólne                        | 60,4        | 72,4        | 94,4        | 117,3       | 139,4       | 160,3       | 183,5       | 233,9       | 272,6       | 308,1       | 336,6       | 362,1       |
| Amortyzacja                          | 9,3         | 11,4        | 10,5        | 13,5        | 16,3        | 16,7        | 17,2        | 17,6        | 18,0        | 18,3        | 18,6        | 18,8        |
| Saldo PPO/PKO                        | -0,1        | -2,0        | -1,6        | 3,3         | -2,6        | -2,6        | -2,6        | -2,6        | -2,6        | -2,6        | -2,6        | -2,6        |
| EBITDA gotówkowa                     | 344,3       | 489,0       | 523,9       | 630,0       | 828,2       | 955,9       | 1 134,6     | 1 343,6     | 1 575,6     | 1 790,0     | 1 964,3     | 2 121,3     |
| EBITDA                               | 162,3       | 219,5       | 261,9       | 362,6       | 463,0       | 540,7       | 647,7       | 764,1       | 894,5       | 1 014,7     | 1 112,0     | 1 199,6     |
| EBIT                                 | 152,9       | 208,2       | 251,4       | 349,0       | 446,7       | 524,0       | 630,6       | 746,5       | 876,5       | 996,4       | 1 093,4     | 1 180,7     |
| Saldo finansowe                      | -54,5       | -55,3       | -41,6       | -62,7       | -105,3      | -109,8      | -142,8      | -176,5      | -210,3      | -240,2      | -265,6      | -289,8      |
| Wynik brutto                         | 98,5        | 152,8       | 209,8       | 286,3       | 341,3       | 414,2       | 487,7       | 570,0       | 666,3       | 756,2       | 827,8       | 890,9       |
| Podatek                              | 0,7         | 1,0         | 5,5         | 37,7        | 27,4        | 45,6        | 58,5        | 74,1        | 93,3        | 113,4       | 132,5       | 151,5       |
| Wynik netto                          | 97,8        | 151,8       | 204,3       | 248,7       | 313,9       | 368,6       | 429,2       | 495,9       | 573,0       | 642,8       | 695,4       | 739,4       |
| <b>Wskaźniki / założenia</b>         | <b>2013</b> | <b>2014</b> | <b>2015</b> | <b>2016</b> | <b>2017</b> | <b>2018</b> | <b>2019</b> | <b>2020</b> | <b>2021</b> | <b>2022</b> | <b>2023</b> | <b>2024</b> |
| Cena akcji [PLN]                     | 290,0       | 290,0       | 290,0       | 290,0       | 290,0       | 290,0       | 290,0       | 290,0       | 290,0       | 290,0       | 290,0       | 290,0       |
| Mkt Cap [mln PLN]                    | 5155,4      | 5155,4      | 5401,3      | 5445,6      | 5552,6      | 5552,6      | 5552,6      | 5552,6      | 5552,6      | 5552,6      | 5552,6      | 5552,6      |
| Liczba akcji [mln szt.]              | 17,8        | 17,8        | 18,6        | 18,8        | 19,1        | 19,1        | 19,1        | 19,1        | 19,1        | 19,1        | 19,1        | 19,1        |
| EPS [PLN/akcję]                      | 5,2         | 8,8         | 10,8        | 13,6        | 16,0        | 19,3        | 22,4        | 25,9        | 29,9        | 33,6        | 36,3        | 38,6        |
| ROE                                  | 23,5%       | 25,9%       | 26,0%       | 20,1%       | 20,7%       | 20,4%       | 20,1%       | 19,7%       | 19,5%       | 19,5%       | 19,3%       | 19,2%       |
| ROA                                  | 8,4%        | 10,0%       | 11,1%       | 8,0%        | 8,4%        | 7,7%        | 7,3%        | 7,1%        | 7,0%        | 7,1%        | 7,1%        | 7,0%        |
| P/E                                  | 55,4        | 33,1        | 27,0        | 21,3        | 18,1        | 15,1        | 12,9        | 11,2        | 9,7         | 8,6         | 8,0         | 7,5         |
| P/BV                                 | 12,4        | 8,8         | 6,9         | 4,4         | 3,7         | 3,1         | 2,6         | 2,2         | 1,9         | 1,7         | 1,5         | 1,4         |
| EV/EBITDA                            | 35,8        | 27,0        | 23,7        | 18,8        | 16,1        | 14,9        | 13,4        | 12,3        | 11,2        | 10,6        | 10,2        | 9,9         |
| EV/EBITDA gotówkowa                  | 16,9        | 12,1        | 11,8        | 10,8        | 9,0         | 8,4         | 7,7         | 7,0         | 6,4         | 6,0         | 5,7         | 5,6         |
| C/I                                  | 62%         | 57%         | 59%         | 56%         | 58%         | 58%         | 58%         | 59%         | 59%         | 58%         | 58%         | 58%         |
| EV [mln PLN]                         | 5 807,6     | 5 923,5     | 6 195,5     | 6 824,6     | 7 476,7     | 8 070,0     | 8 701,4     | 9 382,3     | 10 022,4    | 10 723,1    | 11 288,3    | 11 841,7    |
| Dług netto [mln PLN]                 | 652,2       | 768,1       | 794,3       | 1 379,0     | 1 924,1     | 2 517,4     | 3 148,8     | 3 829,7     | 4 469,8     | 5 170,4     | 5 735,7     | 6 289,1     |
| Dług % [mln PLN]                     | 687,5       | 838,6       | 935,0       | 1 646,4     | 2 031,4     | 2 781,4     | 3 531,4     | 4 281,4     | 5 031,4     | 5 531,4     | 6 031,4     | 6 531,4     |
| Portfel wierzytelności [mln PLN]     | 1 063,8     | 1 380,2     | 1 620,6     | 2 676,2     | 3 450,6     | 4 335,5     | 5 300,0     | 6 361,5     | 7 421,0     | 8 478,5     | 9 354,0     | 10 160,6    |
| EV-Portfel wierzytelności [mln PLN]  | 4 743,7     | 4 543,3     | 4 575,0     | 4 148,4     | 4 026,1     | 3 734,5     | 3 401,4     | 3 020,8     | 2 601,5     | 2 244,6     | 1 934,3     | 1 681,1     |
| Dług netto / portfel wierzytelności  | 0,61x       | 0,56x       | 0,49x       | 0,52x       | 0,56x       | 0,58x       | 0,59x       | 0,60x       | 0,60x       | 0,61x       | 0,61x       | 0,62x       |
| Dług netto / kapitał własny eop      | 1,57x       | 1,31x       | 1,01x       | 1,11x       | 1,27x       | 1,39x       | 1,47x       | 1,52x       | 1,52x       | 1,57x       | 1,59x       | 1,63x       |
| Dług netto / EBITDA gotówkowa        | 1,89x       | 1,57x       | 1,52x       | 2,19x       | 2,32x       | 2,63x       | 2,78x       | 2,85x       | 2,84x       | 2,89x       | 2,92x       | 2,96x       |
| Wpłaty od dłużników / przychody      | 1,51x       | 1,61x       | 1,46x       | 1,37x       | 1,38x       | 1,37x       | 1,37x       | 1,37x       | 1,37x       | 1,37x       | 1,37x       | 1,37x       |
| EBITDA gotówkowa / wpłaty            | 0,64x       | 0,69x       | 0,63x       | 0,63x       | 0,62x       | 0,63x       | 0,63x       | 0,63x       | 0,63x       | 0,63x       | 0,63x       | 0,63x       |
| Przychody / wartość godziwa portfeli | 0,34x       | 0,32x       | 0,35x       | 0,27x       | 0,29x       | 0,33x       | 0,30x       | 0,30x       | 0,29x       | 0,28x       | 0,27x       | 0,27x       |
| Przychody zmiana r/r                 | 17,4%       | 24,4%       | 27,4%       | 28,6%       | 34,2%       | 14,0%       | 17,6%       | 19,0%       | 17,5%       | 13,8%       | 9,9%        | 8,1%        |
| EBITDA gotówkowa zmiana r/r          | 17,8%       | 42,0%       | 7,1%        | 20,3%       | 31,5%       | 15,4%       | 18,7%       | 18,4%       | 17,3%       | 13,6%       | 9,7%        | 8,0%        |
| EBITDA zmiana r/r                    | 12,7%       | 35,3%       | 19,3%       | 38,4%       | 27,7%       | 16,8%       | 19,8%       | 18,0%       | 17,1%       | 13,4%       | 9,6%        | 7,9%        |
| Wynik netto zmiana r/r               | 20,4%       | 55,3%       | 34,6%       | 21,7%       | 26,2%       | 17,4%       | 16,4%       | 15,5%       | 15,5%       | 12,2%       | 8,2%        | 6,3%        |
| DPS [PLN]                            | 0,0         | 0,0         | 1,5         | 2,0         | 2,0         | 4,0         | 5,0         | 6,0         | 8,0         | 15,0        | 20,1        | 25,4        |
| Stopa dywidendy                      | 0%          | 0%          | 17%         | 18%         | 15%         | 25%         | 26%         | 27%         | 31%         | 50%         | 60%         | 70%         |
| Div Yield                            | 0%          | 0%          | 1%          | 1%          | 1%          | 1%          | 2%          | 2%          | 3%          | 5%          | 7%          | 9%          |

| <b>Bilans</b>                      | <b>2013</b>    | <b>2014</b>    | <b>2015</b>    | <b>2016</b>    | <b>2017</b>    | <b>2018</b>    | <b>2019</b>    | <b>2020</b>    | <b>2021</b>    | <b>2022</b>    | <b>2023</b>    | <b>2024</b>     |
|------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|
| Środki pieniężne                   | 35,3           | 70,5           | 140,7          | 267,4          | 107,3          | 264,0          | 382,6          | 451,7          | 561,6          | 360,9          | 295,7          | 242,3           |
| Należności z tyt dostaw i usług    | 9,0            | 10,9           | 8,4            | 13,5           | 15,2           | 15,3           | 15,4           | 15,5           | 15,6           | 15,7           | 15,9           | 16,0            |
| Inwestycje                         | 1 063,8        | 1 380,2        | 1 620,6        | 2 676,2        | 3 450,6        | 4 335,5        | 5 300,0        | 6 361,5        | 7 421,0        | 8 478,5        | 9 354,0        | 10 160,6        |
| Pozostałe należności               | 17,8           | 16,5           | 26,7           | 28,1           | 36,2           | 36,2           | 36,2           | 36,2           | 36,2           | 36,2           | 36,2           | 36,2            |
| Zapasy                             | 0,5            | 0,5            | 0,6            | 0,5            | 0,3            | 0,4            | 0,4            | 0,4            | 0,4            | 0,5            | 0,5            | 0,5             |
| RZAT                               | 20,1           | 20,3           | 20,0           | 27,5           | 25,7           | 26,7           | 27,7           | 28,7           | 29,7           | 29,7           | 29,7           | 29,7            |
| Inne wartości niematerialne        | 10,4           | 11,0           | 11,8           | 14,3           | 14,9           | 14,9           | 14,9           | 14,9           | 14,9           | 14,9           | 14,9           | 14,9            |
| Wartość firmy                      | 1,0            | 1,0            | 1,0            | 62,6           | 62,6           | 62,6           | 62,6           | 62,6           | 62,6           | 62,6           | 62,6           | 62,6            |
| Aktywa z tyt odroczonego podatku   | 2,4            | 3,5            | 2,8            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0             |
| Pozostałe aktywa                   | 2,5            | 2,1            | 3,5            | 5,7            | 4,8            | 4,8            | 4,8            | 4,8            | 4,8            | 4,8            | 4,8            | 4,8             |
| <b>Aktywa RAZEM</b>                | <b>1 162,8</b> | <b>1 516,6</b> | <b>1 836,1</b> | <b>3 095,7</b> | <b>3 717,6</b> | <b>4 760,4</b> | <b>5 844,5</b> | <b>6 976,3</b> | <b>8 146,8</b> | <b>9 003,8</b> | <b>9 814,2</b> | <b>10 567,6</b> |
| Zobowiązania razem                 | 747,3          | 931,6          | 1 051,8        | 1 858,2        | 2 204,6        | 2 955,3        | 3 706,0        | 4 456,7        | 5 207,4        | 5 708,1        | 6 208,8        | 6 709,6         |
| Zobowiązania %                     | 687,5          | 838,6          | 935,0          | 1 646,4        | 2 031,4        | 2 781,4        | 3 531,4        | 4 281,4        | 5 031,4        | 5 531,4        | 6 031,4        | 6 531,4         |
| Pozostałe zobowiązania i rezerwy   | 59,8           | 92,9           | 116,8          | 211,8          | 173,3          | 174,0          | 174,7          | 175,4          | 176,1          | 176,8          | 177,5          | 178,2           |
| Kapitał własny ogółem              | 415,6          | 585,1          | 784,3          | 1 237,5        | 1 513,0        | 1 805,0        | 2 138,5        | 2 519,6        | 2 939,4        | 3 295,7        | 3 605,4        | 3 858,1         |
| <b>Pasywa RAZEM</b>                | <b>1 162,8</b> | <b>1 516,6</b> | <b>1 836,1</b> | <b>3 095,7</b> | <b>3 717,6</b> | <b>4 760,4</b> | <b>5 844,5</b> | <b>6 976,3</b> | <b>8 146,8</b> | <b>9 003,8</b> | <b>9 814,2</b> | <b>10 567,6</b> |
| <b>CF</b>                          | <b>2013</b>    | <b>2014</b>    | <b>2015</b>    | <b>2016</b>    | <b>2017</b>    | <b>2018</b>    | <b>2019</b>    | <b>2020</b>    | <b>2021</b>    | <b>2022</b>    | <b>2023</b>    | <b>2024</b>     |
| CF operacyjny                      | -37,2          | -61,7          | 41,1           | -623,1         | -420,3         | -389,7         | -375,5         | -371,9         | -259,0         | -157,1         | 103,1          | 240,5           |
| Wynik netto                        | 97,8           | 151,8          | 204,3          | 248,7          | 313,9          | 368,6          | 429,2          | 495,9          | 573,0          | 642,8          | 695,4          | 739,4           |
| Korekty                            | -134,9         | -213,5         | -163,2         | -871,8         | -734,2         | -758,3         | -804,7         | -867,9         | -831,9         | -799,8         | -592,3         | -498,9          |
| CF inwestycyjny                    | -7,5           | -7,8           | -7,8           | -74,0          | -14,3          | -17,2          | -17,4          | -17,6          | -17,7          | -16,9          | -17,1          | -17,3           |
| CF finansowy                       | 37,2           | 104,8          | 36,9           | 823,8          | 274,4          | 563,6          | 511,4          | 458,6          | 386,6          | -26,7          | -151,2         | -276,6          |
| Wypłata dywidendy                  | -0,2           | -0,1           | -26,0          | -35,5          | -38,3          | -76,6          | -95,7          | -114,9         | -153,2         | -286,5         | -385,7         | -486,8          |
| Inne (zaciągnięcie, obsługa długu) | 37,4           | 104,9          | 62,9           | 859,3          | 312,7          | 640,2          | 607,2          | 573,5          | 539,7          | 259,8          | 234,4          | 210,2           |
| Przepływy pieniężne netto          | -7,5           | 35,3           | 70,2           | 126,6          | -160,1         | 156,7          | 118,6          | 69,1           | 109,9          | -200,7         | -65,2          | -53,4           |
| Środki pieniężne sop               | 42,7           | 35,3           | 70,5           | 140,7          | 267,4          | 107,3          | 264,0          | 382,6          | 451,7          | 561,6          | 360,9          | 295,7           |
| Środki pieniężne eop               | 35,3           | 70,5           | 140,7          | 267,4          | 107,3          | 264,0          | 382,6          | 451,7          | 561,6          | 360,9          | 295,7          | 242,3           |

#### 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/rozrywka, stal/węgiel

**Krzysztof Pado**  
Zastępca Dyrektora Wydziału  
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, handel

**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 | dzień publikacji | godzina publikacji | kurs  | WIG    |
|-----------|---------------|-------------------------|--------------------------|------------------|--------------------|-------|--------|
| akumuluj  | 320,1         | akumuluj                | 215,4                    | 08.05.2017       | 15:35 CEST         | 290,0 | 61 514 |
| 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 2Q'17:

|          |   |     |
|----------|---|-----|
| Kupuj    | 2 | 40% |
| Akumuluj | 2 | 40% |
| Trzymaj  | 0 | 0%  |
| Redukuj  | 1 | 20% |
| 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

#### 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 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.

**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 obciążona 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 jakiegokolwiek strategii inwestycyjnej 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 08.05.2017 roku (15:35 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 11.05.2017 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 08.05.2017 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 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 z zakresu bankowości inwestycyjnej.
- BDM otrzymuje wynagrodzenia od emitenta instrumentów finansowych z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.

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 zaistnieć 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.