



KRUK S.A.

1. Profil spółki

Podstawową działalnością Grupy Kapitałowej KRUK jest kompleksowe zarządzanie wierzytelnościami zakupionymi na własny rachunek (88% przychodów 2013 r.) oraz obsługa wierzytelności na zlecenie, tzw. inkaso (10% przychodów 2013 r.). Dodatkowo Grupa świadczy usługi pożyczkowe dla osób, które spłaciły swoje zobowiązanie wobec Grupy oraz udziela podmiotom trzecim informacji gospodarczej w ramach Rejestru Dłużników ERIF BIG. Grupa nabywa wierzytelności w trzech segmentach rynku: konsumenckim (niezabezpieczonym), korporacyjnym oraz zabezpieczonym hipotecznie. W segmencie inkaso Grupa oferuje: polubowny proces odzyskiwania wierzytelności, dochodzenie wierzytelności na drodze sądowej i egzekucyjnej, monitoring spłat należności, a także badanie wiarygodności osób i podmiotów gospodarczych. Głównymi klientami Grupy są banki. Nieprzerwanie od 2003 r. spółka współpracuje z 9 na 10 największymi instytucjami finansowymi w Polsce. Drugą największą grupą klientów są podmioty z branży telekomunikacyjnej. Podstawowym rynkiem działalności KRUKa jest Polska, gdzie jest jednym z wiodących podmiotów z ponad 15-letnią historią działalności. Grupa działa jeszcze w trzech innych krajach. Od 2007 r. obecna jest w Rumunii, w której obecnie jest numerem jeden w zakresie zakupu portfeli wierzytelności, a od 2011 r. prowadzi działalność w Czechach i na Słowacji.

Jako główną przewagę konkurencyjną Kruk wymienia innowacyjną strategię ugodową, którą kieruje się przy kontakcie z osobami zadłużonymi. Opiera się ona na dialogu z osobą zadłużoną i wspólnym dojściu do porozumienia, którego efektem będzie rozłożenie długu na raty dopasowane do możliwości finansowych osoby zadłużonej. Przedstawiciele spółki opisują tę strategię jako oferowanie produktu finansowego szytego na miarę dla danej osoby zadłużonej, któremu w ten sposób pomaga się wyjść z problemu zadłużenia. Spółka kładzie nacisk na traktowanie zadłużonego jako klienta, z którym zamierza współpracować. Jest to odmienne podejście od klasycznych strategii dochodzenia wierzytelności, które zakładają stanowczy nacisk na jak najszybszą spłatę całości długu przy zapowiedziach natychmiastowego skierowania spraw do sądu i dalej



do komornika. Według spółki strategia ugodowa przynosi większy poziom dotarcia do osób zadłużonych i kilkunastoprocentową wyższą skuteczność. Jej stosowanie skutkuje większą stabilnością i przewidywalnością wpływów gotówki z ugód, zwiększa efektywność kosztową w porównaniu do procesu sądowego, zwiększa dotarcie do osób zadłużonych oraz rozpoznawalność marki KRUK. Jednocześnie Grupa KRUK utrzymuje konsekwencje w podejściu do osób zadłużonych, które unikają kontaktu i nie chcą porozumieć się na drodze ugodowej. Skutecznymi narzędziami jest tutaj system sądowo-komorniczy oraz biuro informacji gospodarczej - Rejestr Dłużników ERIF.

Kolejnymi przewagami konkurencyjnymi spółki są:

- synergie wynikające z prowadzenia usług zarządzania wierzytelnościami na zlecenie oraz zakup portfeli wierzytelności od tych samych klientów (synergie sprzedażowe, operacyjne oraz dokładniejsza wycena portfela),
- wykorzystanie efektów skali m.in. do przeprowadzania masowych kampanii medialnych oraz rozwoju sieci doradców terenowych,
- zgromadzone doświadczenie przy prawie 2000 przeprowadzonych wycenach i ponad 300 zakupionych portfelach,
- udana ekspansja na trzy rynki zagraniczne w Rumunii, Czechach i na Słowacji,
- stabilny dostęp do finansowania dłużnego w oparciu o silną kondycję finansową Grupy (obligacje i kredyty bankowe).

KRUK kupuje portfele wierzytelności od 2002 r. Do końca 2013 r. zakupił portfele łącznie o wartości nominalnej 17,9 mld zł. W dziesięcioletniej historii obsługi własnych portfeli firma zgromadziła bazę 2,7 mln osób zadłużonych.

W skład Grupy Kapitałowej KRUK, oprócz spółki dominującej, wchodzi jeszcze dwanaście innych podmiotów. Zatrudnienie w Grupie na koniec 2013 r. wyniosło 2 335 osób.



Źródło: KRUK S.A.

Do najważniejszych podmiotów zależnych należą:

- Fundusze i spółki sekurytyzacyjne, które nabywają wierzytelności w Polsce, Rumunii, Czechach i na Słowacji
- Spółki zagraniczne - prowadzą działalność w Rumunii (KRUK România s.r.l.) oraz w Czechach i na Słowacji (KRUK Česká a Slovenská republika s.r.o.),
- Rejestr Dłużników ERIF BIG S.A. - przyjmuje, przechowuje i ujawnia dane o osobach zadłużonych i płatnikach. Stanowi platformę wymiany informacji gospodarczych, jedną z trzech największych tego typu baz w Polsce. Na koniec I kwartału 2014 roku w bazie ERIF znajdowało się ponad 1,8 mln spraw o łącznej wartości ponad 10 mld zł. Z jej oferty korzystają największe instytucje w kraju, w tym banki i przedstawiciele branży telekomunikacyjnej,
- Kancelaria Prawna Raven - zatrudnia prawie 400 osób i zapewnia obsługę sądową spraw prowadzonych przez Grupę Kapitałową oraz prowadzi doradztwo i obsługę prawną w procesach zarządzania wierzytelnościami,



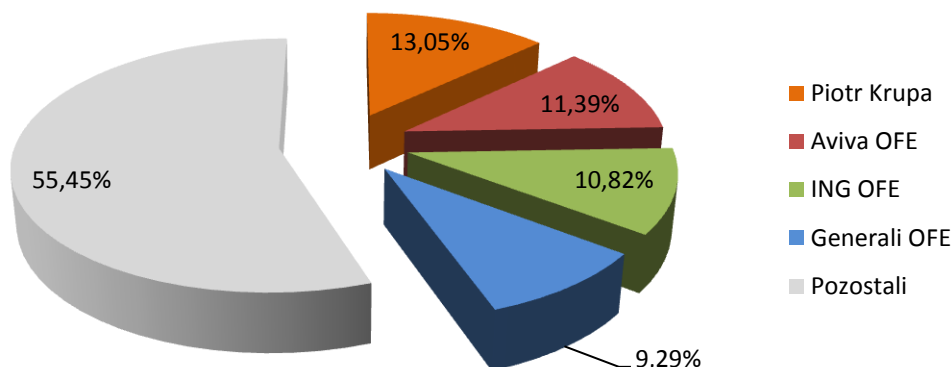
- KRUK Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. - spółka zarządzająca funduszami inwestycyjnymi Grupy KRUK: Prokura i Prokulus.

2. Akcjonariat

Największy pakiet akcji jest w posiadaniu Piotra Krupa - założyciela i obecnego prezesa firmy. Dysponuje on 13,05% wszystkich akcji. Trzej kolejni istotni akcjonariusze to inwestorzy finansowi. Są to kolejno: Aviva OFE (11,39%), ING OFE (10,82% razem z ING DFE) oraz Generali OFE (9,29%).

Zarząd posiada obecnie ok. 15% udziałów w KRUK S.A. W sporej części akcjonariuszami spółki są jej menedżerowie, objęci programami opcji menedżerskich. W ten sposób kluczowi pracownicy są dodatkowo związani ze spółką i zmotywowani nie tylko podstawowym wynagrodzeniem. Obecny program motywacyjny obejmuje ponad 80 osób. Nowy program na lata 2015-2019 zakłada powiększenie grona osób do 149.

Struktura akcjonariatu KRUK S.A.
na dzień 31.03.2014



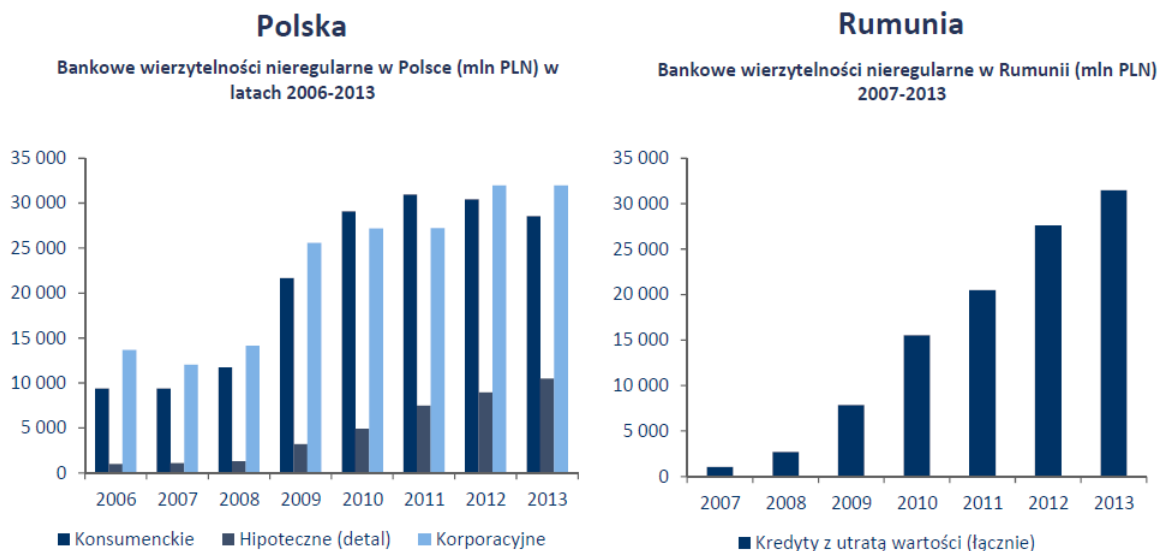
Źródło: KRUK S.A.



3. Analiza i perspektywy sektora/branży - pozycja spółki

Rynek zarządzania wierzytelnościami w Polsce i w większości krajów w Europie jest stosunkowo młodym i wciąż perspektywicznym sektorem rynku finansowego. Pierwsze transakcje na polskim rynku wierzytelności miały miejsce w 2003 r. Obecnie poza Polską spółka działa w Rumunii, Czechach i na Słowacji.

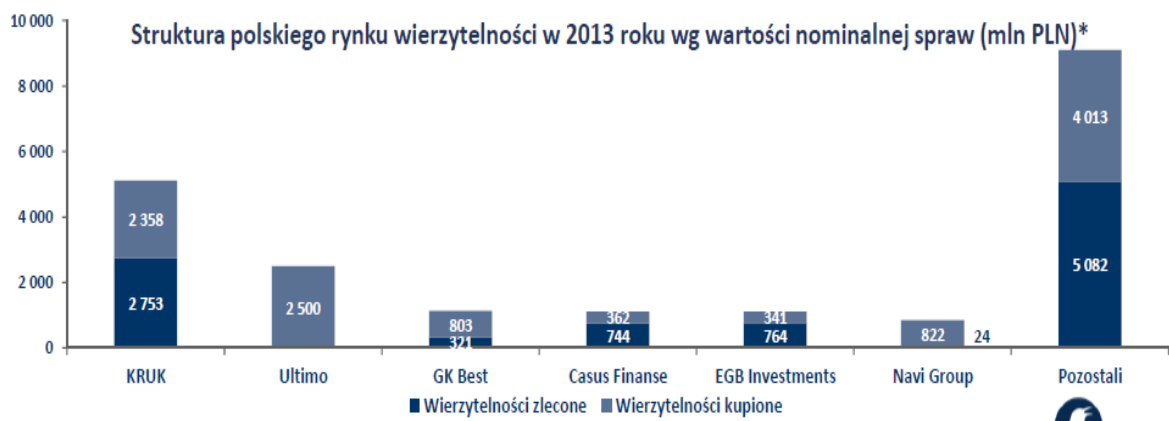
W Polsce KRUK posiada wiodącą pozycję zarówno w zakresie zakupu portfeli wierzytelności, jak też w zarządzaniu wierzytelnościami na zlecenie. Na rynku rumuńskim KRUK jest liderem na rynku zakupów wierzytelności z 49% udziałem. Współpracuje tam z 7 na 10 największymi bankami w zakresie zarządzania wierzytelnościami. Coraz mocniejszą pozycję zdobywa na rynku czeskim i słowackim. Jednym z ważniejszych czynników wpływających na wielkość rynku zarządzania wierzytelnościami będzie poziom nieregularnych wierzytelności w bankach (największy obecnie segment klientów) i innych dużych firmach obsługujących klientów masowych.



Źródło: KRUK S.A.



Wartość niespłacanych regularnie wierzytelności konsumenckich wobec banków w Polsce od 2010 r. utrzymuje się na stałym poziomie z tendencją do wzrostów. Segmentem o największym wzroście są wierzytelności hipoteczne, na które spółka już zwróciła uwagę i rozpoczęła na nim działalność. Według danych NBP w polskich bankach wartość konsumenckich nieregularnych wierzytelności na koniec 2013 r. wyniosła 28,6 mld zł, wobec 30,4 mld zł w 2012 r. i 32 mld zł w 2011 r. Ich spadek to efekt większej sprzedaży portfeli wierzytelności przez banki właśnie do takich firm jak KRUK. Kolejne dane pokazują, że z roku na rok rośnie wartość nominalna wystawianych na sprzedaż portfeli wierzytelności, których średnia cena zależy od jakości oferowanych spraw oraz poziomu konkurencji. W 2013 r. było to 11%, a w 2012 r. 14% wartości nominalnej. W Rumunii, na rynku mniej rozwiniętym bankowo od naszego, dynamika wzrostu nieregularne wierzytelności jest wyższa niż w Polsce. Dla porównania wartość nominalna sprzedawanych portfeli wierzytelności w Rumunii w 2013 r. miała wartość 2,4 mld zł (przy średniej cenie 10%), a w Polsce 9,4 mld zł (przy cenie 11%). W Czechach i na Słowacji bankowe wierzytelności nieregularne w ciągu ostatnich 4 lat utrzymują się na stałym poziomie.



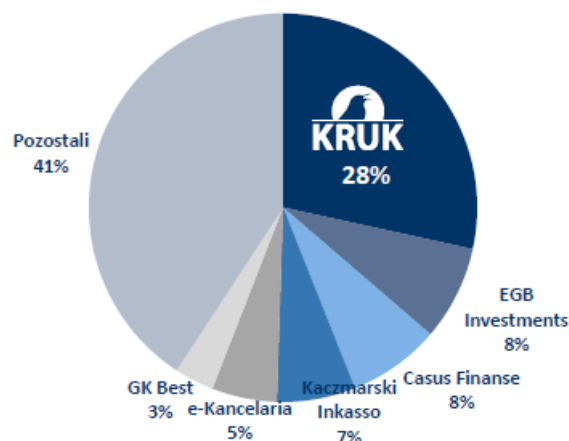
Źródło: KRUK S.A.



Powyższa grafika pokazuje największy udział Kruka w polskim rynku wierzytelności pod względem obsługi wierzytelności na zlecenie (2,75 mld zł w 2013 r.) oraz wierzytelności kupionych na „własny rachunek” (2,36 mld zł) łącznie. W 2013 r. Ostatni słupek obrazujący udział pozostałych firm pokazuje dość duże rozdrobnienie rynku zagospodarowane przez małe firmy, działające lokalnie lub w poszczególnych niszowych segmentach rynku wierzytelności.

W segmencie inkasa KRUK miał 2013 r. 28% udziału na polskim rynku. Udział firm z miejsca drugiego i trzeciego jest poniżej 10%.

Struktura polskiego rynku inkaso w 2013 roku



Źródło: KRUK S.A.

W 2013 r. wartość nominalna spraw konsumenckich przekazana przez polskie podmioty do zewnętrznej obsługi wyniosła 9,7 mld zł. Była to ta sama wartość jak w 2012 roku. KRUK utrzymał w 2013 r. ponad 20% udział w rynku zakupów i inkaso w regionie. Na rynku rumuńskim i polskim jest liderem w zakresie kupowania wierzytelności. Mierząc ten udział stosunkiem nakładów do wartości wierzytelności kupowanych było to odpowiednio 49% i 19%. Dla Czech i Słowacji jest to 8%.



4. Analiza wyników finansowych

Wybrane dane finansowe KRUK S.A. (tys. zł)	2012 r.	2013 r.	1q 2013 r.	1q 2014 r.
Przychody ze sprzedaży	342 992	405 611	95 921	120 117
Zysk z działalności operacyjnej	136 673	152 945	33 930	51 438
EBITDA	144 008	162 274	36 110	54 136
EBITDA gotówkowa	292 341	344 268	74 822	98 810
Zysk brutto	85 094	98 487	20 317	39 084
Zysk netto	81 194	97 754	19 738	39 982
Aktywa ogółem	943 948	1 162 825	1 014 131	1 423 020
Kapitał własny	317 632	415 555	339 596	458 823
Przepływy pieniężne z dział. operacyjnej	-54 488	-37 181	25 571	78 823
Przepływy pieniężne z dział. inwestycyjnej	-5 804	-7 527	-1 588	-737
Przepływy pieniężne z dział. finansowej	37 237	66 816	2 448	-44 160

Źródło: KRUK S.A.

Podstawową kwestią przy analizie rachunku zysków i strat w przypadku KRUKa jest zrozumienie, co ujmuje w sobie pozycja przychody ze sprzedaży. Głównym źródłem przychodów ze sprzedaży Grupy KRUK są przychody z tytułu nabytych pakietów wierzytelności oraz odzyskiwania wierzytelności na zlecenie. Na przychody z windykacji pakietów zakupionych składają się przychody odsetkowe wraz z przychodami z różnicy na wpłatach (różnica pomiędzy rzeczywistymi wpłatami a planowanymi) oraz aktualizacje wyceny pakietów wierzytelności, wynikające przede wszystkim ze zmiany szacunków dotyczących oczekiwanych wpływów pieniężnych związanych z danym pakietem. W przypadku usług inkaso w skład uzyskiwanych przychodów wchodzi głównie prowizje za odzyskanie wierzytelności przekazanych Grupie do obsługi.

Wartość rozpoznawanych przychodów ze sprzedaży rośnie z roku na rok, głównie w wyniku inwestycji w nowe portfele wierzytelności w trzech ostatnich latach.

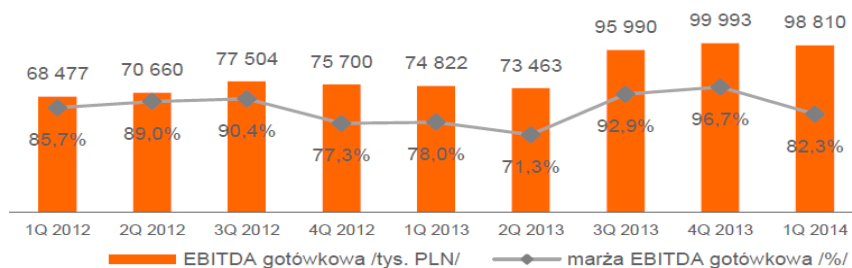


(mln zł)	2010 r.	2011 r.	2012 r.	2013 r.
Wartość nominalna zakupionych portfeli	2 164	4 469	3 585	3 791
Wartość nominalna zakupionych portfeli narastająco	6 072	10 542	14 126	17 917
Nakłady na portfele	194	569	309	367
Splaty od osób zadłużonych	198	341	451	538
Splaty od osób zadłużonych narastająco	612	954	1 405	1 943
Wartość godziwa nabytych portfeli	263	719	873	1 054

Źródło: KRUK S.A.

Wysoki poziom inwestycji w nowe portfele wierzytelności w ciągu ostatnich trzech lat (ponad 1,2 mld zł) spowodował 4-krotny wzrost wartości godziwej. Historia 9 lat pokazała, że relacja spłat do nakładów na portfele wyniosła 274%. Oznacza to, że Grupa KRUK statystycznie odzyskiwała w ciągu 9 lat średnio 274 zł z zainwestowanych 100 zł na portfel wierzytelności. Do końca 2013 r. KRUK odzyskał łącznie 1 943 mln zł z wierzytelności, które zakupił na własny rachunek.

Dobrym narzędziem do oceny efektywności działalności i zdolności generowania gotówki przez KRUKa jest tzw. EBITDA gotówkowa. Jest ona obliczana, jako wynik EBITDA + splaty na pakietach własnych - przychody z windykacji pakietów własnych. Wartość EBITDA-y gotówkowej można odnosić też do określenia siły zakupowej, kondycji finansowej, zdolności obsługi długu czy też określenia zdolności kredytowej.



Źródło: KRUK S.A.

Jak widać zarówno po EBITDA gotówkowej, zysku operacyjnym czy zysku netto,



w kolejnych okresach KRUK wykazuje stabilnie rosnący wzrost zyskowności. Rosnące przychody ze sprzedaży generują wzrost zysku netto, a marże na poszczególnych rodzajach zysków są utrzymywane na wysokich poziomach. Marża EBITDA w latach 2011, 2012 i 2013 wynosiła odpowiednio 37%, 42% i 40%. Z kolei marża na poziomie operacyjnym wynosiła adekwatnie 35%, 40% i 38%.

Za koszty ujęte w rachunku zysków i strat odpowiadają w większości koszty bezpośrednio związane z prowadzoną działalnością (pracownicy bezpośredni, koszty procesów zarządzania wierzytelnościami), a także koszty ogólne (wynagrodzenia i świadczenia na rzecz pracowników pośrednich i koszty administracyjne). Łącznie koszty ogólne to 40 mln zł w 2013 r..

Po przepływach pieniężnych widać, że spółka wygenerowane zyski i przepływy pieniężne reinwestuje w znacznej większości w nabywanie nowych portfeli wierzytelności i rozwój organiczny firmy. KRUK korzysta również z pozyskiwanego kapitału obcego w formie kredytów bankowych i obligacji, co widać również po strukturze bilansu.

W pierwszym kwartale 2014 r. wyniki finansowe Grupy KRUK okazały się rekordowe. Zysk netto wyniósł 40 mln zł i był wyższy o 103% wobec tego samego okresu rok wcześniej. Rekordowe w 1q2014 okazały się też nakłady na wierzytelności o wartości 269 mln zł. W tej kwocie 230 mln zł to wartość zakupu pakietu wierzytelności hipotecznych od Getin Banku. Wartość nominalna tego portfela to 710 mln zł. Wszystkie nabyte w tej transakcji wierzytelności są zabezpieczone. Transakcja zakupu wierzytelności hipotecznych przez KRUK-a jest otwarciem nowego, perspektywicznego segmentu rynku zarządzania wierzytelnościami, który dołączy do dotychczas rozwijanych segmentów wierzytelności konsumenckich i korporacyjnych. To pierwsza transakcja na tak dużą skalę w Polsce.

Wpływy z portfeli nabytych w 1q 2014 wyniosły 154 mln zł i były porównywalne z rekordowym 4q2013. EBITDA gotówkowa w 1q2014 wyniosła 98,8 mln zł. Spółka dobre wyniki określa jako efekt dobrych inwestycji popartych strategią ugodową i lepszą kondycją ekonomiczną gospodarstw domowych. Według zarządu nie bez znaczenia jest też wpływ prowadzonej na szeroką skalę w Polsce i w Rumunii kampanii medialno-edukacyjnej w mediach masowych, która ma na celu aktywizację osób zadłużonych i



zachęca je do spłaty zadłużenia.

Wybrane elementy bilansu KRUK S.A. (tys. zł)	31.03.2014r.
Aktywa trwałe	36 335
Rzeczowe aktywa trwałe	21 385
Inne wartości niematerialne	10 459
Aktywa obrotowe	1 386 685
Inwestycje	1 287 044
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	69 184
Kapitał własny	458 823
Zobowiązania długoterminowe	477 892
Zobowiązania z tytułu kredytów, pożyczek oraz inne zobowiązania finansowe	477 122
Zobowiązania krótkoterminowe	486 305
Zobowiązania z tytułu kredytów, pożyczek oraz inne zobowiązania finansowe	181 278
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe	280 694
Suma bilansowa	1 423 020

Źródło: KRUK S.A.

Po stronie aktywów za niemal całość majątku Grupy KRUK odpowiadają nabyte pakiety wierzytelności wycenione wartością godziwą poprzez wynik finansowy. Ten element aktywów miał wartość 1 287 mln zł (za zdecydowaną większość posiadanych wierzytelności odpowiadają konsumenckie kredyty bankowe). W jaki sposób powstaje wartość tej pozycji? Wyjściową wartość z końca poprzedniego okresu sprawozdawczego powiększa się o kwoty wydane na zakup nowych portfeli. Następnie odejmuje się wpłaty od osób z posiadanych wierzytelności ogółem w bieżącym okresie oraz dodaje przychody z windykacji pakietów nabytych (część odsetkowa i aktualizacja). Pozostałe czynniki wpływające na zmianę wartości tej pozycji mają znacznie mniejsze znaczenie. Specyfika działalności nie wymaga posiadania dużego majątku trwałego. Wartość środków pieniężnych na koniec 1q2014 w KRUKu wynosiła 69,2 mln zł.

Po stronie pasywów kapitał własny wynosił na koniec marca 2014 r. 458,8 mln zł. Pokrywał on 32% sumy aktywów. Kapitał obcy to przede wszystkim dług oprocentowany w postaci kredytów i obligacji. Wartość wyemitowanych obligacji na koniec marca 2014 r. wyniosła 555 mln zł. Powiększając tą kwotę o wartość zaciągniętych kredytów i pomniejszając o posiadane środki pieniężne uzyskamy wartość długu netto - 589 mln zł. Kwota ta zmniejszyła się w ciągu pierwszego kwartału tego roku z poziomu 652 mln zł.



W pozycji zobowiązania z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe kryje się m.in. płatność z opóźnionym terminem zapłaty za portfel wierzytelności od Getin Banku w kwocie 230 mln zł. Transakcja została zrealizowana w drugim kwartale. Na koniec marca 2014 r. dług netto do EBITDA gotówkowej wynosił 1,6. W ostatnim okresie sprawozdawczym KRUK powiększył dostępność linii kredytowych z przeznaczeniem na finansowanie zakupów portfeli wierzytelności. Łączny limit wynosi obecnie 470 mln zł, z czego do końca marca 2014 r. wykorzystał 90 mln zł.

W grudniu 2013., jako pierwsza firma z rynku zarządzania wierzytelnościami KRUK wyemitował obligacje skierowane do inwestorów indywidualnych na kwotę 15 mln zł. Zainteresowanie objęciem tych papierów dłużnych było duże. Redukcja wyniosła ponad 60%. Oprocentowanie wynosiło WIBOR 3M + 4% marży przy płatności odsetek w okresach kwartalnych. KRUK chciałby kontynuować emisję obligacji do inwestorów indywidualnych. Program emisji obligacji publicznych pozwala na emisję obligacji do kwoty 150 mln zł.

5. Ocena przyszłych wyników

W drugim kwartale 2014 r. spółka zapowiedziała rozpoznanie w wyniku dodatkowego zysku w kwocie 18,7 mln zł. Jest to efekt finalizacji transakcji sprzedaży wierzytelności z własnego portfela zabezpieczonego nieruchomością. Konsensus rynkowy zakłada osiągnięcie przez KRUKa 112 mln zł zysku netto w 2014 roku, co dawałoby wzrost o 14 mln zł wobec 2013 r. Przy osiągnięciu zysku zgodnego z konsensusem, zysk przypadający na akcję (EPS) wyniósłby 6,60 zł. Zarząd w odniesieniu do prognoz rynku stwierdził, że jest to „mało ambitny cel”. W samym pierwszym kwartale spółka osiągnęła 35% tej kwoty, a w drugim kwartale wspomniana transakcja wierzytelności korporacyjnej wygeneruje 18,7 mln zł. Dodatkowo w drugim półroczu tego roku jest rozpisanych wiele przetargów na portfele wierzytelności, a przy niższej konkurencji KRUK ma szansę na dobre transakcje i dalsze powiększanie wartości własnych portfeli (2. kwietnia 2014 r. kupił portfel wierzytelności od Santander Consumer Bank za 36,4 mln zł). Tym bardziej, że jest przygotowany na nie od strony finansowania (69 mln zł środków pieniężnych na koniec 1q2014, nowe, dostępne linie kredytowe oraz, jak twierdzi sama spółka,



odczuwalne zainteresowanie obligacjami ze strony inwestorów). Choć konkurencja na rynku zakupów portfeli wciąż jest duża, to Prezes Krupa zaobserwował niższe oferowane ceny w trakcie otwartych przetargów na nabycie portfeli wierzytelności przez firmy konkurencyjne w porównaniu do sytuacji z lat 2011-2012. Rynek inkaso jest bardziej konkurencyjny. Na rynku działa duża liczba podmiotów, a banki w jednym czasie współpracują z kilkoma z nich. Prezes twierdzi, że KRUK w dalszym ciągu jest w stanie osiągać dobre rezultaty w inkasie.

Transakcja nabycia portfela wierzytelności hipotecznych od Getin Banku otwiera spółce drogę na nowy segment rynku. Spółka liczy, że banki coraz częściej będą sprzedawały ten rodzaj wierzytelności. Prezes Krupa uważa, że KRUK ma odpowiednie zasoby organizacyjne i dostęp do finansowania, aby sprostać wyzwaniom nowego segmentu. Dodaje też, że wchodząc w wierzytelności hipoteczne zwiększa znaczenie spółki, jako partnera skutecznie wspierającego rozwiązywanie problemów nadmiernego zadłużenia osób posiadających nieregularnie spłacane kredyty hipoteczne. Z uwagi na charakterystykę hipotecznych wierzytelności (średnia wartość pojedynczej sprawy może sięgać ponad 300 tys. zł) nie można wykluczyć w kolejnych okresach dużych spłat, co może wpłynąć na wyniki kolejnych okresów sprawozdawczych.

Zgodnie ze wcześniejszymi zapowiedziami, KRUK będzie kontynuował ekspansję zagraniczną. Jeszcze w tym roku chce rozpocząć działalność na jednym, dużym rynku. Wcześniej prezes Krupa wymieniał Hiszpanię i Niemcy. Za tym drugim krajem przemawia mała odległość z Wrocławia, czyli miasta-siedziby spółki. Prezes mówił, że oba rynki są już mocno przeanalizowane przez spółkę. Dobre wyniki pierwszego kwartału 2014 roku dają spółce komfort pracy nad wejściem na nowe rynki.

Wprowadzenie instytucji e-sądu umożliwiło firmom windykacyjnym szybsze kierowanie spraw do windykacji sądowej. Wprowadzone nowe regulacje od 2013 r. zawężyły krąg spraw, które mogą być kierowane do e-sądu. Może wpływać to negatywnie na konkurencyjne firmy opierające proces windykacji głównie o e-sąd. W tym kontekście strategia prougodowa daje KRUKowi istotną przewagę konkurencyjną.

KRUK będzie kontynuował prowadzenie kampanii reklamowej ukierunkowanej na prougodową komunikację z dłużnikiem. Jak pokazały dotychczasowe wyniki, kampania z



pozytywnym przestaniem zwiększa współczynnik dotarcia do osób zadłużonych. Firma chce iść w tym zakresie dalej i zapowiada podejmowanie nowych działań mających na celu aktywizację osób zadłużonych. W ramach tych działań, Grupa chce dalej rozwijać sieć doradców terenowych. Ich zadaniem jest dialog i doradztwo dla osób zadłużonych mające na celu pomoc w wyjściu z pętli zadłużenia.

6. Analiza wskaźnikowa

Poniżej przedstawiono wybrane wskaźniki dla Grupy KRUK S.A.

Wybrane wskaźniki dla spółki KRUK S.A.	
Dług netto	589 mln zł
Dług netto / EBITDA gotówkowa	1,6
Dług netto / kapitały własne	1,3
ROA	8,3%
ROE	25,7%
Rentowność EBITDA	40%
Rentowność netto	27,4%
EPS	6,96 zł
C/WK	3,6
C/Z	14
Kapitalizacja (na dzień 02.06.2014)	1 648 mln zł

Zródło: Obliczenia własne na podstawie danych KRUK S.A.

Oprocentowane zadłużenie spółki wzrosło na koniec drugiego kwartału 2014 r., ze względu na zaksięgowanie długu na zakup portfela wierzytelności od Getinu. Przy uwzględnieniu tej transakcji stosunek długu netto do EBITDA będzie miał wartość ok. 2,0. Przy analizie bilansu w przypadku KRUKa warto też śledzić relację długu netto do kapitałów własnych, który na koniec marca 2014 r. przyjmował wartość 1,3 (w trakcie 2013 r. wahał się w przedziale 1,4-1,7). O ten wskaźnik oparte są obecnie kowenanty



obligacyjne spółki. W zakresie marżowości KRUK utrzymuje poszczególne wskaźniki rentowności na zbliżonym poziomie wobec poprzednich lat, nawet z lekką tendencją zwyżkową.

Zysk netto z ostatnich czterech kwartałów przypadający na jedną akcję wynosi 6,96 zł. Jest on już obecnie wyższy niż konsensus rynkowy dla całego roku 2014. Wskaźnik C/WK ma wartość 3,6. Oznacza to, że inwestorzy płacą 3,6 zł za 1 zł majątku pokrytego kapitałem własnym. Optymizm inwestorów może wynikać z oczekiwań do utrzymania wysokich dynamik wzrostu zysków. Wskaźnik C/Z ma wartość 14. Dla porównania wartości wskaźników rynkowych poniżej zaprezentowano wskaźniki dla zagranicznych spółek z grupy porównawczej z branży.

Spółki z branży	P/E	P/BV	ROE
Intrum Justitia AB	19,1	5,0	24,7%
Portfolio Recovery Associates, Inc.	15,5	3,1	20,3%
Arrow Global Group PLC	22,1	3,9	- *
KRUK S.A.	14,0	3,6	25,7%

**Arrow Global przeprowadził w 2013 roku publiczną emisję akcji - wskaźnik ROE nie jest miarodajny dla spółki*

Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych finansowych spółek na dzień 02.06.2014

Pod względem C/Z (P/E) KRUK ma najniższą wartość tego wskaźnika na tle porównywalnych trzech spółek. W zakresie C/WK (P/BV) tylko Portfolio Recovery Associates ma obecnie niższy wskaźnik (3,1). Z kolei pod względem ROE polska spółka prezentuje najwyższą rentowność netto kapitałów własnych (25,7%).

6. Analiza techniczna



Na wykresie akcji KRUKa dominuje od ponad roku wyraźny trend wzrostowy. Kurs „lubi” odpoczywać po zwyżkach w kanałach zniżkowych, z których 3-krotnie wychodził górą i kontynuował trend wzrostowy. Ostatni atak byków sforsował poziom oporu, jakim były historyczne maksima w cenach zamknięcia - okolice 92,50 zł. Obecnie poziomem oporu jest psychologiczny, okrągły poziom 100 zł. Negatywne sygnały dla kursu mogą powstać w momencie powrotu do kanału konsolidacji, a następnie po przebiceniu linii trendu wzrostowego. Są to odpowiednio poziomy 86 zł i 83 zł.



Źródło: <http://stoq.com>

Ostatnio wydane rekomendacje już osiągnęły poziomy ceny docelowej. Były one wydane przed publikacją wyników za pierwszy kwartał 2014 r. Zarówno po reakcji kursu akcji, jak i po wypowiedziach analityków w mediach można sądzić, że wyniki były powyżej ich oczekiwań. Kilka domów maklerskich ostatnie rekomendacje dotyczące KRUKa wydawało w pierwszej połowie zeszłego roku. Dlatego można oczekiwać aktualizacji ich raportów w niedalekiej przyszłości.

Data wydania	Autor	Rekomendacja	Cena w dniu wydania	Cena docelowa
--------------	-------	--------------	---------------------	---------------



2014-01-30	BZ WBK	"Trzymaj"	81,65 zł	85,2 zł
2014-03-27	DI Investors	"Akumuluj"	79 zł	90 zł

7. Podsumowanie raportu i wnioski

Grupa KRUK jest jedną z największych firm zarządzających wierzytelnościami w Europie Środkowej. Jest liderem w Polsce i Rumunii. Działa również w Czechach i na Słowacji. W samym 2013 r. spółka kupiła na własność bądź przyjęła tylko w tym roku do obsługi na zlecenie wierzytelności o wartości nominalnej 5,1 mld zł. Łączna wartość nominalna zakupionych portfeli wierzytelności w historii działalności firmy wynosi 17,9 mld zł.

W ostatnich 3 latach spółka utrzymuje wysokie poziomy rentowności. Przy założeniu utrzymania tej tendencji, wzrost wartości posiadanych portfeli (poprzez ich nabywanie) powinien generować rosnący wynik netto w kolejnych okresach. Dobrym narzędziem do mierzenia efektywności działalności spółki jest tzw. EBITDA gotówkowa. Jej wartość w każdym z ostatnich trzech kwartałów wynosiła prawie 100 mln zł. Przedstawiciele spółki podkreślają, że dobre efekty przynosi prougodowa strategia spółki wspomagana kampaniami reklamowymi w mediach masowych. Zarząd zapowiada też kontynuację ekspansji zagranicznej. Do końca roku zamierza rozpocząć działalność na dużym rynku - w Niemczech lub Hiszpanii.

Struktura aktywów pokazuje 90%-owy udział wartości inwestycji (portfeli wierzytelności) w sumie majątku. Jest to specyfika spółek z branży windykacyjnej, których wyniki zależą w dużej mierze od regularności spłat od osób zadłużonych. Na koniec 1q 2014 r. dług netto Grupy miał wartość 589 mln zł. W relacji do wyniku EBITDA-y gotówkowej z ostatnich czterech kwartałów wynosił 1,6.

W pierwszym kwartale 2014 r. Grupa KRUK osiągnęła zysk netto w kwocie 40 mln zł, co było wynikiem o 103% wyższym od porównywalnego okresu rok wcześniej. Istotnym wydarzeniem był zakup portfela wierzytelności hipotecznych od Getin Banku o wartości



nominalnej 710 mln zł za kwotę 230 mln zł. Prezes Krupa zapowiada w następnych okresach kolejne zakupy portfeli. Opierając się na wypowiedziach przedstawicieli zarządu i wynikach finansowych za pierwszy kwartał, istnieje duże prawdopodobieństwo, że w całym 2014 roku KRUKowi uda się osiągnąć zysk netto przekraczający konsensus rynkowy (112 mln zł).

Rafał Irzyński

Główny analityk SII

rirzynski@sii.org.pl

Autorzy niniejszej opinii nie są powiązani w żaden sposób z Emitentem. Inwestor powinien mieć na uwadze, że w ciągu ostatnich 12 miesięcy SII świadczyło usługi z zakresu relacji inwestorskich spółce Kruk S.A. Stowarzyszenie nie wyklucza także w przyszłości złożenia oferty świadczenia podobnych usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Treść powyższej analizy jest tylko i wyłącznie wyrazem osobistych poglądów jej autorów i nie stanowi rekomendacji w rozumieniu przepisów Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, lub ich emitentów (Dz. U. z 2005 r. nr 206, poz. 1715). Zgodnie z powyższym Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych oraz autorzy nie ponoszą jakiegokolwiek odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podejmowane na podstawie niniejszych komentarzy i analiz.