



Zapraszamy do zapoznania się z raportem analitycznym na temat **Grupy Kapitałowej KRUK S.A.** przygotowanym przez analityków Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych. Rozwój spółki śledzimy od 2014 roku, kiedy to w czerwcu wydaliśmy pierwszy raport i od tego momentu co roku przygotowujemy jego aktualizację. W tym okresie kurs akcji wzrósł z okolic 90 zł do 325 zł, czyli o ponad 260%, a w samych ostatnich 12 miesiącach zwyżki sięgnęły około 75%.

### Spis treści:

1. Podsumowanie najważniejszych informacji o spółce
2. Analiza rynku i pozycja Grupy KRUK S.A.
3. Analiza finansowa
4. Analiza bilansu i wskaźnikowa
5. Plany strategiczne i perspektywy
6. Ostatnie rekomendacje
7. Analiza techniczna
8. Podsumowanie raportu i wnioski

# KRUK

## 1. Podsumowanie najważniejszych informacji o spółce

- KRUK jest największym podmiotem z branży windykacyjnej w Polsce i jednym z największych w Europie. Celem spółki było wejście do Top3 firm zarządzania wierzytelnościami w Europie do końca 2019 roku. Cel udało się osiągnąć już w 2016 roku - pod względem zysku netto KRUK to trzecia największa firma giełdowa z branży w Europie. Obecnie długoterminową



wizją KRUKa, wykraczającą poza 2019 rok, jest zostanie największą na świecie spółką z branży pod względem kapitalizacji.

- Spółka działa na siedmiu rynkach. Ugruntowaną pozycję posiada w Polsce, Rumunii, Czechach i na Słowacji. Nowe rynki dla spółki to Niemcy (od 2014 roku) oraz Włochy i Hiszpania (od 2015 roku). Szczególnie duże nadzieje KRUK pokłada w rozwoju we Włoszech - jest to relatywnie młody rynek (pierwsze portfele zostały sprzedane dopiero kilka lat temu), a pod względem wielkości sprzedaży jest to już drugi rynek w Europie (na pierwszym miejscu plasuje się Wielka Brytania).
- W 2016 roku nakłady inwestycyjne na portfele wierzytelności wyniosły rekordowe 1,3 mld zł i dotyczyły wszystkich rynków, na których spółka jest obecna. Wartość nominalna obsługiwanego portfela wzrosła do 43 mld zł. W I kw. 2017 roku nakłady inwestycyjne wykazały znaczną poprawę rok do roku i wyniosły 213,5 mln zł (historycznie I kw. dla spółki był słabszy pod względem inwestycji, głównie ze względu na sezonowość). Spółka objęła portfele o łącznej wartości nominalnej 3,8 mld zł.
- Zarówno 2016 rok jak i I kw. 2017 roku były rekordowymi okresami pod względem wielkości spłat z pakietów własnych. Wyniosły one odpowiednio 992 mln zł (+20% rdr) i 309,3 mln zł (+42% rdr). Ponadto, w I kw. 2017 roku po raz pierwszy w historii spłaty z rynków zagranicznych były wyższe niż w Polsce.
- KRUK dokonał w grudniu 2016 roku emisji 1 mln akcji po cenie 215 zł, co pozwoliło na pozyskanie 215 mln zł na dalszy rozwój na rynkach zagranicznych.



- Rozwój zagraniczny w 2016 roku został wsparty przez przejęcia dwóch spółek: CreditBase International we Włoszech oraz Grupo Espand w Hiszpanii.
- KRUK dokonał aktualizacji strategii na lata 2015-2019, między innymi zakładając wzrost zysku na akcję (EPS) o przynajmniej 15% rocznie oraz utrzymanie zwrotu z kapitału własnego (ROE) powyżej 20%.
- Spółka od 2015 roku wypłaca dywidendę. W tym roku walne zgromadzenie akcjonariuszy podjęło decyzję o wypłacie 2 zł na akcję (przy obecnej cenie stopa dywidendy kształtuje się poniżej 1%). Dzień dywidendy został ustalony na 29 czerwca, a dzień wypłaty na 5 lipca 2017 roku. W 2016 roku dywidenda również wyniosła 2 zł, a jeszcze rok wcześniej 1,5 zł.

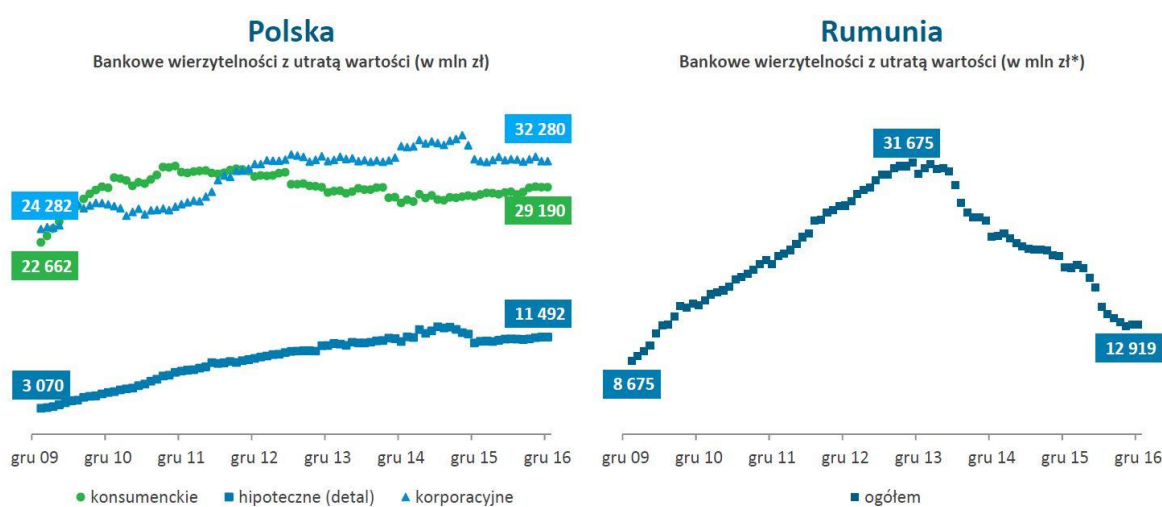
## 2. Analiza rynku oraz pozycja Grupy KRUK S.A.

KRUK generuje przeważającą część przychodów i zysków z wierzytelności zakupionych na własny rachunek (92,5% ogółu przychodów w 2016 roku). Spółka koncentruje się na nieregularnych wierzytelnościach konsumenckich, ale jest również obecna na rynku nieregularnych wierzytelności korporacyjnych i hipotecznych. Pod względem generowanych wyników finansowych dwa największe rynki dla spółki to obecnie Polska i Rumunia.

Na rynku polskim bankowe wierzytelności z utratą wartości utrzymują się na stabilnym poziomie. Największą pozycję stanowią nieregularne wierzytelności korporacyjne - 32,28 mld zł na koniec 2016 roku. Wysoką wartość osiągają również nieregularne wierzytelności konsumenckie - 29,19 mld zł. Do 2014 roku mocno rosły nieregularne wierzytelności hipoteczne, jednak ostatnie dwa lata to ustabilizowanie rynku na poziomie około 11,5 mld zł. Z kolei na rynku w Rumunii



kolejny rok z rządu kontynuowany jest trend spadku wartości bankowych wierzytelności z utratą wartości. Od szczytu w 2013 roku na poziomie 31,68 mld zł ich wartość spadła do 12,92 mld zł na koniec 2016 roku. Jednak za spadek w minionym roku odpowiadały przede wszystkim wierzytelności korporacyjne, a KRUK koncentruje działalność na wierzytelnościach detalicznych.



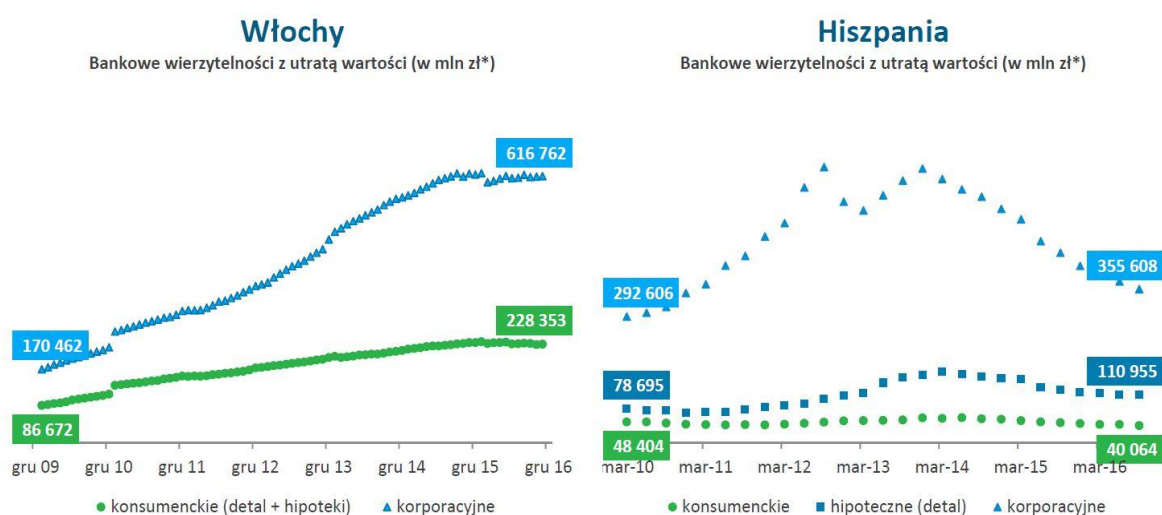
Źródło: KRUK S.A.

Łączna wartość wierzytelności nieregularnych w Czechach i na Słowacji wyniosła na koniec 2016 roku 25 mld zł. Od 3 lat na stabilnym poziomie utrzymuje się wartość nieregularnych wierzytelności konsumenckich i hipotecznych, a maleją wierzytelności korporacyjne. W Niemczech Deutsche Bundesbank nie ujawnia wierzytelności nieregularnych, jednak szacunki mówią o szkodowości na poziomie 3-3,5%, co przekłada się na szacunkową wielkość rynku około 300 mld zł (3-4 razy więcej niż w Polsce).

Bardzo dużym rynkiem wierzytelności nieregularnych są Włochy, w szczególności w segmencie wierzytelności korporacyjnych. Łączna wartość rynku na koniec 2016 roku wyniosła około 850 mld zł, czyli około 13% kredytów ogółem (powyżej średniej dla Unii Europejskiej - około 6%). Mocno rosły nieregularne wierzytelności



korporacyjne, które dopiero w 2016 roku ustabilizowały się na poziomie powyżej 600 mld zł. Baza wierzytelności detalicznych (zabezpieczonych i niezabezpieczonych) wyniosła około 230 mld zł. Z kolei w Hiszpanii wierzytelności nieregularne w sektorze bankowym wzrosły do około 510 mld zł na koniec 2016 roku przy szkodowości na poziomie około 10%. Największą część rynku stanowiły nieregularne wierzytelności korporacyjne - około 355 mld zł. Łącznie rynek włoski i hiszpański jest około 10-krotnie większy niż polski.

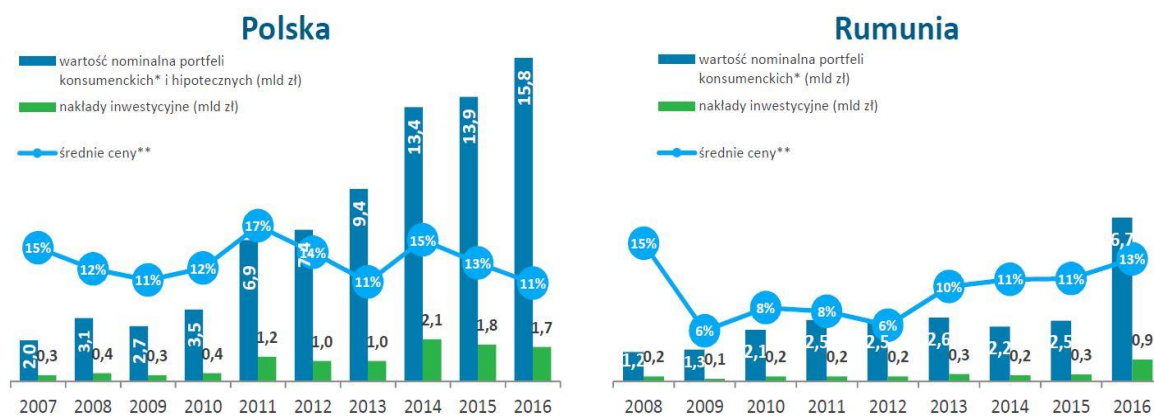


Źródło: KRUK S.A.

Oddzielną kwestią od wielkości rynku wierzytelności nieregularnych jest podaż wierzytelności, czyli skłonność instytucji finansowych do odsprzedawania przeterminowanych wierzytelności. W Polsce kolejny rok z rzędu podaż portfeli konsumenckich i hipotecznych zwiększyła się i wyniosła 15,8 mld zł (z tego 14,7 mld zł wierzytelności detalicznych niezabezpieczonych wobec 12 mld zł przed rokiem). Istotny udział w tym wzroście miała sprzedaż portfela P.R.E.S.C.O. na rynku wtórnym o wartości nominalnej 2,7 mld zł (KRUK brał udział w tej transakcji). Niewielką dynamiką charakteryzuje się podaż na rynku nieregularnych wierzytelności korporacyjnych, jednak spółka widzi potencjał do wzrostu tego



ryнку w przyszłości. W 2017 roku KRUK oczekuje ustabilizowania podaży w okolicach 12-13 mld zł w Polsce. Istotnie zwiększyła się również podaż wierzytelności konsumenckich na rynku rumuńskim - z 2,5 mld zł w 2015 roku do 6,7 mld zł w 2016 roku. Wzrost był efektem między innymi sprzedaży największego w historii rumuńskiego rynku portfela wierzytelności konsumenckich przez Grupę Eurobank o wartości nominalnej 2,6 mld zł (KRUK brał udział w tej transakcji we współpracy z Bankiem Światowym).



Źródło: KRUK S.A.

W Czechach i na Słowacji podaż wierzytelności konsumenckich wyniosła 1,7 mld zł wobec 1 mld zł w 2015 roku. Wzrost wynikał w dużej mierze z większej aktywności instytucji pozabankowych. Rynek niemiecki okazał się negatywnym zaskoczeniem dla spółki. Pomimo jego wielkości banki wykazują niską skłonność do sprzedaży wierzytelności, duży jest natomiast rynek inkaso. Włochy to duży i relatywnie młody rynek - pierwsze transakcje sprzedaży wierzytelności miały miejsce kilka lat temu. Obecnie pod względem podaży jest to drugi rynek w Europie, większa podaż charakteryzuje jedynie Wielką Brytanię. Z kolei Hiszpania jest jednym z największych co do wielkości nominalnej rynkiem w Europie pod względem sprzedaży niezabezpieczonych portfeli detalicznych.





Rynek usług zarządzania wierzytelnościami, czyli tak zwane inkaso, na dwóch głównych dla KRUKa rynkach pozostaje stabilny. W Polsce wartość nominalna przekazanych spraw była co prawda najwyższa od 2010 roku i wyniosła około 11,6 mld zł, jednak wzrost był spowodowany wzrostem średniej wartości spraw oraz rotowaniem tych samych spraw pomiędzy firmami zarządzającymi wierzytelnościami w ciągu roku. Wielkość rynku w Rumunii oscyluje wokół 4,5 mld zł, przy czym tamtejsze banki preferują obsługę wierzytelności w ramach wewnętrznych struktur oraz relatywnie szybką sprzedaż wierzytelności.



Źródło: KRUK S.A.

KRUK jest liderem na rynku polskim i rumuńskim. W 2016 roku spółka oszacowała swój udział w polskim rynku na 25%, czyli o 12 p.p. więcej niż w 2015 roku (nakłady spółki w relacji do nakładów całego rynku na portfele wierzytelności). Z kolei udział w rynku inkaso oszacowała na 34%, o 6 p.p. mniej niż przed rokiem (przyjęte przez spółkę sprawy w relacji do wartości nominalnej spraw przekazanych do inkaso). W Rumunii KRUK oszacował swój udział na 35% w 2016 roku wobec 37% rok wcześniej (udział w segmencie konsumenckim).



### 3. Analiza finansowa

Wybrane dane finansowe (tys. zł)	I kw. 2017 r.	I kw. 2016 r.	2016 r.	2015 r.	2014 r.
Przychody	254 228	160 675	783 398	611 235	487 920
EBITDA	125 253	73 488	362 561	264 919	219 519
EBITDA gotówkowa*	201 860	142 422	630 036	523 932	488 986
Wynik operacyjny	121 262	70 245	349 023	251 379	208 161
Wynik brutto	81 580	60 089	286 348	209 777	152 838
Wynik netto	80 116	60 910	248 663	204 227	151 736
Przepływy z działalności operacyjnej**	-45 306	24 171	-623 132	41 095	-61 729
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-2 247	-3 335	-74 043	-7 821	-7 776
Przepływy z działalności finansowej	-71 631	-92 535	823 816	36 923	104 792
Przepływy łącznie	-119 184	-71 699	126 641	70 197	35 287

\*EBITDA gotówkowa = EBITDA + spłaty na pakietach własnych - przychody z windykacji pakietów własnych

\*\*w przepływach operacyjnych uwzględniane są inwestycje w portfele wierzytelności

Źródło: KRUK S.A.

Jak pokazuje przedstawiona powyżej tabela KRUK od kilku lat regularnie poprawia wyniki finansowe. Mówiąc inaczej, każdy kolejny rok dla spółki jest rekordowy pod względem przychodów, zysków, czy też spłat z portfeli. Dynamiczny rozwój na przestrzeni ostatnich 10 lat obrazuje zestawienie przygotowane przez spółkę w prezentacji wynikowej za 2016 rok, zaprezentowane poniżej. W latach 2007-2016 średnioroczne tempo wzrostu przychodów wyniosło 32%, podczas gdy zysk netto rósł jeszcze szybciej, bo w tempie 45%. Pokazuje to, że KRUK nie tylko zwiększał skalę działalności, ale cały czas dbał o stronę kosztową i poprawiał generowane marże. W samym 2016 roku dynamiki wzrostowe były mniejsze od średniej, jednak wciąż można ocenić je jako wysokie. Warto pamiętać, że w wynikach za II kw. 2016 roku KRUK wykazał dodatkowe, wysokie koszty procesów sądowo-komorniczych i podatków o charakterze jednorazowym. Po I półroczu 2016 roku koszty z tytułu podatków i opłat wzrosły do 41,8 mln zł wobec





14,2 mln zł przed rokiem. Negatywny wpływ na zysk netto miało również rozliczenie podatku dochodowego - obniżyło wynik o 271 tys. zł, podczas gdy w I półroczu 2015 roku podwyższyło zaraportowany zysk o 1,7 mln zł (rozliczenie podatku odroczonego). Trzeba też zwrócić uwagę na zupełnie inną skalę działalności - w 2007 roku spółka osiągnęła 63,6 mln zł przychodów i obsługiwała wierzytelności o wartości nominalnej 4,7 mld zł (portfele nabyte), podczas gdy w 2016 roku było to odpowiednio 783,4 mln zł przychodów i wierzytelności o wartości 36,1 mld zł.

w mln zł	2007	2015	2016	zmiana rdr	CAGR 07-16		2007	2016	'16/'07
przychody	63,6	611,2	783,4	28%	32%	sprawy w obsłudze na koniec roku w mln szt. (portfele nabyte i inkaso)	1,1	5,0	4,5x
EBIT	11,5	252,9	349,0	39%	46%	nominał spraw w obsłudze na koniec roku w mld zł (portfele nabyte)	4,7	36,1	7,7x
EBITDA gotówkowa	34,2	525,2	630,0	20%	38%	skumulowane spłaty z portfeli nabytych w mln zł	157	4 480	-
zysk netto	8,7	204,3	248,7	22%	45%	Liczba pracowników***	751	3 268	4,4x

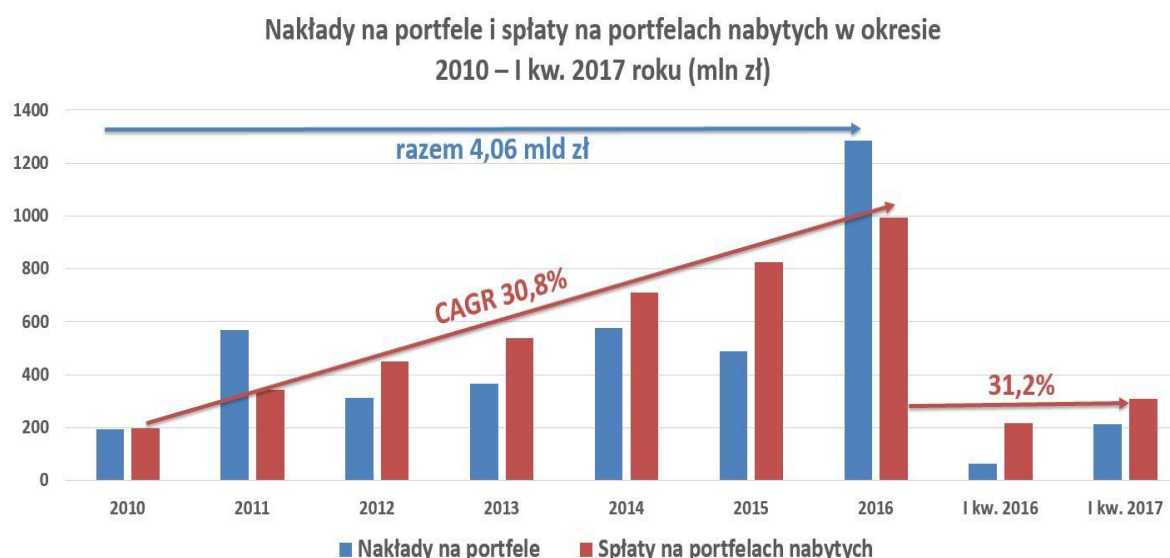
\*\*\*w tym pracownicy zatrudnieni na podstawie umowy o pracę oraz umów cywilnoprawnych

Źródło: KRUK S.A.

Najważniejsze dla operacyjnej działalności KRUKa są inwestycje w pakiety wierzytelności i spłaty z obsługiwanego portfela. Zarówno 2016 rok jak i I kw. 2017 roku były pod tym względem rekordowe. W latach 2011-2015 roczne wydatki KRUKa na pakiety wierzytelności wahały się od 300 mln zł do 600 mln zł, podczas gdy w 2016 roku wyniosły blisko 1,3 mld zł. Bardzo wysokie okazały się również nakłady w I kw., który z reguły wypadwał słabo pod tym względem (efekt sezonowości). Największą transakcją w I kw. 2017 roku był zakup od Banca IFIS niezabezpieczonych kredytów konsumenckich o łącznej wartości nominalnej wynoszącej 3,26 mld zł, przez co nakłady we Włoszech wyniosły 117 mln zł. Łączne nakłady w I kw. bieżącego roku na portfele wierzytelności wyniosły 213,5 mln zł.



Spłaty z nabytych portfeli wierzytelności rosną z roku na rok, co jest efektem dokonywanych przez spółkę inwestycji. Od 2010 roku spłaty wzrosły z blisko 200 mln zł do niemal miliarda złotych w 2016 roku, co przekłada się na średnioroczne tempo wzrostu spłat na poziomie 30,8%. W I kw. 2017 roku spółka odnotowała rekordowe spłaty na poziomie 309,3 mln zł, to jest o 12% więcej niż w IV kw. 2016 roku i o 43% więcej niż w I kw. 2016 roku. Jednocześnie spłaty te stanowiły 31,2% spłat osiągniętych w całym 2016 roku. Po raz pierwszy w historii spłaty z rynków zagranicznych były wyższe niż w Polsce, a spółka oczekuje utrzymania tego trendu wraz z dalszym rozwojem zagranicznym.

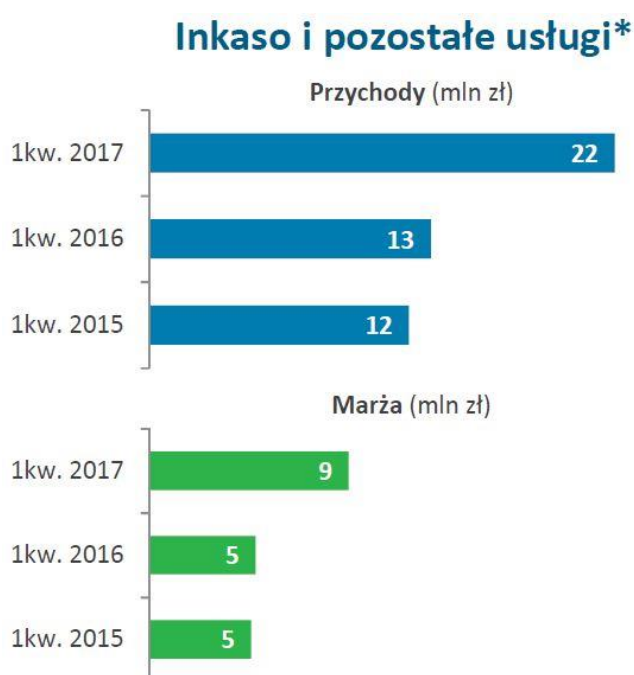


Źródło: opracowanie własne

W analizie wyników za 2016 rok trzeba szczególnie wziąć pod uwagę opisywane wcześniej zdarzenia jednorazowe w II kw. 2016 roku, które obniżyły wynik finansowy. Mimo tego, w całym 2016 roku KRUK zwiększył zysk netto o 21,8%, do 248,7 mln zł. Przychody spółki - 783,4 mln zł (+28,2% rdr), głównie pochodziły z Polski (423,8 mln zł, 54,1% wszystkich przychodów) i Rumunii (311,9 mln zł, 39,8%). Przechodząc do najnowszego raportu finansowego, w I kw. 2017 roku



spółka osiągnęła 254,2 mln zł przychodów, co jest wynikiem o 58,2% większym niż w analogicznym okresie roku poprzedniego. Struktura geograficzna była podobna co w 2016 roku, jednak istotny wzrost odnotowano we Włoszech, a przychody z tego kraju odpowiadały za 7,6% łącznych przychodów grupy. Zysk operacyjny wyniósł 121,3 mln zł (+72,6% rdr), a zysk netto 80,1 mln zł (+31,5%). Do poprawy wyników przyczyniły się dokonane przez spółkę inwestycje w pakiety wierzytelności, a także sprzyjająca sytuacja makroekonomiczna (silna pozycja gospodarstw domowych, zwiększenie dochodów rozporządzalnych, rekordowo niskie bezrobocie itp.). Na wyszczególnienie zasługuje Rumunia, której PKB wzrósł w I kw. 2017 roku o 5,7% rdr.

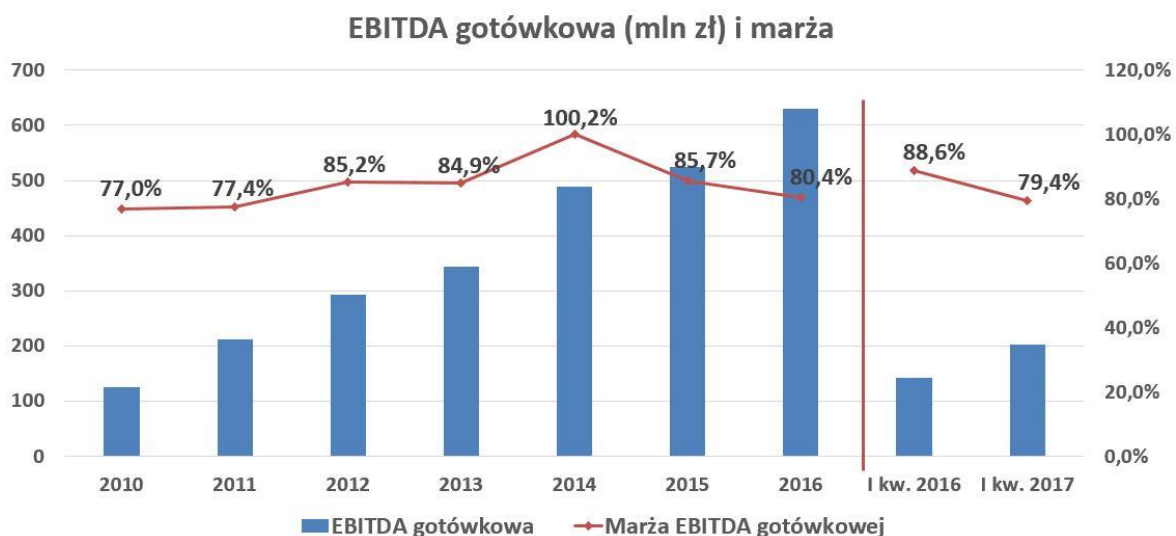


\*Biura Informacji Gospodarczej ERIF, produkty pożyczkowe Novum  
Źródło: KRUK S.A.

W I kw. 2017 roku warto zwrócić uwagę na poprawę w segmencie inkaso. W poprzednich latach wyniki tego segmentu utrzymywały się na stabilnych poziomach, podczas gdy w I kw. przychody zwiększyły się o prawie 70% rdr,



do poziomu 22 mln zł, a marża o około 80% rdr, do 9 mln zł. Było to efektem zakupu pod koniec 2016 roku spółki serwisowej w Hiszpanii. W tym miejscu warto wspomnieć o firmie pożyczkowej Novum (działa w Polsce i w Rumunii od 2016 roku) i ERIF Biuro Informacji Gospodarczej, które wchodzi w skład grupy kapitałowej KRUKa. Spółki te nie generują istotnych wyników na poziomie grupy (przychody Novum w 2016 roku wyniosły 16,8 mln zł, z czego 5,3 mln zł to wpływ zmiany metody rozpoznawania przychodów, a przychody ERIF BIG wyniosły 8,9 mln zł), jednak spółka zamierza dalej rozwijać te koncepty, a w przypadku Novum rozważa wejście na rynki zagraniczne (na razie tylko Polska). Ponadto, spółki te generują wysokie marże - w I kw. 2017 roku wyniosły odpowiednio 62% dla Novum i 68% dla ERIF BIG.



Źródło: opracowanie własne

Wskaźnikiem, który dość dobrze obrazuje rezultaty działalności operacyjnej KRUKa jest EBITDA gotówkowa. Jest ona liczona jako EBITDA powiększona o spłaty na pakietach własnych i pomniejszona o przychody z windykacji pakietów własnych. Jak pokazuje poniższy wykres EBITDA gotówkowa od wielu lat wykazuje tendencję wzrostową. W 2016 roku zwiększyła się ona o 20,3% rdr, do 630 mln zł,

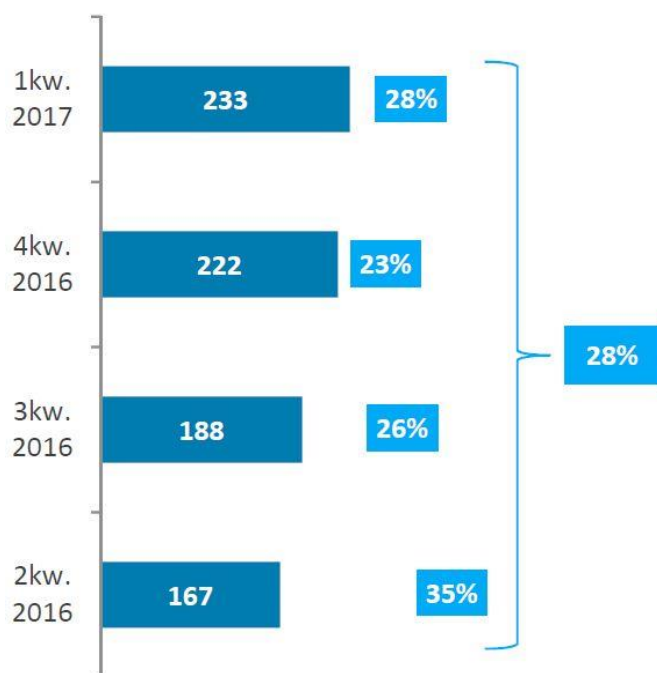


a w I kw. 2017 roku o 41,7% rdr, do 142,4 mln zł. Mankamentem może być tu zmniejszająca się od 2014 roku marża EBITDA gotówkowej, jednak mimo to wciąż utrzymuje ona wysoką wartość w okolicach 80%.

Efektywność operacyjną spółki można mierzyć wskaźnikiem kosztów do spłat. W ciągu ostatnich 12 zaraportowanych miesięcy jego wartość wyniosła 28%, z czego został on podwyższony w II kw. 2016 roku ze względu na omawiane dodatkowe koszty poniesione przez spółkę. Wskaźnik na poziomie 28% oznacza, że za każdą odzyskaną złotówkę spółka poniosła koszty na poziomie 28 groszy. Celem KRUKa jest utrzymanie tego wskaźnika w okolicach 25%-30%.

### Przychody z portfeli i koszty

(w mln zł i jako % spłat)



Źródło: KRUK S.A.

Przy analizie przepływów pieniężnych należy zwrócić uwagę na fakt, że przepływy pieniężne z działalności operacyjnej są korygowane o bilansową zmianę stanu



inwestycji w pakiety wierzytelności. W uproszczeniu można powiedzieć, że nakłady inwestycyjne spółki na nowe wierzytelności obniżają przepływy z działalności operacyjnej, stąd rachunek przepływów pieniężnych wskazuje na ujemne wartości tej pozycji. W prezentacjach wynikowych KRUK przygotowuje skorygowany RPP, przesuwając wydatki na zakup portfeli wierzytelności do działalności inwestycyjnej. Zgodnie z taką prezentacją przepływy operacyjne w I kw. 2017 roku wyniosły 123 mln zł wobec 107 mln zł przed rokiem, a w 2016 roku 572,1 mln zł wobec 464,7 mln zł.

#### 4. Analiza bilansu i wskaźnikowa

Wybrane dane bilansowe (tys. zł)	31.03.2017	31.12.2016	31.03.2016
<b>Aktywa</b>	<b>3 070 097</b>	<b>3 095 697</b>	<b>1 773 187</b>
Inwestycje	2 764 264	2 676 202	1 622 484
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	148 200	267 384	69 043
Wartość firmy	62 604	62 604	1 024
Rzeczowe aktywa trwałe	25 744	27 473	19 058
<b>Kapitał własny</b>	<b>1 317 511</b>	<b>1 237 504</b>	<b>853 707</b>
<b>Zobowiązania</b>	<b>1 752 584</b>	<b>1 858 191</b>	<b>919 480</b>
Zobowiązania z tytułu kredytów, pożyczek i inne	1 581 367	1 646 411	851 886
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe	136 322	169 248	41 176
Zobowiązania z tytułu świadczeń pracowniczych	37 386	34 396	26 037
<b>Suma bilansowa</b>	<b>3 070 097</b>	<b>3 095 697</b>	<b>1 773 187</b>

Źródło: KRUK S.A.

W bilansie KRUKa w ciągu ostatniego roku pojawiło się kilka zmian. Przede wszystkim w oczy rzuca się zwiększenie wartości aktywów o 73,1% rdr, które przekroczyły 3 mld zł na koniec I kw. 2017 roku. Było to efektem przeprowadzonych przez spółkę rekordowych inwestycji - bilansowa wycena





nabytych wierzytelności („Inwestycje”) zwiększyła się o 1,14 mld zł, do poziomu 2,76 mld zł. Do 62,6 mln zł zwiększyła się wykazywana wartość firmy, co miało związek z dokonanymi przejęciami we Włoszech i w Hiszpanii (Credit Base S.r.l. - 9,3 mln zł, Espand Soluciones de Gestion S.L. - 52,3 mln zł).

Przeprowadzone inwestycje spółka sfinansowała emisją akcji oraz nowym długiem. W grudniu 2016 roku KRUK przeprowadził emisję 1 mln nowych akcji po cenie 215 zł za akcję. Emisja została przeprowadzona w ramach przyspieszonej budowy księgi popytu i miała formę oferty prywatnej. Jak prosto wyliczyć, spółka pozyskała 215 mln zł brutto z tej operacji. Po emisji akcji struktura akcjonariatu nie uległa większym zmianom. W emisji wziął udział prezes spółki, Piotr Krupa, nabywając 50 tys. akcji, i dalej jest on jednym z największych akcjonariuszy - 10,43% głosów na walnym zgromadzeniu na dzień publikacji raportu za I kw. 2017 roku. Nieco więcej, bo do 10,63% głosów, swoje zaangażowanie w KRUKu zwiększył Aviva OFE. Największa zmiana nastąpiła w przypadku N-N PTE - spadek zaangażowania z 11,27% do 5,87% głosów. Ostatnim akcjonariuszem z udziałem powyżej 5% jest Generali OFE - 5,68%. Kapitał własny KRUKa w ciągu ostatnich dwunastu raportowanych miesięcy zwiększył się z 853 mln zł do 1,3 mld zł na koniec I kw. 2017 roku.

Większy przyrost spółka zanotowała po stronie kapitału obcego. Zobowiązania z tytułu kredytów, pożyczek i inne zwiększyły się o 85% rdr i wyniosły 1,58 mld zł. W 2016 roku spółka wyemitowała jedenaście serii obligacji o łącznej wartości nominalnej 833,3 mln zł, w tym jedna z serii dotyczyła emisji obligacji o wartości nominalnej 20 mln euro ze stałym oprocentowaniem 3% (obligacje trzyletnie). W maju bieżącego roku spółka dokonała kolejnej emisji obligacji o wartości 20 mln euro ze stałym oprocentowaniem 3,59% (obligacje pięcioletnie). Popyt ponad dwukrotnie przewyższył ofertę. Ponadto, spółka przygotowuje również



specjalne emisje obligacji dedykowane inwestorom indywidualnym. Ostatnia taka emisja miała miejsce w grudniu 2016 roku. Spółka pozyskała z niej 40 mln zł, stopa redukcji wyniosła 68%, a obligacje przydzielono 933 inwestorom.

Wybrane wskaźniki i dane finansowe	I kw. 2017 roku	2016 rok	2015 rok	2014 rok
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	0,57	0,6	0,57	0,61
Dług netto	1 433,2 mln zł	1 379 mln zł	794,3 mln zł	768,1 mln zł
Dług netto/kapitały własne	1,09	1,11	1,01	1,31
Dług netto/EBITDA gotówkowa	2,08	2,19	1,52	1,57
ROE	20,3%	20,1%	26,0%	25,9%
Rentowność netto	31,5%	31,7%	33,4%	31,1%

Źródło: KRUK S.A.

Patrząc przez pryzmat wskaźników widać, że KRUK trzyma poziom zadłużenia w ryzach. Wskaźnik ogólnego zadłużenia utrzymuje się na stabilnym poziomie w okolicach 0,6. Oznacza to, że spółka finansuje swoją działalność mniej więcej w 60% kapitałem obcym, a w 40% kapitałem własnym. Wskaźniki dług netto/kapitały własne i dług netto/EBITDA gotówkowa są dla spółki o tyle ważne, że ich dopuszczalny, maksymalny poziom jest określony w warunkach emisji obligacji. Dług netto/kapitały własne utrzymuje wartości powyżej jedności, przy czym obecnie jest niższy niż w 2014 roku, kiedy to wyniósł 1,31. Jego maksymalny poziom to 3,0 w większości emisji prywatnych lub 2,5 w emisjach o łącznej wartości nominalnej 280 mln zł. Wskaźnik dług netto/EBITDA gotówkowa wzrósł z 1,52 do 2,08. Wzrost ten wynika ze skokowego wzrostu zadłużenia (opisywanego powyżej) przy jednoczesnym stabilnym wzroście EBITDA. Maksymalny poziom z warunków emisji obligacji to 4,0. Przedstawione wartości są znacznie niższe od konwenantów, a sam ich poziom można uznać za bezpieczny. Prezes KRUKa, Piotr Krupa, powiedział: *ze wskaźnikiem długu netto do kapitałów własnych na poziomie 1,1x jesteśmy najmniej zadłużoną spółką w całej europejskiej branży.*



W 2016 roku widoczny jest znaczny spadek rentowności kapitałów własnych - z 26% do 20,1%. Wynika on jednak z omawianej emisji akcji, która istotnie zwiększyła wartość kapitałów własnych. Gdyby pominąć dodatkową emisję, ROE w 2016 roku wyniosłoby 24%. Od kilku lat KRUK utrzymuje stabilną rentowność biznesu powyżej 30%. W całym 2016 roku rentowność netto wyniosła 31,7%, a w samym I kw. 2017 roku 31,5%.

Wybrane wskaźniki rynkowe na dzień 26.05.2017	KRUK	Intrum Justitia AB	Hoist Finance
C/Z	21,0	14,6	16,1
C/WK	4,3	4,99	2,3
ROE	20,3%	37,9%	17,1%

Źródło: opracowanie własne, Yahoo Finance

Pod względem wskaźników rynkowych w grupie porównawczej dla KRUKa, spółka jest najwyższej wyceniana w relacji do osiąganego zysku netto - wskaźnik C/Z dla KRUKa wyniósł 21, podczas gdy w dwóch pozostałych spółkach oscyluje wokół 15. W przypadku wskaźnika C/WK KRUK znajduje się po środku ze wskaźnikiem na poziomie 4,3. Wyżej wyceniany jest Intrum Justitia AB - 4,99, a niżej Hoist Finance - 2,3 (spółka jednak działa na podstawie licencji bankowej i ma wymóg posiadania większego kapitału własnego). Na podstawie osiągniętej stopy zwrotu z kapitału własnego KRUK również plasuje się w środku zestawienia. Najwyższe ROE od kilku lat utrzymuje Intrum Jutitia AB. Za ostatnie 12 zaraportowane miesiące wyniosło ono 37,9%.

## 5. Plany strategiczne i perspektywy

Jak było już wspomniane w raporcie, dla dalszego rozwoju KRUKa najważniejsze są inwestycje w nowe portfele wierzytelności. Te zależą od dwóch czynników: podaży wierzytelności nieregularnych (skłonności banków do sprzedaży) oraz



możliwości inwestycyjnych spółki. Obydwie kwestie skomentował prezes KRUKa, Piotr Krupa, przy okazji publikacji wyników za I kw. 2017 roku. Komentarz został przytoczony poniżej.

*Nasza dywersyfikacja geograficzna nabiera rozpędu - instytucje finansowe w całej Europie przejawiają rosnącą skłonność do sprzedaży portfeli wierzytelności. Europejski Bank Centralny w ostatnich miesiącach sugerował, że jego priorytetem na 2017 roku będzie znalezienie rozwiązania dla problemu tak zwanych „złych długów”. Jest to konieczne, ponieważ ich wysokie poziomy grożą stabilności dla systemu bankowego na całym kontynencie. Jesteśmy gotowi na tę ofensywę. Nasze szerokie portfolio geograficzne i produktowe pozwala brać udział w licznych przetargach i dokonywać najlepszych inwestycji. Wsparciem jest też nasza efektywna struktura finansowania oraz miejsce w bilansie na kolejne inwestycje - powiedział Piotr Krupa.*

Tak jak było już wspomniane w rozdziale poświęconym otoczeniu branżowemu, w Polsce spółka oczekuje podaży w 2017 roku na poziomie 12-13 mld zł. W przypadku rynku polskiego trzeba zwrócić uwagę na bardzo dużą konkurencyjność - działa na nim bardzo wiele firm, w tym największe światowe podmioty z branży, co przekłada się na coraz wyższe ceny w przetargach. KRUK nie ukrywa, że w 2017 roku będzie koncentrował się na rynkach zagranicznych, a ich udział powinien dalej rosnąć w strukturze inwestycji, a także spłat z portfeli. Spółka poinformowała w maju o wygraniu przetargu w Rumunii na portfel wierzytelności korporacyjnych o wartości nominalnej 1,2 mld zł. Łączne nakłady na portfele w 2017 roku mogą wynieść około 1 mld zł.

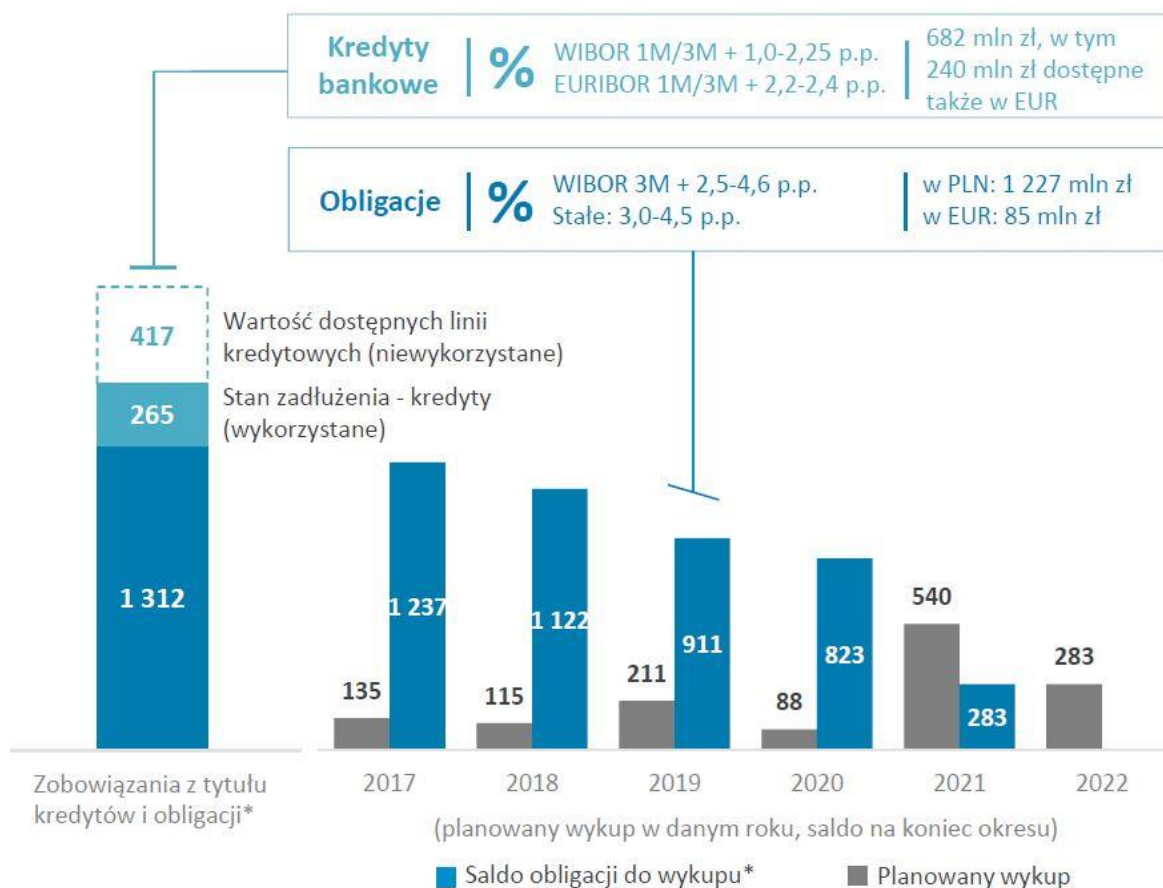
Głównym kierunkiem rozwoju mają być Włochy. Co ciekawe, spółka już wyszczególniła ten kierunek geograficzny jako trzeci segment operacyjny (obok Polski i Rumunii). Rynek ten jest bardzo duży, dopiero w fazie powstawania. Jeśli



spółce uda się na nim zaistnieć i ugruntować swoją pozycję to w niedalekiej przyszłości może on być motorem napędowym dalszego wzrostu i poprawy wyników. Jeśli KRUK odniesie sukces to nie wyklucza, że nakłady na portfele we Włoszech mogą być wyższe niż w Polsce. Warto też zaznaczyć, że przed wejściem na nowy rynek KRUK dokonuje analizy, badając między innymi potencjalny sposób przyjęcia prougodowej strategii spółki. We Włoszech spółka spotkała się z pozytywnym odzewem rynku, zarówno instytucji finansowych jak i osób zadłużonych. Trzeba jednak mieć na uwadze, że pełne wdrożenie strategii może mieć miejsce dopiero pod koniec 2017 roku, kiedy spółka rozbuduje swoje struktury (obecnie działa poprzez zewnętrznych serwisantów).

Przypomnijmy, że KRUK wyróżnia się swoją prougodową strategią windykacji długów. Spółka stosuje indywidualne podejście do każdej sprawy i proponuje rozłożenie zadłużenia na dogodne raty, które są dopasowane do możliwości finansowych klienta. *Z całą pewnością jesteśmy pionierem. W tej chwili nie widzimy firmy, która stosowałaby to samo, prougodowe podejście do osób zadłużonych w zachodniej części Europy* - podsumował Piotr Krupa.

Wracając do możliwości inwestycyjnych, struktura pasywów i poziom zadłużenia zostały opisane w rozdziale poświęconym analizie bilansu. Krótko podsumowując, pozycję finansową KRUKa można ocenić jako silną i spółka nie powinna mieć problemu z pozyskaniem środków na dalsze inwestycje. Dość dobrze obrazują to sukcesy kolejnych emisji obligacji, na które zgłaszany jest zawsze wysoki popyt. Ponadto, spółka ma również dostęp do linii kredytowych o wartości 680 mln zł (z tego 417 mln zł jeszcze niewykorzystanych).



\*w wartościach nominalnych

Źródło: KRUK S.A.

Na inwestycje KRUK może również przeznaczyć środki pozyskane z działalności operacyjnej - prowadzony biznes generuje wysokie przepływy pieniężne. W latach 2005-2016 wskaźnik spłat do nakładów wyniósł 342%, co oznacza, że z każdej zainwestowanej złotówki spółka odzyskała 3,42 zł. KRUK oszacował, że skumulowana wartość spłat z portfeli posiadanych na koniec 2016 roku wyniesie 5,04 mld zł, z czego 1,14 mld zł wpłynie do spółki w 2017 roku.

W 2016 roku KRUK zaktualizował strategię na lata 2015-2019. Dwa zidentyfikowane cele finansowe to wzrost wskaźnika EPS (zysk netto na akcję) co najmniej o 15% rocznie i utrzymanie ROE powyżej 20%. W perspektywie





wykraczającej poza okres strategii KRUK chce zostać spółką o największej kapitalizacji spośród wszystkich spółek giełdowych z branży na świecie. Poza tym, KRUK chce dalej rozwijać biznes na już istniejących rynkach (grafika poniżej), a także rozważa wejście na kolejne rynki zagraniczne, jednak raczej dopiero po 2017 roku.

Obecne linie biznesowe		Polska	Rumunia	Czechy	Słowacja	Niemcy	Hiszpania	Włochy	...	...
Zakup portfeli wierzycelności	Konsumenckie	●	●	●	●	◐	◐	◐	○	○
	Hipoteczne	●	●	○	○	○	○	○		
	Korporacyjne /MŚP	●	●	○	○	○	◐	○		
Inkaso		●	●	●	●	◐	●	◐		
Pożyczki konsumenckie		●	◐							
Informacja gospodarcza		●	○	○	○	○	○	○		

- Pełna aktywność operacyjna    
 - Niepełna aktywność/ Operacje w trakcie budowy    
 - Planowane uruchomienie operacji / Planowane badanie potencjału

Źródło: KRUK S.A.

Największym zagrożeniem dla spółki jest pogorszenie warunków makroekonomicznych, głównie zmniejszenie dochodów gospodarstw domowych. Na razie jednak dane płynące z gospodarek napawają optymizmem - chociażby przytoczony wzrost PKB w Rumunii w I kw. 2017 roku o 5,7% rdr, czy wzrost PKB w Polsce w tym samym okresie o 4% rdr. Wraz z postępującą ekspansją zagraniczną KRUK ponosi coraz większe ryzyko walutowe, które może negatywnie wpłynąć na raportowane zyski. Jednak operacyjnie to ryzyko jest mniejsze - spółka nie ma potrzeby realnej wymiany spłat na złotówkę, a inwestycje w pakiety wierzycelności i reinwestycje dokonuje w tej samej walucie, w której otrzymuje spłaty. Ważnym czynnikiem ryzyka są zmiany w prawie, które mogą mieć wpływ



na biznes. KRUK na bieżąco monitoruje aktualnie proponowane zmiany i będzie dostosowywał swoje procesy do zmieniających się wymogów. Wreszcie ryzykiem jest prougodowy model biznesowy, który może nie przyjąć się na nowych rynkach zagranicznych. Spółka odpowiada na to ryzyko, przeprowadzając najpierw badanie rynku.

## 6. Ostatnie rekomendacje

Data rekomendacji	Cena docelowa jednej akcji	Zalecenie	Instytucja
Maj 2017 roku	347,00 zł	kupuj	J.P. Morgan
Maj 2017 roku	320,10 zł	akumuluj	DM BDM
Kwiecień 2017 roku	290,00 zł	kupuj	Trigon DM
Marzec 2017 roku	294,00 zł	kupuj	J.P. Morgan
Marzec 2017 roku	301,00 zł	kupuj	Erste Group
Marzec 2017 roku	242,90 zł	neutralnie	Haitong Bank
Luty 2017 roku	294,00 zł	kupuj	WOOD
Styczeń 2017 roku	260,00 zł	trzymaj	PKO BP

Za rosnącymi wynikami finansowymi KRUKa podąża kurs akcji, a także wyceny analityków. Większość wydanych rekomendacji w 2017 roku to zalecenie *kupuj*, a cena docelowa oscyluje wokół 300 zł za akcję. Warto zwrócić uwagę na rekomendację J.P. Morgan, który w marcu wycenił akcje KRUKa na 294 zł, a dwa miesiące później podwyższył wycenę do 347 zł, czyli o 18%. Jednocześnie jest to obecnie najwyższa rekomendacja dla spółki.



## 7. Analiza techniczna



Źródło: Stooq.pl

Historyczne maksimum kurs akcji KRUKa wyznaczył 15 maja bieżącego roku. Maksymalna cena transakcji w tym dniu wyniosła 325 zł co, po przeprowadzonej emisji akcji, przełożyło się na 6 mld zł kapitalizacji. Podczas rocznej rewizji indeksów KRUK zastąpił Bogdanę w indeksie WIG30.

Technicznie kurs akcji spółki znajduje się w trendzie wzrostowym niemal od debiutu w 2011 roku. W marcu cena wybiła szczyty w okolicach 250 zł i zwyżkowała na nowe historyczne maksima. Silnym wsparciem dla notowań pozostają wybite szczyty, na poziomie których przebiega obecnie linia trendu wzrostowego, zapoczątkowana w 2013 roku.



## 8. Podsumowanie raportu i wnioski

KRUK jest branżowym liderem w Europie Środkowej. W 2016 roku został trzecią pod względem zysku netto spółką giełdową z branży w Europie. Zważywszy na dynamiczny rozwój naturalnym kolejnym krokiem jest dążenie do bycia numerem jeden. Trzeba przyznać, że KRUK nie spoczywa na laurach - wizją spółki jest zostanie największą spółką giełdową na świecie pod względem kapitalizacji. Przyczynić się ma do tego kontynuacja ekspansji zagranicznej. Spółka postawiła na Włochy - młody rynek europejski (pierwsze transakcje sprzedaży wierzytelności nieregularnych miały miejsce dopiero kilka lat temu), który pod względem podaży plasuje się na drugim miejscu w Europie. KRUK nie wyklucza, że inwestycje w tym kraju mogą szybko przewyższyć nakłady realizowane w Polsce (dotychczas największy rynek dla spółki). Poza tym spółka rozwija się w Hiszpanii - te dwa rynki są razem 10-krotnie większe od polskiego. Stwarza to warunki do kontynuacji dynamicznego rozwoju, który trwa już od wielu lat.

Spółka posiada silną sytuację finansową, zarówno pod względem osiągniętych wyników finansowych, generowania gotówki z biznesu, jak i finansowania. W latach 2007-2016 średnioroczne tempo wzrostu przychodów wyniosło 32%, zysku operacyjnego 46%, a zysku netto 45%. Zyski rosły szybciej niż przychody, co pokazuje, że KRUK nie tylko zwiększał skalę działalności, ale cały czas dbał o stronę kosztową i poprawiał generowane marże. W I kw. 2017 roku spółka osiągnęła 254,2 mln zł przychodów (+58,2% rdr), 121,3 mln zł zysku operacyjnego (+72,6%) i 80,1 mln zł zysku netto (+31,5%). Do poprawy wyników przyczyniły się dokonane przez spółkę inwestycje w pakiety wierzytelności, a także sprzyjająca sytuacja makroekonomiczna.



W 2016 roku KRUK po raz kolejny osiągnął rekordowe spłaty z obsługiwanych portfeli, które zbliżyły się do 1 mld zł. W I kw. 2017 roku wyniosły one 309,3 mln zł i pierwszy raz w historii spłaty z rynków zagranicznych były wyższe niż w Polsce. Wszystko to działo się przy rekordowych inwestycjach - w 2016 roku spółka przeznaczyła blisko 1,3 mld zł na zakup pakietów wierzytelności. W 2017 roku inwestycje mogą kształtować się w okolicach 1 mld zł.

KRUK nie powinien mieć problemu z pozyskaniem kapitału na dalsze inwestycje, o czym świadczy jego bilans. Wskaźnik dług netto/kapitały własne przyjął na koniec I kw. 2017 roku wartość 1,1, co powoduje, że spółka jest najmniej zadłużoną w całej europejskiej branży. Ponadto, wskaźniki zadłużenia kształtują się znacznie poniżej wartości maksymalnych wynikających z konwenantów określonych w warunkach emisji obligacji. W końcu, spółka z powodzeniem plasuje na rynku kolejne emisje obligacji, a także z sukcesem zakończyła emisję akcji przeprowadzoną w grudniu 2016 roku.

Wśród głównych czynników dalszego rozwoju należy wymienić otoczenie makroekonomiczne, zmiany prawne, ryzyko walutowe i przyjęcie unikatowego, prougodowego modelu biznesu. Na moment obecny dane płynące z gospodarek napawają optymizmem (na przykład wzrost PKB w Polsce o 4% rdr w I kw. 2017 roku, czy w Rumunii o 5,7% rdr). Jeśli chodzi o zmiany prawne - KRUK na bieżąco monitoruje aktualnie proponowane zmiany i będzie dostosowywał swoje procesy do zmieniających się wymogów. Ryzyko walutowe przepływów pieniężnych jest w części naturalnie zabezpieczane poprzez dokonywanie inwestycji i finansowanie w walucie, w której spółka otrzymuje spłaty od klientów. Przed wejściem na nowy rynek, spółka dokonuje jego analizy, a we Włoszech spotkała się z pozytywnymi opiniami na temat prougodowej strategii



windykacji. Pomimo tego, największym ryzykiem dalszego rozwoju są właśnie Włochy, szczególnie, że oczekiwania względem tego rynku są bardzo duże.

## Adrian Mackiewicz

Doradca inwestycyjny (571), Dyrektor działu analiz

[amackiewicz@sii.org.pl](mailto:amackiewicz@sii.org.pl)

--

*Autorzy niniejszej Analizy nie są powiązani w żaden sposób z Emitentem. Niniejsza Analiza powstała w związku z umową zawartą z Grupą Kapitałową KRUK S.A., obejmującą swoim zakresem przygotowanie raportu analitycznego. W ciągu ostatnich 12 miesięcy SII świadczyło również inne usługi z zakresu relacji inwestorskich Grupie Kapitałowej KRUK S.A. Ponadto Stowarzyszenie nie wyklucza złożenia oferty świadczenia takich usług Emitentowi w przyszłości.*

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