



Zapraszamy do zapoznania się z aktualizacją raportu analitycznego na temat **Grupy Kapitałowej KRUK S.A.** przygotowanym przez analityków Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych. Rok 2017 okazał się dla KRUKa pełen wyzwań. Jak Spółka sobie z nimi poradziła i jak przedstawiają się perspektywy na kolejne okresy? Na te pytania postaramy się odpowiedzieć w niniejszym raporcie.

Spis treści:

1. Podsumowanie najważniejszych wydarzeń w ostatnim roku
2. Analiza otoczenia Grupy KRUK S.A.
3. Analiza finansowa
4. Analiza bilansu i wskaźnikowa
5. Plany strategiczne i perspektywy
6. Analiza techniczna
7. Podsumowanie raportu i wnioski

KRUK

1. Podsumowanie najważniejszych wydarzeń w ostatnim roku

- Spłaty z nabytych portfeli wierzytelności w 2017 roku wyniosły 1,37 mld zł i były o 37,9% wyższe niż w 2016 roku. W I kw. 2018 roku spłaty sięgnęły 362,4 mln zł, co było wynikiem o 17,2% wyższym rdr.
- W 2017 roku KRUK przeznaczył na zakup portfeli wierzytelności blisko 1 mld zł wobec rekordowych dotychczas inwestycji w 2016 roku, które wyniosły prawie 1,3 mld zł. W I kw. 2018 roku Spółka zainwestowała 125,4 mln zł, nabywając portfele o łącznej wartości nominalnej 600 mln zł.



Spółka poinformowała również o zakupie dwóch portfeli bankowych w Polsce o łącznej wartości nominalnej 700 mln zł, które zostaną wykazane w wynikach za II kw. 2018 roku.

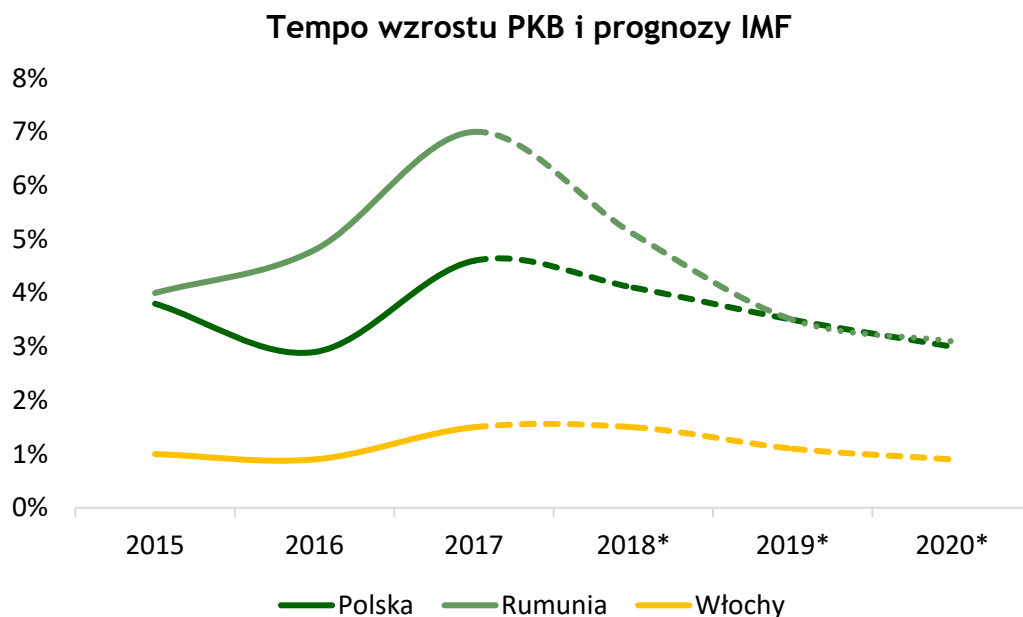
- W ujęciu rocznym Spółka poprawia raportowane wyniki finansowe. Na wyniki najlepiej spoglądać w ujęciu rocznym, gdyż w poszczególnych kwartałach mogą wystąpić wahania. Przykładem są IV kw. 2017 roku i I kw. 2018 roku, w których odnotowano niższe zyski w relacji rok do roku. Natomiast EBITDA gotówkowa systematycznie rośnie (choć w ostatnich kwartałach tempo jej wzrostu zmalało).
- Spółka wypłaciła dywidendę z zysku za 2017 rok w wysokości 5 zł na akcję (na dywidendę przeznaczono 94 mln zł), czyli 2,5 razy więcej niż rok temu (2 zł na akcję).
- 2017 rok stał pod znakiem ekspansji zagranicznej, szczególnie na budowaniu biznesu we Włoszech. Spółka odnotowała przejściowe trudności na tym rynku, których efektem były znaczne odpisy na portfelach w IV kw. 2017 roku. Obecnie Spółka intensywnie inwestuje w rozwój procesów we Włoszech. Solidne zwyczajki spłat zostały odnotowane na głównych rynkach dla KRUKa, czyli w Polsce i Rumunii.
- Zgodnie z najnowszymi oczekiwaniami i analizą prawną efektywna stopa podatkowa KRUKa powinna oscylować w okolicach 8-12%. W latach 2016-2017 wyniosła ona odpowiednio 13,2% oraz 11,9%.
- Spółka utrzymuje jedno z najniższych poziomów zadłużenia w swoim sektorze na świecie. Na koniec I kw. 2018 roku wskaźnik długu netto do kapitałów własnych wyniósł 1,1, a długu netto do EBITDA gotówkowej 2,0.
- KRUK jest gotowy na odkupienie wierzytelności od GetBacku, gdyby te były na sprzedaż. Jak powiedział Michał Zasepa, członek zarządu KRUKa, Spółka



jest gotowa nawet na odkupienie wszystkich portfeli konkurenta, po uprzednim due diligence i ocenie ryzyka.

2. Analiza otoczenia Grupy KRUK S.A.

W ostatnim roku nie wystąpiły istotne zmiany w otoczeniu Spółki. Widoczna jest kontynuacja tendencji opisywanych w raporcie sprzed roku. Dlatego poniżej skupimy się na podsumowaniu najważniejszych w naszej opinii trendów.



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych IMF

Kluczowe rynki dla KRUKa to Polska, Rumunia i Włochy. Do oceny gospodarek tych krajów wykorzystamy podstawowy wskaźnik makroekonomiczny, jakim jest PKB. W ostatnich latach na szczególne wyróżnienie zasługuje Rumunia, której tempo wzrostu PKB w 2017 roku wyniosło 7% i było jednym z najwyższych na świecie. Zgodnie z prognozami Międzynarodowego Funduszu Walutowego (IMF) perspektywy dalszego wzrostu tej gospodarki pozostają pozytywne. W tempie



powyżej 3% powinna także rosnać gospodarka polska w kolejnych latach. Z kolei tempo wzrostu PKB Włoch ma oscylować wokół 1%. Wzrost PKB pozytywnie wpływa na poziom spłat z portfeli wierzytelności, więc prognozy IMF są korzystne dla dalszego rozwoju KRUKa.

Przechodząc do analizy branży, poniżej w tabeli podsumowaliśmy trendy widoczne na rynkach, na których działa KRUK.

Polska	<ul style="list-style-type: none">• Wartość nieregularnych wierzytelności konsumenckich utrzymuje się na poziomach około 30 mld zł;• W 2017 roku instytucje sprzedały portfele wierzytelności o łącznej wartości 18,8 mld zł, co było najwyższą wartością w historii. Największy udział miały wierzytelności konsumenckie niezabezpieczone (10,7 mln zł wobec 14,7 mld zł rok temu), jednak to wzrost sprzedaży wierzytelności korporacyjnych i SME przyczyniły się do wzrostu rynku (7 mld zł wobec 0,8 mld zł w 2016 roku);• W ocenie Zarządu KRUKa, średnie ceny sprzedaży pakietów wierzytelności osiągnięte w 2017 roku były istotnie wyższe niż w poprzednich latach. W obecnym otoczeniu konkurencyjnym Spółka oczekuje odwrócenia trendu cenowego;
Rumunia	<ul style="list-style-type: none">• Rumunia to drugi rynek dla Spółki. Udział portfeli zakupionych w Rumunii wyniósł 27% w wartości bilansowej na koniec 2017 roku;• W 2017 roku instytucje sprzedały pakiety wierzytelności o łącznej wartości nominalnej 8,8 mld zł, porównywalnie jak rok temu (8,9 mld zł). W strukturze sprzedaży mocno wzrosły pakiety wierzytelności korporacyjnych i SME (5,2 mld zł wobec 2,3 mld zł rok temu), a portfele wierzytelności konsumenckich niezabezpieczonych wyniosły 3 mld zł wobec 4,8 mld zł przed rokiem;• KRUK nie zaobserwował istotnych odchyłeń w przypadku cen pakietów wierzytelności względem osiągniętych wyników w przeszłości;• W 2018 roku oczekuje się, że rynek będzie kształtował się na podobnym poziomie;
Włochy	<ul style="list-style-type: none">• KRUK rozpoczął działalność na rynku włoskim w 2015 roku. Dzisiaj jest to trzeci rynek dla Spółki. Na koniec 2017 roku udział portfeli zakupionych we Włoszech wyniósł 17% w wartości bilansowej;• Włochy, pomimo że są młodym rynkiem, pozostają jednym z największych w Europie. Spółka oszacowała, że w 2017 roku sprzedano na tym rynku pakiety o łącznej wartości około 270 mld zł;



-
- Spółka oczekuje, że w kolejnych latach powinna utrzymywać się wysoka podaż ze strony włoskich instytucji finansowych;
 - Na rynku panuje duża konkurencja, dodatkowo wspierana przez perspektywy dynamicznego wzrostu rynku w najbliższych latach;

Pozostałe rynki

- KRUK działa również w Hiszpanii, Niemczech, Czechach i Słowacji. Łączny udział portfeli zakupionych w tych krajach wyniósł na koniec 2017 roku 9% wartości bilansowej. Z perspektywy całej Grupy Kapitałowej rynki te nie generują istotnych wyników finansowych;
- Hiszpania: rynek zakupów niezabezpieczonych portfeli detalicznych jest jednym z największych co do wielkości nominalnej rynkiem w Europie. Spółka spodziewa się, że w kolejnych okresach podaż portfeli może wzrosnąć (m.in. przez zaostrzające się regulacje, wprowadzane przez Hiszpański Bank Centralny);
- Niemcy: rynek niemiecki od lat charakteryzuje się niewielką zmiennością. Spółka szacuje, że ceny za portfele w 2017 roku mogły wzrosnąć nawet o 20% względem 2016 roku;
- Czechy i Słowacja: w 2017 roku podaż wierzytelności istotnie wzrosła (4,8 mld zł wobec 1,7 mld zł rok temu), jednak było to spowodowane przede wszystkim sprzedażą wszystkich aktywów jednej z firm pożyczkowych. W przypadku pozostałych wierzytelności, podaż była na zbliżonym poziomie. Spółka oczekuje stabilnej podaży wierzytelności bankowych oraz rosnącej liczby przetargów ze strony instytucji pozabankowych;

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych KRUK S.A.

Omawiając otoczenie branżowe w Polsce trudno uciec od tematu problemów finansowych jednego z konkurentów KRUKa, czyli GetBacku. Wydaje się jednak, że nie powinien on negatywnie odbić się na Spółce. Inwestorzy mogą obawiać się o utrudniony dostęp do finansowania obligacjami. Jednak KRUK w najbliższych okresach zamierza finansować się głównie kredytem bankowym - Spółka ma dostęp do linii kredytowych o łącznej wartości blisko 1,7 mld zł, z czego 75% może być wykorzystane w walucie euro. Ma także długą historię działalności (w tym roku obchodzi 20-lecie), solidną historię finansową (m.in. w ciągu ostatnich 10 lat średnioroczne tempo wzrostu zysku netto wyniosło 42%), a także jedne z najniższych w branży wskaźniki zadłużenia. Ponadto, można sobie wyobrazić sytuację, w której GetBack może się ratować poprzez sprzedaż nabytych portfeli



wierzytelności, a KRUK potwierdził, że byłby zainteresowany nawet wszystkimi aktywami konkurenta i posiada zdolność do sfinansowania takiej transakcji. Wreszcie zniknięcie z rynku firmy, która agresywnie skupowała pakiety wierzytelności, może spowodować spadek cen, czego oczekuje KRUK.

KRUK oczekuje zwiększenia nakładów w Polsce w dalszej części roku, przede wszystkim dzięki racjonalizacji poziomu konkurencji oraz rosnącej podaży portfeli ze strony banków i innych instytucji finansowych - przedstawiła Spółka w prezentacji wynikowej za I kw. 2018 roku. W I kw. bieżącego roku KRUK zainwestował w Polsce 125,4 mln zł, nabywając portfele o łącznej wartości nominalnej 600 mln zł. Spółka poinformowała również o zakupie dwóch portfeli bankowych w Polsce o łącznej wartości nominalnej 700 mln zł, które zostaną wykazane w wynikach za II kw. 2018 roku.

Na koniec kilka istotnych spraw związanych z otoczeniem prawnym w Polsce. Jak regularnie komunikuje Spółka na bieżąco śledzi ona zmiany w prawie i odpowiednio wcześniej stara się reagować oraz komunikować je rynkowi. KRUK od dłuższego czasu informował, że spodziewa się stopniowego wzrostu efektywnej stopy podatkowej do około 19%. W tym wypadku Spółka dokonała odpowiedniej reorganizacji aktywów wymaganej prawem i na stan przygotowywania raportu oczekuje się, że efektywna stopa w kolejnych latach będzie oscylować wokół 8-12%.

Kolejną istotną zmianą, która prawdopodobnie zostanie wprowadzona w życie (na obecnym etapie została uchwalona przez Sejm), jest skrócenie czasu przedawnienia wierzytelności z 10 lat do 6 lat. Spółka poinformowała, że jest gotowa na tę zmianę i większość kosztów wynikających z dostosowania się do niej została już poniesiona i uwzględniona w wynikach finansowych (na przykład koszty sądowe). Zmiana ta może również wpłynąć na zwiększoną podaż ze strony



banków, które na skutek skrócenia czasu przedawnienia wierzytelności mogą być skłonne do sprzedaży nowych pakietów.

W procedowaniu są także inne ustawy, jak choćby zmiany w ustawie o komornikach sądowych i egzekucji, czy w Kodeksie Postępowania Cywilnego, jednak Spółka jest przygotowana do ich zaimplementowania, a obecne propozycje nie powinny w istotny sposób przełożyć się na prowadzony biznes i jego koszty.

Można jeszcze wspomnieć o zmianach w prawie rachunkowym. KRUKa głównie dotkną zmiany związane z MSSF 9, które wpłyną na sposób wyceny pakietów wierzytelności. Do tej pory, portfele nabyte przed 2014 rokiem Spółka wyceniała według metody wartości godziwej, a pakiety wierzytelności nabyte od 2014 roku metodą zamortyzowanego kosztu. Zgodnie z nowym standardem MSSF 9 wszystkie wierzytelności, które wcześniej były wyceniane i wykazywane w bilansie metodą wartości godziwej zostaną wycenione metodą zamortyzowanego kosztu od 1 stycznia 2018 roku. Zmiana ta ma charakter czysto księgowy i nie wpłynie istotnie na bieżącą i przyszłą działalność oraz raportowane wyniki finansowe.



3. Analiza finansowa

Wybrane dane finansowe (tys. zł)	I kw. 2018r.	I kw. 2017r.	2017r.	2016r.	2015r.
Przychody	285 331	264 128	1 055 453	783 398	611 235
EBITDA	125 000	135 115	439 449	362 561	264 919
EBITDA gotówkowa*	222 951	201 822	836 616	630 036	523 932
Wynik operacyjny	119 954	131 124	420 771	349 023	251 379
Wynik brutto	89 494	116 926	335 184	286 348	209 777
Wynik netto	90 690	115 493	295 198	248 663	204 227
Przepływy z działalności operacyjnej**	75 193	-45 232	-223 365	-623 132	41 095
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-1 496	-2 247	-19 520	-74 043	-7 821
Przepływy z działalności finansowej	-41 705	-71 631	148 784	823 816	36 923
Przepływy łącznie	31 992	-119 110	-94 101	126 641	70 197

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

**W przepływach operacyjnych uwzględniane są inwestycje w portfele wierzytelności

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych KRUK S.A.

Analizując wyniki roczne KRUKa widać, że od wielu lat Spółka systematycznie zwiększa przychody oraz zyski. W tabeli powyżej przedstawiono jedynie dane od 2015 roku, jednak w perspektywie ostatnich 10 lat średnioroczne tempo wzrostu (CAGR) przychodów wyniosło 32%, a zysku netto 42%. KRUK wyróżnia trzy źródła przychodów działalności operacyjnej: przychody z obsługi portfeli wierzytelności własnych, z usług windykacyjnych (inkaso, windykacja na zlecenie) oraz innych produktów i usług (m.in. pożyczki NOVUM, ERIF BIG). Najważniejsze są te pierwsze, które odpowiadają za ponad 90% łącznych przychodów i zysków, dlatego to na ich analizie się skupimy. W tym miejscu dodamy jedynie, że pozostała działalność generuje stabilne wyniki, dodatnio kontrybuując do wyniku całej Grupy.

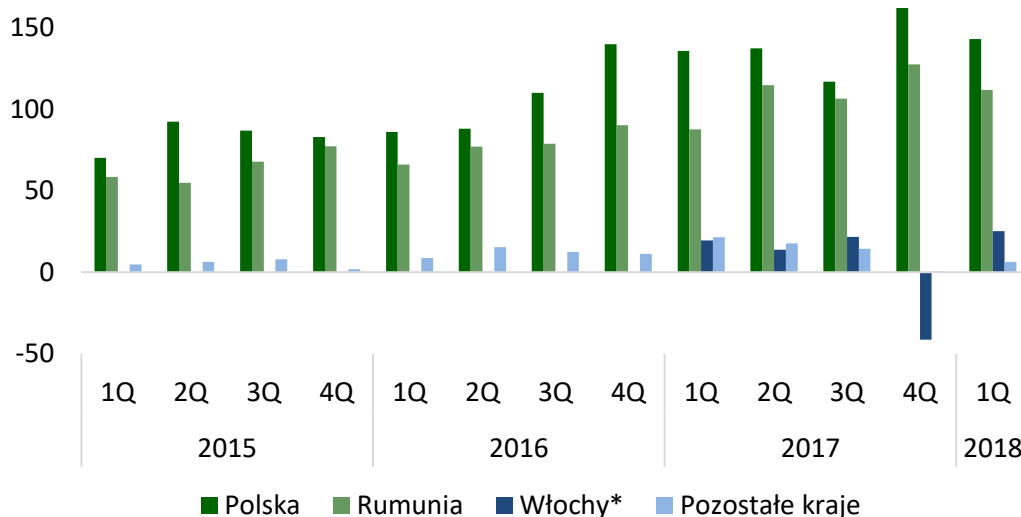
Głównymi rynkami dla KRUKa są Polska i Rumunia - łącznie te dwa rynki generują ponad 90% przychodów. W tym miejscu warto zauważyć, że w ostatnich kwartałach pozytywnie wyróżnia się Rumunia. Przychody z tego kraju w III i IV kw.



2017 roku oraz w I kw. 2018 roku wzrosły rok do roku o odpowiednio 35%, 41,5% i 27,8%, podczas gdy w Polsce w analogicznym okresie dynamiki wyniosły 6,3%, 15,9% i 5,3%. W samym IV kw. ubiegłego roku na wynikach Grupy ciążyły odpisy na pakietach wierzytelności we Włoszech, co przełożyło się na ujemne przychody z tego kraju na poziomie 41,4 mln zł (zgodnie z przyjętymi zasadami rachunkowości aktualizacje są odnoszone na przychody z pakietów wierzytelności). Pomimo trudności na włoskim rynku, w I kw. 2018 roku KRUK zwiększył przychody w tym kraju o 29,9% rdr, osiągając 25,2 mln zł. Spółka dokonała także odpisów na portfelach w Hiszpanii i Niemczech, co przełożyło się na wyniki segmentu „Pozostałe kraje” w IV kw. 2017 roku i I kw. 2018 roku.

Warto także zauważyć, że pomimo opisywanych powyżej trudności, w całym 2017 roku przychody operacyjne KRUKa wyniosły 1,06 mld zł i były wyższe o 34,7% niż w 2016 roku.

Struktura geograficzna przychodów



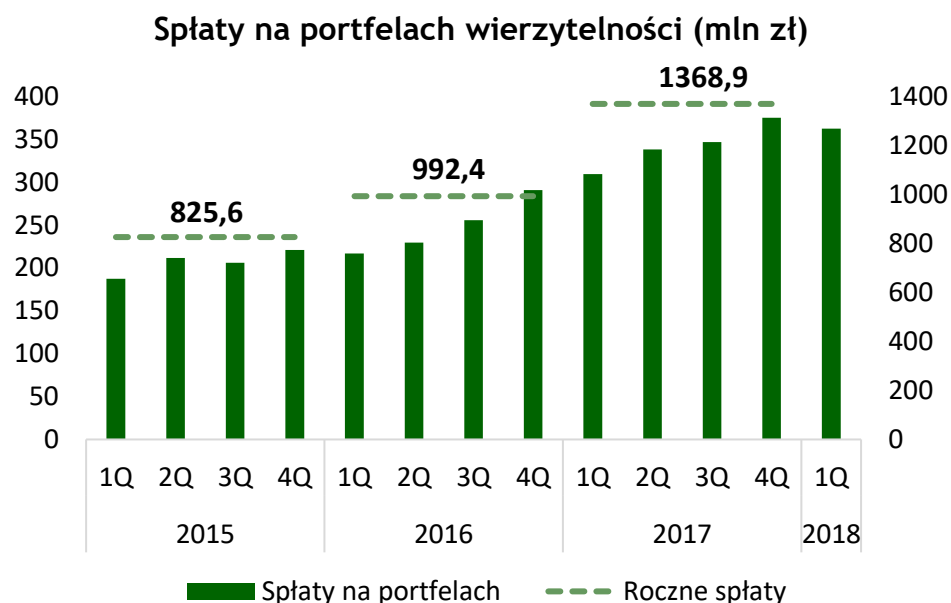
*Działalność we Włoszech została rozpoczęta w 2015 roku. Wydzielenie segmentu nastąpiło od 2017 roku, wcześniej przychody zaliczane do segmentu „Pozostałe kraje”.

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych KRUK S.A.



Przechodząc do spłat z portfeli, czyli jednego z kluczowych wskaźników dla Spółki, można zauważyć, że spłaty systematycznie rosną, co pokazuje poniższy wykres. Dotychczas najwyższe spłaty odnotowano w IV kw. 2017 roku - 374,9 mln zł. W całym 2017 roku wyniosły one 1,37 mld zł (+37,9% rdr), co oznacza, że ich średnia miesięczna wartość przekroczyła 100 mln zł. Pomimo że w relacji kwartał do kwartału spłaty w I kw. 2018 roku były nieco mniejsze i wyniosły 362,4 mln zł, to już w porównaniu do I kw. 2017 roku okazały się o 17,2% wyższe.

KRUK poinformował, że w 2017 roku ponad połowa spłat pochodziła spoza Polski. W I kw. 2018 roku Spółka odnotowała wysokie spłaty ze swoich głównych rynków (Polska i Rumunia), a także odnotowała rosnący strumień z nowych rynków, przede wszystkim Włoch.



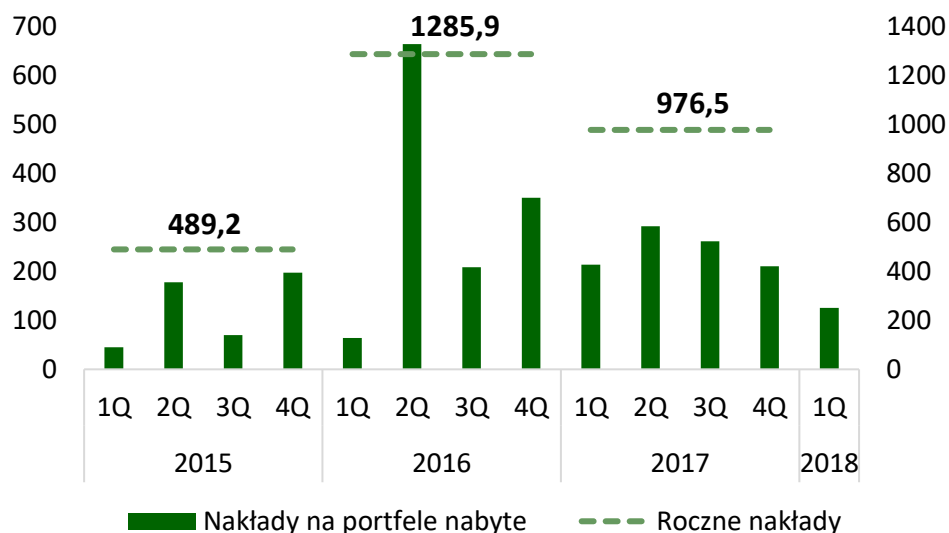
Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych KRUK S.A.

Trudno analizować wysokość spłat w oderwaniu od inwestycji w nowe pakiety wierzytelności. Jak pokazuje poniższy wykres, dotychczas rekordowym rokiem był 2016, w którym KRUK wydał blisko 1,3 mld zł na zakup nowych pakietów



wierzytelności. W 2017 roku inwestycje były niższe i wyniosły blisko 1 mld zł. Jednak wciąż jest to bardzo wysoka wartość, w szczególności w porównaniu do 2015 roku, kiedy to Spółka zainwestowała prawie 0,5 mld zł. W I kw. 2018 roku nakłady wyniosły 125,4 mln zł, jednak nie uwzględniają one portfeli z dwóch wygranych w marcu przetargów w Polsce o łącznej wartości nominalnej 728 mln zł. Spółka utrzymuje relatywnie wysokie nakłady we Włoszech, które w 2017 roku były najwyższe spośród wszystkich krajów, w których KRUK prowadzi działalność, i wyniosły 287 mln zł.

Inwestycje w portfele wierzytelności (mln zł)



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych KRUK S.A.

Warto też pamiętać, że pierwsze miesiące po zakupie portfeli wierzytelności charakteryzują się relatywnie niskimi spłatami w relacji do poniesionych nakładów. Tym samym efekt dokonanych inwestycji jest widoczny z pewnym opóźnieniem. Zatem biorąc pod uwagę miliardowe inwestycje w 2017 roku i dużą zdolność do finansowania kolejnych inwestycji (więcej na ten temat w następnym rozdziale), przy założeniu braku istotnego pogorszenia makroekonomicznego,



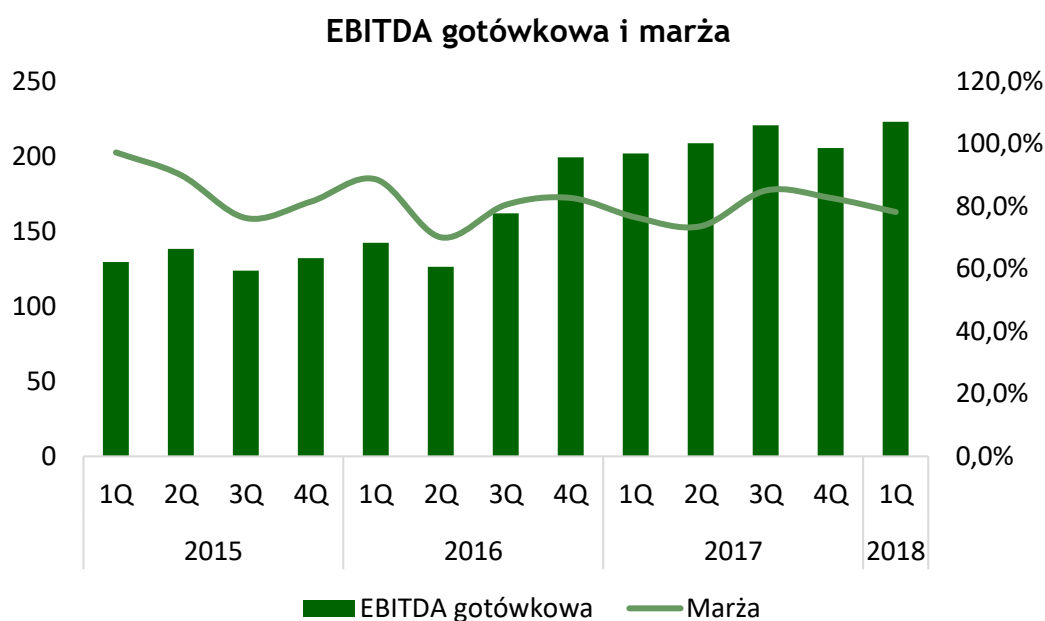
Spółka powinna być w stanie utrzymać dwucyfrową, relatywnie wysoką dynamikę wzrostu spłat.

Historyczne spłaty dla portfeli nabytych w latach 2005-2017*

Średnioważona krzywa spłat portfeli nabytych w latach kalendarzowych	Razem	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	6Y	7Y	8Y	9Y	10Y	11Y	12Y	13Y
Inwestycje z lat 2005-2017	347%	16%	37%	34%	33%	34%	33%	32%	34%	26%	21%	23%	24%	11%

*Historycznie KRUK odzyskiwał 3,5x z zainwestowanych środków w pakiety wierzytelności. Obecnie na rynku oczekuje się, że poziom ten będzie mieścił się w przedziale 2,0-2,5x, czemu towarzyszyć będzie niższy koszt kapitału.
Źródło: KRUK S.A.

Analizę wyników rozpoczniemy od zysku EBITDA gotówkowej, która najlepiej oddaje obraz działalności operacyjnej KRUKa. Jest ona liczona jako EBITDA pomniejszona o przychody z tytułu pakietów wierzytelności i powiększona o spłaty. Jak pokazuje poniższy wykres Spółce udaje się zwiększać zyski na tym poziomie przy utrzymaniu stabilnej marży w okolicach 80%. W I kw. 2018 roku EBITDA gotówkowa wyniosła 223 mln zł i była o 10,5% wyższa niż w analogicznym okresie roku poprzedniego. Z kolei w 2017 roku wyniosła ona 836,6 mln zł, czyli o 32,8% więcej niż w 2016 roku.



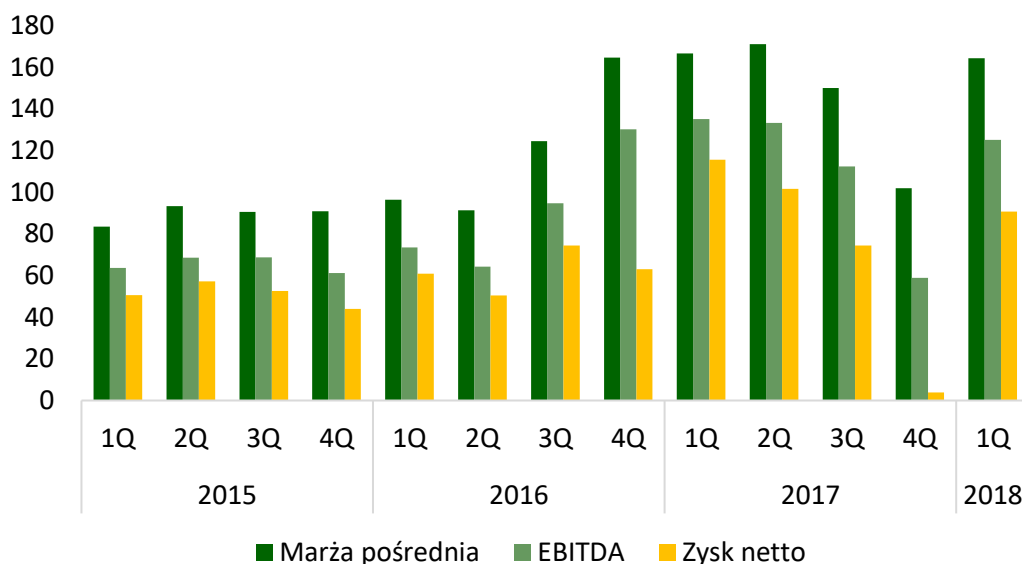
Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych KRUK S.A.



Przechodząc w końcu do raportowanych zysków, na poniższym wykresie widać, że największy spadek Spółka odnotowała w IV kw. 2017 roku. Było to jednak spowodowane głównie dokonanyimi odpisami na portfelach. Natomiast w całym 2017 roku marża pośrednia wyniosła 589,4 mln zł i była wyższa o 23,7% rdr, zysk EBITDA sięgnął 439,4 mln zł i był o 21,2% wyższy rdr, a zysk netto 295,2 mln zł, co przełożyło się na wzrost o 18,7% rdr.

W I kw. 2018 roku KRUK pokazał wyższe wyniki w porównaniu do poprzednich kwartałów, jednak w porównaniu do I kw. 2017 roku zyski spadły o 1,4%, 7,5% i 21,5% odpowiednio na poziomie marży pośredniej, zysku EBITDA i zysku netto. Warto w tym miejscu przypomnieć o odpisach na portfelach w Hiszpanii i w Niemczech, które przełożyły się na niższe przychody segmentu „Pozostałe kraje”, a więc również na uzyskane wyniki finansowe. Na poziomie zysku netto mocno odbiły się także różnice kursowe, głównie niegotówkowe, opisywane na końcu rozdziału.

Marża pośrednia, EBITDA i zysk netto (w mln zł)



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych KRUK S.A.



Z wykresu płynie ponadto jeden istotny wniosek na przyszłość - baza wynikowa z II połowy 2017 roku jest niska.

Po stronie kosztowej wyróżnia się kilka pozycji, które odnotowały istotne wzrosty. Opłaty sądowe w 2017 roku wzrosły o 54,8% rdr, wynosząc 143,4 mln zł. Spółka informowała, że wzmocniła procesy sądowe, co ma się przełożyć na wyższe spłaty w kolejnych okresach. Ponadto, KRUK uruchomił już własny proces sądowy we Włoszech, dzięki któremu samodzielnie obsługuje sprawy na tym etapie. W przyszłych okresach na opłatach sądowych dalej mogą ciążyć Włochy (jak podaje Spółka istnieje duże prawdopodobieństwo, że proces sądowy będzie dominującym sposobem windykacji we Włoszech), jednak z drugiej strony w Polsce koszty mogą nawet spaść ze względu na zakończenie tak zwanej „inwestycji w proces sądowy”. W ogólnym rozrachunku istnieje szansa, że opłaty sądowe nie będą już tak dynamicznie rosły w kolejnych okresach.

Istotnie wzrosły także koszty usług obcych (69,3% rdr w 2017 roku), wśród których najbardziej wzrosły koszty usług windykacyjnych (21,1 mln zł wobec 6,3 mln zł w 2016 roku), a także usług pocztowych i kurierskich (23,9 mln zł wobec 12,2 mln zł). Koszty usług windykacyjnych odnoszą się do kosztów za usługi podmiotów trzecich, za pośrednictwem których Spółka operuje We Włoszech (w coraz mniejszym stopniu, KRUK wciąż rozbudowuje własne struktury i sam obsługuje coraz więcej spraw), Hiszpanii i Niemczech (Spółka poszukuje „małego” podmiotu do przejęcia na tym rynku). Trzeba też zaznaczyć, że wysokie dynamiki w dużej mierze wynikały z niskiej bazy kosztowej z poprzednich okresów. W powiązaniu z głównym kierunkiem inwestycji (czyli Polska, Rumunia i Włochy) można oczekiwać, że tempo przyrostu tych kosztów zmniejszy się w kolejnych okresach.



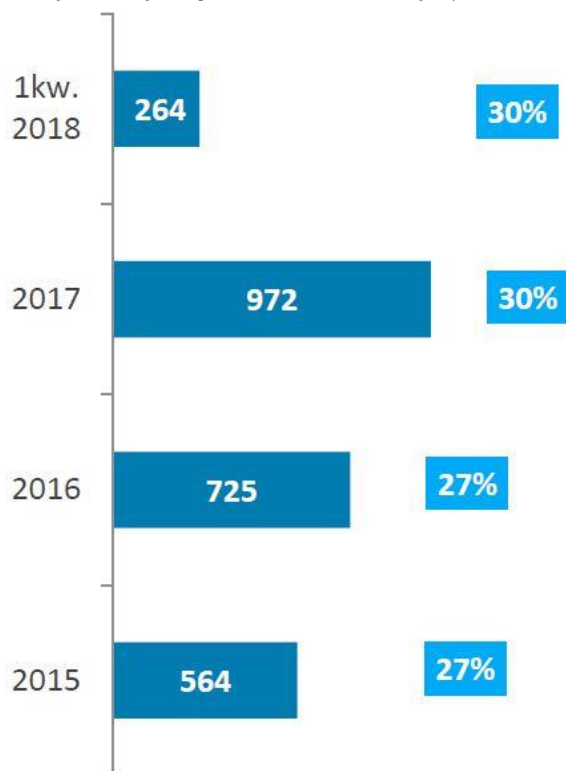
Koszty wynagrodzeń i świadczeń pracowniczych wzrosły w 2017 roku o 34,7% rdr, do poziomu 257 mln zł, na co głównie wpływ miało zwiększenie zatrudnienia FTE z 2 665 etatów w 2016 roku do 3 086 etatów w 2017 roku (wzrost zatrudnienia głównie zagranicą, we Włoszech). Spółka odczuwa presję na wynagrodzenia widoczne w gospodarkach, co może przełożyć się na dalsze wzrosty tych kosztów.

I kw. 2018 roku pokazuje utrzymanie tempa wzrostu omawianych powyżej kosztów operacyjnych na dwucyfrowym poziomie: koszty wynagrodzeń i świadczeń pracowniczych wzrosły o 38,9% rdr, a usług obcych o 37,4% rdr. Z kolei pozostałe koszty operacyjne spadły o 1,1% rdr, jednak opłaty sądowe (jedna ze składowych pozostałych kosztów operacyjnych) wzrosły o 18,5% rdr. Można zauważyć, że poza wynagrodzeniami dynamika wzrostu pozostałych kosztów w I kw. 2018 roku była niższa niż w całym 2017 roku.

Narzędziem, które pokazuje efektywność operacyjną Spółki jest wskaźnik kosztów bezpośrednich do spłat z portfeli. W 2017 roku wzrósł on do 30% i na takim samym poziomie utrzymał się w I kw. 2018 roku. Spółka tłumaczyła wzrost wskaźnika głównie wzrostem kosztów sądowych - w 2017 roku w związku z większą liczbą spraw przekazaną do postępowania sądowo-komorniczego w Polsce, a w I kw. 2018 roku kosztami sądowymi we Włoszech. Utrzymanie kosztów w ryzach może być jednym z wyzwań na kolejne kwartały. Intencją KRUKa jest utrzymanie tego wskaźnika poniżej 30%.



Przychody z portfeli i koszty (w mln zł i jako % spłat)



Źródło: KRUK S.A.

W związku z prowadzoną ekspansją zagraniczną na wynik netto w coraz większym stopniu będą wpływać różnice kursowe. W I kw. 2018 roku bilans działalności finansowej pomniejszył zaraportowany zysk brutto o 30,5 mln zł wobec 14,2 mln zł w I kw. 2017 roku. Największy wpływ na tę różnicę miały właśnie różnice kursowe: w I kw. 2018 roku obniżyły one zyski o 8,9 mln zł, podczas gdy rok temu podwyższyły o 5,1 mln zł. Z kolei koszty z tytułu odsetek wzrosły w I kw. 2018 roku o 11,2% rdr i wyniosły 21,7 mln zł wobec 19,5 mln zł przed rokiem.



4. Analiza bilansu i wskaźnikowa

Wybrane dane bilansowe (tys. zł)	31.03.2018	31.12.2017	31.12.2016
Aktywa	3 665 098	3 560 128	3 095 697
Inwestycje	3 238 945	3 169 303	2 676 202
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	205 278	173 284	267 384
Wartość firmy	54 003	54 003	62 604
Rzeczowe aktywa trwałe	26 536	28 669	27 473
Kapitał własny	1 589 278	1 460 418	1 237 504
Zobowiązania	2 075 818	2 099 607	1 858 191
Zobowiązania z tytułu kredytów, pożyczek i inne	1 880 005	1 897 223	1 646 411
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe	137 717	143 449	169 248
Zobowiązania z tytułu świadczeń pracowniczych	32 945	28 715	34 396
Suma bilansowa	3 665 098	3 560 128	3 095 697

Źródło: KRUK S.A.

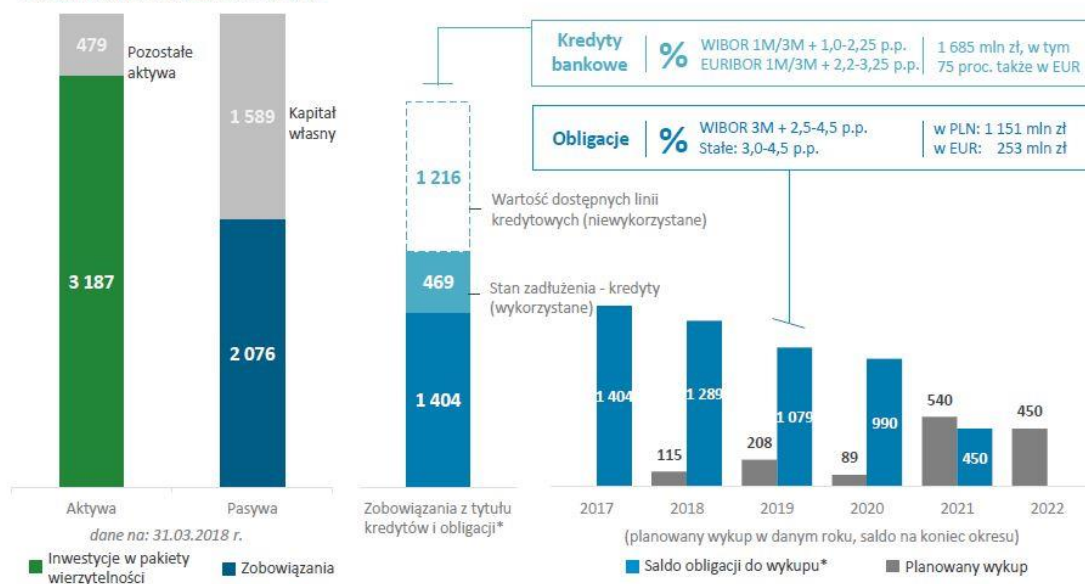
Niezmiennie największą część aktywów KRUKa stanowią inwestycje w pakiety wierzytelności. Drugą pod względem wielkości pozycją są środki pieniężne i ich ekwiwalenty, które na koniec I kw. 2018 roku wyniosły ponad 205 mln zł. Łącznie te dwie pozycje odpowiadały za blisko 94% aktywów Grupy.

Z kolei pasywa KRUKa to głównie kapitał własny (około 43% sumy bilansowej na koniec I kw. 2018 roku) i oprocentowane zadłużenie (odpowiednio około 51% sumy bilansowej). Jak pokazała Spółka w prezentacji wynikowej za I kw. 2018 roku, w bilansie wciąż jest dużo miejsca na kolejne inwestycje, o czym świadczą relatywnie niskie wskaźniki zadłużenia oraz dostęp do niewykorzystanych linii kredytowych o wartości ponad 1,2 mld zł. Łączna wartość linii kredytowych sięgnęła blisko 1,7 mld zł, z czego 75% może być wykorzystane w walucie euro. Jak pokazuje harmonogram spłat obligacji największa zapadalność pod względem wartościowym charakteryzują lata 2021-2022, kiedy KRUK będzie musiał spłacić blisko 1 mld zł obligacji.



KRUK posiada dużo miejsca na bilansie oraz mocne źródła finansowania po kolejne inwestycje

Dług netto/Kapitały własne: 1,1x
Dług netto/EBITDA gotówkowa: 2,0x



* - W wartościach nominalnych

Źródło: KRUK S.A.

19

Mamy jedno z najlepszych warunków finansowania dzięki zdrowemu bilansowi. Ze wskaźnikiem długu netto do kapitałów własnych na poziomie 1,2x - jesteśmy jedną z najniżej zadłużonych spółek z branży zarządzania wierzytelnościami. To faworyzuje KRUKa w rozmowach z bankami i inwestorami - po raz kolejny podkreślił Piotr Krupa, Prezes Zarządu KRUKa.

Jak pokazuje poniższa tabela Spółka regularnie zwiększa dług netto - ten wzrost z 794 mln zł na koniec 2015 roku do 1 674,7 mln zł na koniec I kw. 2018 roku. Jednak wskaźniki zadłużenia, takie jak relacja długu netto do kapitałów własnych czy EBITDA gotówkowej, pokazują, że poziom zadłużenia podąża za coraz wyższymi wynikami finansowymi oraz inwestycjami w portfele. W efekcie wskaźniki zadłużenia utrzymują się na stabilnym poziomie.



W 2017 roku KRUK osiągnął rentowność kapitału własnego na poziomie 20,1%, nawet pomimo opisywanych trudności w IV kw. 2017 roku. W I kw. 2018 roku ROE wyliczone dla zysku netto za ostatnie 12 miesięcy spadło do 17%, do czego przyczynił się opisywany spadek zysku netto w minionym kwartale. Analizując rentowność kapitału własnego w dłuższej perspektywie trzeba pamiętać o dokonanej emisji akcji pod koniec 2016 roku, która wpłynęła na wartość wskaźnika i jego porównywalność z kolejnymi okresami. Natomiast wskaźnik rentowności netto Spółce udało się utrzymać w okolicach 30%.

Wybrane wskaźniki i dane finansowe	I kw. 2018 r.	2017 r.	2016 r.	2015 r.
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	0,57	0,59	0,6	0,57
Dług netto	1 674,7 mln zł	1 724 mln zł	1 379 mln zł	794 mln zł
Dług netto/kapitały własne	1,1	1,2	1,1	1,0
Dług netto/EBITDA gotówkowa	2,0	2,1	2,19	1,52
ROE	17,0%	20,1%	24,3%*	26,0%
Rentowność netto	31,8%	28,0%	31,7%	33,4%

*Bez emisji kapitału na koniec grudnia 2016 roku

Źródło: obliczenia własne na podstawie raportów okresowych KRUK S.A.

Na zamknięcie sesji w dniu 21 maja 2018 roku za jedną akcję KRUKa płacono 227,4 zł. Przekłada się to na kapitalizację Spółki na poziomie 4,28 mld zł. Przy tym kursie akcji podstawowe wskaźniki rynkowe C/Z i C/WK wyniosły odpowiednio 15,8 i 2,7. Mnożnik wartości przedsiębiorstwa do EBITDA gotówkowej wyniósł natomiast 6,9.

Wybrane wskaźniki rynkowe na dzień 21.05.2018	
C/Z	15,8
C/WK	2,7
EV/EBITDA gotówkowa	6,9
Kapitalizacja	4,28 mld zł

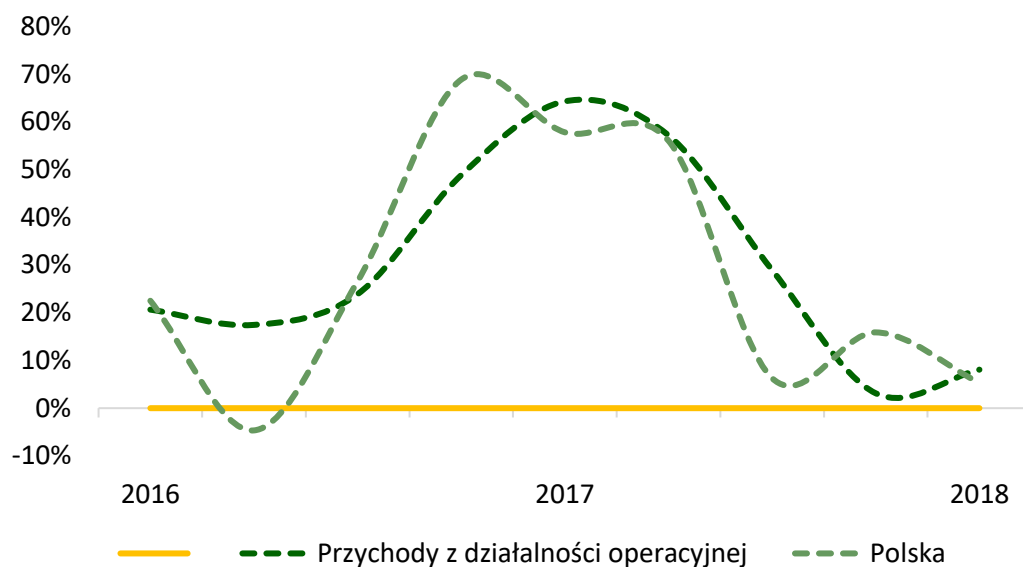
Źródło: obliczenia własne na podstawie raportów okresowych KRUK S.A.



5. Plany strategiczne i perspektywy

Fundament działalności KRUKa stanowią dwa rynki: Polska i Rumunia. Od wielu lat są to rynki, które zapewniają Spółce stabilne źródło zysków i spłat z portfeli. Sytuacja tych krajów jest kluczowa dla dalszej działalności, ponieważ ewentualne turbulencje mogą mocno odbić się na działalności całej Grupy. Na razie z gospodarek nie płyną silne sygnały, które zapowiadałyby istotne pogorszenie, a wręcz oczekuje się dalszego wzrostu PKB w okolicach 3% w najbliższych latach.

Dynamika zmiany przychodów operacyjnych (rdr)



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych KRUK S.A.

Jednak przy obecnej skali operacji trudno oczekiwać, aby te dwa kierunki były w stanie zapewnić dynamiczny wzrost działalności w kolejnych latach. Powyższy wykres pokazuje, że Spółce wciąż udaje się zwiększać przychody operacyjne w Polsce i Rumunii nawet w tempie większym niż 50% rdr (kwartalnie), jednak w dłuższym terminie utrzymanie tego tempa może okazać się niemożliwe.



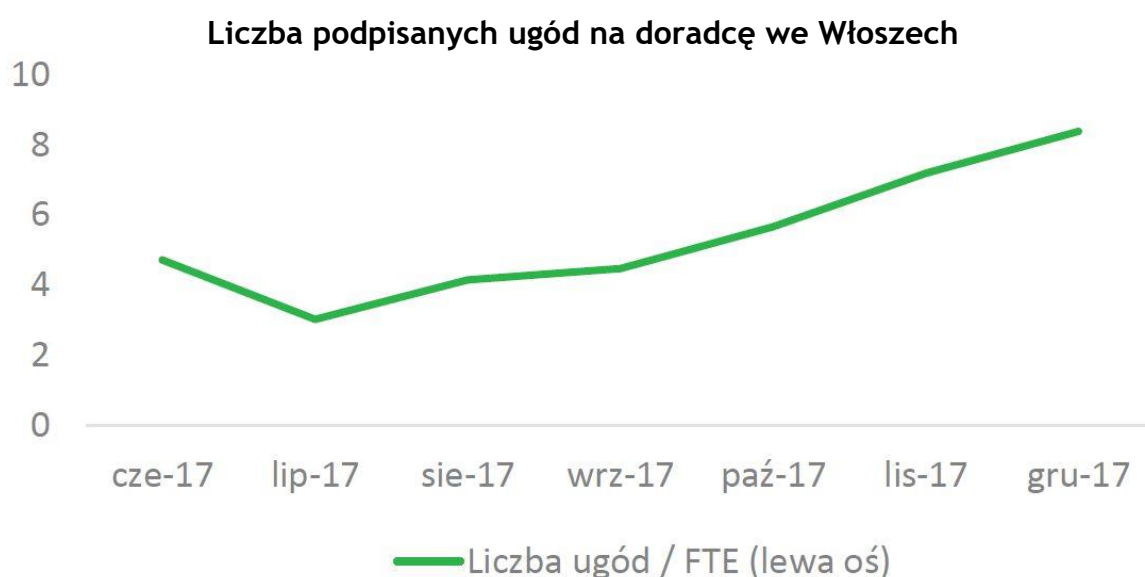
Jednocześnie warto też mieć na uwadze, że istotne wzmocnienie procesu sądowego w ostatnich kwartałach, głównie w Polsce, powinno pozytywnie przełożyć się na spłaty w przyszłości.

Głównym kierunkiem dalszej ekspansji jest budowanie biznesu i struktur we Włoszech. Spółka działa na tym rynku już od dwóch lat i podtrzymuje opinię o jego atrakcyjności. Jest to wciąż młody rynek, na którym obserwuje się dużą podaż portfeli wierzytelności. Perspektywy tego rynku dostrzegają również inne spółki z branży, co czyni ten rynek bardzo konkurencyjnym. Kluczowym czynnikiem sukcesu może okazać się to, kto jako pierwszy osiągnie pełną i efektywną operacyjność biznesu. Pomimo pewnych trudności KRUKa we Włoszech warto przypomnieć, że osiągnięcie pełnej efektywności w Rumunii zajęło Spółce cztery lata.

W 2016 roku KRUK przejął działającą na rynku włoskim spółkę Credit Base International, a w 2017 roku zakończył proces integracji i połączenia z własnymi strukturami. Natomiast w 2018 roku Spółka podpisała umowę przejęcia 51% udziałów w Agecredit srl, działającej na rynku inkaso, co ma wzmocnić ten segment działalności we Włoszech. Docelowo, w ciągu kilku miesięcy KRUK będzie posiadał 100% udziałów w tej firmie. Ponadto, Spółka pracowała nad zwiększeniem możliwości operacyjnych i wdrażaniem kolejnych narzędzi wykorzystywanych na innych rynkach. Podpisywane są kolejne ugody, które systematycznie poszerzają strumień wpłat, wdrożono również własny proces sądowy. Najbliższe wyzwania przed Spółką we Włoszech to dalszy rozwój w obszarze konsumenckich wierzytelności niezabezpieczonych, budowanie pozycji w obszarze korporacji i SME, a także otwarcie własnej linii serwisowej. Intencją KRUKa jest osiągnięcie pełnej efektywności struktur we Włoszech do końca 2018 roku.



Jak pokazuje poniższy wykres, w II półroczu 2017 roku Spółka zwiększyła efektywność w podpisywaniu ugód z klientami we Włoszech. Jednocześnie coraz więcej spraw było przekazywanych do sądów, a ich tempo przekroczyło plan i oczekiwania Spółki. Tak jak było już wspomniane, możliwe jest, że większość spraw we Włoszech będzie prowadzona przy wykorzystaniu procesu sądowego.



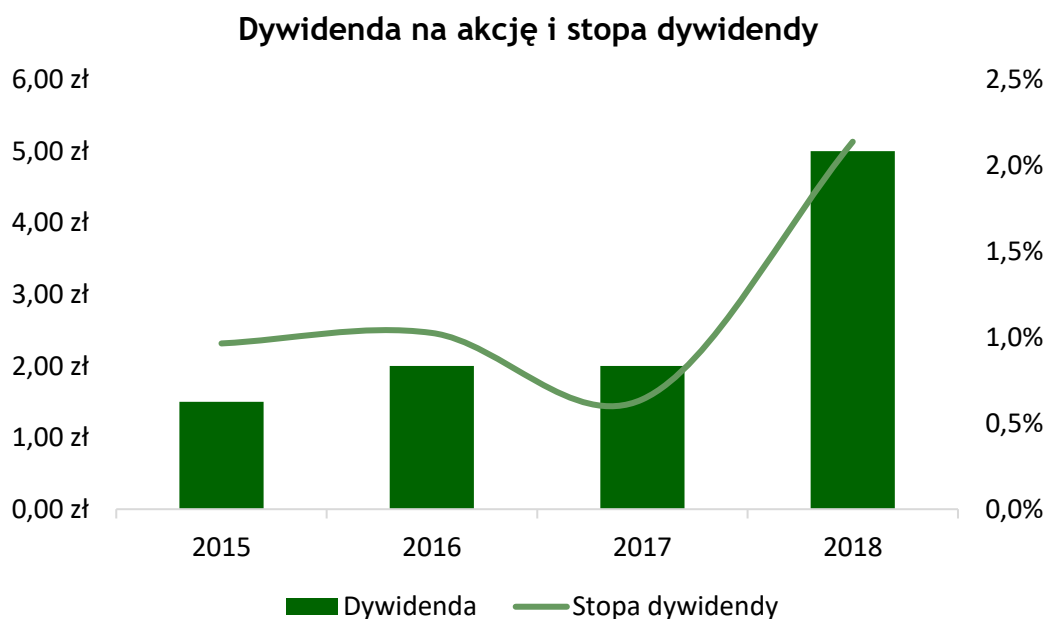
Źródło: KRUK S.A.

Rozwój na rynkach zagranicznych, głównie we Włoszech, ma zapewnić realizację strategii KRUKa na lata 2015-2019 (ostatnia aktualizacja strategii w 2016 roku). Spółka podtrzymała przedstawione w niej cele finansowe, czyli wzrost zysku netto na akcję (EPS) o co najmniej 15% rocznie i utrzymanie rentowności kapitałów własnych na poziomie nie mniejszym niż 20%. W 2017 roku nie udało się osiągnąć wzrostu EPS o 15% (EPS podstawowy wzrósł o 11,8% rdr, a EPS rozwodniony o 13% rdr), jednak wynikało to w dużej mierze z dokonanych odpisów w IV kw. 2017 roku.



Nie ulega wątpliwości, że w najbliższych kwartałach to właśnie Włochy mają być głównym motorem napędowym dla KRUKa. Jednak w dłuższej perspektywie warto pamiętać, że planowana jest ekspansja na kolejne rynki zagraniczne.

KRUK nie ma spisanej polityki dywidendowej, jednak od czterech lat systematycznie dzieli się zyskiem z akcjonariuszami. W 2018 roku Spółka wypłaciła najwyższą dywidendę, która wyniosła 5 zł na akcję, a stopa dywidendy sięgnęła 2,1%. Na razie stopa dywidendy (w porównaniu do bieżących cen) w KRUKu wciąż jest relatywnie niewielka, jednak utrzymanie tendencji rosnącej dywidendy może okazać się istotnym czynnikiem przy wycenie Spółki.



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów bieżących KRUK S.A.

Bardzo poważnie traktujemy naszych inwestorów. Historia działalności KRUKa sięga 20 lat i dobrze wiemy, jak ważne jest ich zaufanie. Dlatego priorytetem jest dla nas zdrowy bilans, który pozwala dzielić się zyskiem i utrzymywać ambitne tempo wzrostu. Dzisiaj mamy najniższe wskaźniki zadłużenia spośród światowych spółek z naszej branży. Chcemy być przykładem na to, że topowe



spółki zarządzania wierzytelnościami potrafią nie tylko prosić inwestorów o kapitał, ale także samemu go dostarczać - powiedział Piotr Krupa, Prezes Zarządu KRUKa.

6. Analiza techniczna

KRUK - analiza techniczna



Źródło: opracowanie własne, Amibroker

W drugiej połowie 2017 roku rozpoczęła się największa korekta w dotychczasowej historii giełdowej KRUKa. Notowania spadły z historycznych szczytów 340 zł (wykres zdyskontowany o wypłacone dywidendy) do 200 zł, czyli o ponad 40%. Kluczowym wsparciem jest okrągła cena 200 zł, wsparta przez przebiegającą niewiele poniżej tygodniową 200-okresową średnią kroczącą.



7. Podsumowanie raportu i wnioski

Ostatnie kwartały okazały się dla KRUKa wymagające. Złożyły się na to z jednej strony odpisy na portfelach wierzytelności (głównie we Włoszech, choć również w Hiszpanii czy w Niemczech), a z drugiej wysokie koszty związane m.in. ze wzmocnieniem procesów sądowych. Presja kosztowa w kolejnych okresach może się utrzymywać, jednak istnieje szansa, że tempo ich wzrostu nieco wyhamuje. Niewątpliwie warto w kolejnych kwartałach przyglądać się dynamice kosztów oraz wskaźnikowi kosztów bezpośrednich do spłat. Warto też mieć na uwadze, że spadek wyników w II połowie 2017 roku tworzy niską bazę porównawczą pod wyniki w 2018 roku.

Istotna dla inwestorów może być również informacja, że zarząd KRUKa podtrzymał cele finansowe ze strategii na lata 2015-2019, czyli wzrost zysku netto na akcję o co najmniej 15% rocznie i utrzymanie rentowności kapitałów własnych na poziomie nie mniejszym niż 20%. W 2017 roku nie udało się zrealizować zakładanego tempa wzrostu EPS, jednak głównie ze względu na dokonane odpisy w ostatnim kwartale roku.

KRUK notuje regularny wzrost spłat z posiadanych portfeli wierzytelności. W IV kw. 2017 roku osiągnęły rekordową dotychczas wartość 374,9 mln zł, a w całym 2017 roku wyniosły 1,37 mld zł i były o 37,9% wyższe niż w 2016 roku. Natomiast w I kw. 2018 roku spłaty sięgnęły 362,4 mln zł i były wyższe o 17,2% rdr. EBITDA gotówkowa, która jest często stosowanym i preferowanym wskaźnikiem oceny wyników operacyjnych spółek z branży windykacyjnej, osiągnęła w I kw. 2018 roku rekordowy poziom 223 mln zł, a w 2017 roku wyniosła 836,6 mln zł, notując wzrost o 32,8% rdr.



Fundamentem dla Spółki są rynki w Polsce i w Rumunii. Sytuacja makroekonomiczna tych krajów pozostaje dobra, a zgodnie z oczekiwaniami gospodarki tych krajów powinny kontynuować wzrost (prognozy Międzynarodowego Funduszu Walutowego wskazują na wzrost PKB w najbliższych latach w okolicy 3% rocznie). To z kolei powinno się pozytywnie przełożyć na spłaty z portfeli wierzytelności w tych krajach.

Szukając impulsu do wzrostów oczy inwestorów powinny być skierowane na rozwój biznesu we Włoszech. Jest to wciąż młody i perspektywiczny rynek, który może w przyszłości stać się takim fundamentem dla biznesu, jakim dzisiaj są Polska i Rumunia. Spółka rozpoczęła działalność we Włoszech w 2016 roku i od tego momentu dokonała bardzo wiele, budując własne struktury, a także przejmując firmy od lat funkcjonujące na tym rynku. W IV kw. 2017 roku KRUK dokonał istotnych odpisów na zakupionych w tym kraju portfelach wierzytelności, co zaniepokoiło inwestorów i wzbudziło obawy o tempo rozwoju na tym rynku. Jednak Spółka podtrzymuje swój optymizm co do rynku włoskiego, a potwierdzać go mogą takie dane, jak rosnąca efektywność w podpisywaniu ugód z klientami, czy rosnące przychody (25,2 mln zł w I kw. 2018 roku, o 29,9% więcej rdr) i spłaty z portfeli w tym kraju. Jednocześnie kolejne doniesienia z Włoch mogą okazać się kluczowe jeśli chodzi o wycenę giełdową Spółki.

Największym czynnikiem ryzyka przed KRUKiem jest prawdopodobnie tempo dalszego rozwoju we Włoszech. Z kolei z punktu widzenia wyceny giełdowej swoje piętno może odcisnąć negatywny sentyment do branży. Jeśli chodzi o zmiany w prawie (te zapowiadane) Spółka jest do nich przygotowana, a ponadto nie uważa, aby istotnie odbiły się one na działalności i ponoszonych kosztach.

Adrian Mackiewicz

Doradca inwestycyjny (571), Dyrektor działu analiz

amackiewicz@sii.org.pl



--

Autor niniejszej Analizy nie jest powiązany w żaden sposób z Emitentem. Niniejsza Analiza powstała w związku z umową zawartą z KRUK S.A., obejmującą swoim zakresem przygotowanie raportu analitycznego. W ciągu ostatnich 12 miesięcy SII świadczyło również inne usługi z zakresu relacji inwestorskich Spółce KRUK S.A. Ponadto Stowarzyszenie nie wyklucza złożenia kolejnych ofert świadczenia takich usług Emitentowi w przyszłości.

Treść powyższej Analizy jest tylko i wyłącznie wyrazem osobistych poglądów jej autora i nie stanowi „rekomendacji inwestycyjnej” w rozumieniu przepisów art. 3 ust. 1 pkt 35) Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) NR 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE (Dz.U.UE.L.2014.173.1 z dnia 2014.06.12) ani „informacji rekomendującej” w rozumieniu art. 3 ust. 1 pkt 34) ww. 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), lub jakiegokolwiek porady. Stąd Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych oraz autorzy nie ponoszą żadnej odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie lektury treści publikowanych w ramach niniejszego projektu. W inwestowaniu należy korzystać z wielu źródeł i konfrontować je przed podjęciem decyzji.