

# ANALIZA SPÓŁKI KRUK SA

## SPIS TREŚCI

Argumenty za i przeciw.....	2
Spółka KRUK SA – podsumowanie .....	2
Spółka KRUK SA – informacje o spółce .....	3
Historia, przedmiot działalności, zarząd, akcjonariat .....	3
Strategia rozwoju .....	4
Spółka KRUK SA – analiza finansowa .....	6
Przychody i wyniki .....	6
PROGNOZA .....	9
Zdolność do generowania gotówki, dywidendy .....	11
WSKAŹNIKI RYNKOWE .....	12
ZASTRZEŻENIA.....	13

Autorem analizy jest Paweł Malik ([www.GazetaGieldowa.pl](http://www.GazetaGieldowa.pl))

Analiza uwzględnia opublikowane przez spółkę wyniki III kwartału 2018 roku. Opracowanie ma charakter edukacyjny, nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej, czy oferowania produktów. Autor opracowania nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podejmowane przez Czytelników. Na końcu analizy znajduje się tzw. disclaimer, prosba o dokładne zapoznanie się z nim. Dane i wykresy za KRUK SA lub opracowanie własne.

## ARGUMENTY ZA I PRZECIW

Poniżej prezentuję najważniejsze plusy i minusy mogące mieć w mojej ocenie wpływ na przyszłe wyniki grupy. Czynniki te zostały szczegółowo omówione w dalszej części analizy.

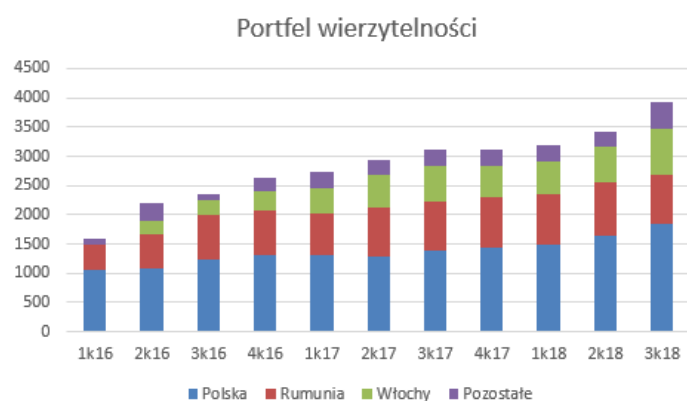
Czynniki na plus	Czynniki na minus
Rosnący portfel – rekordowe zakupy w III kw.	Regulacje utrudniające proces windykacji
Szansa na poprawę wyników w 2018 roku	Trudności we Włoszech
Brak GetBacka na rynku = normalizacja na przetargach w Polsce	Możliwy wzrost kosztu pozyskania długu
Ekspansja zagraniczna	Wyzwaniem utrzymanie kadry i presja płacowa
Niskie zadłużenie to przestrzeń dla nowego długu	
Potencjalne pozyskanie zagranicznego partnera	
Wiarygodny Zarząd związany ze spółką od lat	

## SPÓŁKA KRUK SA – PODSUMOWANIE

KRUK to lider rynku zarządzania wierzytelnościami, który mocno rozwinął polubowną windykację. Takie podejście wg spółki wpływa na większą skuteczność odzysku, niższe koszty windykacji i lepszy wizerunek spółki, która chce uchodzić za partnera w rozwiązywaniu problemów z zadłużeniem.

Grupa przeżywała trudniejszy okres w 2017 roku i na początku 2018 roku, kiedy musiała konkurować z niszczącym rynek GetBackiem. Absurdalne ceny za pakiety płacone przez GetBack uniemożliwiały rynkową konkurencję. Kruk podjął decyzję o "ucieczce" przed konkurentem za granicę i na początku sparzył się we Włoszech.

Ale obecnie mamy już normalny polski rynek, doświadczenie zagraniczne i potencjał do wzrostu.



Główne rynki działalności to Polska, Rumunia i Włochy. 2017 rok zakończył się rozczarującymi odpisami na portfele włoskie i bardzo niskim wynikiem w IV kw. Baza do poprawy jest zatem niska. Po III kw. przychody ze sprzedaży wyniosły 893 mln zł (+10,7%), a zysk netto 279 mln zł (-4,2%).

Wartość bilansowa portfela po zakupach w ostatnim kwartale to już 3,92 mld zł (+25,5%).

W uproszczeniu wynik zależy od wartości portfela, uzyskiwanej marży na jego windykacji oraz kosztów prowadzenia działalności (uwzględniając koszty finansowe) A najważniejszy parametr - poziom portfela - mocno urósł w dwóch ostatnich kwartałach.

## SPÓŁKA KRUK SA – INFORMACJE O SPÓŁCE

## HISTORIA, PRZEDMIOT DZIAŁALNOŚCI, ZARZĄD, AKCJONARIAT

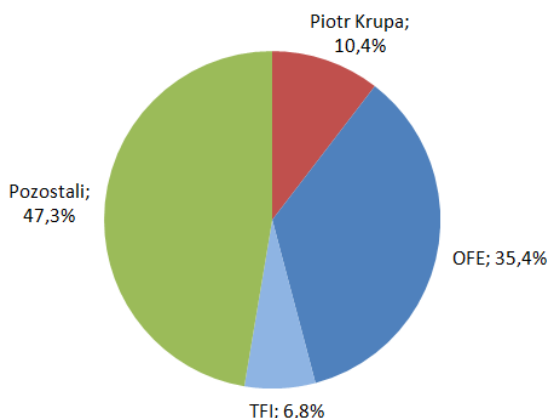
KRUK zaczynał działalność w 1998 roku założony przez dwóch prawników Piotra Krupę i Wojciecha Kuźnickiego. W ciągu kilku lat spółka stała się liderem rynku usług windykacyjnych w Polsce. W 2003 roku fundusze Enterprise Investors inwestują 12 mln USD i obejmują 70% udziałów w firmie. W 2007 roku KRUK wychodzi za granicę i zakłada spółkę w Rumunii.



Pierwotne logo - czerwony kruk - miało straszyć i pokazać siłę w windykacji. Jednak w 2008 roku spółka przyjęła nową strategię, która zmieniła sposób windykacji w Polsce. KRUK mocno postawił na zawieranie porozumień, podejście ugodowe do dłużnika i próbę w pierwszej kolejności zawarcia umów spłaty ratalnej. Zmieniło się logo, wizerunek i cały PR spółki. W 2009 roku obchodzony był pierwszy "Dzień bez Długów", a w 2010 roku pierwsza ogólnopolska kampania telewizyjna zachęcająca osoby zadłużone do kontaktu z Krukiem.

Na WallStreet z premedytacją usiadłem na obiedzie do stolika ekipy z Kruka. Pani Prezes Iwona Słomska bardzo mocno podkreślała ten aspekt działalności Kruka. Opowiedziała, że istotna zmiana w myśleniu nastąpiła, gdy przeprowadzili ankietę wśród dłużników, dlaczego nie spłacają długów i główna odpowiedź uderzyła ich pewną oczywistością - bo nie mają pieniędzy. To uświadomiło im, że dłużnicy w większości to nie są osoby, które nie płacą, bo nie chcą, ale dlatego, że nie są w stanie. Natomiast mogą płacić małymi miesięcznymi kwotami.

Ciekawe było również podkreślenie stosowania w firmie metod Lean Management - zwracania uwagi na pewne proste podstawowe wskaźniki dotyczące pracy operacyjnej, które później przekładają się na wyniki grupy.



10 maja 2011 roku spółka zadebiutowała na GPW.

W 2013 roku ostatecznie z akcjonariatu wyszedł Enterprise Investors, a większość akcji jest obecnie w posiadaniu funduszy.

Akcjonariat jest rozdrobniony.

Piotr Krupa (założyciel i prezes) ma 10,4% akcji i deklaruje, że chce ciągle rozwijać Kruka niezależnie od struktury akcjonariatu.

Jedynie NN OFE (11,17%) i OFE Aviva (7,01%) mają powyżej 5%.

W spółce obowiązuje program motywacyjny na lata 2015-2019, który upoważnia do objęcia co roku akcji przez pracowników firmy pod warunkiem osiągnięcia średniorocznego wzrostu zysku na akcję (EPS) co najmniej 13%.

KRUK w lipcu ogłosił przegląd opcji strategicznych, którego celem jest wybór najkorzystniejszego sposobu realizacji długoterminowego celu, jakim jest stworzenie jednej z głównych firm zarządzających wierzytelnościami w Europie ([link](#)). Spółka rozmawia z globalnymi podmiotami finansowymi i chce do końca roku zakończyć ten proces. W przypadku wyłonienia potencjalnego inwestora i ogłoszenia przez niego wezwania na akcje istotna jest średnia wartość akcji z 3 i 6 miesięcy, które wynoszą odpowiednio 200 i 209 zł.

Zarząd tworzą osoby od lat związane ze Spółką:

Piotr Krupa - Prezes i jej założyciel posiadający 10,4% akcji

"Chcę być nadal udziałowcem i pracować w Kruku." deklarował w kontekście ogłoszonego przeglądu opcji strategicznych ([link](#)). "Jeżeli proces nie zakończy się pozyskaniem dużego, globalnego funduszu, to wciąż mamy atrakcyjną spółkę dla inwestorów giełdowych. Przez lata funkcjonowania na rynku giełdowym udowodniliśmy, że jesteśmy spółką rosnącą, która dotrzymuje danego słowa."

Agnieszka Kulton - związana ze Spółką od 2002 roku; od 2006 roku w Zarządzie odpowiedzialna za obsługę nabytych portfeli.

Urszula Okarma - związana ze Spółką od 2002 roku; od 2006 roku w Zarządzie odpowiedzialna za nabywanie portfeli i inkaso.

Iwona Słomska - związana ze Spółką od 2004 roku; od 2009 roku w Zarządzie odpowiedzialna za HP, PR, marketing, obsługę prawną.

Michał Zasępa - związany ze spółką od 2010 roku; odpowiada za finanse, ryzyko, wycenę portfeli i IR.

KRUK to spółka otwarta na inwestorów. Przekazuje szczegółowe raporty, dba o relacje inwestorskie i historycznie wykazuje dużą wiarygodność. Szybko również odpowiada na pytania.

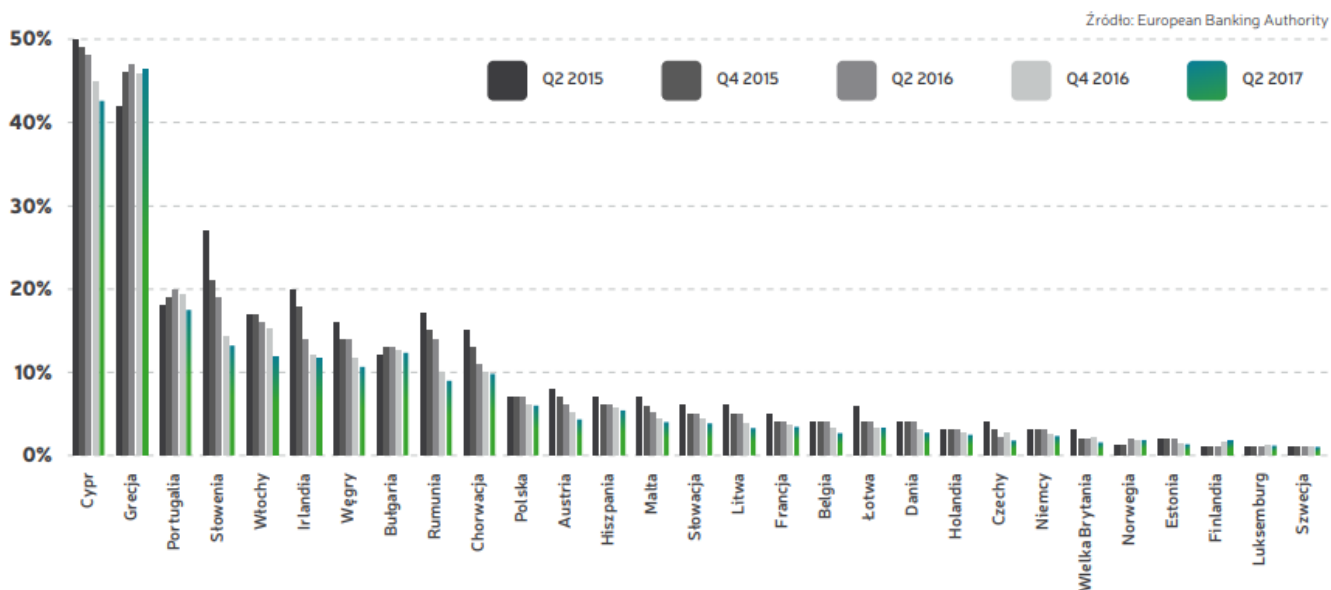
## STRATEGIA ROZWOJU

W wizji spółki można przeczytać: „KRUK dąży do osiągnięcia pozycji nr 1 na świecie pod względem wartości rynkowej wśród spółek giełdowych z naszej branży. “

Kruk przedstawił strategię na lata 2015-2019. Głównym celem finansowym Grupy KRUK jest coroczny wzrost o min. 15% EPS (zysku na akcje) oraz ROE>20%. Natomiast celem strategicznym jest osiągnięcie pozycji jednej z trzech największych firm zarządzających wierzytelnościami w Europie pod względem zysku netto.

Jak widać rynek Polski od dawna jest za mały na ambicje Spółki. Obecnie poza Polską i Rumunią kluczowym rynkiem stały się Włochy, a ostatnio kupione zostały też istotne portfele w Hiszpanii. Wielokrotnie podkreślane w wywiadach jest, że spółka jest „długodystansowcem”, a nie sprinterem i jej celem jest budowanie jak najlepszej, światowej firmy, a nie tylko osiąganie krótkookresowych wyników. Rozwój zagraniczny realizowany jest poprzez zakup lokalnych podmiotów i rozbudowa ich w oparciu o polskie doświadczenia.

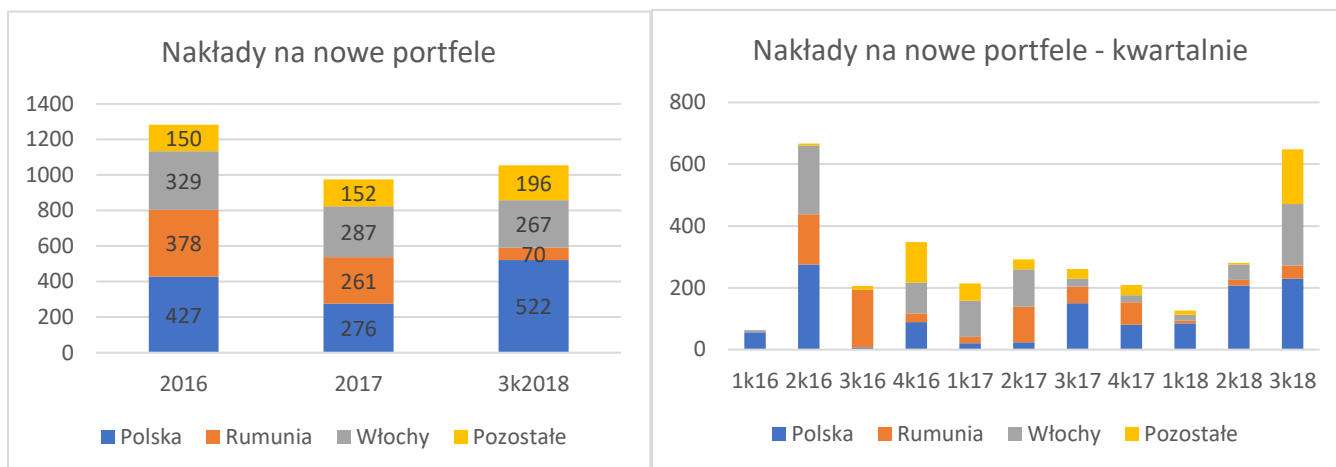
### Poziomy wierzytelności niepracujących (NPL ratio) w Europie



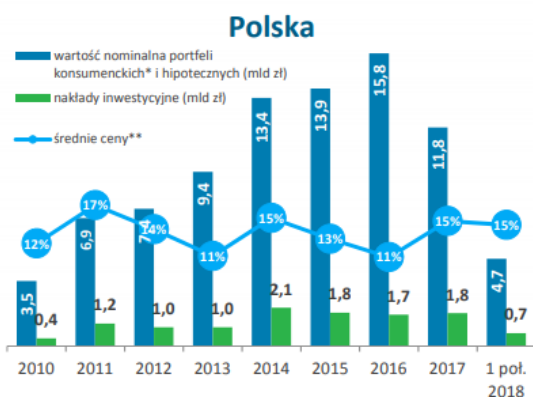
Analizując powyższy wykres widać, że wśród dużych państw w Wielkiej Brytanii, Niemczech czy Francji udział wierzytelności niepracujących jest bardzo niski (poniżej 5%), co powoduje, że działalność firm windykacyjnych jest tam mniej potrzebna. Natomiast w Hiszpanii i Polsce jest zbliżony poziom ok. 6%-7%, w Rumunii ok. 9%, natomiast we Włoszech 12%. Dlatego te rynki są kluczowe dla grupy Kruk. W większości państw widać spadek poziomu NPL, co związane jest z dobrą koniunkturą gospodarczą.

Ogłoszony przegląd opcji strategicznych ma dać spółce istotny skok w przód, a to możliwe jest jedynie przez pozyskanie globalnego partnera finansowego. Natomiast istnieje ryzyko, że ten skok może dokonać się już bez udziału inwestorów giełdowych. Patrząc jednak na strukturę akcjonariatu (fundusze) to tanio spółka nie powinna zostać sprzedana. Zarząd może poszukiwać inwestora, ale to akcjonariusze ostatecznie zdecydują, czy chcą sprzedać akcje.

„Rozmawiamy z różnymi inwestorami, m.in. globalnymi funduszami private equity. Faktem jest jednak, że nie jest to najłatwiejszy okres na tego typu operacje, głównie ze względu na to, co dzieje się na światowym rynku akcji, jak też i długu” – mówi Piotr Krupa, prezes Kruka, który jednocześnie podkreśla, że znalezienie inwestora jest jedną z opcji dla spółki. – „Nie jesteśmy pod przymusem. Inwestor będzie musiał pokazać ambitny plan, który będzie korzystny dla spółki, jak i akcjonariuszy” ([link](#)). Dla mnie brzmi to trochę jak przygotowanie pod ogłoszenie, że nie pojawi się nowy inwestor, ale przekonamy się o tym już niedługo.



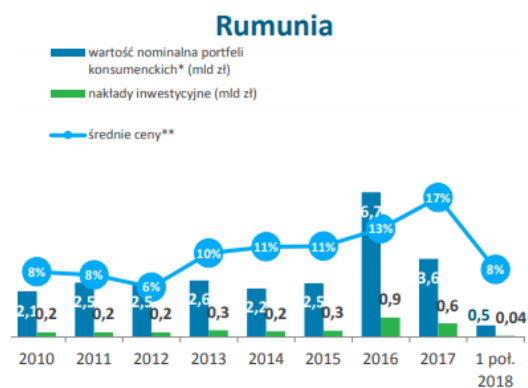
W 2017 r. mocno w Polsce rynek popsuł GetBack, który kupował portfele płacąc czasem 2 razy więcej od konkurentów. I połowa 2018 roku to odreagowanie po GetBacku i obecnie Kruk uważa, że rynek już wrócił do normalności. Dlatego w poprzednich latach Kruk mocno stawiał na ekspansję zagraniczną, ale teraz znów dokonał dużych zakupów w Polsce. Ważnym sygnałem jest kupno pakietu we Włoszech, co oznacza, że Kruk zaczyna się czuć pewniej operacyjnie na tamtym rynku.



#### Kluczowe rynki - Polska

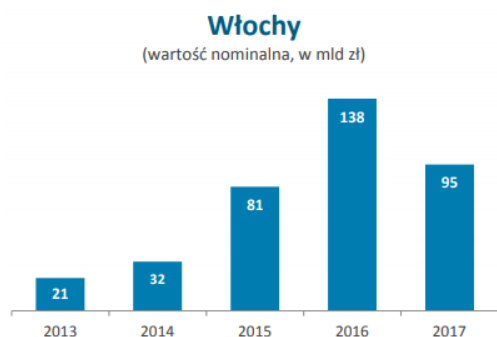
W portfelu 46,7% to wierzytelności z Polski. O wpływie GetBacka na rynek było powyżej.

Jednym z ryzyk, jakie podnosi się w kontekście działalności windykacyjnej są zmiany prawne m.in. skrócenie okresu przedawnienia do 6 lat w Polsce (zmiana weszła 9 lipca 2018 r.). „Mogę potwierdzić, że są one już uwzględnione w wynikach i nie należy się tutaj spodziewać niespodzianek.” – mówi Piotr Krupa ([link](#)). Skrócenie okresu przedawnienia powoduje, że banki szybciej będą sprzedawać wierzytelności. Ale jednocześnie lepsza jakość portfeli wpływa na wzrost ceny za nie.



#### Rumunia

Jest to drugi w kolejności najważniejszy rynek dla Kruka. W portfelu 22%. W tym roku na rynku rumuńskim udało się pozyskać portfele o wartości jedynie 70 mln zł. Znacznie spadła podaż portfeli, ze względu na wprowadzone zmiany podatkowe, zgodnie z którymi mniejsza jest korzyść podatkowa dla banków w przypadku sprzedaży przeterminowanych wierzytelności. Obecnie oferowane portfele zawierają więcej młodszych wierzytelności, co wpływa też na ceny rynkowe.



### Włochy

Rynek włoski jest znacznie większy od polskiego. W 2017 roku podaż portfeli wierzytelności nieregularnych wyniosła 95 mld zł. Grupa sparzyła się przy pierwszych portfelach we Włoszech. Okazało się, że trzeba było rozbudować zespoły operacyjne i zwiększyć egzekucję na drodze prawnej (wskazany powyżej wykres poziomów NPL potwierdza, że południe Europy znacznie mniej poważnie podchodzi do spłaty długów). Jest to jednak w dalszym ciągu strategiczny kierunek ze względu na rozmiar rynku i poziom wierzytelności nieregularnych.

### Hiszpania

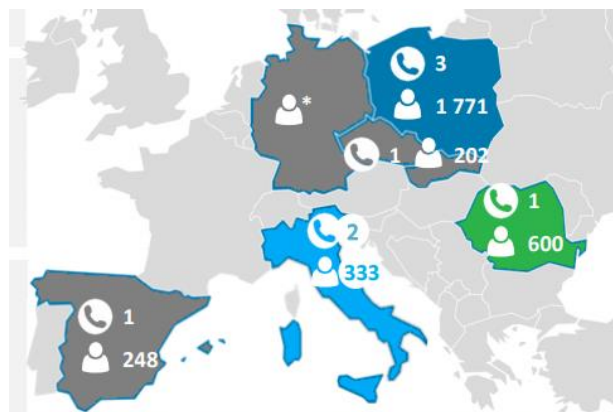
W 2017 roku podaż portfeli NPL wyniosła 87 mld zł. Kruk w 2017 roku kupił 2,4 mld zł za 70 mln zł.

Ale w sierpniu br. Kruk zainwestował aż 166 mln zł.

### Czechy i Słowacja

To jest rynek, na którym Kruk jest już obecny długo. Posiada tam oddział obsługi telefonicznej i zatrudnia ponad 200 osób. Jednak jest to rynek dużo mniejszy od Polski.

Grupa Kruk zatrudnia w Europie ponad 3 tys. osób, w tym 1771 w Polsce. Posiada 3 centra obsługi telefonicznej w Polsce, 2 we Włoszech i po jednym w Rumunii, Hiszpanii i Czechach.



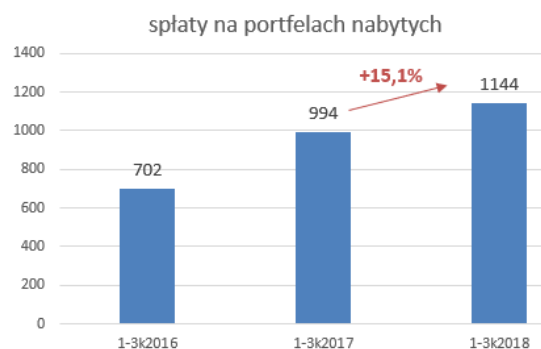
(\*) Niemcy: pracownicy organizacji polsko-niemieckiej uwzględnieni w sumie dla Polski

## SPÓŁKA KRUK SA – ANALIZA FINANSOWA

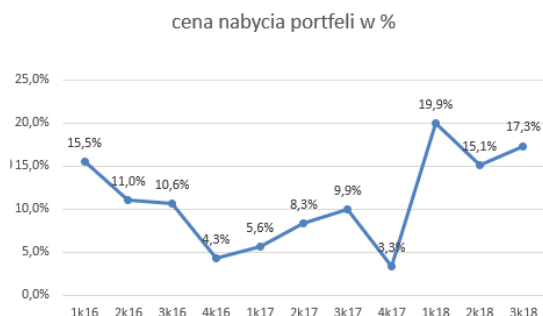
### PRZYCHODY I WYNIKI

Portfel wierzytelności wzrósł o 25,5% w ciągu roku do 3,9 mld zł. Jednak zdecydował o tym w szczególności III kw. 2018 (wykres na poprzedniej stronie). Należy pamiętać, że mija wiele miesięcy zanim portfel po przejęciu osiągnie oczekiwaną spłacalność (przejęcie danych, dotarcie do wierzycieli, zawieranie ugód, ścieżka sądowa itp.).

Spłaty z portfeli nabytych w trzech kwartałach 2018 roku wyniosły 1,14 mld zł (+15,1%). Pewnym znakiem zapytania są spłaty w samym III kw. Wyniosły one 381 mln zł (+9,8% r/r), ale były o 20 mln zł niższe kw/kw. Spółka tłumaczy to niższymi spłatami z portfeli korporacyjnych w Polsce i Rumunii i podkreśla, że na wyniki Kruka należy patrzeć w perspektywie półrocznej, a nawet całorocznej. Mimo wszystko jest to jednak pewien element niepewności.

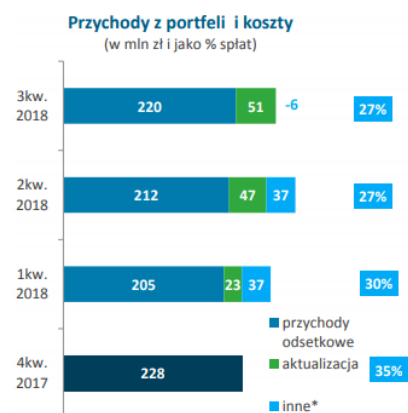


Zanim przejdziemy do przychodów krótki wstęp do rachunkowości. Firmy windykacyjne są specyficzne – bardzo dużo zależy od wewnętrznych oszacowań dokonywanych przez Spółkę. W skrócie – Kruk kupuje pakiet wierzytelności nieregularnych za ułamek jego wartości i w cenie nabycia ujmuje w księgach. Jednocześnie dokonuje szacunku przyszłych wpływów z portfela posiłkując się metodami statystycznymi bazującymi na rodzaju wierzytelności i historii odzysków podobnych portfeli. Kruk



zatrudnia kilkudziesięciu matematyków do wyceny pakietów. Jest to istotne know-how grupy, gdyż dobre oszacowanie pakietu pozwala uzyskać przewagę konkurencyjną na przetargach. Patrząc na samą cenę nabycia trudno ocenić, czy jest to zakup udany, gdyż zależy to od jakości portfela (rodzaj wierzytelności – konsumenckie, korporacyjne, hipoteczne; struktury opóźnienia itp.). Faktem jest, że skrócenie okresu przedawnienia w Polsce spowodowało, że banki sprzedają wierzytelności szybciej, a zatem portfele są lepszej jakości, a tym samym ceny są wyższe.

Wracając do rachunkowości – od początku 2018 roku (w związku z MSSF9) nabyte pakiety kwalifikowane są jako instrumenty wyceniane metodą zamortyzowanego kosztu. To znaczy, że spółka dla danego pakietu dokonując oszacowania przyszłych wpływów i uwzględniając cenę nabycia wylicza wewnętrzną stopę zwrotu. I ta stopa służy do obliczenia przychodów odsetkowych, które są księgowane miesięcznie niezależnie od rzeczywistych odzysków. Odchylenia rzeczywistych odzysków od estymacji ujmowane są w przychodach i co kwartał dokonywana jest aktualizacja wyceny pakietów. Kruk twierdzi że podchodzi ostrożnie do wycen pakietów, co powoduje, że zazwyczaj wpłaty są wyższe od estymacji i spółka ma dodatnią aktualizację pakietów. Problem pojawił się w IV kw. 2017 roku, gdyż ze względu na słabszą od oczekiwań spłacalność portfeli we Włoszech dokonano ujemnej aktualizacji portfeli włoskich co wpłynęło na zaskakujący spadek zysku.



II półrocze 2017 roku było po prostu słabe i główny wpływ miały Włochy. Widać to po przychodach i zysku, co powoduje, że baza dla II półrocza 2018 roku jest niska, a tym samym można oczekiwać istotnej poprawy wyników r/r w IV kw.



Gospodarcej (ok. 2%). Są to powtarzalne przychody z nieistotną zmiennością w porównaniu do przychodów z portfeli.

Po przychodach widać, że dobra passa skończyła się w II kw. 2017 roku. Z jednej strony trudności w Polsce z pozyskaniem nowych pakietów (wpływ GetBacku), a z drugiej słabsze od oczekiwań odzyski we Włoszech. Skutkiem było zatrzymanie dynamicznego wzrostu.

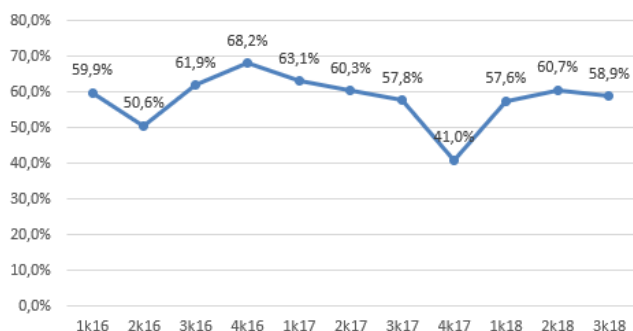
Obecnie negatywny efekt konkurencji GetBacka na rynku znika, a spółka twierdzi, że Włochy w 2019 roku będą rentowne.

Oprócz przychodów z portfeli nabytych Kruk uzyskuje przychody z inkasa (ok.5%) oraz NOVUM (pożyczki) i ERIF Biura Informacji

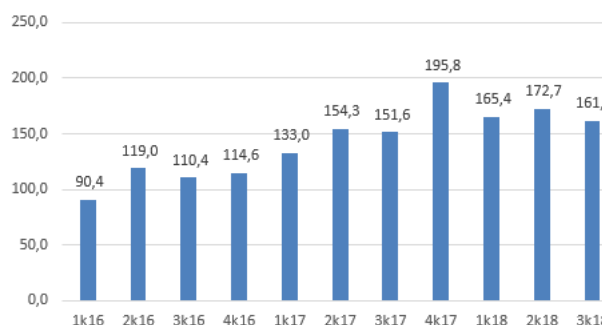
Podstawowymi kosztami działalności operacyjnej są wynagrodzenia, koszty usług obcych oraz opłaty sądowe, skarbowe i komornicze. Grupa w pierwszych trzech kwartałach 2018 roku uzyskała marżę pośrednią 59,1% vs. 60,4% rok wcześniej (przychody i koszty uzyskania przychodu).



Marża pośrednia w %

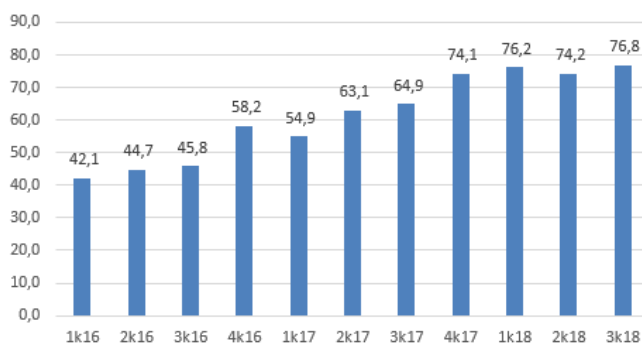


Koszty działalności operacyjnej

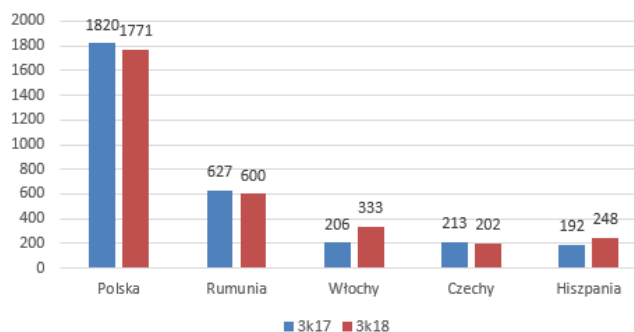


Koszty działalności operacyjnej wydają się pod kontrolą. Poza skokiem w IV kw. (wyższe koszty opłat sądowych, usługi obce) nie widać istotnego wzrostu kosztów. Pozyskanie pracowników i presja na wynagrodzenia są dla tak dużej i specyficznej grupy wyzwaniem. Koszty wynagrodzeń były wyższe w 3 kw. 2018 o 18,3% r/r, podczas gdy zatrudnienie wzrosło tylko o 3,1%.

Wynagrodzenia

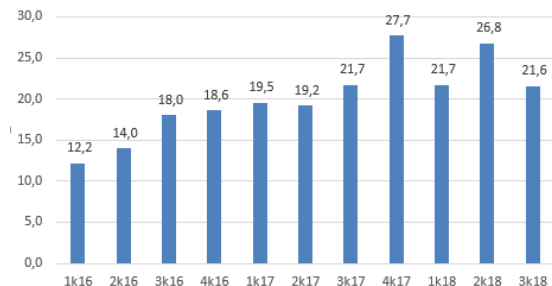


Zatrudnienie



EBITDA (zysk operacyjny powiększony o amortyzację) po 9 miesiącach 2018 roku wyniosła 408,8 mln zł (+7%). EBITDA gotówkowa (EBITDA + spłaty na portfelach własnych – przychody z portfeli własnych czyli w uproszczeniu EBITDA w uwzględnieniu „spłat kapitałowych”) wyniosła 727,6 mln zł (+15%).

Odsetki

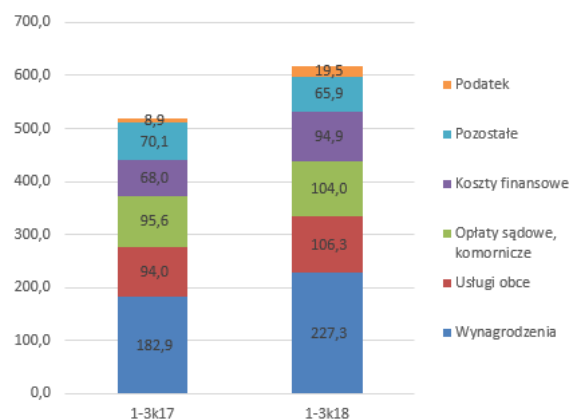


Aktywa muszą być finansowe kapitałem i długiem. Na 30.09.2018 r. kapitał stanowił 39,4%. Zobowiązania przekraczały 60% i były to głównie kredyty i obligacje, które generują koszty finansowe – znacząca pozycja kosztowa firm finansowych. Kruk w III kw. poniósł 70 mln zł odsetek tj. tylko o 10 mln zł więcej niż rok wcześniej.

Jednak dodatkowo zaksięgował 24,8 mln zł ujemnych różnic kursowych.

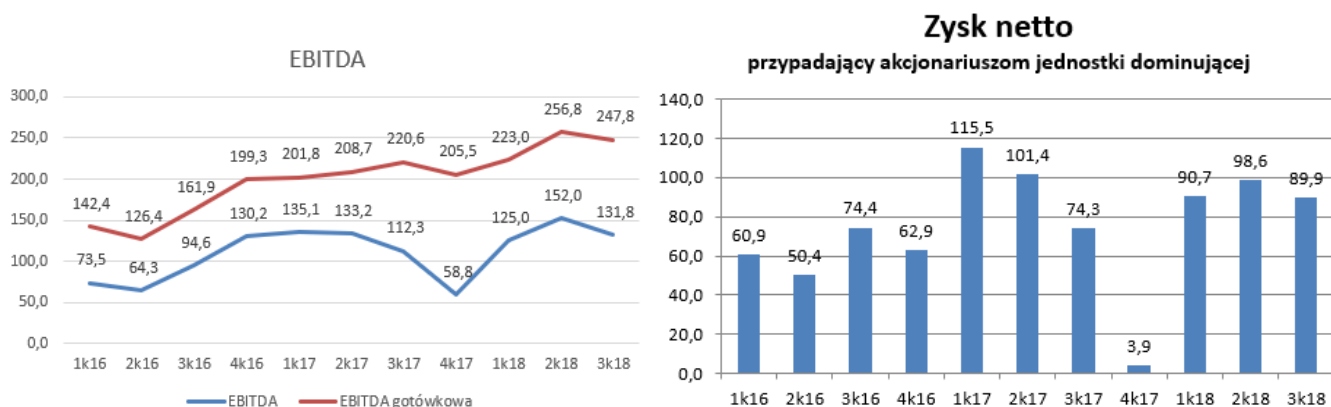
Łącznie koszty finansowe wyniosły 94,9 mln zł i stanowiły 15,4% wszystkich kosztów.

Koszty

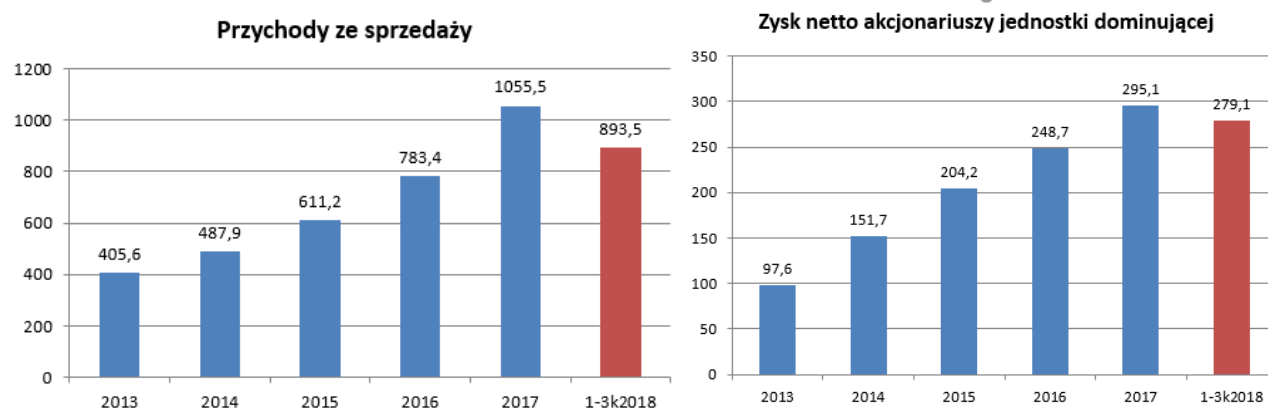




Zysk netto wyniósł 279,3 mln zł (-4%). Niższy zysk związany jest głównie z wyższymi kosztami finansowymi (odsetki wyższe o 9,7 mln zł, ujemne różnice kursowe wyższe o 17,2 mln zł) i podatkiem (+10,5 mln zł).



Jeżeli spojrzymy na wyniki Kruka całoroczne to widać pomimo zawirowań w ostatnich kwartałach ciągły wzrost i również 2018 rok powinien zakończyć się kolejnym rekordowym wynikiem, choć dynamika przychodów nie będzie już tak duża jak w poprzednich latach.



## PROGNOZA

KRUK był ulubieńcem analityków i funduszy. Słabe II półrocze 2017 roku trochę tej miłości zdmuchnęło, jednak pojawiają się rekomendacje dotyczące spółki z prognozami wyników.

Prognoza mBank DM z 17 września 2018 r. ([link](#)):

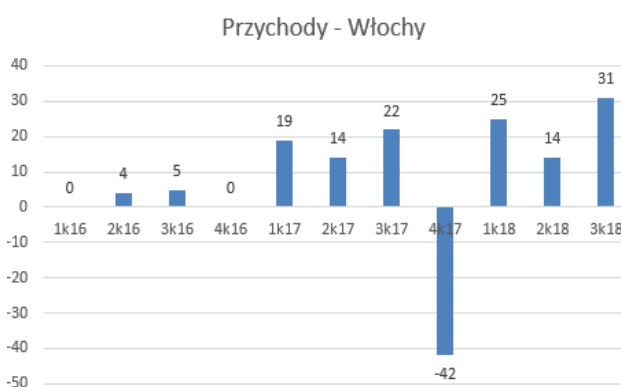
(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	783,4	1055,5	1240,8	1429,5	1645,0
Marża pośrednia	476,6	589,4	719,1	818,2	944,8
EBIT	349,0	420,8	527,9	605,7	701,4
Zysk netto	248,7	295,2	353,5	418,3	457,4

Prognoza BDM z 12 kwietnia 2018 r. ([link](#)):

	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody [mln PLN]	611,2	783,4	1 055,5	1 226,4	1 462,0	1 695,8
EBITDA gotówkowa [mln PLN]	523,9	630,0	836,6	927,4	1 086,2	1 240,3
EBITDA [mln PLN]	261,9	362,6	439,4	533,8	649,0	770,8
EBIT [mln PLN]	251,4	349,0	420,8	508,3	622,8	744,0
Wynik netto [mln PLN]	204,3	248,7	295,2	338,0	390,5	448,9

Warto też odnieść się do radykalnej rekomendacji Erste Banku z ([link](#)) z marca 2018 r., w którym została dla Kruka wystawiona rekomendacja „SELL” z ceną docelową 151 zł. Rekomendacja została wystawiona jeszcze, gdy intensywnie działał GetBack i Erste słusznie wskazał na ryzyko spadku rentowności w wyniku rosnącej konkurencji. Tylko, że od tego czasu upadł GetBack i zmienił się rynek.

W mojej ocenie prawie rekordowy zakup portfeli w III kw. 2018 pokazuje, że czas zadyszki się kończy. Zakup dużych portfeli na rynku włoskim i hiszpańskim świadczy o tym, że Kruk zaczyna się tam czuć pewniej. Wyższy portfel to wyższe przychody. Upadek GetBacku spowodował, że rynek się dostosowuje cenowo do nowych warunków (w sumie dobrze, że Kruk nie poszedł na totalną wojnę cenową z GetBackiem). Operacyjnie nie widać oznak załamania. Jeżeli faktycznie portfele włoskie zostały opanowane to Kruk powinien poprawiać wyniki dzięki wzrostowi skali.



W 2018 r. spodziewam się 1,2 mld zł przychodów i zysku netto ok. 350 mln zł.

Należy jednak wskazać, że Włochy to ciągle ryzyko dla Kruka. Po pierwsze początkowy proces windykacji okazał się niedostateczny i odzyski były niższe od oczekiwanych (na marginesie wyceny pierwszych pakietów włoskich nie robił bezpośrednio sam Kruk), stąd wzrost zatrudnienia i wzmocnienie ścieżki sądowej. Dalej nie wiadomo, czy odzysk dojdzie do oczekiwanych poziomów. Po drugie Włochy to obecnie kraj, w którym może wybuchnąć kryzys (pomysły rządu Ruchu Pięciu Gwiazd), a w kryzysie windykacja jest mniej skuteczna (jak ktoś nie ma pracy to nie spłaci długu).

Kolejne ryzyko to problem utrzymania kadr i presja wynagrodzeń. Usługi windykacyjne do najprzyjemniejszych nie należą i zatrudnienie osób, do utrzymania wymaganej sprawności operacyjnej jest wyzwaniem. Widać, że w IV kw. 2017 r. koszt wynagrodzeń mocno wzrósł i zapewne podobnie będzie się działo w kolejnych kwartałach.

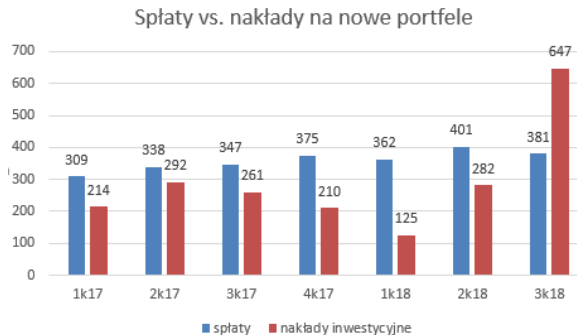
Kolejnym ryzykiem w perspektywie 1-2 lat jest wzrost stóp procentowych. Od 2018 roku po zmianie metodologii wyceny pakietów nie grozi wzrost stóp dyskontowych (stopa efektywna jest stała przez całe życie portfela), jednak wzrośnie koszt obsługi długu.

No i podstawową rzeczą jest zdolność do spłat przez dłużników w czasie wzrostu gospodarczego i niskiego bezrobocia, które mamy obecnie. Pojawienie się kryzysu skutkującego zwalnianiem ludzi pogorszyłoby ściągalność.

**ZDOLNOŚĆ DO GENEROWANIA GOTÓWKI, DYWIDENDY**

Działalność windykacyjna realizowana przez Kruka, a szczególnie nacisk na zawieranie ugód ze spłatami ratalnymi wpływa na w miarę stabilnie rosnący napływ gotówki (wcześniej pokazana EBITDA gotówkowa). To zabezpiecza prawidłową obsługę zobowiązań. Jednak wzrost wyników możliwy jest przede wszystkim poprzez nabywanie nowych portfeli wierzytelności.

Wstrzemięźliwość Kruka na rynku polskim w ostatnich kwartałach spowodowała, że nakłady na portfele były niższe od spłat. A tym samym przy rosnących zyskach i kapitałach powiększyła się zdolność do pozyskania nowego długu. I to grupa wykorzystała w III kw. 2018 r. kupując duże pakiety wierzytelności.



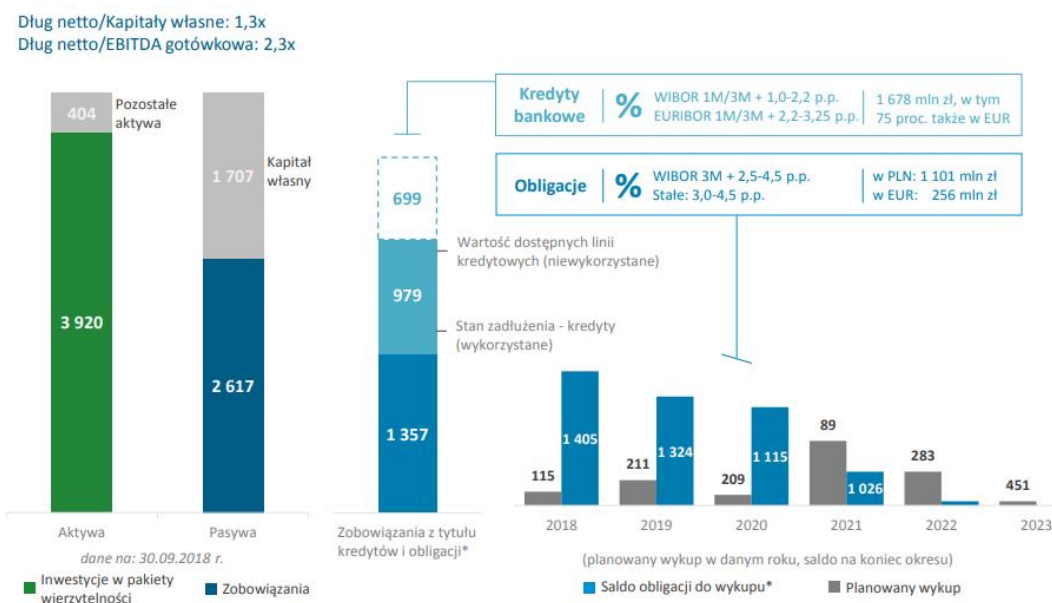
Zadłużenie finansowe netto stanowi obecnie 1,28 kapitałów własnych i jak na instytucję finansową to jest to niski poziom zadłużenia.

Kruk w 2017 roku zawarł umowę na 250 mln EUR kredytu z konsorcjum 4 banków z przeznaczeniem na inwestycje poza Polską.

Przez długi czas Kruk nie był obecny na rynku pierwotnym obligacji korporacyjnych (ostatnio w czerwcu 2017 roku). W październiku wrócił i wyemitował obligacje 5-letnie na 35 mln zł ze stopą WIBOR3M+3,50%. I jest to pozytywna informacja, że Kruk ma zdolność pozyskania w ten sposób finansowania. Grupa zapowiada kolejne emisje w najbliższych miesiącach.




Struktura zadłużenia odsetkowego na 30-09-2018 r. :



Jak widać pozostaje niewykorzystane 699 mln zł dostępnych linii kredytowych.

Kruk nie posiada polityki dywidendowej. Jednak od 2015 roku wypłaca corocznie dywidendę. Prezes Krupa powiedział w marcu „Wierzę, że najlepsze spółki giełdowe powinny nie tylko dynamicznie rosnąć, ale również wypłacać dywidendę” ([link](#)). Szczególnie jak wśród akcjonariuszy dominują fundusze to można się spodziewać nacisku na wypłatę dywidendy, choć biorąc pod uwagę apetyt spółki na wzrost portfela wiarytelności nie należy liczyć na wysokie dywidendy.

## WSKAŹNIKI RYNKOWE

WSKAŹNIKI 	
C/WK ⓘ	1.97
C/P ⓘ	2.93
C/Z ⓘ	11.84
C/ZO ⓘ	7.51
ROE ⓘ	16.63%
ROA ⓘ	6.54%

KRUK wyceniany jest obecnie na 3,5 mld zł i notowany przy C/Z ok. 12. Biorąc pod uwagę prognozowany wynik na 2018 rok C/Z (P) = ok. 10.

Kurs w sierpniu 2017 r. osiągnął maxa na 349,70 zł. Rozdmuchane oczekiwania zostały jednak przekłute, gdy rynek zdał sobie sprawę z realności wysokiej konkurencji w Polsce (GetBack) i słabszymi wynikami we Włoszech. Na to nałożyły się obawy o wpływ regulacji prawnych. Kurs spadł w II półroczu 2017 roku i na początku 2018 roku dotarł do 200 zł. Obecnie akcje notowane są po ok. 185 zł. Technicy wskazują na silne wsparcie w ok. 180 zł.

Obecnie kluczowy wydaje się wynik przeglądu opcji strategicznych, który ma zakończyć się do końca roku, a potem potwierdzenie, że nie będzie odpisów na rynku włoskim.



## ZASTRZEŻENIA

Treść Analizy jest tylko i wyłącznie wyrazem moich osobistych poglądów, a tym samym zawiera moje subiektywne opinie i przypuszczenia, które mogą się nie zrealizować.

Przy tworzeniu niniejszej analizy starałem się dochować maksymalnej staranności, wierzę, że analiza nie zawiera żadnych błędów, choć nie mogę dać takiej gwarancji.

Konflikt interesów:

Za wykonaną analizę nie otrzymałem i nie otrzymam wynagrodzenia ze strony spółki. Docelowo Portal Analiz będzie się utrzymywał z abonamentów opłacanych przez Inwestorów. Autorzy materiałów na Portalu Analiz mogą posiadać akcje lub/i obligacje danej spółki.

Zastrzeżenie:

Niniejszy dokument nie stanowi ani oferty ani zaproszenia do subskrypcji lub zakupu dowolnych instrumentów finansowych i nie powinien być traktowany jako oferta sprzedaży lub zakupu papierów wartościowych. Ten dokument został przygotowany i zaprezentowany wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowany lub dalej dystrybuowany jakimkolwiek osobom trzecim. Treść 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). Autor Analizy nie ponosi jakiegokolwiek odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podejmowane na jej podstawie.

Prawa autorskie i własności intelektualnej – zastrzeżone. Wykorzystanie w publikacjach w całości lub fragmentach bez zgody Autora jest zabronione.