

Kruk – analiza, 16 kwietnia 2018 r.

*Remigiusz Iwan dla Obligacje.pl*

*Autor prowadzi bloga rynekobligacji.com*

### **Podstawowe informacje o grupie**

Grupa Kruk działa na rynku obrotu wierzytelnościami (zakupy pakietów na własny rachunek) oraz w zakresie zarządzania wierzytelnościami na zlecenie (inkaso). Grupa jest liderem branży w Polsce i w Rumunii, a od 2016 roku prowadzi ekspansję we Włoszech, gdzie również celuje w jedną z czołowych pozycji. Oprócz tego grupa działa w Czechach, Słowacji, Niemczech i Hiszpanii. Celem strategicznym grupy na lata 2015-2019 jest osiągnięcie pozycji jednej z trzech największych firm zarządzających wierzytelnościami w Europie pod względem zysku netto.

Od 2011 roku Kruk notowany jest na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, kapitalizacja spółki wynosi około 4,6 mld zł, a w szczytowym momencie wynosiła blisko 6,5 mld zł.



Omawiane sprawozdanie finansowe grupy Kruk za 2017 rok zostało opublikowane 19 marca 2018 roku. Sprawozdanie zostało zbadane przez KPMG i otrzymało opinię „bez zastrzeżeń”.

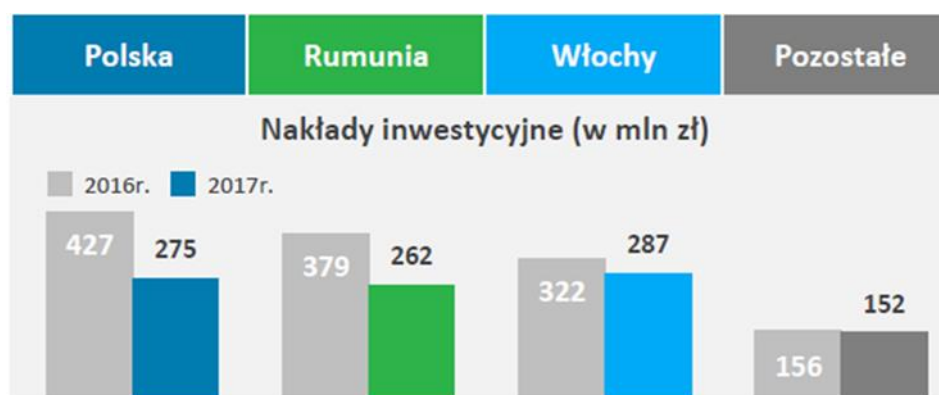
## Ważniejsze wydarzenia w działalności grupy w 2017 roku

### *Działalność operacyjna*

W 2017 roku spłaty z portfeli własnych grupy Kruk wyniosły 1,4 mld zł, czyli 38 proc. więcej niż rok wcześniej (990 mln zł). Ponad połowa spłat pochodziła spoza Polski.

W 2017 roku Kruk zainwestował 977 mln zł w 139 portfeli o łącznej wartości 16,4 mld zł. Rozkład inwestycji według krajów: Włochy (29 proc.), Polska (28 proc.), Rumunia (27 proc.).

**W Polsce Kruk nabył 30 portfeli za 275 mln zł**, w tym portfel od Getin Noble Banku o wartości nominalnej 420 mln zł.



### *Działalność finansowa*

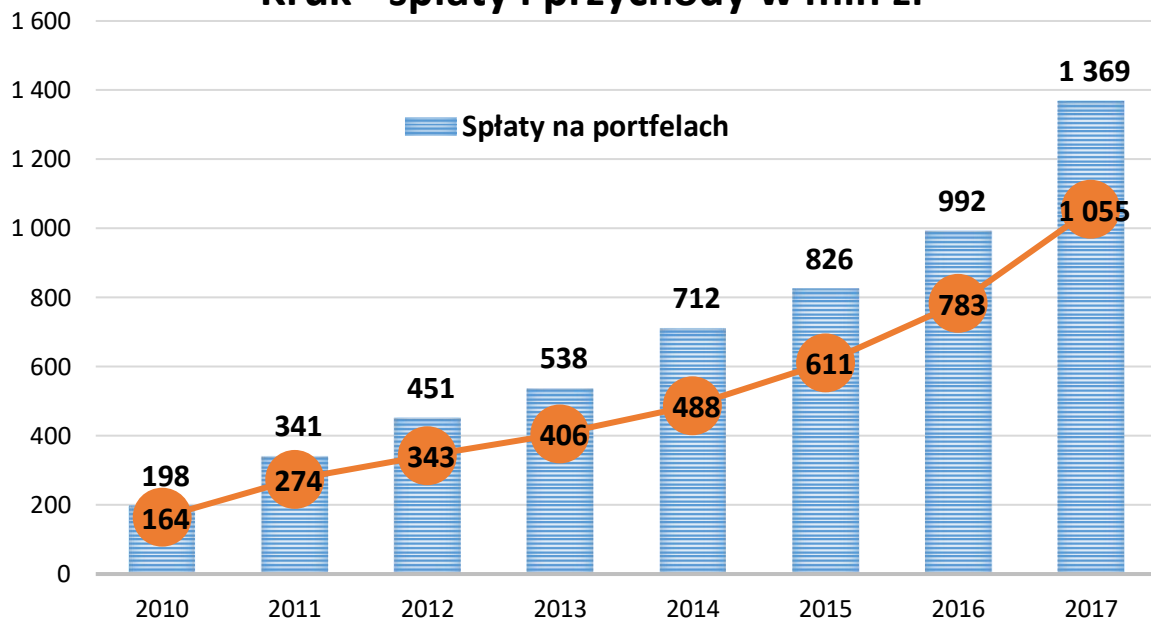
W 2017 roku Kruk wyemitował dwie serie obligacji w euro o łącznej wartości 168,4 mln zł. W III kwartale 2017 roku Kruk podpisał z konsorcjum czterech banków umowę kredytu rewolwingowego o wysokości 250 mln euro.

## Analiza finansowa grupy

### *Przychody i zyski*

Patrząc na szerszą perspektywę nie dziwi, że trend na akcjach spółki jest (był) mocno wzrostowy. Grupa Kruk z roku na rok poprawia i spłaty na portfelach własnych i wynikające z tych spłat przychody.

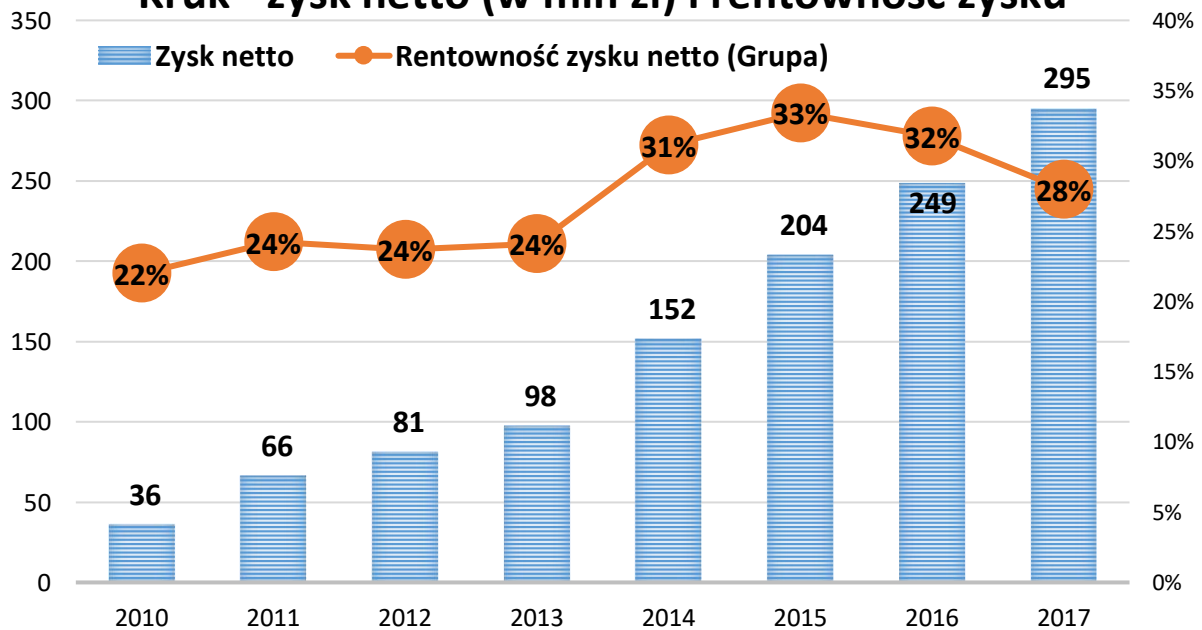
## Kruk - spłaty i przychody w mln zł



Źródło: sprawozdania finansowe spółki.

Podobnie ma się sprawa z wypracowanymi zyskami, rosną z roku na rok.

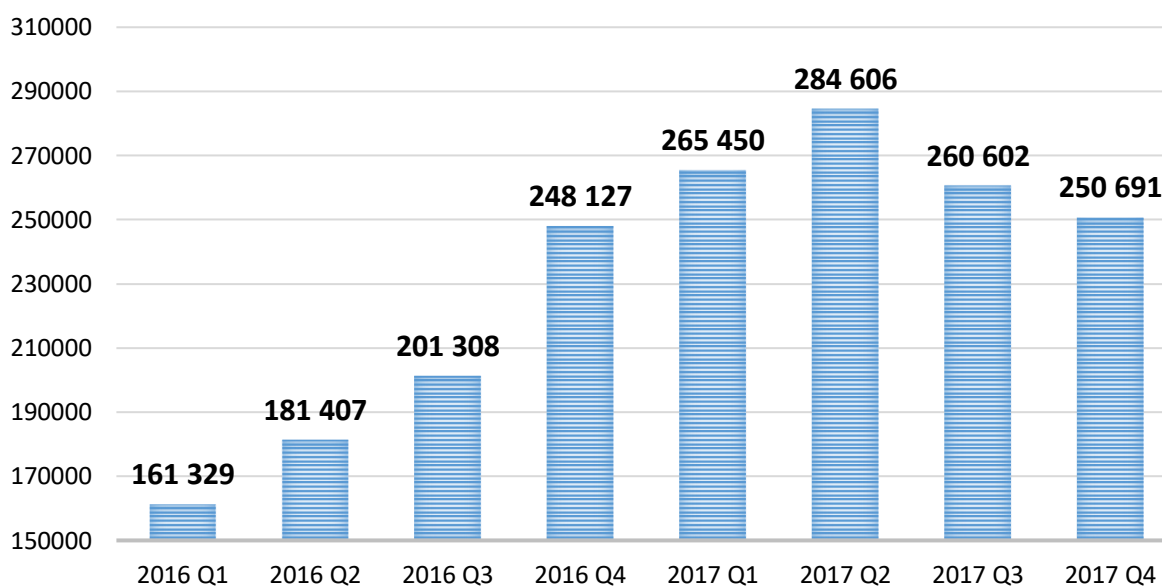
## Kruk - zysk netto (w mln zł) i rentowność zysku



Źródło: sprawozdania finansowe spółki.

Ale powyższy wykres pokazuje również zanotowany w 2017 roku spadek rentowności netto. A to oznacza, że zyski netto nie rosną już tak dynamicznie jak przychody. Co z kolei może budzić niepokój w zakresie przyszłych wyników, zwłaszcza, że również w II połowie 2017 roku wyhamowały przychody grupy. Dobrze to obrazuje kwartalne zestawienie przychodów.

### Kruk - przychody kwartalne w tys. zł



Źródło: sprawozdania finansowe spółki.

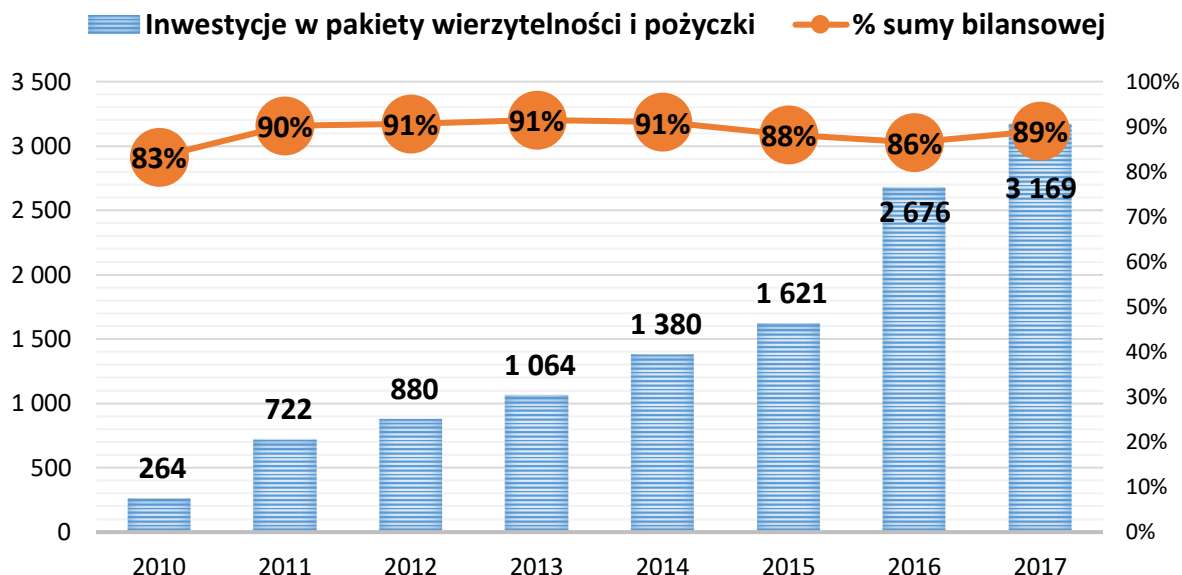
Trend wzrostowy przychodów zatrzymał się na II kwartale 2017 roku, w kolejnych dwóch kwartałach passa się odwróciła. Z wyjaśnień spółki wiemy, że za słabszy IV kwartał 2017 roku odpowiadają ujemne przeszacowania wartości portfeli na rynku we Włoszech (pomniejszając przychody). Kruk jednocześnie zapewnia, że na tamtejszym rynku mocno pracuje nad poprawą procesów i zbliża się do osiągnięcia pełnej efektywności działania.

### Bilans grupy

#### *Aktywa grupy*

Wartość bilansowa pakietów wierzytelności Kruka systematycznie rośnie, chociaż dynamika przyrostu w 2017 roku przyhamowała.

## Wartość bilansowa pakietów wierzytelności



Źródło: sprawozdania finansowe spółki.

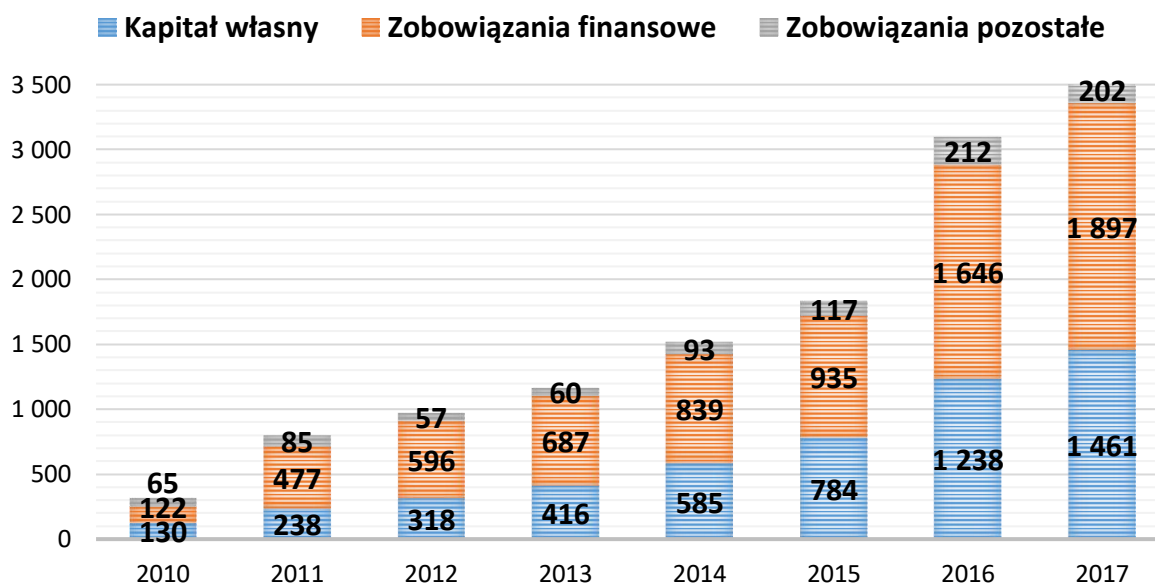
Z dostępnych informacji wynika, że w 2017 roku miała miejsce stosunkowo silna konkurencja cenowa w zakresie zakupu nowych portfeli wierzytelności w Polsce i aktywność Kruka w zakresie zakupów istotnie spadła i to jest jednym z powodów spadku dynamiki. Drugim są ujemne przeszacowania w zakresie pakietów wierzytelności we Włoszech.

Będąc przy aktywach spółki, warto podkreślić, że Kruk niezmiennie utrzymuje na rachunkach bankowych wysokie saldo gotówki, zazwyczaj pomiędzy 100-200 mln zł. Możemy zatem mówić o bardzo dobrej płynności gotówkowej grupy.

### ***Pasywa grupy***

Pasywa grupy według rodzaju prezentują się następująco.

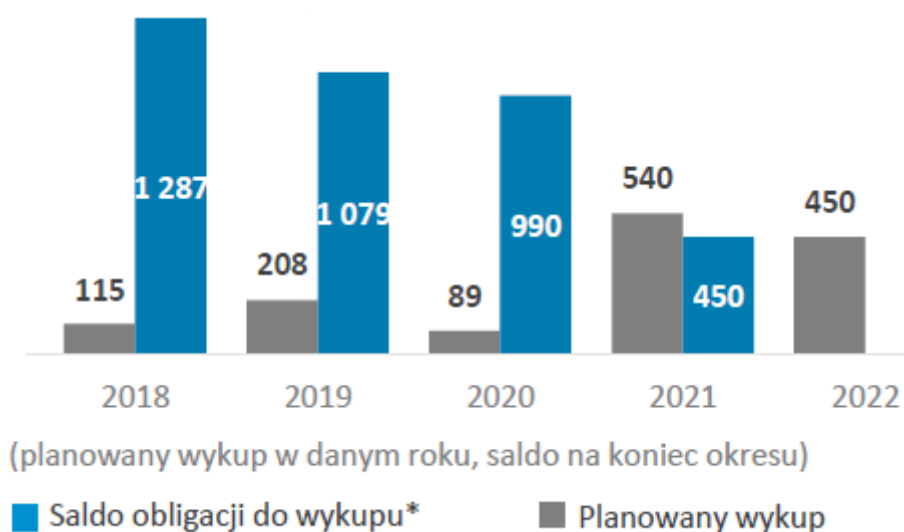
## Kruk - podział pasywów, w mln zł



Źródło: sprawozdania finansowe spółki.

Spółka przede wszystkim korzysta z zobowiązań finansowych. A na nie składają się przede wszystkim kredyty i wyemitowane obligacje korporacyjne.

Na koniec 2017 roku zadłużenie Kruka z tytułu obligacji wynosiło 1,4 mld zł, z tego blisko 1 mld zł przypada do wykupu dopiero w latach 2021-2022. Grupa ma zatem spory komfort w zakresie obsługi zadłużenia.



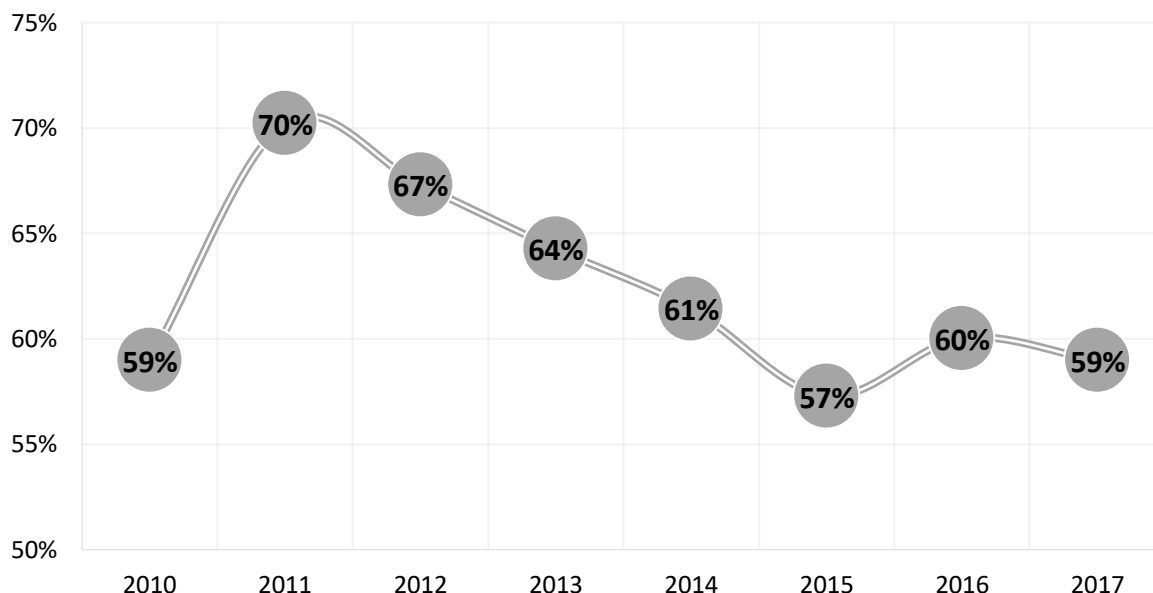
Zadłużenie grupy z tytułu kredytów na koniec 2017 roku wynosiło 490 mln zł. Dodatkowo grupa posiadała 1,2 mld zł niewykorzystanych linii kredytowych.

Sytuację grupy w zakresie zarządzania finansami można określić jako bardzo dobrą. Spłaty obligacji są mocno odsunięte w czasie, a do tego „od ręki”, w razie potrzeby, grupa może uruchomić posiadane linie kredytowe.

#### **Wskaźniki zadłużenia i obsługi długu**

Udział kapitałów własnych w pasywach wynosi 41 proc. Zatem wskaźnik zadłużenia dla Kruka wynosi 0,59 i jak widać z poniższego wykresu znajduje się na niskich, w porównaniu do przeszłości, poziomach.

### **Wskaźnik zadłużenia Kruka**

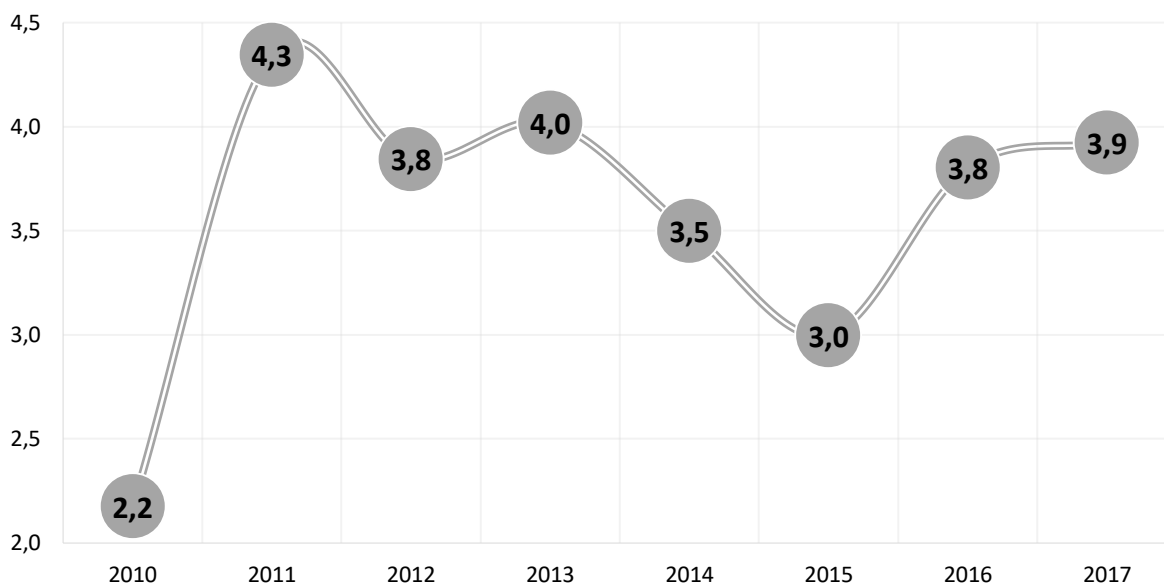


Źródło: obliczenia własne.

Dla porównania w przypadku Bestu na 31 grudnia 2017 roku wskaźnik ten wynosił 0,66, a dla Kredyt Inkaso 0,67. Można zatem śmiało stwierdzić, że Kruk posiada w bilansie miejsce na wzrost zadłużenia, czyli również na wzrost skali działalności.

Również znacznie lepiej niż konkurencja Kruk wypada w zakresie analizy wskaźnika dług netto/EBITDA.

## Dług netto/EBITDA



Źródło: obliczenia własne.

Swoje zadłużenie finansowe netto (pomniejszone o gotówkę) spółka jest w stanie spłacić z wypracowanej EBITDA w okresie około czterech lat. I jak widać z powyższego wykresu, ten rezultat jest bardzo stabilny w czasie.

### **Podsumowanie**

Grupa Kruk notuje systematyczny rozwój, który przejawia się wzrostem przychodów, spłat na portfelach czy zysku netto. Wzrost dokonywany jest przy pełnej kontroli ryzyka, wskaźnik zadłużenia znajduje się na odpowiednich poziomach (niższych niż u konkurencji), również wskaźnik dług netto/EBITDA znajduje się na właściwych poziomach, a do tego jest bardzo stabilny w czasie. Grupa Kruk ma miejsce w bilansie na nowy dług, czyli dalszy wzrost działalności.

Sam 2017 rok nie okazał się dla spółki aż tak dobry, jak można by tego oczekiwać. Wpłynęła na to konkurencja cenowa w zakresie zakupu nowych pakietów wierzytelności na rynku polskim, a także gorsza od zakładanej efektywność odzysków na rynku włoskim. Z tym, że skala spowolnienia nie powinna mieć żadnego wpływu na (bardzo komfortową) sytuację obligatariuszy.

2018 rok przyniósł uspokojenie w zakresie konkurencji cenowej na rynku wierzytelności w Polsce, a według deklaracji grupy, biznes we Włoszech również zmierza w dobrym kierunku.



---

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.

Autor niniejszej Analizy nie jest powiązany w żaden sposób z Emitentem. 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). Obligacje.pl oraz Autor Analizy nie ponoszą jakiegokolwiek odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podejmowane na jej podstawie.

Prawa autorskie i własności intelektualnej – zastrzeżone. Wykorzystanie w publikacjach w całości lub fragmentach bez zgody Obligacje.pl Sp. z o.o. – zabronione.

Portal Obligacje.pl został zarejestrowany jako dziennik w Rejestrze Dzienników i Czasopism prowadzonym przez Sąd Okręgowy w Warszawie, Wydział VII Cywilny Rejestrowy pod numerem PR 19271.

**Konflikt interesów**

Obligacje.pl Sp. z o.o. zaznacza, że łączy ją z Emitentem umowy o współpracy, wobec czego należy uznać, że może występować konflikt interesów. Jednocześnie zwraca się uwagę, że autor powyższej analizy nie jest w żaden sposób powiązany z Emitentem, ale jest związany stałą współpracą z Obligacje.pl.