

**Kruk – analiza, 17 listopada 2016 r.**

***Remigiusz Iwan dla Obligacje.pl***

*Autor prowadzi bloga [rynekobligacji.com](http://rynekobligacji.com)*

## **Podsumowanie**

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 w 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 3,5 mld zł.

Grupą kieruje kompetentny i doświadczony zarząd, średni staż członków zarządu wynosi 12 lat. Prezesem spółki jest jej założyciel, Piotr Krupa, który również posiada blisko 11 proc. akcji spółki.

Sprawozdania finansowe grupy badane są przez Ernst & Young i otrzymują opinie „bez zastrzeżeń”.

W każdym kolejnym roku (badane od 2010 roku) Kruk poprawia swoje wyniki, zwiększa sprzedaż, spłaty na posiadanych portfelach wierzytelności, czy zyski netto. Sytuacja finansowa grupy nie budzi zastrzeżeń.

Ponad 90 proc. aktywów grupy stanowią zakupione portfele wierzytelności. Finansowane są przede wszystkim kapitałami własnymi oraz zadłużeniem finansowym, na które składają się wyemitowane obligacje oraz zaciągnięte kredyty. Zasadniczo strukturę finansowania aktywów i poziom zadłużenia można określić jako właściwe.

Warto mieć jednak na uwadze, że 2016 rok to okres wzmożonych wydatków grupy na nowe pakiety wierzytelności, w tym próba zajęcia czołowej pozycji wśród firm windykacyjnych na rynku włoskim. Do końca III kwartału 2016 grupa już wydała 222 mln zł na pakiety wierzytelności we Włoszech, a po zakończeniu III kwartału podpisała umowę na zakup kolejnego dużego pakietu wierzytelności.

Wydatki te oznaczają konieczność zaciągania kolejnych zobowiązań finansowych i już spowodowały, a mogą powodować dalsze pogorszenie wskaźników zadłużenia grupy, jak również wskaźników obsługi długu. Także skuteczność działalności na nowym dla grupy, chociaż zbadanym rynku we Włoszech, może być pewną niewiadomą dla Kruka. Dlatego nie dziwi zaproponowana przez zarząd spółki prywatna emisja akcji, która miałaby przynieść grupie do 250 mln zł i poprawić strukturę bilansu oraz wyżej wymienione wskaźniki.

Aczkolwiek, nawet bez przeprowadzenia zaproponowanej emisji akcji, mimo lekkiego wzrostu ryzyka związanego z rosnącym zadłużeniem spółki, nie można w obecnie mówić o nadmiernym zadłużeniu grupy. Działania Kruka związane z emisją akcji mają raczej na celu umożliwienie jej dalszego agresywnego rozwoju w kolejnych okresach.

### ***Historia***

Kruk został założony jako spółka z o.o. w 1998 roku przez Piotra Krupę i Wojciecha Kuźnickiego. Piotr Krupa to obecny prezes spółki i jeden z jej głównych akcjonariuszy. Spółka początkowo powstała jako wydawnictwo „KRUK”, miała wydawać białe Kruki, książki pisane właśnie przez Piotra Krupę z tematyki Zakładów Pracy Chronionej. Jednak szybko rozszerzyła profil działalności o usługi zarządzania wierzytelnościami jako odpowiedź na problemy nowopowstałego sektora telefonii komórkowej, a także problemy ze spłatami pożyczek z systemów sprzedaży ratalnej.

Stosunkowo szybko spółka zdobyła pozycję lidera na rynku usług windykacyjnych w Polsce. W 2003 roku pakiet 70 proc. udziałów objął Polish Enterprise Fund IV L.P. W tym też roku Kruk kupił pierwszy pakiet wierzytelności na własny rachunek.

W 2005 roku nastąpiło przekształcenie Kruka w spółkę akcyjną. W 2007 roku Kruk otworzył spółkę w Rumunii i nabył tam pierwszy pakiet wierzytelności.

W 2008 roku Kruk zmienił strategię windykacji na opartą na ugodach z dłużnikami. W kolejnych latach strategii towarzyszą reklamy telewizyjne, czy „idea placement” w popularnych serialach.

W 2011 roku spółka zadebiutowała na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Rok później Kruk rozpoczął działalność w Czechach i Słowacji. W 2014 roku utworzył spółkę w Niemczech, a w 2015 roku nabył pierwsze wierzytelności na tym rynku.

Również w 2015 roku Kruk utworzył spółki we Włoszech i w Hiszpanii, w tymże roku nabył również pierwsze wierzytelności we Włoszech, a dalsze zakupy mają miejsce w 2016 roku. W 2016 roku grupa Kruk sfinalizowała również przejęcie portfela wierzytelności od P.R.E.S.C.O.

### Przedmiot działalności

Grupa Kruk jest liderem na polskim rynku obrotu wierzytelnościami (czyli zakupu pakietów wierzytelności konsumenckich, hipotecznych oraz korporacyjnych na własny rachunek) oraz w zakresie zarządzania wierzytelnościami na zlecenie (inkaso). Windykacja pakietów wierzytelności zakupionych na własny rachunek stanowi ok. 90 proc. w przychodach. Choć segment inkaso ma mniejszy udział w wynikach, to daje grupie doświadczenie pomagające trafniej wyceniać portfele nabywane na własny rachunek (często wierzytelności z inkasa są następnie sprzedawane przez instytucje).

W swojej ramach działalności Kruk posiada również usługę „Pożyczka Novum”, polegającą na udzielaniu krótkoterminowych pożyczek gotówkowych byłym osobom zadłużonym, które terminowo wywiązały się ze swoich zobowiązań wobec grupy Kruk.

Grupa jest właścicielem Rejestru Dłużników ERIF – platformy służącej gromadzeniu i udostępnianiu informacji o zobowiązaniach konsumentów i przedsiębiorstw.

Grupa świadczy swoje usługi na rynku polskim, rumuńskim (jest liderem tego rynku), czeskim, słowackim oraz niemieckim i od niedawna również włoskim i hiszpańskim. Przy czym obecnie kluczowe znaczenie dla działalności grupy mają rynek polski i rumuński (55 proc. i 42 proc. przychodów w 2015 roku). Poniższa tabela dobrze oddaje oferowane przez spółkę usługi i rynki na których są one oferowane.

### Macierz rozwoju KRUKa

Mamy duży potencjał rozwoju działalności w przekroju produktowym i geograficznym

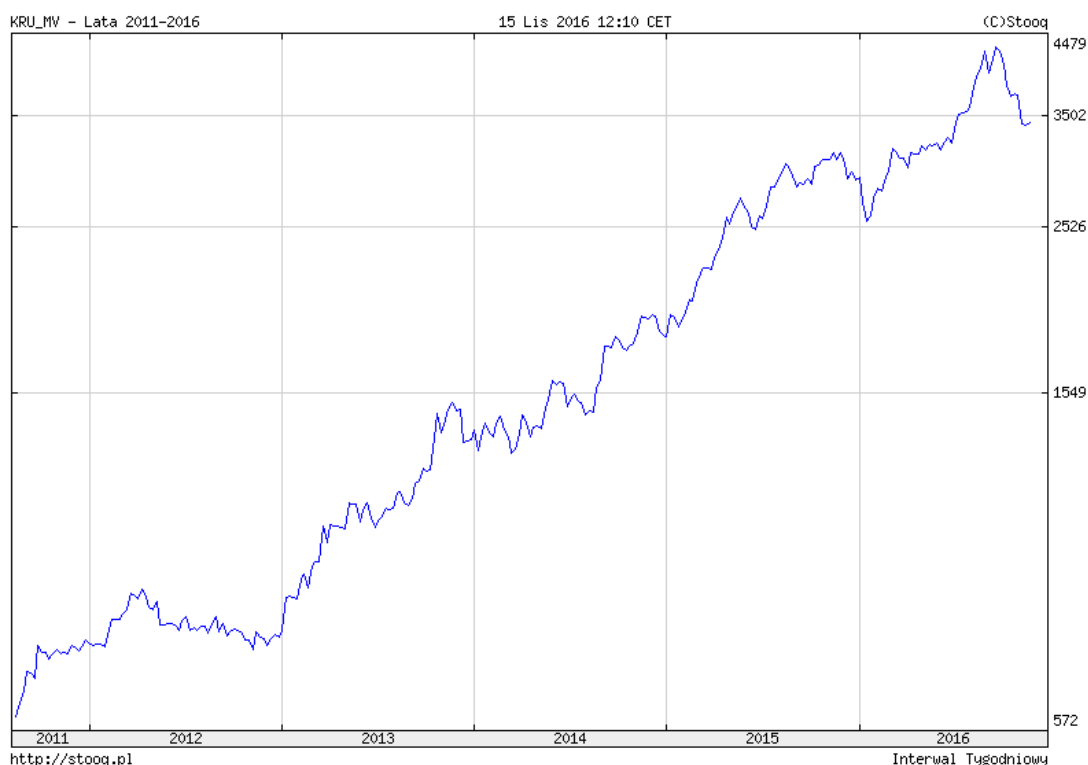
Obecne linie biznesowe		Polska	Rumunia	Czechy	Słowacja	Niemcy	Hiszpania	Włochy	Portugalia	Wielka Brytania
Zakup portfeli wierzytelności	Konsumenckie	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓		
	Hipoteczne	✓	✓							
	Korporacyjne	✓	✓							
Inkaso		✓	✓	✓	✓					
Pożyczki konsumenckie		✓								
Informacja gospodarcza		✓								

Źródło: prezentacja dla inwestorów.

Największą grupę klientów Kruka stanowią banki, istotny udział posiadają również firmy z branży telekomunikacyjnej. Na 30 września 2016 roku nominal spraw w obsłudze wynosił 35,1 mld zł, a łączna liczba spaw wynosiła 5,6 mln. Na ten dzień grupa zatrudniała 3011 pracowników.

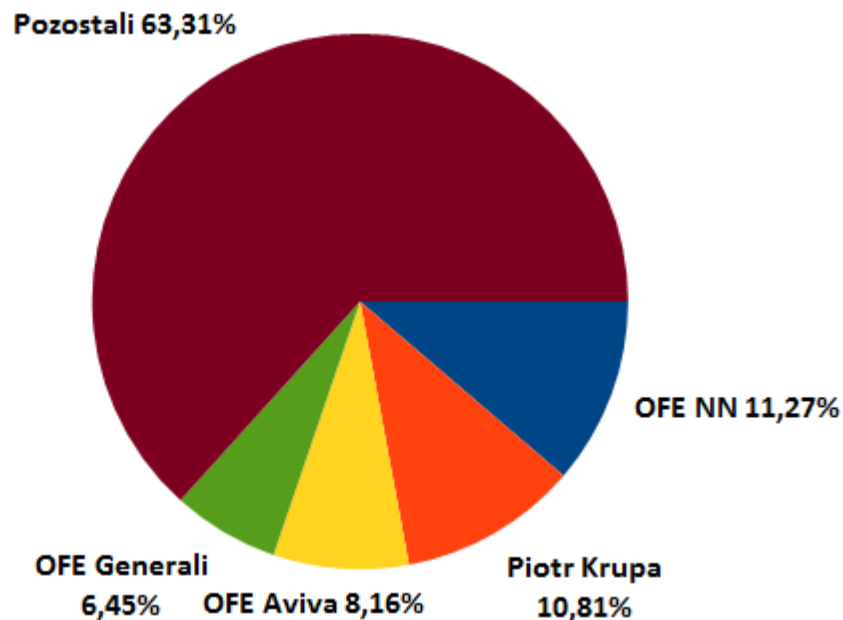
Celem strategicznym grupy na lata 2015-2019 jest osiągnięcie pozycji jednej z trzech największych firm zarządzających wierzytelnościami w Europie pod względem zysku netto.

Grupa Kruk od 2011 roku notowana jest na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, kapitalizacja spółki obecnie sięga już 3,5 mld zł.



Akcjonariat spółki jest bardzo rozdrobniony, znajdziemy w nim wiele OFE (około 45 proc. akcji) oraz TFI (około 20 proc. akcji). Powyżej 5 proc. akcji posiada również założyciel Kruka i jego prezes – Piotr Krupa.

### Akcjonariat Kruka



Jak wspomniano, prezesem zarządu spółki jest Piotr Krupa, jednocześnie założyciel spółki. Jest on radcą prawnym. W 1996 r. ukończył Wydział Prawa i Administracji Uniwersytetu Wrocławskiego.

Warto podkreślić, że w skład zarządu grupy wchodzi osoby od wielu lat związane z Krukiem, średni staż członków zarządu wynosi 12 lat. Grupa dużą wagę przywiązuje do szkoleń i rozwoju swojej kadry. Zarządzanie spółką można ocenić bardzo pozytywnie.

Audytorem spółki jest Ernst & Young, sprawozdania finansowe otrzymują opinie bez zastrzeżeń.

## Wyniki finansowe

### *Przychody i zyski*

Na wyniki Kruka warto spojrzeć w dwóch wymiarach, według przedmiotu działalności oraz wg regionu, na którym spółka działa.

Jeżeli chodzi o przedmiot działalności, to sprawa jest prosta, w trzech kwartałach 2016 roku około 93 proc. przychodów grupy Kruk stanowiły przychody z tytułu nabytych na własny rachunek portfeli wierzytelności, nieco ponad 4 proc. stanowiły przychody z tytułu windykacji na zlecenie, a pozostałe 3 proc. to między innymi przychody z tytułu udzielanych pożyczek oraz udostępniania informacji z Rejestru Dłużników. Nie ulega zatem wątpliwości, że w analizie pod kątem rynku obligacji korporacyjnych, kluczowe dla działalności Kruka są nabywane na własny rachunek pakiety wierzytelności, zwłaszcza, że to właśnie one finansowane są emisjami obligacji korporacyjnych.

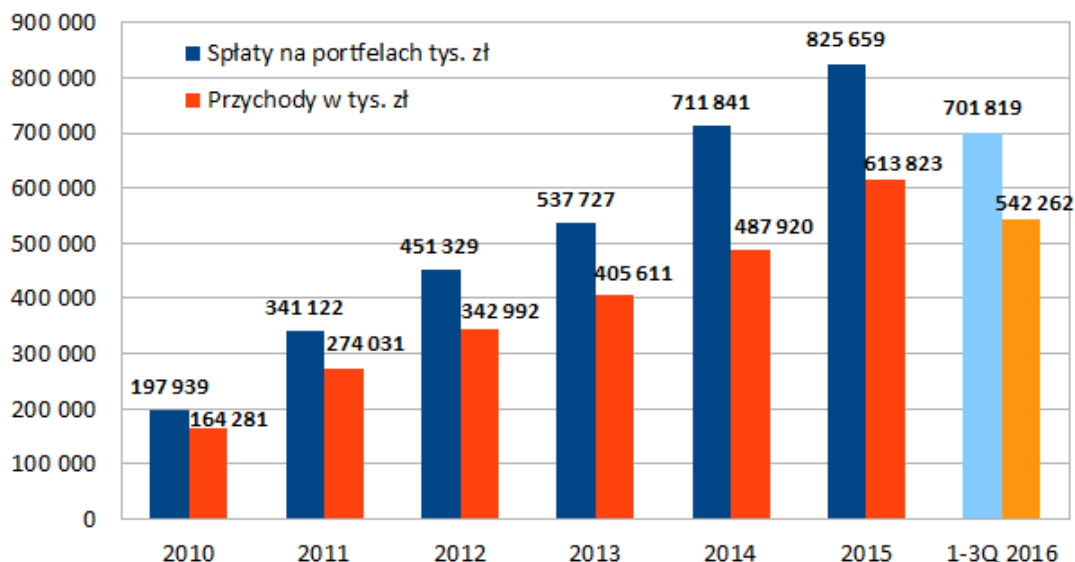
Patrząc pod kątem geograficznym, w trzech kwartałach 2016 roku 52 proc. przychodów grupy pochodziło z rynku polskiego, a 41 proc. z rynku rumuńskiego. Można zatem stwierdzić, że działalność w obydwu krajach ma istotne znaczenie dla sukcesu grupy, dlatego warto również z uwagą czytać o perspektywach rynku wierzytelności w Rumunii. Na obydwu rynkach grupa jest liderem.

Pod koniec 2015 roku i w 2016 roku Kruk w ekspresowym tempie rozpoczął inwestycje na rynku włoskim. Dość powiedzieć, że w bieżącym roku na zakupy portfeli we Włoszech wydał 222 mln zł, a w październiku podpisał kolejną umowę zakupu portfela, którego wartość nominalna wynosi około 4 mld zł.

Z jednej strony oznacza to, że już wkrótce w analizie przychodów wg regionów pojawi się zapewne kolejny kraj, a z drugiej strony skala inwestycji wskazuje, że sukces lub porażka na rynku włoskim może mieć istotne znaczenie dla przyszłych zysków grupy.

Patrząc na przychody grupy widzimy spółkę, która nieustannie się rozwija. Dynamicznie rosną również spłaty dłużników.

### Przychody i spłaty od dłużników (w tys. zł)

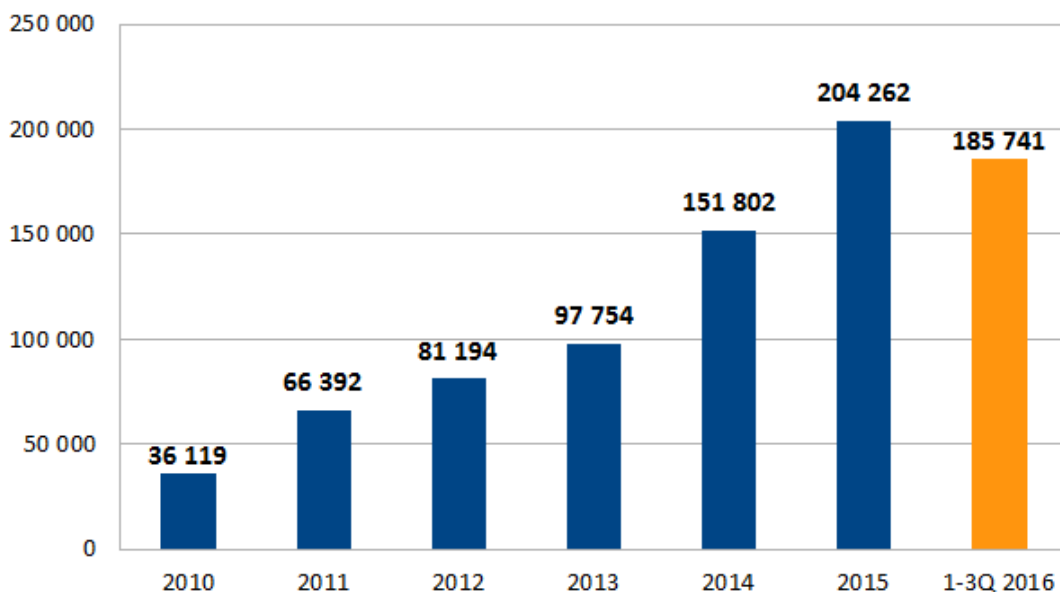


Źródło: sprawozdania finansowe spółki.

Dla porównania, przychody drugiej/trzeciej pod względem wielkości firm windykacyjnych w Polsce grupy Best w 2015 roku wyniosły 141 mln zł.

Rosnące spłaty, rosnące przychody, przy zachowaniu rentowności prowadzonej działalności, powodują oczywiście wzrost wypracowywanego zysku netto.

### Zysk netto (w tys. zł)



Źródło: sprawozdania finansowe spółki.

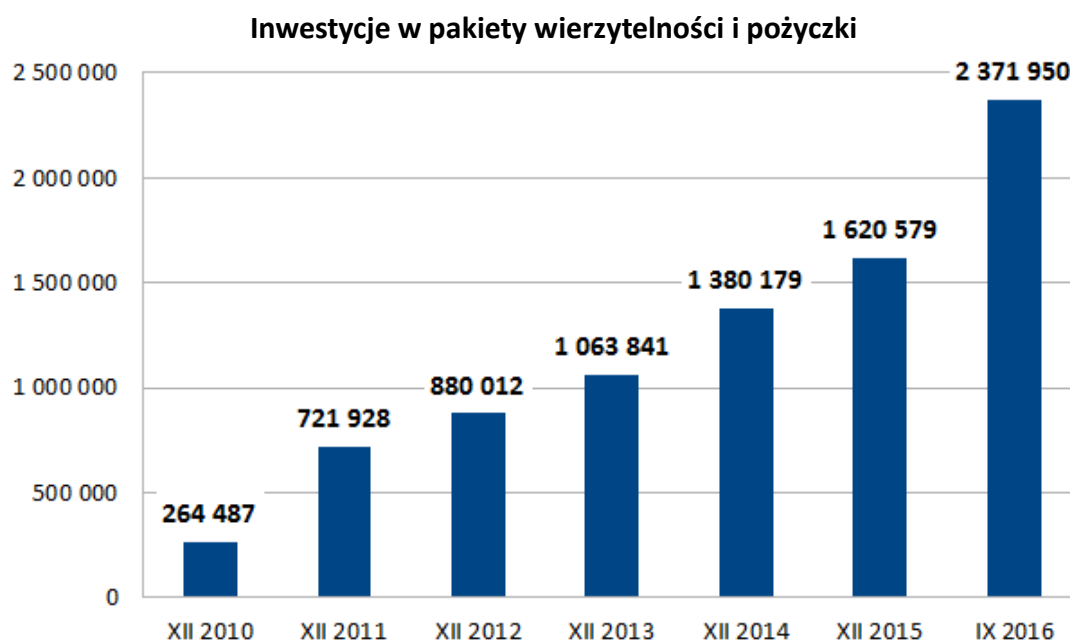
Opisując swoje wyniki grupa posługuje się wskaźnikiem EBITDA gotówkowa, zostanie on omówiony pod koniec tej analizy.

Sytuacja grupy Kruk w zakresie wypracowywanych wyników nie budzi większych zastrzeżeń pod kątem możliwości obsługi wyemitowanych obligacji. Spójrzmy zatem na aktywa grupy i strukturę ich finansowania.

## Analiza bilansu

### *Aktywa grupy*

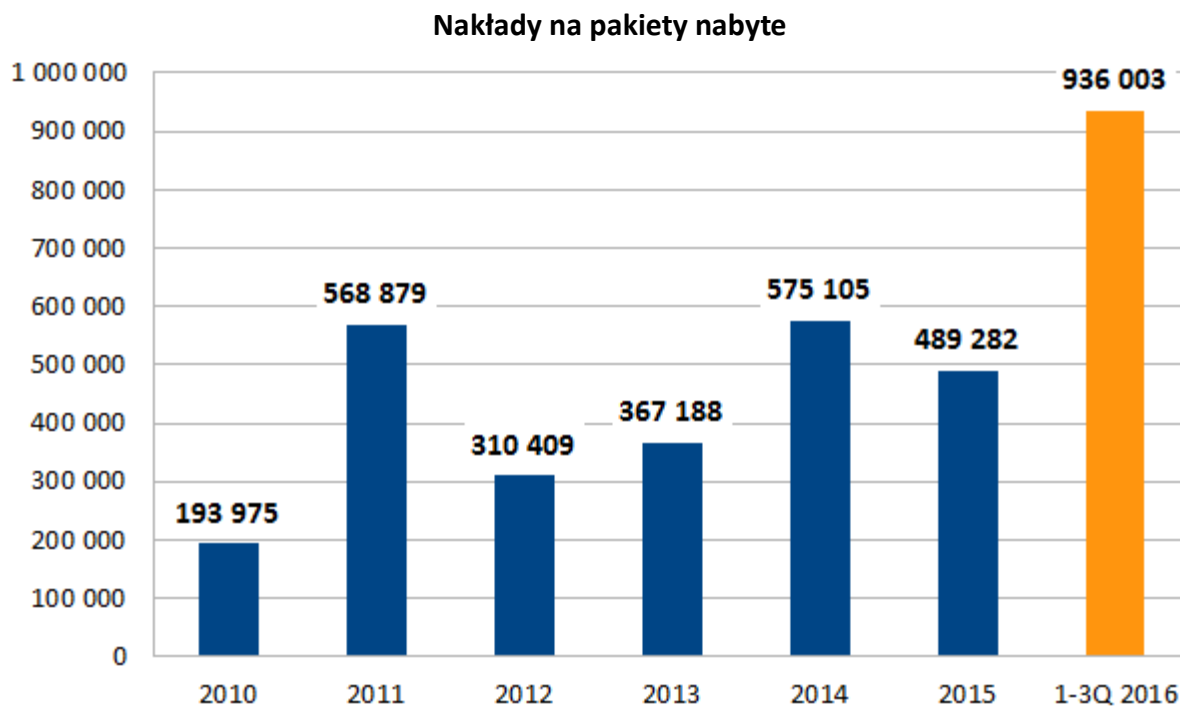
Ponad 90 proc. aktywów stanowią posiadane pakiety wierzytelności (a dodatkowo 5 proc. to gotówka) i w zasadzie dla obligatariuszy to jest jedyna pozycja aktywów mająca istotne znaczenie.



Źródło: sprawozdania finansowe spółki.



Wartość posiadanych pakietów wierzytelności systematycznie rośnie, w tym miejscu warto spojrzeć na jeszcze jedną statystykę.



Źródło: sprawozdania finansowe spółki.

2016 rok to eksplozja wydatków na zakup nowych portfeli wierzytelności (wejście na rynek we Włoszech, rekordowa inwestycja w Rumunii), co co burzy stabilizację lubianą przez obligatariuszy.

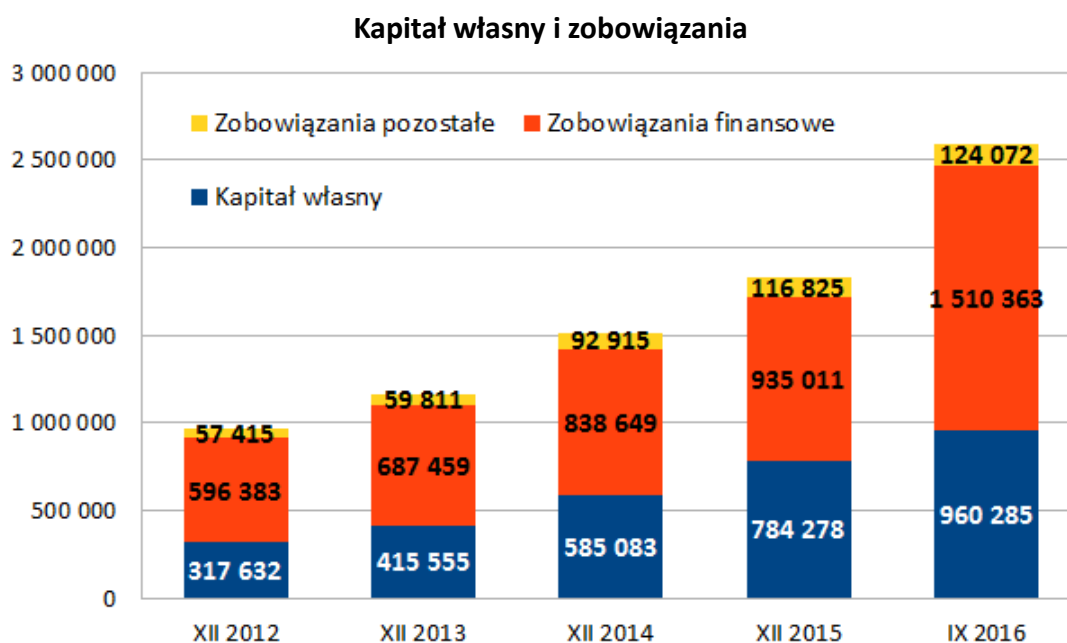
W 2016 roku Kruk kupił 60 portfeli na sześciu europejskich rynkach: w Polsce, Rumunii, Czechach, Niemczech, Hiszpanii oraz we Włoszech. Wartość nominalna zakupionych portfeli wyniosła 8 mld zł. Istotny udział w inwestycjach miało przejęcie portfela od P.R.E.S.C.O. o wartości nominalnej 2,7 mld zł za 194 mln zł, koinwestycja z Bankiem Światowym w Rumunii (nakład Kruka wyniósł 155 mln zł, wartość nominalna całego portfela to 2,6 mld zł), a także nabycie portfela o wartości nominalnej 1,5 mld zł za 222 mln zł na rynku włoskim. Dodatkowo już w październiku Kruk podpisał kolejną umowę zakupu wierzytelności we Włoszech, w której wartość nominalna portfela wierzytelności wynosi około 4 mld zł.

Kwota wydatków na nabycie wierzytelności w wysokości 936 mln zł w 2016 roku jest pięciokrotnie wyższa od wypracowanego w okresie zysku netto i pomimo rosnących spłat z portfeli, musi w dużej mierze zostać sfinansowana zadłużeniem zewnętrznym. I tym sposobem przechodzimy do analizy pasywów.

### ***Pasywa grupy***

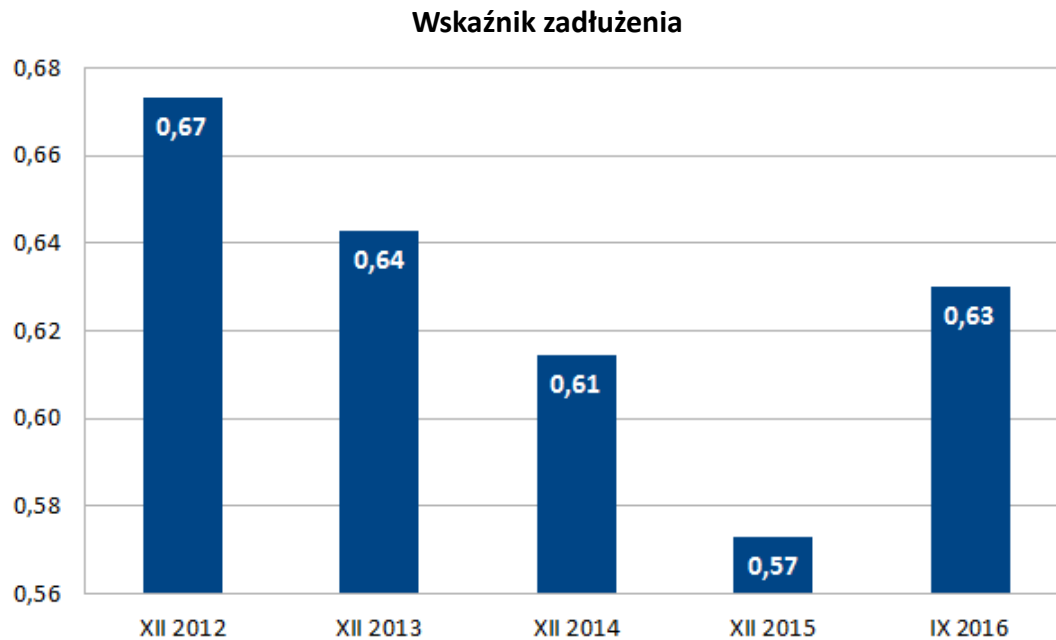
Ponieważ aktywa (pakiety wierzytelności) rosną dynamicznie, jasne jest, że ten wzrost musi być odpowiednio sfinansowany. Grupa czyni to poprzez zatrzymywanie wypracowanych zysków (choć za ostatnie dwa lata z części zysku wypłacona została dywidenda) oraz wzrost zadłużenia finansowego. Wreszcie przy okazji publikacji raportu za III kwartał 2016 Kruk zapowiedział nową emisję akcji, z której mógłby pozyskać do 250 mln zł.

Graficznie wzrost wartości pasywów wygląda następująco.



Źródło: sprawozdania finansowe spółki.

Powyższy wykres pokazuje, że samymi zyskami (czyli wzrostem kapitałów) Kruk nie jest w stanie sfinansować zakupów kolejnych portfeli – w 2016 roku następuje znaczny wzrost zadłużenia finansowego. Najlepiej obrazuje to wskaźnik zadłużenia, który pokazuje w jakim procencie grupa finansuje się zobowiązaniami.



Źródło: sprawozdania finansowe spółki.

Wskaźnik zadłużenia nie przekracza jeszcze poziomów ostrzegawczych, jednakże w połączeniu z planami dalszej ekspansji Kruka – osiągnięcia pozycji kluczowego gracza na rynku włoskim, czy przejmowania kolejnych podmiotów – warto uważnie obserwować jego zachowanie w kolejnych okresach.

Grupa Kruk w kowenantach dotyczących obligacji stosuje miarę wskaźnika zadłużenia liczonego jako iloraz zadłużenia finansowego netto (czyli pomniejszonego o środki pieniężne) do kapitałów własnych. Tak obliczony wskaźnik prezentuje się następująco.



Źródło: sprawozdania finansowe spółki.

W warunkach emisji obligacji maksymalny poziom wskaźnika ustalony jest na 2,5 oraz 3 więc pod tym kątem grupa ma jeszcze sporą przestrzeń do wzrostu zadłużenia.

Rosnący poziom zadłużenia jest elementem wartym obserwacji, przy czym należy podkreślić, że grupa bardzo rozsądnie zarządza swoją płynnością finansową i zapadalnością zadłużenia, maksymalnie wydłużając terminy zapadalności zobowiązań. Na 30 września 2016 roku z łącznej kwoty 1,51 mld zł zadłużenia finansowego, 1,25 mld zł przypadało na zadłużenie długoterminowe, a 263 mln zł na krótkoterminowe.

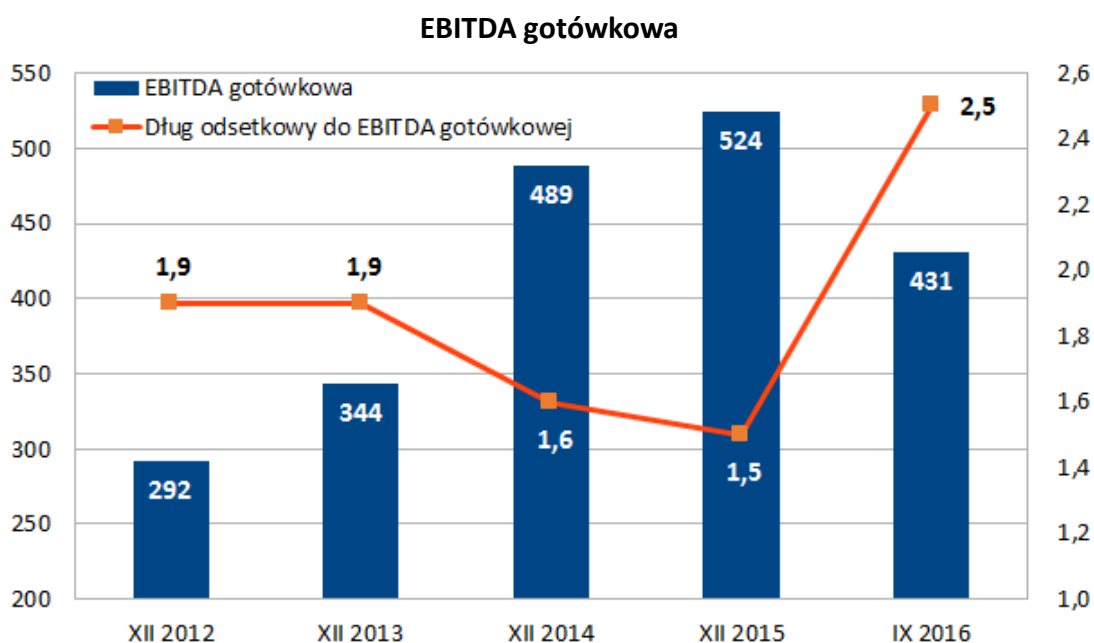
Będąc przy zadłużeniu finansowym warto zauważyć, że zdecydowanie przeważa zadłużenie z tytułu wyemitowanych obligacji korporacyjnych, we wspomnianej kwocie 1,51 mld zł, 1,2 mld zł stanowią zobowiązania z tytułu obligacji. Kredyty stanowią 284 mln zł, jednakże Kruk posiada łącznie 635 mln zł dostępnych limitów kredytowych w bankach, a najdłuższe finansowanie bankowe sięga 2024 roku.

Przy takiej strukturze zadłużenia oraz dzięki wysokiemu poziomowi spłat z portfeli, aktualny poziom zobowiązań finansowych grupy nie wydaje się nadmierny i nie powinien stanowić obciążenia dla swobodnej działalności grupy.

A nawiązując do spłat z portfeli i możliwości spłaty zadłużenia finansowego, warto spojrzeć na kolejny wskaźnik używany przez grupę Kruk w kowenantach związanych z emisjami obligacji, czyli dług odsetkowy do EBITDA gotówkowej.

EBITDA gotówkowa według definicji grupy oznacza wynik brutto powiększony o: koszty finansowe, amortyzację, wpływy gotówkowe z tytułu windykacji pakietów nabytych, pomniejszony o przychody z tytułu windykacji pakietów nabytych oraz pomniejszony o przychody z tytułu aktualizacji wartości aktywów innych niż nabyte pakiety wierzytelności i udzielone pożyczki konsumenckie, jeśli ich łączna wartość za ostatnie 12 miesięcy przekracza 5 mln zł.

**W pewnym uproszczeniu jest to zdolność grupy do generowania gotówki na spłatę zobowiązań.**



Źródło: sprawozdania finansowe spółki.

EBITDA gotówkowa wprawdzie systematycznie rośnie, ale wskaźnik długu do EBITDA gotówkowej w bieżącym roku również istotnie wzrósł, osiągając historycznie niespotykane poziomy (wzrost wskaźnika oznacza, że grupa dłużej będzie spłacać zobowiązania finansowe z generowanej gotówki). Dalsze awizowane zakupy portfeli mogą powodować sukcesywny wzrost tego wskaźnika (w emisjach obligacji ustalony jest na max 4x), stąd też zapewne decyzja Kruka o emisji akcji.

Jednak również i w tym przypadku nie można jeszcze mówić o poziomach alarmowych, warto także pamiętać, że zakupione w 2016 roku pakiety wierzytelności w kolejnych okresach, po wdrożeniu ich do obsługi, zaczną przynosić grupie wymierne korzyści.

---

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.