



Dom Maklerski BDM S.A.

KRUK

RAPORT ANALITYCZNY

KUPUJ

(POPZEDNIO: TRZYMAJ)

WYCENA 301,0 PLN

12 KWIECIEŃ 2018, 09:36 CEST

Decydujemy się na zmianę naszego nastawienia wobec walorów Kruka. Z uwagi na skalę przeceny licząc od szczytów z 2017 roku oraz przyjętą perspektywę budowy wyników w kolejnych okresach podnosimy nasze zalecenie do Kupuj i wyznaczamy cenę docelową na poziomie 301 PLN/akcję. Zakładamy, że okres krótkotrwałych turbulencji spółka ma już za sobą. Mamy na uwadze, że w minionych miesiącach obserwowaliśmy efekt zderzenia zbyt wysokich oczekiwań rynku wobec Kruka (po wyjątkowo mocnych odczytach wynikowych za 1H'17) z pewnymi, w naszej ocenie przejściowymi, trudnościami związanymi z budową organizacji we Włoszech. Dodatkowo, impulsem dla zmiany rekomendacji jest dla nas obserwowana „racjonalizacja” polskiego rynku po wcześniejszych „dziwnych” kwartałach.

Kruk podał wstępne dane na temat wpłat od osób zadłużonych oraz o wartości nabytych portfeli w 1Q'18. Dane szacunkowe wskazują, że wpłaty wyniosły 362 mln PLN (z czego na Polskę i Rumunię przypadło łącznie niespełna 290 mln PLN), jest to o 17% więcej niż w analogicznym okresie ubiegłego roku oraz jednocześnie mniej o 3,4% względem dotychczas rekordowego pod tym względem 4Q'17. Szacunkowa wartość inwestycji w 1Q'18 wyniosła 125 mln PLN (nominał ok 600 mln PLN). Zauważamy jednak, że Kruk w tych danych nie ujmuje dwóch raportowanych już komunikatów o kolejnych nabytych portfelach. Tym samym licząc od początku roku, nominał zakupionych przez spółkę wierzytelności wynosi już ok 1,3 mld PLN.

Mamy na uwadze, że szereg zagranicznych konkurentów również dynamicznie buduje swoje struktury we Włoszech (z różnymi efektami). Jednocześnie dostrzegamy wyęteżone wysiłki władz spółki w celu poprawy efektywności działania organizacji na tamtejszym rynku. Ostatnie kwartały wskazywały, że rynek włoski jest rozwojowy dla Kruka ale jednocześnie wymaga wdrażania nowych mechanizmów usprawniających funkcjonowanie.

Z wypowiedzi władz spółki wnioskujemy, że Kruk liczy na sporą podaż portfeli w kolejnych kwartałach. W modelu zakładamy, że w całym 2018 roku wartość inwestycji na nowe pakiety osiągnie pułap 1,35 mld PLN. W kolejnych dwóch latach przyjęliśmy, że spółka utrzyma ekspansję na rynkach zagranicznych, co wpłynie na wartość akwizycji portfeli. Jednocześnie zakładamy, że w kolejnych kwartałach br. Kruk będzie notował dalszy przyrost spłat z rynków zagranicznych. Zatem w modelu przyjęliśmy, że w całym 2018 roku spółka otrzyma od dłużników ponad 1,5 mld PLN. Docelowo lepsza efektywność projektu włoskiego wg nas powinna skutkować poprawą spłat do kwoty ponad 1,75 mld PLN w 2019 roku.

Nasza prognoza zysku netto na 2018 rok względem symulacji z września'17 została obniżona do 338 mln PLN (na 2018 rok zakładamy efektywną stopę podatkową na poziomie 15%), będzie to jednak oznaczało nadal wysoką dynamikę wzrostu eps na poziomie przekraczającym 14% r/r (blisko parametrów strategii). Spodziewamy się, że również lata 2019-2020 przyniosą wzrost zysku netto rzędu 15% r/r. Przypominamy, że podstawowy parametr strategii średnioterminowej Kruka to wzrost eps o przynajmniej 15% rocznie.

	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
P/BV (x)	5,6x	3,6x	3,1x	2,7x	2,3x	2,0x
P/E (x)	22,0x	17,4x	18,6x	13,5x	11,7x	10,2x
DPS [PLN]	1,5	2,0	2,0	5,0	5,0	6,0

Wycena końcowa [PLN]	301,0
Potencjał do wzrostu / spadku	+27%
Cena rynkowa [PLN]	237,0
Kapitalizacja [mln PLN]	4 568
Ilość akcji [mln. szt.]	19,3
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	300,0
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	203,0
Stopa zwrotu za 3 mc	+18%
Stopa zwrotu za 6 mc	-13%
Stopa zwrotu za 9 mc	-19%
Akcjonariat*	
Piotr Krupa	10,58%
Aviva OFE	6,13%
NN PTE	11,2%
* - wg stanu na dzień 13122017	

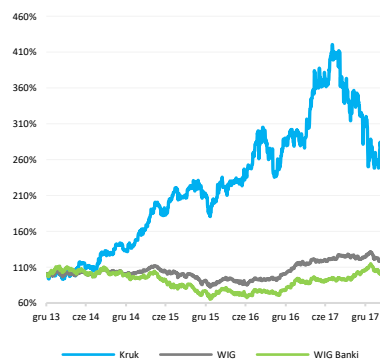
Maciej Bobrowski

bobrowski@bdm.pl

tel. (0-32) 208-14-12

Dom Maklerski BDM S.A.

ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice



SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	3
WYCENA DOCHODOWA (NA PODSTAWIE ZYSKU REZYDUALNEGO)	4
ANALIZA MNOŻNIKOWA	5
WYNIKI FINANSOWE ZA 4Q'17	7
SZCZEGÓŁOWA PROGNOZA NA 2018 ROK I KOLEJNE OKRESY.....	10
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA.....	13
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	14

WYCENA I PODSUMOWANIE

Decydujemy się na zmianę naszego nastawienia wobec walorów Kruka. Z uwagi na skalę przeceny oraz przyjętą perspektywę budowy wyników w kolejnych okresach podnosimy nasze zalecenie do Kupuj i wyznaczamy cenę docelową na poziomie 301 PLN/akcję. Zakładamy, że okres krótkotrwałych turbulencji spółka ma już za sobą. W minionych miesiącach obserwowaliśmy efekt zderzenia zbyt wysokich oczekiwań rynku wobec Kruka (po wyjątkowo mocnych odczytach wynikowych za 1H'17) z pewnymi, w naszej ocenie przejściowymi, trudnościami związanymi z budową organizacji we Włoszech. Dodatkowo, impulsem dla zmiany rekomendacji jest dla nas obserwowana „racjonalizacja” polskiego rynku po wcześniejszych „dziwnych” kwartałach.

Podsumowanie wyceny

	waga	[PLN/akcję]
Wycena dochodowa	50%	337,4
Wycena mnożnikowa	50%	264,7
Wycena końcowa [mln PLN]		301,0

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

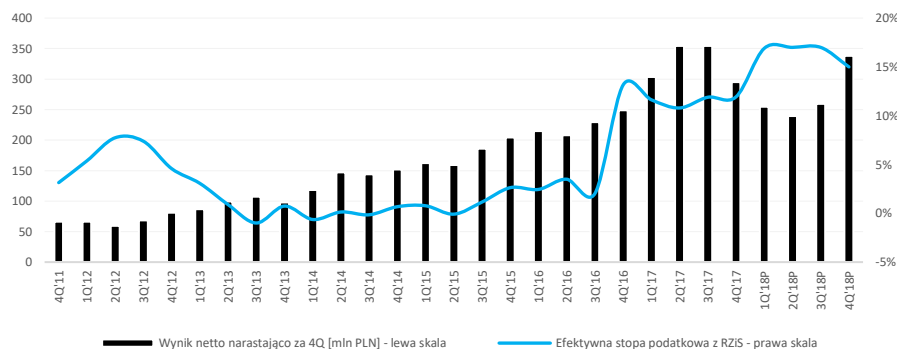
Wartość EV (kapitalizacja skorygowana o dług netto) podzielona przez oczekiwane wpłaty od dłużników (w kolejnych 4 kwartałach)



Obecnie wartość EV Kruka to 4,5x krotność przyszłych wpłat od dłużników (w ujęciu rocznym). W połowie 2017 roku było to chwilami nawet 5,5x.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Oczekiwana ścieżka dla zysku netto na kolejne kwartały oraz przyjęta stawka podatkowa



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Dotychczas narastająco za cztery kwartały Kruk wykazał rekordowy odczyt netto tuż po 2Q'17 (wynik wyniósł wtedy ok 354,3 mln PLN).

W kolejnych kwartałach doszło do erozji, co zresztą sygnalizowaliśmy we wrześniowym raporcie analitycznym (choć skala odpisu z 4Q'17 był dla nas zaskoczeniem).

Spodziewamy się, że najbliższe dwa kwartały z uwagi na efekt wysokiej bazy z 2017 roku przyniosą jeszcze spadek wyniku netto r/r. W 2H'18 zakładamy wejście na ścieżkę wzrostu z przełożeniem na 2019 rok. Ogółem spodziewamy się, że wynik netto za 2018 rok osiągnie pułap 338 mln PLN (eps +14,5% r/r).

WYCENA DOCHODOWA (NA PODSTAWIE ZYSKU REZYDUALNEGO)

Wyceny spółki dokonaliśmy w oparciu o metodę zdyskontowanych zysków rezydualnych w okresie 2018-2027. Przez zysk rezydualny rozumiemy wynik powstały po odjęciu kosztu kapitału zainwestowanego w działalność Kruka (różnica wyrażonego w jednostkach pieniężnych zwrotu z kapitału i kosztu kapitału). Po okresie szczegółowej prognozy (+2028) uwzględniamy także zdyskontowaną wartość rezydualną.

Koszt kapitału własnego w naszym modelu opiera się na stopach wolnych od ryzyka na poziomie 4%. Premię za ryzyko ustaliliśmy na poziomie 5%. Przy wycenie zastosowaliśmy współczynnik Beta równy 1,0.

Główne założenia w modelu (szczegółowe założenia znajdują się w osobnych rozdziałach):

- Ogółem założyliśmy, że Kruk w 2018 roku wypracuje wynik netto na poziomie ok 338 mln PLN. W latach 2019-2020 prognozujemy wzrost zysku netto do 390 mln PLN i 449 mln PLN.
- Wzrost po okresie szczegółowej prognozy ustaliliśmy na poziomie 2,1%.
- Docelowy poziom dywidendy to 85% zysku netto.
- Przy obliczeniach ujmujemy liczbę akcji na poziomie 19,3 mln szt.
- Wycena została sporządzona na dzień 01.06.2018 roku.

Podsumowując, sporządzana przez nas analiza na podstawie zdyskontowanych zysków rezydualnych sugeruje wycenę na poziomie 337,4 PLN/akcję.

Wycena za pomocą zdyskontowanych zysków rezydualnych

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	>2027
Kapitał własny na koniec okresu	1 702	1 996	2 330	2 679	2 984	3 263	3 497	3 674	3 815	3 946	
Wynik netto	338	390	449	504	557	613	663	707	743	762	
ROE (zysk netto/śr kapitał własny)	21,4%	21,1%	20,8%	20,1%	19,7%	19,6%	19,6%	19,7%	19,8%	19,6%	
Koszt kapitału własnego	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	
ROE-Koszt kapitału własnego	12,4%	12,1%	11,8%	11,1%	10,7%	10,6%	10,6%	10,7%	10,8%	10,6%	
Stopa dywidendy z zysku za dany rok	39%	29%	30%	34%	50%	60%	70%	80%	85%	85%	85%
Zysk rezydualny	196	224	254	279	302	331	359	384	406	412	421
PV zysku rezydualnego	201	212	220	221	220	222	220	216	210	195	
Suma PV zysku rezydualnego za okres 2018-2027	2 138										
Wartość rezydualna	6 129				r= 2,1%						
PV wartości rezydualnej	2 904										
Wartość kapitałów własnych na początek 2018 roku	1 461										
Wyplacona dywidenda w 2018 roku											
Wycena spółki [mln PLN]	6 503										
Liczba akcji [mln szt.]	19,3										
Wycena 1 akcji [PLN]	337,4										
Koszt kapitału własnego	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	
Stopa wolna od ryzyka	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
Beta	1,0x	1,0x	1,0x	1,0x	1,0x	1,0x	1,0x	1,0x	1,0x	1,0x	
Wynik netto zmiana r/r	14,5%	15,5%	15,0%	12,3%	10,5%	10,0%	8,3%	6,6%	5,1%	2,5%	
Dług netto / Kapitał własny eop	1,1x	1,2x	1,4x	1,6x	1,6x	1,6x	1,6x	1,6x	1,7x	1,7x	
Dług netto / EBITDA gotówkowa	2,2x	2,1x	2,6x	2,9x	3,0x	3,0x	3,1x	3,0x	3,0x	3,0x	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

ANALIZA MNOŻNIKOWA

Wycenę Kruka metodą wskaźnikową oparliśmy o mnożnik P/E. Za punkt odniesienia obraliśmy poziom 13,0x (poprzednio było to 14,0x). Takie podejście sugeruje wycenę spółki na poziomie 5,1 mld PLN, czyli 264,7 PLN/akcję.

Zwracamy uwagę, że Kruk (pomimo ostatniej przeceny) jest notowany nadal z premią do wielu konkurentów z branży. Naszą wycenę opieramy na założeniu, że dynamika eps przynajmniej na poziomie 15% r/r powinna być osiągalna w latach 2018-2020. Na portfelach włoskich spoglądając z perspektywy końca 4Q'17 dokonano już odczuwalnych odpisów i z umiarkowaną nadzieją czekamy na kolejne odczyty dot. spłat.

Wycena mnożnikowa Kruk (w oparciu o docelowy pułap P/E)

Analiza wrażliwości; średnia P/E na lata 2018-2020							
	11,0x	11,0x	12,0x	13,0x	14,0x	15,0x	16,0x
Cena docelowa [PLN/akcję]	203,6	224,0	244,3	264,7	285,1	305,4	325,8

Przy obliczeniach dla Kruka ujmujemy liczbę akcji na poziomie 19,3 mln szt.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

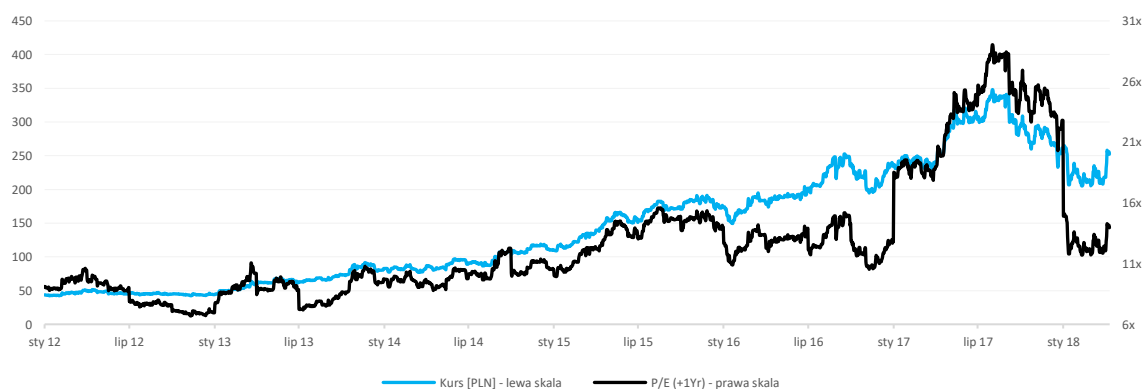
Mnożniki rynkowe dla wybranych podmiotów

Podmiot	Kapitalizacja [mln]	Kurs	Waluta	P/E			P/BV		
				2018P	2019P	2020P	2018P	2019P	2020P
CREDIT CORP GROUP	913	19,1	AUD	14,3	12,6	10,9	3,2	2,8	2,4
COLLECTION HOUSE	190	1,4	AUD	9,7	8,4	7,7	1,0	0,9	0,9
PRA GROUP	1 728	38,2	USD	20,8	15,4	9,4	1,5	1,3	1,2
ARROW GLOBAL GROUP	621	354,5	GBP	8,9	7,5	6,6	2,3	1,9	1,7
INTRUM JUSTITIA	29 531	224,5	SEK	11,0	9,4	8,3	1,2	1,2	1,1
HOIST FINANCE	6 219	76,6	SEK	10,0	8,1	7,8	1,8	1,5	1,4
B2 HOLDING	7 925	19,5	NOK	9,8	7,9	7,8	2,0	1,7	1,5
DOBANK	981	12,3	EUR	17,5	14,5	14,0	4,2	3,8	3,5
BANCA IFIS	1 781	33,1	EUR	9,6	9,2	8,6	1,2	1,1	1,0
CERVED	1 948	10,0	EUR	16,8	15,4	14,4	3,3	3,1	2,9
GETBACK	620	6,2	PLN	---	---	---	---	---	---
Mediana wszystkie podmioty				10,0	9,2	8,3	1,8	1,5	1,4
Kruk	4 568	237	PLN	13,5	11,7	10,2	2,7	2,3	2,0

Przy obliczeniach dla Kruka ujmujemy liczbę akcji na poziomie 19,3 mln szt.

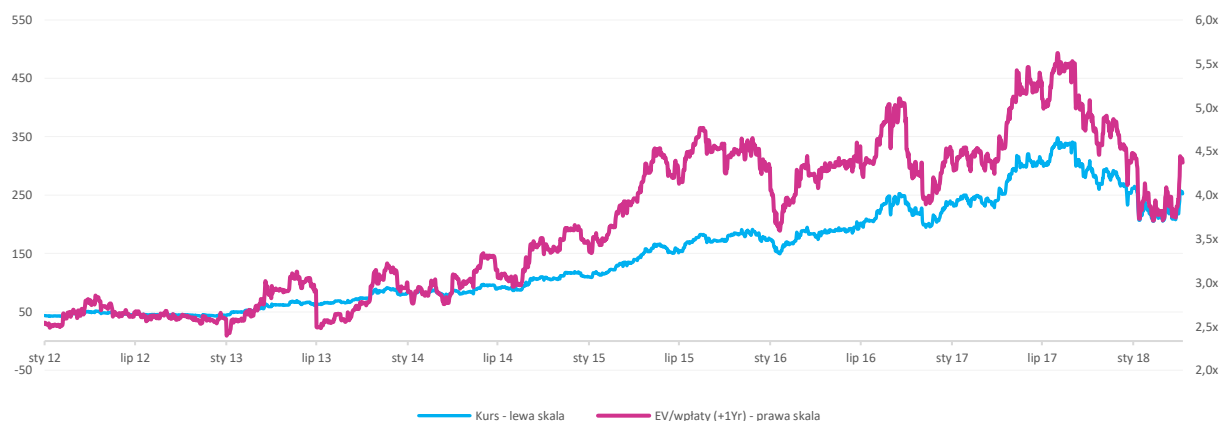
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Analiza akceptowalnych mnożników P/E (+1rok) w ujęciu historycznym



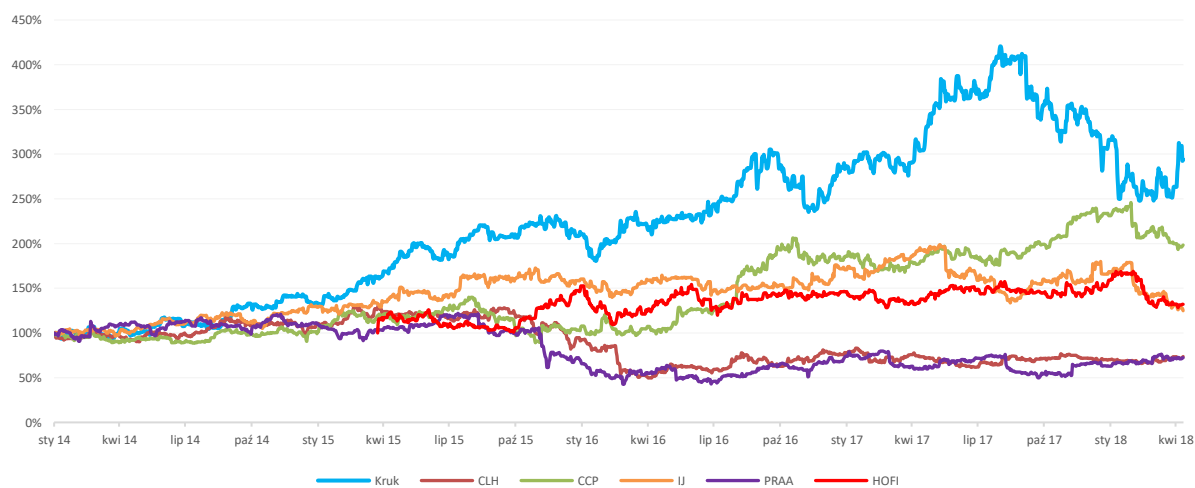
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Analiza akceptowalnych mnożników EV/wpłaty od osób zadłużonych (+1Yr) w ujęciu historycznym



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursu Kruka na tle wybranych podmiotów zagranicznych



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI FINANSOWE ZA 4Q'17

Końcówka ubiegłego roku nie należała do udanych dla Kruka. Po bardzo mocnych odczytach w 1Q i 2Q, już 3Q wskazywał na wzrost kosztów działania oraz na mniej optymistyczne dane operacyjne obrazujące szczególnie aktywność na rynku włoskim. Pamiętamy też, że władze Kruka konsekwentnie podkreślały, że sytuacja na krajowym rynku była wyzwaniem i w trakcie 2017 roku poszczególne przetargi na pakiety wierzytelności z uwagi na ruchy konkurencji nie spełniały minimalnego kryterium przyszłej oczekiwanej dochodowości.

Ostatecznie odczyt wynikowy za 4Q'17 wskazał, że EBITDA gotówkowa w 4Q'17 była wyższa o 2,7% r/r. Szacujemy, że za 4 ostatnie kwartały EBITDA gotówkowa wyniosła 836,6 mln PLN, co oznacza wzrost o niemal 33% r/r. Z kolei na poziomie netto spółka pokazała w samym 4Q'17 niespełna 4 mln PLN, a narastająco za 4 kwartały zysk netto był na poziomie 295,2 mln PLN. W skali całego 2017 roku Kruk poprawił wynik netto o 18,7% r/r, jednak należy mieć na względzie bardzo wymagające oczekiwania inwestorów po odczytach za 1H'17 (wynik netto za te dwa kwartały wynosił niemal 217 mln PLN).

Nakłady na nowe pakiety wierzytelności w 4Q'17 spadły w relacji r/r do 210 mln PLN (w całym 2017 roku m.in. Włochy = 287 mln PLN; Rumunia = 262 mln PLN, Polska = 275 mln PLN). Wpłaty od osób zadłużonych utrzymywały się na wysokim poziomie (w 4Q'17 to ok 375 mln PLN, czyli średniorocznie było już niemal 1,37 mld PLN).

Na koniec grudnia'17 wartość bilansowa portfela wynosiła ponad 3,12 mld PLN. Ujęcie geograficzne wskazuje, że 46% portfela stanowią pakiety z Polski, wierzytelności rumuńskie to ok 27% portfela, z kolei rynek włoski odpowiadał za 17% portfela.

Wyniki skonsolidowane za 4Q'17 [mln PLN]

	4Q'16	4Q'17	zmiana r/r	1Q'16-4Q'16	1Q'17-4Q'17	zmiana r/r
Przychody ogółem	241,1	248,5	3,1%	783,4	1 055,5	34,7%
nabyte pakiety wierzytelności	221,5	228,2	3,0%	724,9	971,7	34,0%
usługi windykacyjne	9,0	14,2	57,4%	32,2	59,1	83,6%
pozostałe produkty	10,7	6,1	-42,3%	26,3	24,6	-6,3%
Marża pośrednia	164,5	101,9	-38,0%	476,6	589,4	23,7%
nabyte pakiety wierzytelności	153,9	97,0	-37,0%	454,3	559,2	23,1%
usługi windykacyjne	2,7	1,6	-40,3%	8,9	14,9	67,4%
pozostałe produkty	7,9	3,3	-58,1%	13,4	15,3	14,4%
EBITDA gotówkowa	200,1	205,5	2,7%	630,0	836,6	32,8%
EBITDA	130,2	58,8	-54,8%	362,6	439,4	21,2%
EBIT	126,5	52,8	-58,3%	349,0	420,7	20,5%
Saldo finansowe	-24,1	-17,8	---	-62,7	-85,6	---
Wynik netto	62,9	3,9	-93,8%	248,7	295,2	18,7%
Przychody z nabytych pakietów wierzytelności	221,5	228,2	3,0%	724,9	971,7	34,0%
przych. odsetkowe skor o wpłaty rzeczywiste	187,9	234,5	24,8%	636,5	872,7	37,1%
aktualizacja wyceny pakietów wierz.	32,3	-5,3	---	84,2	88,7	5,3%
weryfikacja prognozy wpływów	31,4	3,0	-90,4%	82,6	104,8	26,9%
zmiana wynikająca ze st. dysk.	-1,6	-1,4	---	-1,5	-2,3	---
sprzedaż wierzytelności	1,0	-4,4	---	0,4	2,0	417,7%
Nakłady na portfele	349,9	210,0	-40,0%	1 285,9	976,5	-24,1%
Splaty brutto portfeli	291,3	374,9	28,7%	992,4	1 368,9	37,9%
Nabyte wierzytelności w bilansie eop	2 640,9	3 120,6	18,2%	8 794,8	11 927,4	35,6%
CF netto	142,2	43,7	-69,3%	126,6	-94,1	---
ROE	20%	20%		20,1%	20,2%	20%
Dług netto	1 379,0	1 723,9		1379,0	1723,9	1 379,0
Dług netto / portfel wierzytelności	52%	54%		52%	54%	52%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Historyczny wpływ aktualizacji wyceny pakietów na wynik w RZiS [mln PLN]

	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17
Przychody z nabytych pakietów wierzytelności	148,0	167,4	188,1	221,5	242,6	262,4	238,5	228,2
przychody odsetkowe skorygowane o wpłaty rzeczywiste	123,8	154,2	170,6	187,9	211,3	231,4	195,5	234,5
aktualizacja wyceny pakietów wierzytelności	23,9	11,0	17,0	32,3	18,8	35,0	40,2	-5,3
weryfikacja prognozy wpływów	22,6	7,9	20,8	31,4	33,3	25,5	43,0	3,0
zmiana wynikająca ze zmiany st dyskontowej	0,7	-0,1	-0,4	-1,6	-0,3	0,4	-0,9	-1,4
przychody z różnic kursowych	0,7	3,3	-3,4	2,5	-14,1	9,1	-1,9	-6,9
Przychody z pakietów wycenianych met. wartości godziwej	111,0	103,1	126,3	121,0	114,3	120,6	112,3	140,6
przychody odsetkowe skorygowane o wpłaty rzeczywiste	78,4	82,1	77,4	77,3	82,2	81,7	73,8	72,7
aktualizacja wyceny pakietów wierzytelności	32,5	19,5	48,9	43,6	31,7	38,8	38,5	66,4
Przychody z pakietów wycenianych met. zamortyzowanego kosztu	37,0	64,4	61,8	100,5	118,4	151,7	126,2	87,7
przychody odsetkowe skorygowane o wpłaty rzeczywiste	45,5	72,2	93,2	110,6	129,1	149,6	121,7	161,9
aktualizacja wyceny pakietów wierzytelności	-8,6	-8,5	-31,9	-11,3	-12,9	-3,8	1,7	-71,7

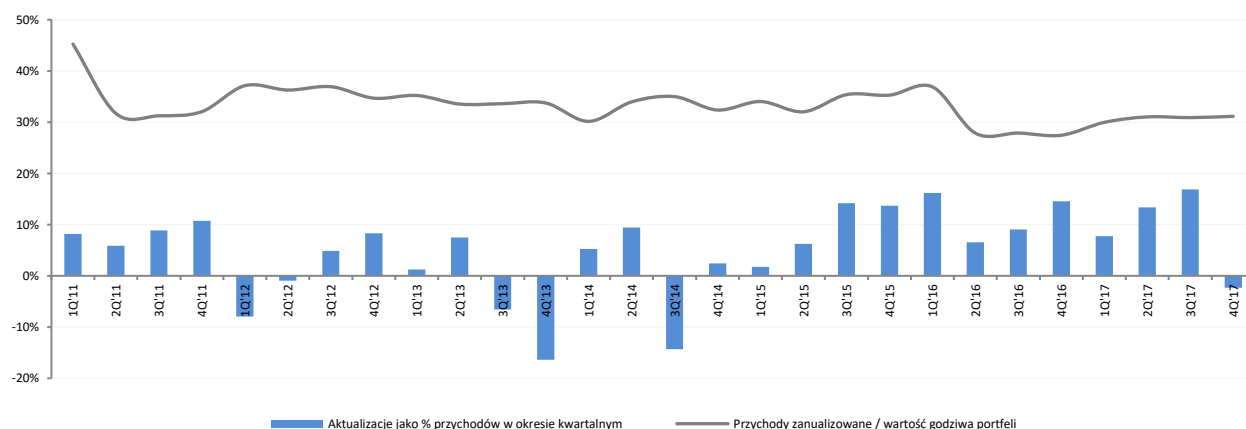
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zwracamy uwagę, że w kolejnych raportach kwartalnych może być widoczny wpływ zmian zgodnie z nowym standardem MSSF 9. Efekt zastosowania zasad w zakresie klasyfikacji, wyceny oraz utraty wartości, ujmuje się jako korektę bilansu otwarcia na dzień 01.01.2018 r. (bez korygowania okresów porównawczych).

W raporcie rocznym za 2017 rok Kruk oszacował skutki wpływu wejścia w życie tego standardu w oparciu o trzy aspekty:

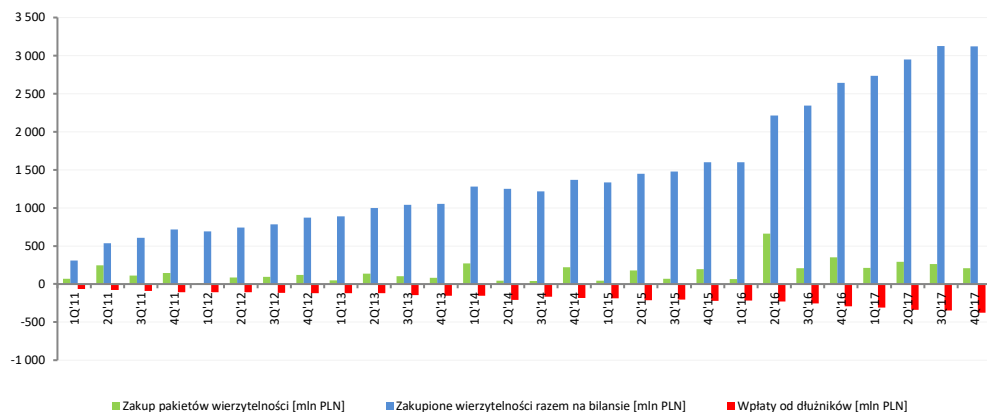
- Klasyfikacja i wycena**
Zgodnie z MSSF 9 składnik dłużnych aktywów finansowych jest wyceniany po początkowym ujęciu w zamortyzowanym koszcie albo w wartości godziwej na podstawie modelu biznesowego jednostki w zakresie zarządzania aktywami finansowymi oraz charakterystyki umownych przepływów pieniężnych. Kruk ocenił, że nabyte przed 01.01.2014 r. pakiety wierzytelności wyceniane w wartości godziwej będą od 01.01.2018 r. wyceniane w zamortyzowanym koszcie, gdyż test modelu biznesowego potwierdził zasadność zastosowania tej metody. Szacunkowy wpływ tej zmiany na wartość inwestycji oraz na wynik lat ubiegłych jest dodatni i wynosi +29,6 mln PLN.
- Utrata wartości**
Wpływ wyższych odpisów aktualizujących należności z tytułu dostaw i usług oraz pozostałych należności, które zgodnie z regulacjami nowego standardu odzwierciedlają dodatkowo oczekiwaną w przyszłości utratę wartości tych aktywów oszacowano na 1,4 mln PLN.
- Rachunkowość zabezpieczeń**
Kruk ocenił, że zawierane historycznie kontrakty zabezpieczające, zgodnie z regulacjami MSSF 9 nadal kwalifikują się do stosowania rachunkowości zabezpieczeń i nie mają wpływu na wyniki pokazane w zyskach lat ubiegłych.

Przychody z nabytych pakietów wierzytelności w relacji do wartości portfeli oraz wykazywanych aktualizacji



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wartość bilansowa nabytych pakietów wierzytelności a także zakupy nowych pakietów oraz płatności od dłużników w okresach kwartalnych

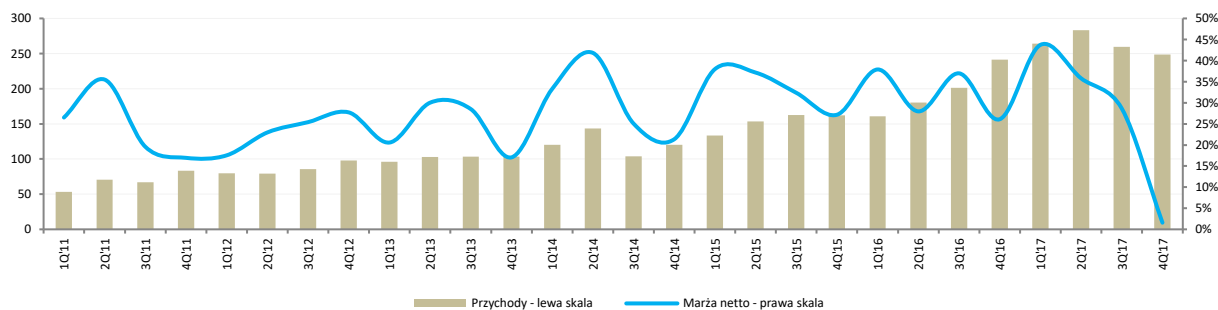


Na koniec 4Q'17 wartość bilansowa wszystkich pakietów wynosiła ok 3,17 mld PLN i była wyższa o 493 mln PLN względem końca 2016 roku.

W 2017 roku spółka nabyła nowe pakiety wierzytelności za ponad 0,976 mld PLN, a wartość wpłat od dłużników to niemal 1,368 mld PLN.

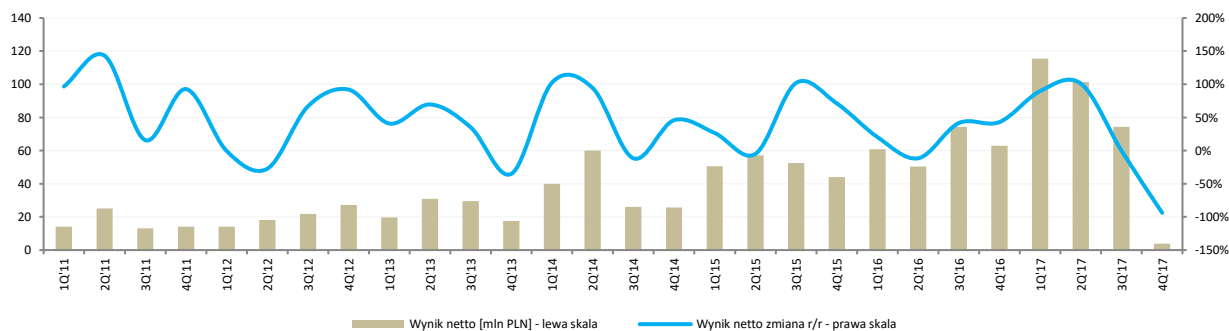
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody spółki oraz marża netto w ujęciu kwartalnym



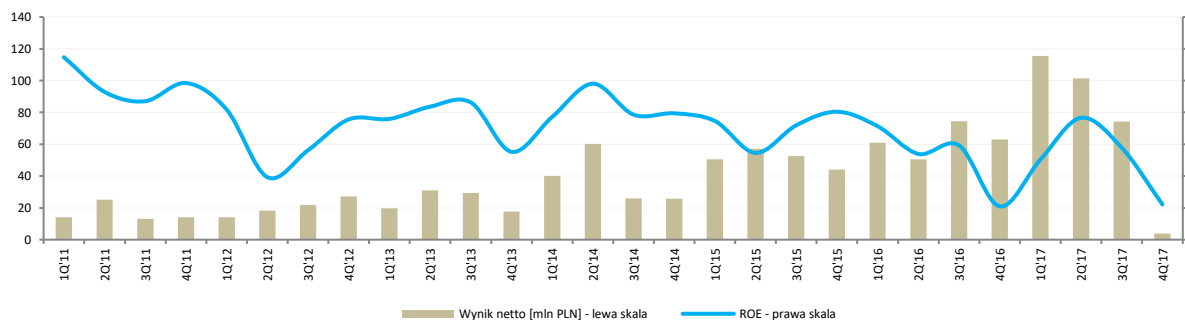
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wynik netto w ujęciu kwartalnym oraz zmiana r/r



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wynik netto grupy oraz ROE



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

SZCZEGÓŁOWA PROGNOZA NA 2018 ROK I KOLEJNE OKRESY

Kruk podał wstępne dane na temat wpłat od osób zadłużonych oraz o wartości nabytych portfeli w 1Q'18. Dane szacunkowe wskazują, że wpłaty wyniosły 362 mln PLN (z czego na Polskę i Rumunię przypadło łącznie niespełna 290 mln PLN), jest to o 17% więcej niż w analogicznym okresie ubiegłego roku oraz jednocześnie mniej o 3,4% względem rekordowego dotychczas pod tym względem 4Q'17.

Szacunkowa wartość inwestycji w 1Q'18 wyniosła 125 mln PLN (nominał ok 600 mln PLN). Jest to znacząco mniej niż w 1Q'17, kiedy to wartość inwestycji była na poziomie 213,5 mln PLN. Zauważamy jednak, że Kruk w tych danych nie ujmuje dwóch raportowanych już komunikatów o nabytych portfelach. W szczególności dotyczy to zakupu od Banku BGZ BNP Paribas portfela wierzytelności o nominale 400 mln PLN (komunikat z 23 marca br.) oraz portfeli od innych podmiotów o nominale 147 mln PLN 187 mln PLN. Tym samym licząc od początku roku, nominał zakupionych przez Kruka wierzytelności wynosi już ok 1,3 mld PLN.

W raporcie ze wstępnymi danymi znajdujemy wypowiedź prezesa spółki: „Cieszą nas nowe inwestycje dokonane w Polsce. Korzystamy z obniżonej presji konkurencyjnej. Teraz oczekujemy dalszej racjonalizacji rynku. Mamy duży apetyt po bardzo dobrym roku i sporo miejsca na bilansie na nowe inwestycje....”.

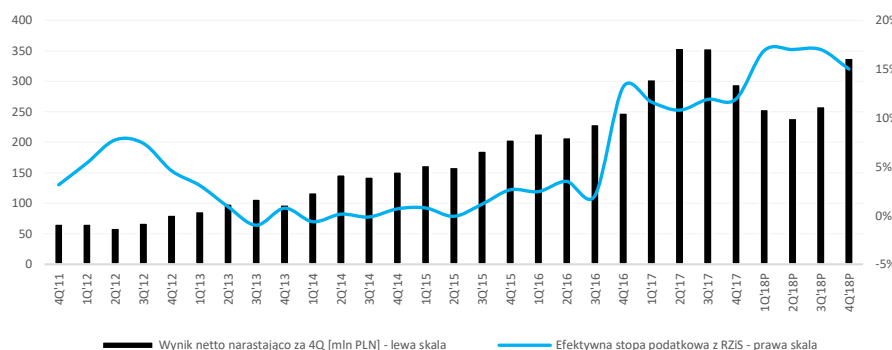
Dostrzegamy wytężone wysiłki władz spółki w celu poprawy efektywności działania organizacji na rynku włoskim. Ostatnie kwartały wskazały, że rynek włoski jest rozwojowy dla Kruka ale jednocześnie wymaga wdrażania nowych mechanizmów usprawniających funkcjonowanie. Mamy na uwadze, że szereg zagranicznych konkurentów również dynamicznie buduje swoje struktury we Włoszech (z różnymi skutkami). Przypominamy, że Kruk od kilku kwartałów rozwija własną strukturę we Włoszech na bazie przejętego podmiotu Credit Base. Pod koniec marca'18 spółka poinformowała, że kupuje 51% udziałów (docelowo 100%) w kolejnym podmiocie działającym na rynku inkaso we Włoszech. Spodziewamy się, że ten ruch będzie impulsem dla linii serwisowej. Na tamtejszym rynku ta działalność jest strategicznym elementem rynku wierzytelności i spodziewamy się, że będzie też silnym wsparciem dla obszaru związanego z zakupem na własną ksiązkę portfeli konsumenckich. Tym samym oceniamy, że Kruk konsekwentnie (choć nie bez trudności) buduje we Włoszech strukturę organizacyjną i najbliższe kwartały będą nadal absorbowały władze spółki aby osiągnąć zakładane cele średnioterminowe.

W modelu staramy się uwzględnić większą liczbę spraw kierowanych na drogę sądową. Spółka sygnalizuje, że w na poszczególnych rynkach lokalnych wzmacnia procesy sądowe, co powinno poprawić przyszłe strumienie wpłat.

Z wypowiedzi władz spółki wnioskujemy, że Kruk liczy na sporą podaż portfeli w kolejnych kwartałach. W modelu zakładamy, że w całym 2018 roku wartość inwestycji na nowe pakiety osiągnie pułap 1,35 mld PLN. W kolejnych dwóch latach przyjęliśmy, że spółka utrzyma ekspansję na rynkach zagranicznych, co wpłynie na skalę akwizycji portfeli. Jednocześnie zakładamy, że w kolejnych kwartałach br. Kruk będzie notował dalszy przyrost spłat z rynków zagranicznych. Zatem w modelu przyjęliśmy, że w całym 2018 roku spółka otrzyma od dłużników ponad 1,5 mld PLN. Docelowo lepsza efektywność projektu włoskiego wg nas powinna skutkować poprawą spłat do kwoty ponad 1,75 mld PLN w 2019 roku.

Nasza prognoza zysku netto na 2018 rok względem symulacji z września'17 została obniżona do 338 mln PLN (na 2018 rok zakładamy efektywną stopę podatkową na poziomie 15%), będzie to jednak oznaczało nadal wysoką dynamikę wzrostu eps na poziomie przekraczającym 14% r/r (blisko parametrów strategii). Spodziewamy się, że również lata 2019-2020 przyniosą wzrost zysku netto przynajmniej rzędu 15% r/r. Przypominamy, że podstawowy parametr strategii średnioterminowej Kruka to wzrost eps o przynajmniej 15% rocznie. Drugim założeniem jest ROE powyżej 20%. Zatem nasze obecne podejście jest niewiele poniżej oczekiwań strategicznych władz spółki.

Oczekiwana ścieżka dla zysku netto na kolejne kwartały oraz przyjęta stawka podatkowa



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Dotychczas narastająco za cztery kwartały Kruk wykazał rekordowy odczyt netto tuż po 2Q'17 (wynik wyniósł wtedy ok 354,3 mln PLN).

W kolejnych kwartałach doszło do erozji, co zresztą sygnalizowaliśmy we wrześniowym raporcie analitycznym (choć skala odpisu z 4Q'17 był dla nas zaskoczeniem).

Spodziewamy się, że najbliższe dwa kwartały z uwagi na efekt wysokiej bazy z 2017 roku przyniosą jeszcze spadek wyniku netto r/r. W 2H'18 zakładamy wejście na ścieżkę wzrostu z przełożeniem na 2019 rok. Ogółem spodziewamy się, że wynik netto za 2018 rok osiągnie pułap 338 mln PLN (eps +14,5% r/r).

Oczekiwany przyrost EPS w kolejnych latach



Zakładamy, że w 2018 roku wynik netto wzrośnie o ponad 14% r/r. W latach 2019-2020 również utrzymujemy w modelu dynamikę w okolicy +15% r/r.

Źródło: DM Maklerski BDM S.A.

Poziom rzeczywistych wpłat od dłużników na tle oczekiwań spółki [dane zgromadzone z raportów spółki do 4Q'17]

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Zakładany harmonogram spłat w okresie* [mln PLN]	414	483	536	605	736	1 144
Rzeczywiste wpłaty w okresie [mln PLN]	451	538	712	826	992	1 369
Rzeczywiste wpłaty / oczekiwania	109%	111%	133%	136%	135%	120%

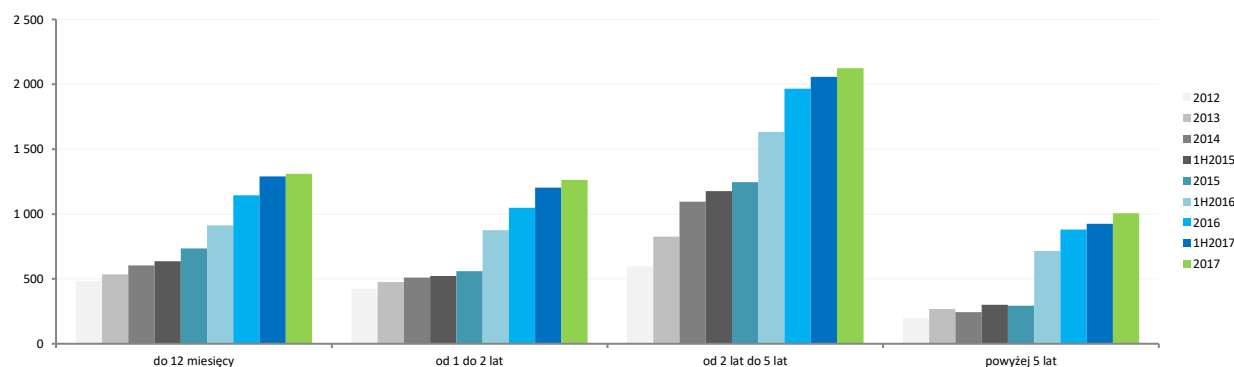
* oczekiwania przedstawione przez spółkę na koniec poprzedniego okresu

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

W raporcie za 2017 rok spółka podała, że planowane spłaty z dotychczasowych portfeli w kolejnych latach szacuje na 5,7 mld PLN (stan z końca 2017 roku). Na koniec czerwca '17 Kruk oszacował przyszłe wpłaty na 5,47 mld PLN.

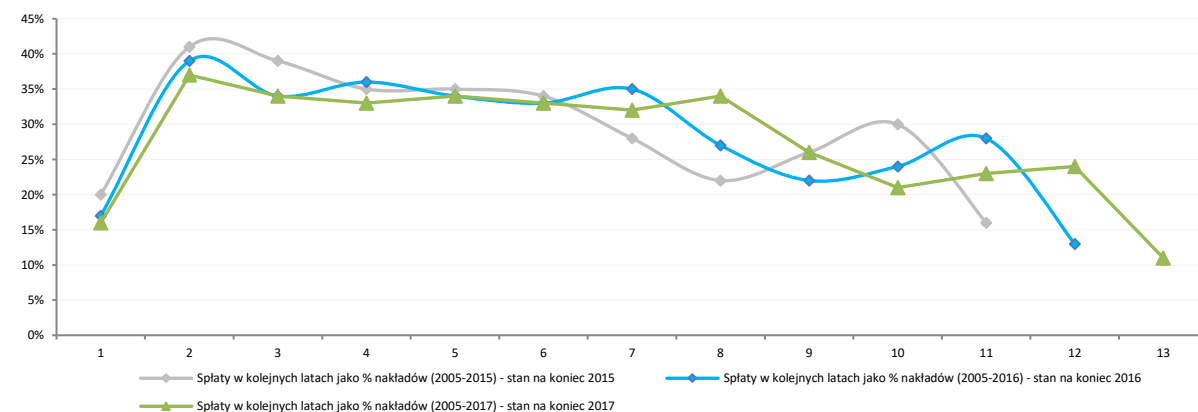
Oczekiwane spłaty raportowane na koniec 2017 roku do wartości bilansowej mają zatem wynieść 180% (na koniec 2016 roku było to 188%).

Zakładany przez Kruka harmonogram wpływów z wierzytelności (wartość nominalna) wykazywany na koniec poszczególnych okresów [mln PLN]



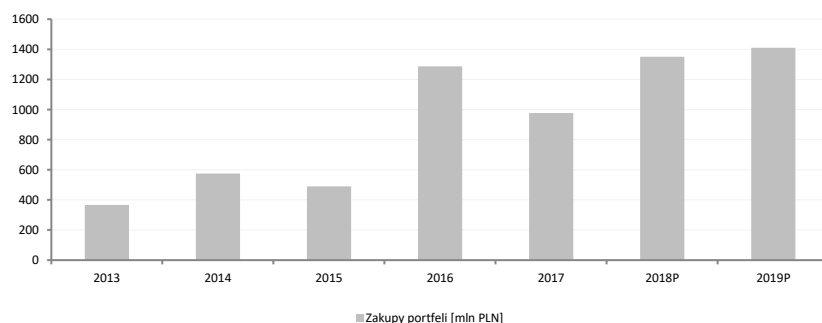
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Średnia ważona krzywa spłat dla portfeli nabytych w poszczególnych okresach



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zakładany poziom zakupów nowych portfeli



W całym 2017 roku Kruk kupił nowe portfele za ok 977 mln PLN. Było to mniej niż się wcześniej spodziewaliśmy. W minionych kwartałach obserwować mogliśmy zaostrenie konkurencji na rynkach operacyjnych Kruka (szczególnie dotkliwa w Polsce). Władze Kruka podkreślały od wielu kwartałów, że zaistniała sytuacja nie pozwalała na zakupy zapewniające oczekiwaną stopę zwrotu.

W 2018 roku oczekujemy wyraźnego ożywienia w akwizycji nowych portfeli. Sprzyjać temu powinna wysoka podaż a jednocześnie dostrzegamy sprzyjające dla Kruka zmiany po stronie konkurentów. W 2018 roku przyjmujemy poziom inwestycji rzędu 1,35 mld PLN.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Szczegółowe wybrane założenia do modelu

	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	2016	2017	2018	2019	2020
Przychody ogółem	264,1	283,3	259,5	248,5	290,3	323,3	306,3	306,6	783,4	1 055,5	1 226	1 462,0	1 695,8
nabyte pakiety wierzytelności	242,6	262,4	238,5	228,2	266,9	299,1	280,2	279,6	724,9	971,7	1 125,8	1 325,0	1 514,7
usługi windykacyjne	15,8	14,7	14,4	14,2	17,4	17,6	19,2	20,5	32,2	59,1	74,8	104,7	142,3
pozostałe produkty	5,7	6,2	6,6	6,1	5,9	6,5	6,9	6,5	26,3	24,6	25,8	32,3	38,8
Marża pośrednia	166,7	171,0	149,9	101,9	157,1	178,4	188,6	185,3	476,6	589,4	709,4	851,7	1 005,7
nabyte pakiety wierzytelności	157,5	162,7	142,0	97,0	149,5	170,5	166,7	162,2	454,3	559,2	648,9	768,5	893,7
usługi windykacyjne	5,6	4,2	3,6	1,6	5,2	5,3	19,2	20,5	8,9	14,9	50,2	70,3	95,6
pozostałe produkty	3,6	4,1	4,3	3,3	2,4	2,6	2,8	2,6	13,4	15,3	10,3	12,9	16,5
EBITDA gotówkowa	201,8	208,5	220,7	205,5	213,6	218,5	248,5	246,8	630,0	836,6	927,4	1 086,2	1 240,3
EBITDA	135,1	133,2	112,3	58,8	118,4	134,5	146,0	134,8	362,6	439,4	533,8	649,0	770,8
EBIT	131,1	129,0	107,8	52,8	112,3	128,2	139,6	128,3	349,0	420,8	508,3	622,8	744,0
Saldo finansowe	-14,2	-23,5	-30,1	-17,8	-24,3	-26,6	-28,8	-31,0	-62,7	-85,6	-110,6	-146,6	-182,9
Wynik netto	115,5	101,4	74,3	3,9	74,8	86,4	94,2	82,7	248,7	295,2	338,0	390,5	448,9
Nakłady na portfele [mln PLN]	214	292	261	210	125	525	300	400	1 286	977	1 350	1 409	1 428
Splaty brutto portfeli [mln PLN]	309	338	347	375	362	383	383	392	992	1 369	1 519	1 762	1 984
Nabyte wierzytelności eop [mln PLN]	2 736	2 947	3 124	3 121	3 150	3 591	3 789	4 077	2 641	3 121	4 077	5 049	6 007
CF netto [mln PLN]	-119	-28	9	44	220	-155	-100	44	127	-94	10	72	124
EBITDA gotówkowa zmiana r/r	42%	65%	37%	3%	6%	5%	13%	20%	20%	33%	11%	17%	14%
EBITDA zmiana r/r	84%	107%	19%	-55%	-12%	1%	30%	129%	38%	21%	21%	22%	19%
Wynik netto zmiana r/r	90%	101%	0%	-94%	-35%	-15%	27%	2007%	22%	19%	15%	16%	15%
EBITDA gotówkowa / splaty	0,65	0,62	0,64	0,55	0,59	0,57	0,65	0,63	0,63	0,61	0,61	0,62	0,63
ROE	23,0%	25,7%	23,8%	20,2%	16,6%	14,8%	16,0%	19,9%	20,1%	20,2%	19,9%	19,6%	19,3%
Dług netto [mln PLN]	1 433	1 626	1 584	1 724	1 679	2 034	2 234	2 439	1 379	1 724	2 439	3 118	3 743
Dług netto / portfel wierzytelności	52%	54%	50%	54%	52%	56%	58%	59%	52%	54%	59%	61%	62%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zmiana założeń w porównaniu do poprzedniego raportu analitycznego z 12.09.2017 r.

	2018 stare	2018 nowe	zmiana r/r	2019 stare	2019 nowe	zmiana r/r
Przychody ogółem	1 363,0	1 226,4	-10%	1 575,8	1 462,0	-7%
EBITDA gotówkowa	921,9	927,4	1%	1 137,7	1 086,2	-5%
EBITDA	615,4	533,8	-13%	708,7	649,0	-8%
Wynik netto	381,6	338,0	-11%	428,7	390,5	-9%
nakłady na portfele	1 350,0	1 350,0	0%	1 445,0	1 409,2	-2%
Splaty brutto portfeli	1 563,0	1 519,4	-3%	1 859,0	1 762,3	-5%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

Należy mieć świadomość, że w przyszłości koszty podatkowe mogą być istotnie wyższe niż to było w poprzednich latach, co uszczupli strumień generowanych zysków i tym samym dynamikę wzrostu EPS. Przypominamy, że już w komentarzu zarządu do wyników za 2Q'17 znalazł się fragment: „.....W związku z oczekiwanymi w przyszłości zmianami w prawie podatkowym w Europie i w Polsce, Zarząd KRUK SA spodziewa się, że począwszy od 2018 roku efektywna stopa podatkowa dla Grupy Kapitałowej może znacznie wzrosnąć”. W modelu przyjmujemy, że od 2019 roku stopa podatkowa wyniesie ok. 20%.

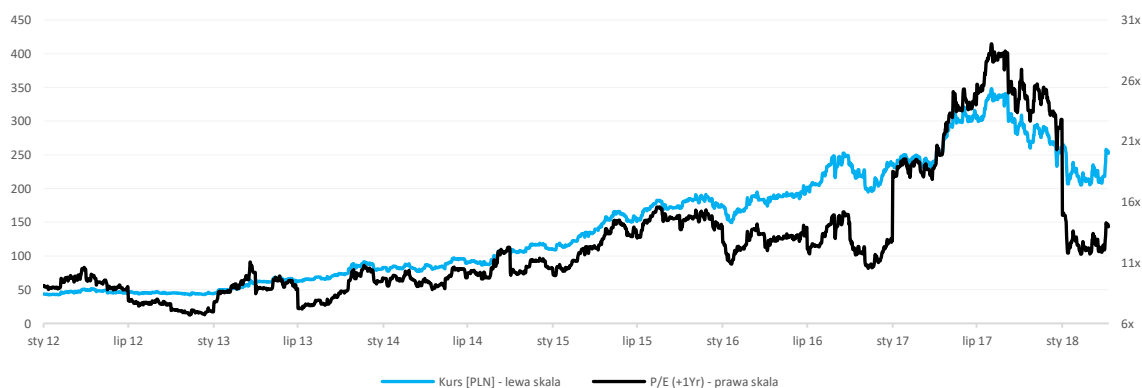
Inwestorzy powinni mieć świadomość, że potencjał rynku polskiego i rumuńskiego nie pozwala już na realizację przyjętych przez nas prognoz wzrostu EPS. W scenariuszu, gdy przyszłe rezultaty z nowych rynków okażą się niższe niż zakładamy, należy liczyć się z ponownym odczuwalnym rozczarowaniem rynku. Dlatego dla dalszej budowy wartości istotne znaczenie będą miały w szczególności wyniki z rynku włoskiego.

Wpływ na wielkość rynku transakcji portfeli wierzytelności ma sytuacja makro w poszczególnych krajach działania. Kluczowe znaczenie ma w szczególności akcja kredytowa prowadzona przez banki oraz sytuacja na rynku pracy. W cyklach wieloletnich spółka korzysta na zwiększeniu akcji kredytowej, gdyż docelowo pochodną tego procesu w przyszłości będzie wyższa podaż niespłaconych wierzytelności, jakie spółka będzie mogła kupić z istotnym dyskontem do nominału (od banków). W procesie odzyskiwania wierzytelności znaczenie dla Kruka ma sytuacja na rynku pracy, która może determinować spłaty dłużników.

Kluczowe znaczenie w prezentacji wyników finansowych przez podmioty zajmujące się zakupem pakietów wierzytelności (z dyskontem do nominału) ma przyjęta polityka księgowości. Dodatkowo Kruk, od kilku lat cechuje silna ekspansja, co wpływa na saldo przepływów pieniężnych. Inwestorzy powinni mieć świadomość, że przyszłe ewentualne wyhamowanie dynamiki zakupów nowych portfeli może wpływać na większe odchylenia w ścieżce kształtowania się wyników. Należy mieć zatem na uwadze, że polityka rachunkowa i skala zakupów nowych pakietów może utrudniać porównanie wskaźnika P/E (w ramach grupy porównawczej skupiającej podmioty zagraniczne). W dłuższym horyzoncie czasowym coraz większe znaczenie będą miały dla nas przepływy pieniężne oraz polityka dywidendowa.

Analiza historyczna akceptowalnego przez inwestorów mnożnika P/E (+1 rok) wskazuje, że ostatnia przecena kursu spowodowała poziomy wyceny do pułapów sugerujących P/E(+1 rok) w okolicy 14x. Nie spodziewamy się w przyjętym scenariuszu bazowym aby w najbliższych kwartałach doszło do dalszej erozji wartości dla akcjonariuszy, przeciwnie liczymy na stopniową poprawę sentymentu inwestycyjnego. Z bieżącej perspektywy P/E'19 zgodnie naszymi symulacjami powinno być poniżej 12x.

Analiza akceptowalnych mnożników P/E (+1rok) w ujęciu historycznym



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

RZIS	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Przychody	405,6	487,9	611,2	783,4	1 055,5	1 226,4	1 462,0	1 695,8	1 926,4	2 138,3	2 351,3	2 535,5
nabyte pakiety wierzytelności	355,7	442,4	563,6	724,9	971,7	1 125,8	1 325,0	1 514,7	1 718,1	1 905,9	2 097,0	2 268,4
usługi windykacyjne	39,9	31,7	29,8	32,2	59,1	74,8	104,7	142,3	163,7	183,3	201,7	211,7
pozostałe produkty	9,9	13,8	17,8	26,3	24,6	25,8	32,3	38,8	44,6	49,0	52,7	55,3
Koszty bezpośrednie i pośrednie	182,8	194,0	253,3	306,8	466,1	517,0	610,2	690,0	788,3	875,1	967,6	1 043,6
nabyte pakiety wierzytelności	153,4	166,5	225,0	270,7	412,6	477,0	556,5	621,0	708,7	786,2	870,3	941,4
usługi windykacyjne	21,2	19,4	20,6	23,3	44,2	24,5	34,4	46,7	53,7	60,2	66,2	69,5
pozostałe produkty	8,1	8,1	7,7	12,9	9,3	15,5	19,4	22,3	25,9	28,7	31,1	32,6
Marża pośrednia	222,9	293,9	357,9	476,6	589,4	709,4	851,7	1 005,7	1 138,0	1 263,2	1 383,8	1 491,9
nabyte pakiety wierzytelności	202,3	275,9	338,6	454,3	559,2	648,9	768,5	893,7	1 009,4	1 119,7	1 226,7	1 327,0
usługi windykacyjne	18,7	12,4	9,2	8,9	14,9	50,2	70,3	95,6	109,9	123,1	135,4	142,2
pozostałe produkty	1,8	5,7	10,1	13,4	15,3	10,3	12,9	16,5	18,7	20,3	21,6	22,7
Koszty ogólne	60,4	72,4	94,4	117,3	147,4	169,6	196,8	228,9	255,2	282,3	309,2	333,4
Amortyzacja	9,3	11,4	10,5	13,5	18,7	25,5	26,1	26,8	27,4	27,9	28,3	28,7
Saldo PPO/PKO	-0,1	-2,0	-1,6	3,3	-2,6	-6,0	-6,0	-6,0	-6,8	-7,6	-8,3	-9,0
EBITDA gotówkowa	344,3	489,0	523,9	630,0	836,6	927,4	1 086,2	1 240,3	1 425,8	1 602,3	1 779,2	1 943,5
EBITDA	162,3	219,5	261,9	362,6	439,4	533,8	649,0	770,8	876,0	973,4	1 066,3	1 149,5
EBIT	152,9	208,2	251,4	349,0	420,8	508,3	622,8	744,0	848,5	945,5	1 038,0	1 120,8
Saldo finansowe	-54,5	-55,3	-41,6	-62,7	-85,6	-110,6	-146,6	-182,9	-218,6	-249,2	-272,3	-291,6
Wynik brutto	98,5	152,8	209,8	286,3	335,2	397,7	476,2	561,1	629,9	696,3	765,7	829,2
Podatek	0,7	1,0	5,5	37,7	40,0	59,6	85,7	112,2	126,0	139,3	153,1	165,8
Wynik netto	97,8	151,8	204,3	248,7	295,2	338,0	390,5	448,9	503,9	557,0	612,6	663,4
Wskaźniki / założenia	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Cena akcji [PLN]	237,0	237,0	237,0	237,0	237,0	237,0	237,0	237,0	237,0	237,0	237,0	237,0
Mkt Cap [mln PLN]	4213,2	4213,2	4414,1	4450,4	4568,2	4568,2	4568,2	4568,2	4568,2	4568,2	4568,2	4568,2
Liczba akcji [mln szt.]	17,8	17,8	18,6	18,8	19,3	19,3	19,3	19,3	19,3	19,3	19,3	19,3
EPS [PLN/akcję]	5,5	8,5	11,0	13,2	15,3	17,5	20,3	23,3	26,1	28,9	31,8	34,4
ROE	23,5%	25,9%	26,0%	20,1%	20,2%	19,9%	19,6%	19,3%	18,8%	18,7%	18,8%	19,0%
ROA	8,4%	10,0%	11,1%	8,0%	8,3%	7,5%	7,0%	6,7%	6,5%	6,5%	6,6%	6,7%
P/E	45,3	27,1	22,0	17,4	18,6	13,5	11,7	10,2	9,1	8,2	7,5	6,9
P/BV	10,1	7,2	5,6	3,6	3,1	2,7	2,3	2,0	1,7	1,5	1,4	1,3
EV/EBITDA	30,0	22,7	19,9	16,1	14,3	13,1	11,8	10,8	10,1	9,7	9,3	9,0
EV/EBITDA gotówkowa	14,1	10,2	9,9	9,3	7,5	7,6	7,1	6,7	6,2	5,9	5,6	5,3
C/I	62%	57%	59%	56%	60%	58%	57%	56%	56%	55%	56%	55%
EV [mln PLN]	4 865,4	4 981,3	5 208,4	5 829,4	6 292,1	7 007,6	7 685,9	8 311,5	8 885,5	9 473,9	9 929,7	10 360,0
Dług netto [mln PLN]	652,2	768,1	794,3	1 379,0	1 723,9	2 439,4	3 117,7	3 743,4	4 317,3	4 905,7	5 361,5	5 791,8
Dług % [mln PLN]	687,5	838,6	935,0	1 646,4	1 897,2	2 622,2	3 372,2	4 122,2	4 872,2	5 372,2	5 772,2	6 122,2
Portfel wierzytelności [mln PLN]	1 063,8	1 380,2	1 620,6	2 676,2	3 169,3	4 125,7	5 097,6	6 056,1	6 979,3	7 873,3	8 608,0	9 273,4
EV-Portfel wierzytelności [mln PLN]	3 801,5	3 601,1	3 587,8	3 153,2	3 122,8	2 881,9	2 588,2	2 255,4	1 906,2	1 600,6	1 321,7	1 086,5
Dług netto / portfel wierzytelności	0,61x	0,56x	0,49x	0,52x	0,54x	0,59x	0,61x	0,62x	0,62x	0,62x	0,62x	0,62x
Dług netto / kapitał własny eop	1,57x	1,31x	1,01x	1,11x	1,18x	1,43x	1,56x	1,61x	1,61x	1,64x	1,64x	1,66x
Dług netto / EBITDA gotówkowa	1,89x	1,57x	1,52x	2,19x	2,06x	2,63x	2,87x	3,02x	3,03x	3,06x	3,01x	2,98x
Wpłaty od dłużników / przychody	1,51x	1,61x	1,46x	1,37x	1,41x	1,35x	1,33x	1,31x	1,32x	1,33x	1,34x	1,35x
EBITDA gotówkowa / wpłaty	0,64x	0,69x	0,63x	0,63x	0,61x	0,61x	0,62x	0,63x	0,63x	0,63x	0,63x	0,63x
Przychody / wartość godziwa portfeli	0,34x	0,32x	0,35x	0,27x	0,31x	0,28x	0,33x	0,30x	0,29x	0,28x	0,27x	0,27x
Przychody zmiana r/r	17,4%	24,4%	27,4%	28,6%	34,0%	15,9%	17,7%	14,3%	13,4%	10,9%	10,0%	8,2%
EBITDA gotówkowa zmiana r/r	17,8%	42,0%	7,1%	20,3%	32,8%	10,8%	17,1%	14,2%	15,0%	12,4%	11,0%	9,2%
EBITDA zmiana r/r	12,7%	35,3%	19,3%	38,4%	21,2%	21,5%	21,6%	18,8%	13,6%	11,1%	9,5%	7,8%
Wynik netto zmiana r/r	20,4%	55,3%	34,6%	21,7%	18,7%	14,5%	15,5%	15,0%	12,3%	10,5%	10,0%	8,3%
DPS [PLN]	0,0	0,0	1,5	2,0	2,0	5,0	5,0	6,0	8,0	13,1	17,3	22,2
Stopa dywidendy	0%	0%	17%	18%	15%	39%	29%	30%	34%	50%	60%	70%
Div Yield	0%	0%	1%	1%	1%	2%	2%	3%	3%	6%	7%	9%

Bilans	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Środki pieniężne	35,3	70,5	140,7	267,4	173,3	182,8	254,5	378,9	554,9	466,5	410,7	330,4
Należności z tyt dostaw i usług	9,0	10,9	8,4	13,5	16,6	20,2	20,4	20,5	20,7	20,8	21,0	21,1
Inwestycje	1 063,8	1 380,2	1 620,6	2 676,2	3 169,3	4 125,7	5 097,6	6 056,1	6 979,3	7 873,3	8 608,0	9 273,4
Pozostałe należności	17,8	16,5	26,7	28,1	64,2	64,2	64,2	64,2	64,2	64,2	64,2	64,2
Zapasy	0,5	0,5	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	0,7	0,7	0,8
RZAT	20,1	20,3	20,0	27,5	28,7	28,7	29,7	30,7	31,7	31,7	31,7	31,7
Inne wartości niematerialne	10,4	11,0	11,8	14,3	26,8	26,8	26,8	26,8	26,8	26,8	26,8	26,8
Wartość firmy	1,0	1,0	1,0	62,6	54,0	54,0	54,0	54,0	54,0	54,0	54,0	54,0
Aktywa z tyt odroczonego podatku	2,4	3,5	2,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe aktywa	2,5	2,1	3,5	5,7	18,0	18,0	18,0	18,0	18,0	18,0	18,0	18,0
Aktywa RAZEM	1 162,8	1 516,6	1 836,1	3 095,7	3 560,1	4 529,7	5 574,5	6 658,5	7 758,9	8 564,8	9 243,8	9 829,2
Zobowiązania razem	747,3	931,6	1 051,8	1 858,2	2 099,6	2 827,5	3 578,2	4 329,0	5 079,7	5 580,4	5 981,2	6 331,9
Zobowiązania %	687,5	838,6	935,0	1 646,4	1 897,2	2 622,2	3 372,2	4 122,2	4 872,2	5 372,2	5 772,2	6 122,2
Pozostałe zobowiązania i rezerwy	59,8	92,9	116,8	211,8	202,4	205,3	206,0	206,7	207,5	208,2	209,0	209,7
Kapitał własny ogółem	415,6	585,1	784,3	1 237,5	1 460,5	1 702,2	1 996,3	2 329,5	2 679,2	2 984,3	3 262,7	3 497,3
Pasywa RAZEM	1 162,8	1 516,6	1 836,1	3 095,7	3 560,1	4 529,7	5 574,5	6 658,5	7 758,9	8 564,8	9 243,8	9 829,2
CF	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
CF operacyjny	-37,2	-61,7	41,1	-623,1	-223,4	-484,0	-409,6	-301,2	-174,9	-61,8	176,4	316,1
Wynik netto	97,8	151,8	204,3	248,7	295,2	338,0	390,5	448,9	503,9	557,0	612,6	663,4
Korekty	-134,9	-213,5	-163,2	-871,8	-518,6	-822,0	-800,1	-750,1	-678,9	-618,8	-436,2	-347,3
CF inwestycyjny	-7,5	-7,8	-7,8	-74,0	-19,5	-24,5	-25,7	-25,9	-26,2	-25,4	-25,7	-25,9
CF finansowy	37,2	104,8	36,9	823,8	148,8	518,0	507,0	451,5	377,2	-1,2	-206,5	-370,4
Wypłata dywidendy	-0,2	-0,1	-26,0	-35,5	-37,5	-96,4	-96,4	-115,7	-154,2	-252,0	-334,2	-428,8
Inne (zaciągnięcie, obsługa długu)	37,4	104,9	62,9	859,3	186,3	614,4	603,4	567,1	531,4	250,8	127,7	58,4
Przepływy pieniężne netto	-7,5	35,3	70,2	126,6	-94,1	9,5	71,7	124,3	176,0	-88,4	-55,8	-80,3
Środki pieniężne sop	42,7	35,3	70,5	140,7	267,4	173,3	182,8	254,5	378,9	554,9	466,5	410,7
Środki pieniężne eop	35,3	70,5	140,7	267,4	173,3	182,8	254,5	378,9	554,9	466,5	410,7	330,4

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Maciej Bobrowski

Dyrektor Wydziału
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-412
e-mail: maciej.bobrowski@bdm.pl
strategia, banki/finanse, media/rozrywka, wegiel/stal

Krzysztof Pado

Zastępca Dyrektora Wydziału
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 20-81-432
e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl
materiały budowlane, budownictwo, paliwa

Krzysztof Brymora

Analitik rynku akcji
tel. (032) 20-81-435
e-mail: krystian.brymora@bdm.pl
chemia, przemysł drzewny

Adrian Górniak

Analitik rynku akcji
tel. (032) 20-81-438
e-mail: adrian.gorniak@bdm.pl
deweloperzy, handel

Marek Jurzec

Młodszy analitik rynku akcji
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-435
e-mail: marek.jurzec@bdm.pl
IT

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Dariusz Wareluk

Dyrektor Wydziału
tel. (022) 62-20-100
e-mail: dariusz.wareluk@bdm.pl

Leszek Mackiewicz

tel. (022) 62-20-848
e-mail: leszek.mackiewicz@bdm.pl

Bartosz Zieliński

tel. (022) 62-20-854
e-mail: bartosz.zielinski@bdm.pl

Maciej Bak

tel. (022) 62-20-855
e-mail: maciej.bak@bdm.pl

Historia rekomendacji na temat spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	dzień publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
kupuj	301,0	trzymaj	311,7	12.04.2018	09:36 CEST	237,0	59 741
trzymaj	311,7	akumuluj	320,1	12.09.2017	10:52 CEST	301,0	65 190
akumuluj	320,1	akumuluj	215,4	08.05.2017	15:35 CEST	290,0	61 514
akumuluj	215,4	trzymaj	182,4	10.06.2016		192	45 475
trzymaj	182,4	---	---	26.11.2015		188	48 213

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej
 EBITDA — wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację
 Dług netto – zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty
 WACC - średni ważony koszt kapitału
 CAGR - średnioroczny wzrost
 EPS - zysk netto na 1 akcję
 DPS - dywidenda na 1 akcję
 CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
 EV – suma kapitalizacji rynkowej i długu netto
 EV/S – stosunek EV do przychodów ze sprzedaży
 EV/EBITDA – stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację
 P/EBIT – stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej
 MC/S – stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży
 P/E – stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto
 P/BV – stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej
 P/CE – wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję
 ROE – stosunek zysku netto do kapitałów własnych
 ROA - stosunek zysku netto do aktywów
 marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów
 marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży
 marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży
 rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową (przynajmniej +15%);
 Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową (w przedziale +5 do +14,99%);
 Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej (w przedziale od -4,99% do +4,99%);
 Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej (zasieg spadku od 5% do 14,99%);
 Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej (sugerowana erozja wartości jest równa lub przekracza 15%).
 Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (np. na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka.
 Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

Słabe i silne strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).
 DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).
 Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 2Q'18*:			, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:	
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	1	100%	0	0%
Akumuluj	0	0%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

* - szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny” lub na stronie www.bdm.pl.

Nota prawna:

Niniejszy raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku) oraz Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958.

Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

Dokument jest przeznaczony dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych BDM, jak również innych kwalifikowanych klientów BDM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji ogólnych w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM. Opracowanie nie może być publikowane bądź powielane bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii lub innych krajach, w których jego rozpowszechnianie może wiązać się z ograniczeniami lub restrykcjami.

Osoby, które otrzymają niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszej analizy powinny zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego, aby uzyskać potrzebne i niezbędne wyjaśnienia dotyczące zawartości niniejszego opracowania.

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego BDM nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. BDM nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy instrument lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednie dla danego inwestora.

Opinie analityka oraz wszelkie rekomendacje zawarte w raporcie nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obarczona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględniać, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumentie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 12.04.2018 roku (09:36 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 16.04.2018 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu Bloomberg. Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać wczytane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny”.

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendacje okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

W opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe a Zarząd BDM ma prawo przyznać mu wynagrodzenie dodatkowe. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

BDM nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac nad raportem są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.” Zaznaczamy, że na dzień 12.04.2018 roku:

- BDM jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie posiadają akcji emitenta instrumentów finansowych w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.
- Emitent instrumentów finansowych nie posiada udziału stanowiącego co najmniej 5% kapitału zakładowego BDM i podmiotów z nim powiązanych.
- Osoba przygotowująca rekomendację nie jest zaangażowana kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta. Osoba przygotowująca rekomendację i osoba blisko z nią związana, o której mowa w art. 160 ust. 2 pkt 1-3 ustawy, nie pełni funkcji w organach emitenta instrumentów finansowych i nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pozostają stroną umowy z emitentem instrumentów finansowych dotyczącej sporządzenia rekomendacji.
- BDM nie wykonywał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji czynności dotyczące oferowania instrumentów finansowych emitenta w obrocie pierwotnym lub pierwszej ofercie publicznej.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji BDM nie pełnił funkcję podmiotu organizującego lub współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych emitenta.
- BDM nie wykonuje czynności dotyczących nabywania i zbywania instrumentów finansowych emitenta na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego i umów o subemisję inwestycyjne i usługowe.
- BDM pełni funkcję animatora rynku i animatora emitenta instrumentów finansowych.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji obowiązywała umowa między BDM a emitentem instrumentów finansowych w sprawie świadczenia usług z zakresu bankowości inwestycyjnej.
- BDM otrzymuje wynagrodzenia od emitenta instrumentów finansowych z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zaistnieć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.