



## Przetaszowania na rynku

Aktualnie na rynku wierzytelności zachodzą procesy, które w naszej ocenie doprowadzą do zmian w jego strukturze. Spodziewamy się, że w horyzoncie 2-3 lat polski rynek obrotu wierzytelnościami zostanie zdominowany przez 3-4 graczy, będących globalnymi spółkami z dostępem do tańszego finansowania. Podmioty, które z dużym prawdopodobieństwem mogą stać się liderami rynkowymi to: PRA Group, która zakupiła swój pierwszy portfel wierzytelności w Polsce i Hoist Finance, który w 2014r. przejął wrocławską NAVI Lex. Dla polskich podmiotów działających w branży, oznacza to scenariusz konsolidacji. Oczekujemy, iż większość spółek zostanie przejęta lub wycofa się z rynku. W naszej ocenie, jedynym podmiotem, który ma wystarczająco dużą skalę działalności oraz silne fundamenty, aby utrzymać swoją pozycję rynkową jest KRUK. U podstaw trendu konsolidacyjnego leży niższy koszt finansowania zagranicznych spółek. W świetle erozji marż na coraz bardziej konkurencyjnym polskim rynku, będzie on czynnikiem, stanowiącym o przewadze rynkowej.

### KRUK – Lider stawi czoła nadciągającej konkurencji?

Spółka od lat notuje wysokie dynamiki wzrostu wyników, dzięki czemu osiągnęła silną pozycję rynkową. Sądzymy, że KRUK będzie w stanie ją utrzymać konkurując z podmiotami zagranicznymi rozwijającymi się w Polsce. Nasz bazowy scenariusz przewiduje dalszy rozwój KRUKA na polskim rynku oraz ekspansję na rynkach zagranicznych, w tym głównie w Rumunii i Bułgarii. Jednak nie wykluczamy sytuacji, w której KRUK zostanie przejęty lub połączy się z innym podmiotem. Mogą przyczynić się do tego: (i) ograniczenia po stronie finansowania (brak przestrzeni do istotnego zwiększania zadłużenia ze względu na kowenanty) oraz (ii) akcjonariat, składający się w większości z funduszy, które mogą być zainteresowane sprzedażą spółki.

### Kredyt Inkaso – Potencjalny cel przejęcia?

Mimo tego, że Kredyt Inkaso przez ostatnie lata istotnie zwiększała skalę działalności, spotkał się z barierą dalszego wzrostu. W wyniku ograniczenia kowenantami aktualnie nie ma możliwości istotnego zwiększania zadłużenia. W tym kontekście, Spółka będzie zmuszona do poszukiwania alternatywnych scenariuszy rozwoju, wśród których bardzo prawdopodobny wydaje się być scenariusz konsolidacji. Ostatnie zakupy portfeli Kredyt Inkaso zrealizował w ramach koinwestycji z PRA Group i GetBack. W naszej ocenie nawiązanie współpracy przez PRA Group z Kredyt Inkaso, może być wstępem do procesu jej przejęcia. Uważamy, iż Zarząd PRA Group, który spodziewa się trendu konsolidacyjnego w Europie, może być zainteresowany dalszymi akwizycjami w regionie - zaś Kredyt Inkaso wydaje się być idealnym celem akwizycyjnym.

### KRUK

Cena aktualna na 13.05.2015r. (PLN)	166,0
Kapitalizacja (mld PLN)	2,87
BBG Ticker	KRU PW

### Kredyt Inkaso

Cena aktualna na 13.05.2015r. (PLN)	28,0
Kapitalizacja (mld PLN)	0,36
BBG Ticker	KRI PW



KRUK	2013	2014	2015P	2016P	2017P
Przychody (mln PLN)	405,6	487,9	545,0	615,9	683,1
EBITDA (mln PLN)	162,3	219,5	239,5	262,2	281,2
EBITDA gotówkowa (mln PLN)	256,4	330,0	460,0	600,7	750,5
zysk netto (mln PLN)	97,8	151,8	174,0	182,7	187,4
dług netto / EBITDA (x)	4,0	3,5	3,8	4,3	4,8
dług netto / EBITDA gotówkowa (x)	2,5	2,3	2,0	1,9	1,8
wskaźnik ogólnego zadłużenia (x)	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
dług netto (mln PLN)	652,2	768,1	914,1	1 130,6	1 356,5
Kredyt Inkaso	2012/13	2013/14	2014/15P	2015/16P	2015/16P
Przychody (mln PLN)	69,2	86,9	98,4	111,4	125,5
EBITDA (mln PLN)	48,8	59,8	67,4	73,0	77,5
EBITDA gotówkowa (mln PLN)	90,2	98,9	101,6	109,1	117,7
zysk netto (mln PLN)	17,2	33,4	38,0	41,8	44,0
dług netto / EBITDA (x)	4,8	4,4	4,7	4,8	4,9
dług netto / EBITDA gotówkowa (x)	2,6	2,7	3,1	3,2	3,2
wskaźnik ogólnego zadłużenia (x)	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6
dług netto (mln PLN)	235,3	266,0	318,0	350,1	380,2

Źródło: Emitent, Szacunki Nwai Dom Maklerski

### Adrianna Kocięda

#### Analitik

adrianna.kocięda@nwai.pl  
tel: 22 201 97 66

### Grzegorz Balcerski

#### Analitik

Doradca Inwestycyjny, MPW  
grzegorz.balcerski@nwai.pl  
tel: 22 201 97 74

Informacje dotyczące powiązań Nwai Dom Maklerski ze spółkami, będącymi przedmiotem niniejszego raportu oraz pozostałe informacje, wymagane przez Rozporządzenie RM z dnia 19.X.2005 roku umieszczone zostały na ostatniej stronie raportu.

## Polski rynek zostanie zdominowany przez podmioty zagraniczne dysponujące tańszym finansowaniem

Przez ostatnie lata rynek wierzycelności był jednym z najbardziej dynamicznie rozwijających się branż w Polsce. Wraz z jego wzrostem, skrzydła rozwinęły takie spółki jak KRUK, BEST, Kredyt Inkaso oraz Ultimo dochodząc do pułapu kilkusetmilionowych obrotów. Uważamy, że zdarzenia i trendy, które w ostatnim roku miały miejsce na rynku wierzycelności m.in. erozja marż oraz wzmożone zainteresowanie zagranicznych podmiotów polskim rynkiem wskazują na to, iż wchodzi on w fazę dojrzałości, której kolejnym etapem będzie konsolidacja.

**W niniejszym raporcie stawiamy tezę, że w horyzoncie 2-3 lat polski rynek obrotu wierzycelnościami zostanie zdominowany przez 3-4 graczy, będących globalnymi spółkami, które mają dostęp do tańszego finansowania. KRUK, w naszej ocenie jest jedynym podmiotem na polskim rynku, który ma skalę działalności oraz fundamenty, pozwalające na utrzymanie silnej pozycji rynkowej.**

Zagraniczne spółki, które naszym zdaniem z dużym prawdopodobieństwem mogą zdobyć znaczący udział na polskim rynku to PRA Group i Hoist Finance. Spore szanse ma również Intrum Justitia, która funkcjonuje na polskim rynku od 1998r, ale nie rozwinęła znacząco działalności. Duże zagraniczne podmioty mogą być zainteresowane przejęciem polskich graczy w celu szybkiego pozyskania udziału w rynku i lokalnego know-how. Pozwoli to na efekt synergii dzięki połączeniu z know-how podmiotów przejmujących oraz ich dostępem tańszego finansowania. Kredyt Inkaso może zostać docelowo przejęty przez PRA Group, z którą już współpracuje na zasadzie umowy koinwestycyjnej pierwszego zakupionego przez PRA Group pakietu wierzycelności w Polsce. Hoist Finance w 2014r. przejął NAVI Lex, z którą wcześniej przez wiele lat prowadził współpracę. W tej sytuacji KRUK wydaje się być jedynym polskim podmiotem, który może utrzymać swoją pozycję rynkową dzięki skali działalności i silnym fundamentom. Czynniki, które mogą przemawiać za tym aby KRUK został przejęty lub połączył się z innym podmiotem to: ograniczenia po stronie finansowania (brak przestrzeni do istotnego zwiększania zadłużenia ze względu na kowenanty) oraz akcjonariat, składający się w większości z funduszy, które mogą być zainteresowane sprzedażą spółki. Mniejsze spółki zostaną przejęte lub wycofają się z rynku będąc pod presją narastającej konkurencji.

*Polski rynek wierzycelności wchodzi w fazę konsolidacji...*

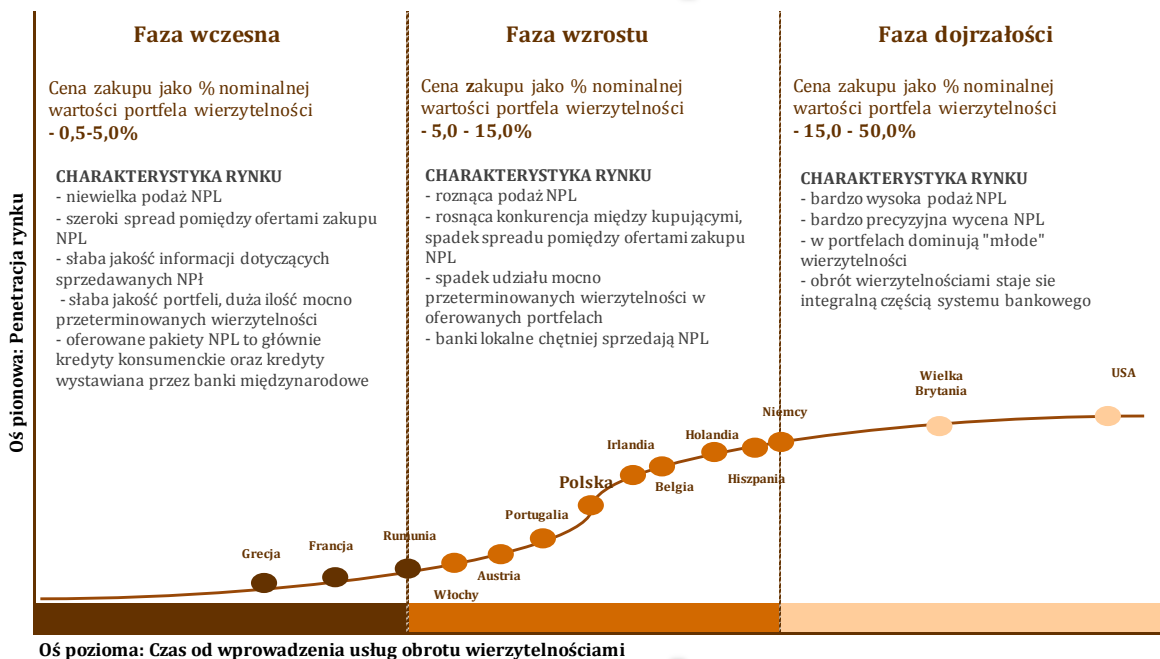
*...po której polski rynek może być zdominowany przez 3-4 graczy*

*PRA Group i Hoist Finance mogą zdobyć pozycję lidera na polskim rynku*

*Koszt finansowania Intrum Justitia to 2,0%, PRA Group ok. 3,2%, Hoist Finance ok. 5,2%*

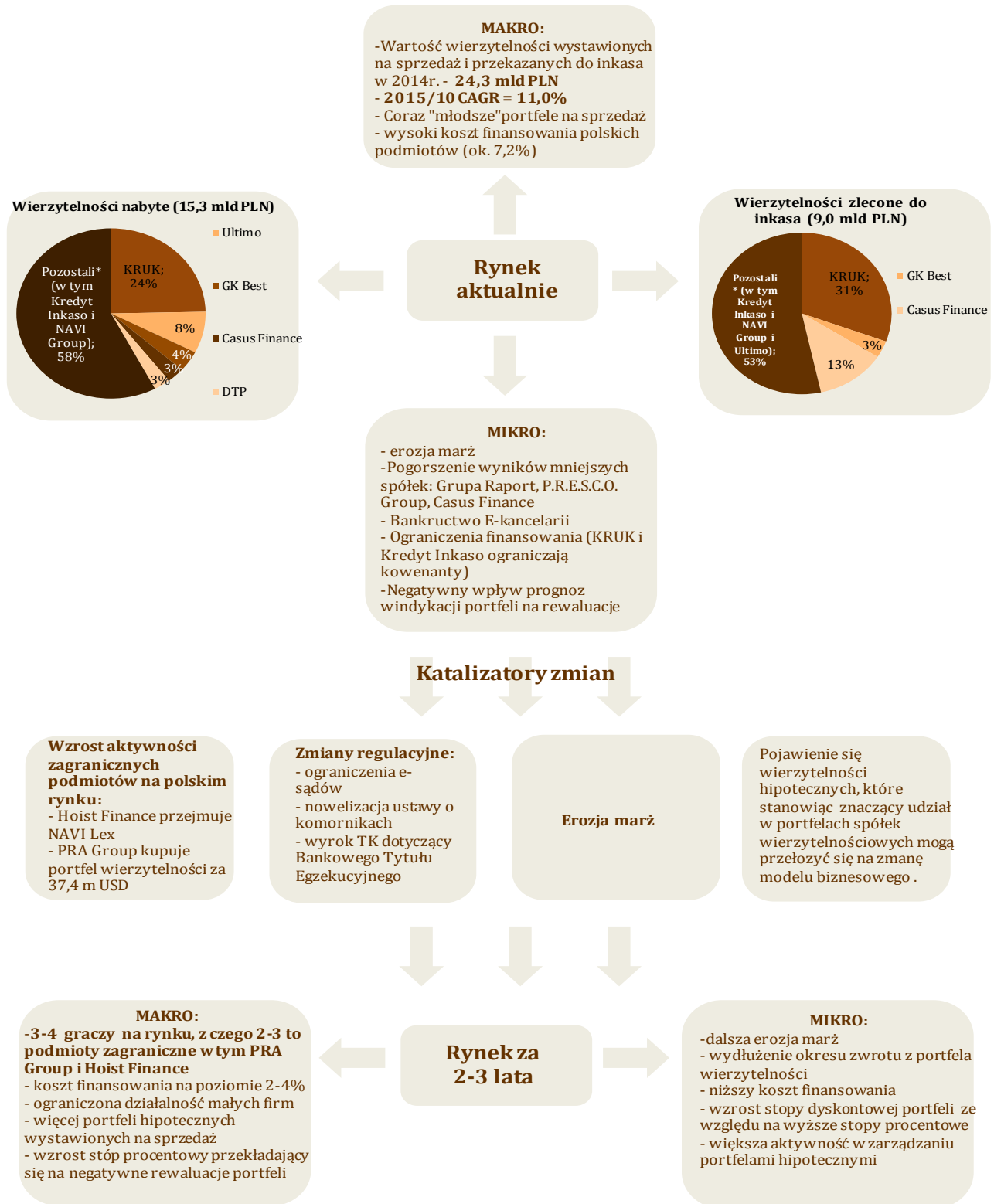
*...to znacznie mniej niż aktualne koszty finansowania polskich spółek (ok. 6,05%)*

### Cykl rynku obrotu wierzycelnościami



Źródło: NWAI Dom Maklerski, Hoist Finance

## Polski rynek wierzycelności – podsumowanie



Źródło: NWAI Dom Maklerski opracowanie własne

\*Dane dotyczące Kredyt Inkaso oraz NAVI Group zostały włączone do segmentu „Pozostali” ze względu na brak szczegółowych danych, kalkulacje oparte na badaniu GG Parkiet

## 1. Podsumowanie aktualnej sytuacji rynku wierzytelności w Polsce:

- **Rynek rosnący 11% rocznie** - Wraz ze wzrostem konsumpcji wzrasta wartość oferowanych na sprzedaż pakietów wierzytelności, aktualnie rynek szacowany jest na 24,3 mld PLN. W latach 2010-2015 rynek wierzytelności rósł w średniorocznym tempie 11,0%.
- **Coraz „młodsze” wierzytelności w portfelach** - Banki oraz inne instytucje/firmy oferujące na sprzedaż portfele wierzytelności częściowo oczyściły je z mocno przeterminowanych wierzytelności, które wcześniej często były sprzedawane wraz z relatywnie młodymi wierzytelnościami. Aktualnie oferowane na sprzedaż portfele zawierają coraz „młodsze” wierzytelności i coraz rzadziej pojawiają się w nich wierzytelności mocno przeterminowane.
- **Pierwsze symptomy osłabienia wyników mniejszych podmiotów** - Mniejsze spółki jak np. Grupa Raport, P.R.E.S.C.O. Group, Casus Finance ze względu na mniejszą skalę działalności szybciej odczuwają wzrost konkurencyjności na rynku co widoczne jest w ich wynikach finansowych. Ekstremalnym przypadkiem jest spółka E-Kancelaria, która praktycznie zbankrutowała. Branża wierzytelności jest oceniana przez inwestorów na rynku długu jako jedna z najryzykowniejszych, co widoczne jest w wysokich poziomach DM (discount margin) oraz z-spread kalkulowanych dla ich instrumentów dłużnych.
- **Negatywne rewaluacje wycen portfeli** - W wynikach finansowych spółek rynku wierzytelności pojawiły się odpisy związane z aktualizacją wyceny portfela wynikające z prognoz windykacji portfela: Kredyt Inkaso -8,6 mln PLN w 3Q 2014r, BEST -4,5 mln PLN w 4Q 2014. **Biorąc pod uwagę fakt, iż komponentem stóp używanych do dyskontowania portfeli jest stopa wolna od ryzyka szacowana głównie w oparciu o rentowności 10-letnich obligacji rządowych, można spodziewać się, że wraz ze wzrostem stóp procentowych nastąpią negatywne rewaluacje portfeli.**
- **Presja na marże** - Rosnąca konkurencja znajduje odbicie w spadku marż nie tylko małych spółek, ale również dużych graczy oraz dalszych negatywnych rewaluacjach portfeli wierzytelności. Większe firmy takie jak KRUK czy Kredyt Inkaso, poszukując bardziej rentownych inwestycji, dużą część biznesu koncentrują za granicą, gdzie sprzedawane portfele wierzytelności oferują wyższą stopę zwrotu.
- **Ograniczenia w finansowaniu** - Polskie spółki operujące w branży wierzytelności mają ograniczoną przestrzeń do zwiększania zadłużenia, głównie ze względu na wskaźniki zadłużenia oscylujące na wysokim poziomie oraz kowenanty. Przez to są ograniczone co do dalszych inwestycji na własny rachunek, w związku z czym mogą skoncentrować się na świadczeniu usług dla większych podmiotów zagranicznych w ramach umów koinwestycyjnych.

*2010-14 CAGR wartości wierzytelności oferowanych na sprzedaż i oddanych do inkasa to 11%*

*Mediana Discount Margin dla branży na koniec kwietnia wyniosła 6,71%, Zero Discount Margin wyniosła 5,05%.*

*Ujemne rewaluacje portfeli: Kredyt Inkaso - 8,6 mln PLN w 3Q 2014r, BEST -4,5 mln PLN w 4Q 2014r.*

## 2. Rynek Polski za 2-3 lata:

W świetle zmian zachodzących na rynku przewidujemy z dużym prawdopodobieństwem zaistnienie poniższych procesów i zdarzeń:

- **Ekspansja zagranicznych spółek posiadających niższy koszt finansowania** – Przewidujemy, iż w horyzoncie 2-3 lat zagraniczne spółki posiadające większą skalę działalności oraz tańsze finansowanie zdominują polski rynek poprzez przejęcia lub rozwój działalności. Uważamy, iż w tej grupie mogą znaleźć się następujące spółki:

- (i) **Portfolio Recovery Associates Group (PRA Group, kapitalizacja 2,5 mld USD)** - PRA Group zakupiła w Polsce pierwszy portfel wierz ytelno ści poprzez fundusz sekurytyzacyjny za 34,7 mln USD (3,8% inwestycji w portfele ogółem PRA Group w 2014r. wynoszących 907 mln USD). Windykacja portfela ma odbywać się przy współpracy z Kredyt Inkaso. Po przejściu w 2014r. norweskiej spółki Aktiv Kapital AS (przy wskaźnikach 2013EV/ERC=0,68x, 2013EV/EBITDA = 5,33x), która pozwoli PRA Group na rozwój w Europie, kolejnym krokiem jest wejście do krajów CEE poprzez dokonanie pierwszej inwestycji właśnie w Polsce. **Uważamy, iż z dużym prawdopodobieństwem może spełnić się scenariusz, w którym PRA Group zdecyduje się na zwiększenie skali działalności w Polsce oraz na przejście Kredyt Inkaso, z którym aktualnie współpracuje.**

W sprawozdaniu za 2014r. Zarząd PRA Group wskazuje na rynek amerykański i brytyjski jako wysoko konkurencyjne i spodziewa się trendu spadkowego na amerykańskim rynku oraz procesu konsolidacji rynku w Europie, w szczególności w UK. PRA Group ma cel osiągnięcia ROE=20% oraz rocznego wzrostu EPS=15% (na koniec 2014r. ROE =19,9%).

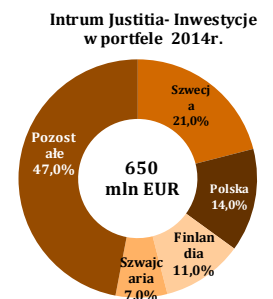
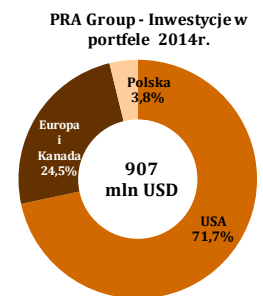
- (ii) **Intrum Justitia (kapitalizacja 1,9 mld EUR)** – spółka jest już obecna na polskim rynku od 1998r., udział polskich wierz ytelno ści w jej portfelu szacowanym na ok. 650 mln EUR w 2014r. wynosił 14%. Przewidujemy, iż Intrum Justitia będzie zainteresowana zwiększeniem działalności na rynkach CEE biorąc pod uwagę że biznes w tych krajach jest jedynym segmentem wzrostowym w przychodach i rentownościach spółki. Cele finansowe Intrum Justitia przedstawione w sprawozdaniu finansowym za 2014r. to:

- osiągnięcie wzrostu EPS na poziomie 10% rocznie;
- zwrot na zakupionych portfelach na poziomie 15% rocznie;
- utrzymanie wskaźnika Dług Netto/EBITDA Gotówkowa w przedziale 2,0-3,0x.

Za 2014r. wskaźnik Dług Netto/EBITDA gotówkowa wyniósł 1,88x, zaś wskaźnik Dług netto/EBITDA kształtował się na poziomie 3,4x.

- (iii) **Hoist Finance (kapitalizacja 550 mln EUR)** – W listopadzie 2014r. Hoist Kredit AB (spółka zależna Hoist Finance) przejęła NAVI Lex. Zanim nastąpiło przejęcie, Hoist od 2011r. prowadziła działalność w Polsce poprzez kooperację z polskim partnerem. W 2014r. przychody rozpoznawane przez Hoist Finance polskim rynku wyniosły ok. 122 mln PLN (279 mln SEK) mając odzwierciedlenie w odzyskach z portfeli na poziomie 129 mln PLN (296 mln SEK). Wierz ytelno ści nabyte na polskim rynku przez Hoist stanowią 13% portfolio spółki. Przejęcie NAVI Lex jest w naszej ocenie podyktowane chęcią rozpoczęcia działalności na polskim rynku na większą skalę.

*PRA Group zakupiła w Polsce portfel wierz ytelno ści za 34,7 mln USD*



*W 2014r. Hoist Finance przejęł NAVI Lex*

- **Konsolidacja rynku małych spółek z branży** – Małe spółki wierzytelnościowe wskutek nasilającej się konkurencji rynkowej będą odnotowywać pogorszenie wyników. To z kolei może przełożyć się na konieczność konsolidacji podmiotów w celu uzyskania efektu skali i poprawy marż. Małe spółki mogą łączyć się z innymi podmiotami lub w bardziej prawdopodobnym scenariuszu, będą przejmowane przez dużych graczy. W najgorszym wypadku będą wycofywać się z rynku.
- **Inwestycje polskich spółek za granicą** – Spółki polskie, w szczególności KRUK wchodzi na rynki zagraniczne w celu utrzymania wyższych marż. Obecność na rynkach: rumuńskim, bułgarskim czy bałkańskim z jednej strony otwiera perspektywy wygenerowania wyższych rentowności niż w Polsce ale również wiąże się z ryzykiem rynków wschodzących oraz ryzykiem kursowym.
- **Zmiana modeli wyceny** – Modele wyceny wierzytelności, bazowane na historycznych krzywych odzysku wierzytelności, stanowią tajemnicę przedsiębiorstw windykacyjnych. Modele oparte o krzywe wierzytelności są narzędziami ciągle aktualizowanymi adekwatnie do zmieniających się warunków rynkowych, jednak opierają się na danych historycznych podczas gdy rynek wierzytelności dynamicznie się zmienia. Ponadto dotyczą mniejszych wartości pakietów wierzytelności niż te, które spółki nabywają i będą nabywać. Wraz ze zmieniającym się rynkiem wydłuża się stopa zwrotu na portfelach, w związku z tym przewidujemy, iż stopniowo polskie spółki będą przebudowywać swoje modele wyceny dostosowując je do zachodnich założeń, gdzie stopy zwrotu z portfela przewidują okres 8-12 lat.
- **Potencjalnie ograniczenie w odzyskiwaniu wierzytelności poprzez e-sądy** – Model działalności e-sądów w ostatnim czasie budził wiele kontrowersji w zakresie zbyt prostych procedur wydawania nakazów zapłaty. Prowadziło to do nadużyć związanych z brakiem możliwości wniesienia sprzeciwu przez dłużników, których wierzytelności były przedawnione, np. e-sąd nie wymagał dokładnych danych pozwalających na realne dostarczenie nakazu zapłaty od którego dłużnik mógłby się skutecznie odwołać. W świetle wadliwości e-sądów i możliwego ich ograniczenia, spółki wierzytelnościowe będą kierować większą część spraw do tradycyjnych sądów, w których dochodzenie spraw jest droższe.
- **Zniesienie Bankowego Tytułu Egzekucyjnego (BTE)** – Bankowy Tytuł Egzekucyjny, który według Trybunału Konstytucyjnego narusza zasadę równości, ma zostać zniesiony do 1 sierpnia 2016 roku. Stosowanymi zabezpieczeniami przez banki mogą być weksle lub zapis w akcie notarialnym o poddaniu się egzekucji. Koszty związane z notarialnym oświadczeniem o dobrowolnym poddaniu się egzekucji w przypadku pożyczek o niższej wartości będą zbyt wysokie w odniesieniu do kwoty pożyczki, co może zmusić banki do rezygnacji z takiego typu zabezpieczenia. Może się to przełożyć na wyższą podaż pakietów wierzytelności z tytułu pożyczek niezabezpieczonych.

*Polskie spółki zakładają spłatę portfela w okresie ok. 7 lat*

*Zagraniczne spółki zakładają spłatę portfela w okresie ok. 8-12 lat*

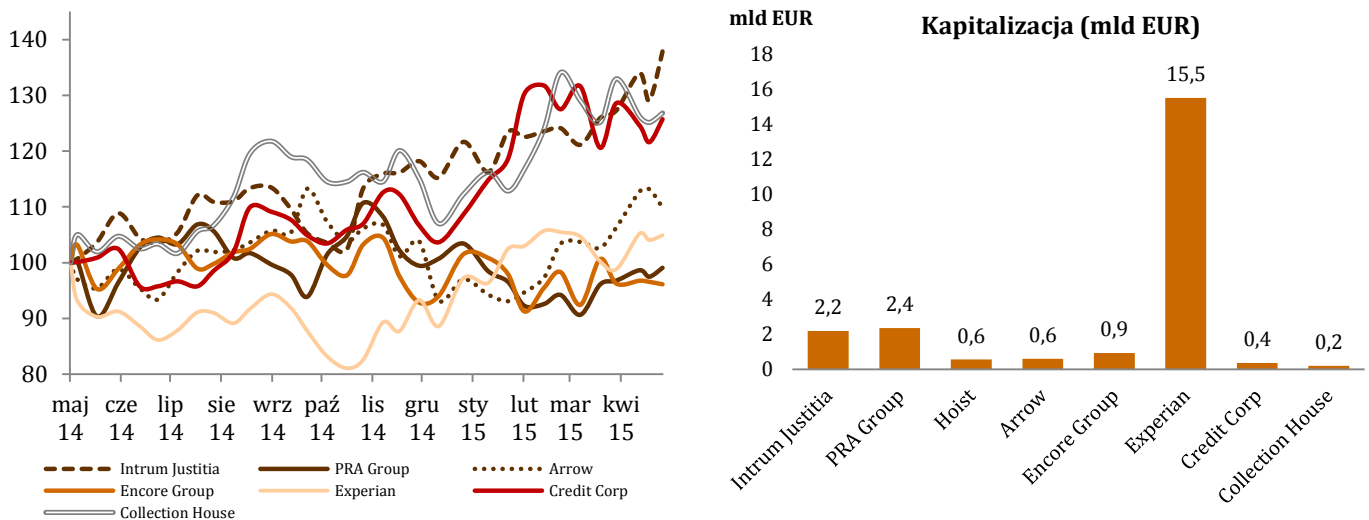
*Ograniczenie działalności e-sądów podniesie koszt dochodzenia spraw....*

*...podobnie zniesienie BTE może przełożyć się, w przypadku pożyczek niższej wartości, na istotnie wyższy koszt jej udzielenia w odniesieniu do kwoty pożyczki*

## Spółki zagraniczne - porównanie

W niniejszym raporcie przyjrzelśmy się bliżej spółkom zagranicznym z branży wierzycelności, aby pokazać w bardziej szczegółowym ujęciu jak kształtują się ich rentowności oraz koszty zadłużenia. Spółki, które wyselekcjonowaliśmy do analizy porównawczej to: Intrum Justitia, Hoist Finance, Portfolio Recovery Group, Arrow Global, Encore Capital Group, Experian, Credit Corp oraz Collection House.

### Zagraniczne spółki sektora wierzycelności: relatywny kurs akcji i kapitalizacja rynkowa



Źródło: Szacunki NWAI Dom Maklerski, Bloomberg

### Spółki działające na dojrzałych rynkach takich jak USA, UK, Skandynawia:

- **postrzegają rynek CEE jako rosnący** - poszukując wyższych rentowności rozwijają lub planują rozwijać na nim działalność. Hoist Finance poprzez Hoist Kredit przejęła NAVI Lex, PRA Group zainwestowała w pierwszy portfel wierzycelności wart 34,7 mln USD we współpracy z Kredyt Inkaso, a 14% portfela Intrum Justitia to polskie wierzycelności.
- **generują gotówkę** - poza Arrow Group, wszystkie analizowane przez nas spółki zagraniczne w ostatnich 5 latach generowały pozytywne przepływy z działalności operacyjnej. W przeciwieństwie do nich KRUK i Kredyt Inkaso prawie zawsze miały ujemny cash flow operacyjny.
- **realizują niższe marże** - mediana marży EBITDA w 2014r. dla spółek zagranicznych wynosi 33,8% zaś dla KRUKA i Kredyt Inkaso odpowiednio: 45% i 69%.
- **mają tańsze finansowanie** - spółki zagraniczne mając wiarygodną historię kredytową mają dostęp do tańszego finansowania - średnio o ok. 3,53pp. mniej niż polskie firmy. Mediana kosztu finansowania dla wybranych przez nas spółek wyniosła 3,66%.
- **oczekują dłuższego zwrotu na portfelu wierzycelności** - zagraniczne spółki zakładają osiągnięcie zwrotu z portfela po ok. 6 latach (okres ten wydłużył się z okresu 4 lat), dla spółek zagranicznych okres ten wynosi 8-12 lat.



Spółka	Model biznesowy	Zasięg geograficzny	Wyniki (2014r.)	Struktura sprzedaży
<b>Intrum Justitia</b> Kapitalizacja 1,9 bn EUR Ticker: IJ SS	Szwedzka spółka specjalizująca się w obrocie wierzycelnościami na rachunek własny oraz w ramach umów koinwestycyjnych, świadczy również usługi finansowe.	Europa Południowa (Polska, państwa skandynawskie) - 50% przychodów Europa Centralna (Czechy, Słowacja) - 26% przychodów Europa zachodnia (Hiszpania, Portugalia) - 22% przychodów	Przychody (mln EUR) 565,0 marża EBIT 28,0% marża netto 20,0%	
<b>Portfolio Recovery Associates Group (PRA Group)</b> Kapitalizacja 2,5 bn USD (2,2 mld EUR) Ticker: PRAA US	Amerykańska spółka obrotu wierzycelnościami. Niedawno PRA Group przejęła norweską spółkę Aktiv Kapital. PRA Group zainwestowała 34,7 mln USD w fundusz sekurytyzacyjny.	PRA Group operuje w 15 państwach Ameryki Pn i Europy: USA, UK, Austrii, Kanadzie, Finlandii, Niemczech, Norwegii, Szwecji, Szkocji i Hiszpanii. Od 2015r. Spółka będzie działać na rynku polskim w ramach umów koinwestycyjnych.	Przychody (mln USD) 881,0 (mld EUR) 789,0 marża EBITDA 38,8% marża netto 20,10%	
<b>Hoist Finance</b> Kapitalizacja 5,3 bn SEK (493 mln EUR) Ticker: HOFI SS	Szwedzka spółka obrotu wierzycelnościami, na rachunek własny oraz na zlecenie. Przejęła w 2014r. Polską NAVI Lex	Niemcy, Austria (26%), Francja, Belgia, Niderlandy (25%), UK (20%), Włochy (13%), Polska (13%), joint venture Polska (2%)	Przychody (mln SEK) 1653,0 (mln EUR) 153,9 marża EBITDA 33,4% marża netto 10,9%	
<b>Arrow Global</b> Kapitalizacja 464 mln GBP (646 mln EUR) Ticker: ARW LN	Brytyjska spółka obrotu wierzycelnościami. W 2014r. Przejęła konkurenta rynkowego Capquest	UK, Francja, Holandia, Portugalia	Przychody (mln GBP) 110,7 (mln EUR) 154 marża EBITDA 42,9% marża netto 16,53%	
<b>Encore Capital Group</b> Kapitalizacja 1,1 bn USD (986 mln EUR) Ticker: AECPG US	Amerykańska spółka obrotu wierzycelnościami konsumenckimi oraz hipotecznymi	USA, UK, Irlandia, Kolumbia, Peru, Indie, Costa Rica	Przychody (mln USD) 1 607,0 (mln EUR) 1 440,0 marża EBITDA 62,2% marża netto 7,4%	
<b>Experian</b> Kapitalizacja 11,0 bn GBP (9,9 bn EUR) Ticker: EXPN LN	Spółka zajmująca się obrotem wierzycelnościami, analizą danych, usługami konsultingowymi, dostarczaniem software-u, danych, agencja informacyjna	USA, Brazylia, UK, Irlandia	Przychody (mln USD) 4 840,0 (mln EUR) 4 336,9 marża EBIT 22,6% marża netto 15,4%	
<b>Credit Corp Group</b> Kapitalizacja 425 mln USD (380 mln EUR) Ticker: CCP AU	Amerykańska spółka obrotu wierzycelnościami konsumenckimi oraz hipotecznymi	Australia, Nowa Zelandia, USA	Przychody (mln USD) 174,0 (mln EUR) 155,9 marża EBITDA 108% marża netto 20,0%	
<b>Collection House Group</b> Kapitalizacja: 300 mln AUD (213 mln EUR) Ticker: CLH AU	Australijska spółka zajmująca się obrotem wierzycelnościami na rachunek własny oraz inkasem wierzycelności na zlecenie	Australia (95% sprzedaży), Nowa Zelandia (5% sprzedaży)	Przychody (mln AUD) 107,3 (mln EUR) 76,2 marża EBITDA 31,8% marża netto 17,4%	

Źródło: Szacunki Nwai Dom Maklerski, Bloomberg, [www.ir.pragroup.com](http://www.ir.pragroup.com), [www.intrum.com](http://www.intrum.com), [www.ir.hoistfinance.com](http://www.ir.hoistfinance.com), [www.arrowglobal.net](http://www.arrowglobal.net), [www.encorecapital.com](http://www.encorecapital.com), [www.experianplc.com](http://www.experianplc.com), [www.creditcorp.com.au](http://www.creditcorp.com.au), [www.collectionhouse.com.au](http://www.collectionhouse.com.au)



## Analiza zadłużenia

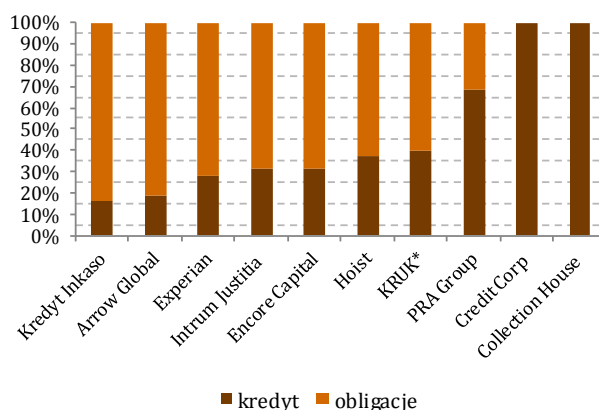
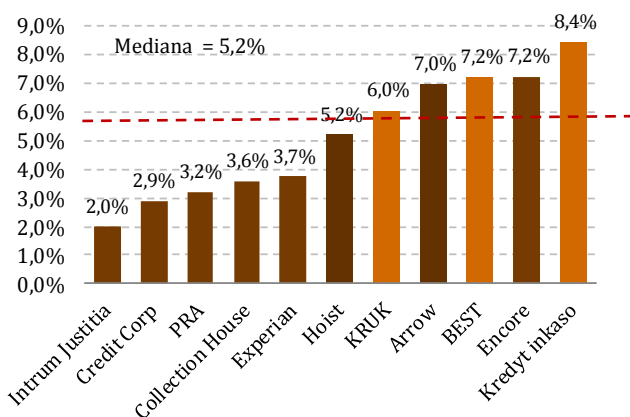
W niniejszym paragrafie przeanalizowaliśmy koszt oraz strukturę zadłużenia spółek zagranicznych oraz polskich. Na tej podstawie doszliśmy do następujących wniosków:

- **Koszt finansowania zagranicznych spółek o 3,53pp niższy niż polskich** - Zagraniczne spółki mają istotnie wyższą łatwość pozyskiwania tańszego finansowania niż polskie podmioty, głównie ze względu na większą skalę działalności oraz wiarygodną historię kredytową – większość z analizowanych przez nas podmiotów przez ostatnie 5 lat generowała pozytywne przepływy pieniężne zarówno z działalność operacyjnej jak i netto. Medianę oprocentowania długu spółek zagranicznych oszacowaliśmy na poziomie 3,66%, zaś medianę kosztu finansowania spółek polskich na poziomie 7,19%, co przekłada się na różnicę w wysokości 3,53pp.
- **PRA Group** - Spółka PRA Group, która jest jednym z podmiotów, które według nas mogą wejść na polski rynek, dysponuje kosztem finansowania na poziomie 3,2%.
- **Intrum Justitia** – Spółka finansuje się w głównej mierze obligacjami oprocentowanymi według marży 1,6-3,1% (55% długu). Pozostała część to niskoprocentowane kredyty oraz papiery komercyjne (do 1 roku).
- **Hoist Finance** – ok. 37% zadłużenia stanowią kredyty bankowe z marżą 375pp, 63% długu to obligacje, z czego 15% całkowitego zadłużenia to niezabezpieczone podporządkowane obligacje oprocentowane według stałego kuponu 12% rocznie (obligacje zapadają w 2023r. pierwszą opcję call spółka ma w roku 2018r.). Pozostała część obligacji jest oprocentowana STIBOR+375pp..

*Mediana oprocentowania długu spółek zagranicznych w 2014r. wynosi 3,66% vs. 7,19% dla spółek polskich.*

### Spółki sektora wierzytelności – koszty oraz struktura finansowania na koniec 2014r.

Koszty zadłużenia spółek zagranicznych oszacowaliśmy na podstawie danych dostępnych w sprawozdaniach finansowych, szczegółowe dane wykorzystane do kalkulacji znajdują się w tabeli poniżej.



Źródło: Szacunki NWAI Dom Maklerski, Bloomberg, [www.ir.pragroup.com](http://www.ir.pragroup.com), [www.intrum.com](http://www.intrum.com), [www.ir.hoistfinance.com](http://www.ir.hoistfinance.com), [www.arrowglobal.net](http://www.arrowglobal.net), [www.encorecapital.com](http://www.encorecapital.com), [www.experianplc.com](http://www.experianplc.com), [www.creditcorp.com.au](http://www.creditcorp.com.au), [www.collectionhouse.com.au](http://www.collectionhouse.com.au)

**Zagraniczne spółki sektora wierzitelności – koszty oraz struktura finansowania w 2014r.**

<b>Spółka</b>	<b>Finansowanie</b>	<b>Wskaźniki (2014r.)</b>	
<b>Intrum Justitia</b>	Linia kredytowa do 1,1 bn EUR, wykorzystana w kwocie 187 mln EUR -5-letnie obligacje na 110 mln EUR (marża 3,1%) -5-letnie obligacje na 110 mln EUR (marża 2,22%) -5-letnie obligacje na 110 mln EUR (marża 1,6%) - papiery komercyjne 728 mln SEK	Dług netto/EBITDA (x) Wskaźnik ogólnego zadłużenia Dług netto (EUR mln ) Dług netto (SEK mln )	3,4 49,8% 592 5 505
<b>Portfolio Recovery Associates Group (PRA Group)</b>	- 630 mln USD kredytu rewolwingowego z marżą w granicach 1,5-2,5% -287 mln USD obligacji zamiennych na akcje zapadających w 2020r. Oprocentowanych oprocentowanych według stałej marży 3,0% rocznie.	Dług netto/EBITDA (x) Wskaźnik ogólnego zadłużenia Dług netto (USD mln )	3,9 73,2% 1 443
<b>Hoist Finance</b>	- Kredyty 750 mln SEK (82,5 mln EUR) z marżą 3,75% - Obligacje 100 mln EUR z kuponem 3MEUROIBOR+3,75% - Obligacje 332,8 mln SEK (35 mln EUR) z kuponem 12%	Dług netto/EBITDA (x) Wskaźnik ogólnego zadłużenia Dług netto (SEK mln )	3,3 91% 1 826
<b>Experian</b>	- Euronotes do 2021r. 400 mln GBP z kuponem 3,5% , US Notes do 2017r. Na 600 mln USD y kuponem 2,375%, Euronotes do 2018r. Na 400 mln GBP z kuponem 4,75%, Euronotes do 2020r. na 500 mln EUR z kuponem 4,75%.	Dług netto/EBITDA (x) Wskaźnik ogólnego zadłużenia Dług netto (GBP mln )	2,4 45% 2 626
<b>Arrow Global</b>	-Zabezpieczone Senior notes zapadające w 2020r. o wartości 220 mln GBP o stałym oprocentowaniu 7,875% -Zabezpieczone Senior notes o wartości 225 mln GBP oprocentowane wg. 3M Euribor + 525bps zapadające w 2021 - wyemitowane na przejęcie spółki Capquest -Kredyt rewolwingowy do 100 mln GBP z marżą 3,75%	Dług netto/EBITDA (x) Wskaźnik ogólnego zadłużenia Dług netto (GBP mln )	6,8 79% 406,7
<b>Encore Capital Group</b>	-Kredyt 650 mln USD oproc. w widełkach 2,93% - 3,11%; Zabezpieczone Senior notes zapadające w 2018r. o wartości 100 mln USD oproc. wg. 7,375 - 7,75%; 115 mln USD Convertible Senior Notes zapadające w 2017r. oproc. wg. 3,0% (efektywna stopa 6,0%); 172,5 mln USD Convertible Senior Notes zapadające w 2020r. proc. wg. 3,0% (efektywna stopa 6,350%) ; 161 mln USD Convertible Senior Notes zapadające w 2021r. proc. wg. 2,875% (efektywna stopa 4,7%), kredyt revolvingowy 295 mln USD oproc. wg. LIBOR + 3.5%, finansowanie pomostowe oproc. wg. LIBOR + 6,0%, Cabot Senior Notes o wartości 438 mln USD zapadające w 2019r. oproc. wg. 10,375%, Cabot Senior Notes zapadające w 2010r. na 100 mln USD oproc. wg. 8,37%, Cabot Senior Notes na 290 mln USD oproc. wg. 6,5%, Marlin Bonds na 246 mln USD oproc. wg. 10,5%.	Dług netto/EBITDA (x) Wskaźnik ogólnego zadłużenia Dług netto (USD mln )	7,7 89% 2 658
<b>Credit Corp Group</b>	-Całość zadłużenia stanowi kredyt bankowy (szacowane oproc. to 2,9%)	Dług netto/EBITDA (x) Wskaźnik ogólnego zadłużenia Dług netto (AUDmln )	0,7 30% 38
<b>Collection House Group</b>	- Zadłużenie na poziomie 104 mln AUD głównie z tytułu kredytów bankowych - szacowane oprocentowanie 3,59%	Dług netto/EBITDA (x) Wskaźnik ogólnego zadłużenia Dług netto (AUD mln )	3,03 45,0% 99

Źródło: Szacunki Nwai Dom Maklerski, Bloomberg, [www.ir.prargroup.com](http://www.ir.prargroup.com), [www.intrum.com](http://www.intrum.com), [www.ir.hoistfinance.com](http://www.ir.hoistfinance.com), [www.arrowglobal.net](http://www.arrowglobal.net), [www.encorecapital.com](http://www.encorecapital.com), [www.experianplc.com](http://www.experianplc.com), [www.creditcorp.com.au](http://www.creditcorp.com.au), [www.collectionhouse.com.au](http://www.collectionhouse.com.au)

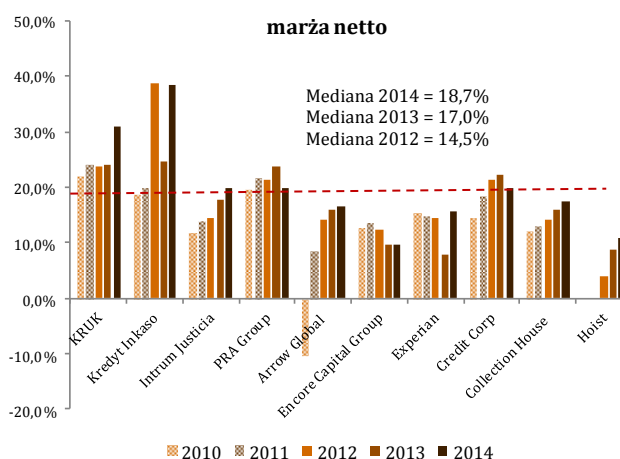
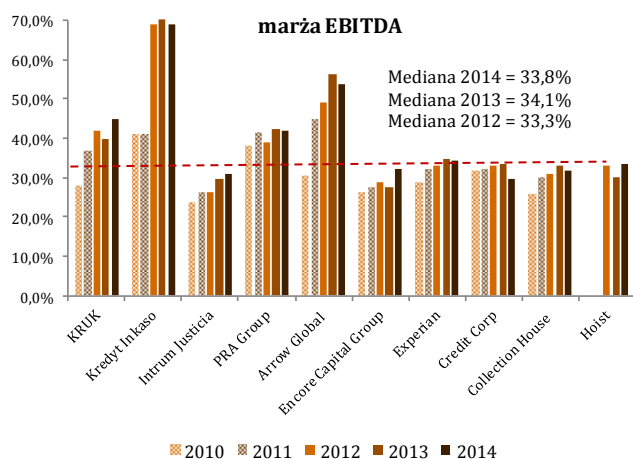
## Analiza finansowa

W niniejszym paragrafie przeanalizowaliśmy, jak polskie spółki wierzycelnościowe wypadają na tle grupy porównawczej z zagranicy pod względem wskaźników finansowych. Na potrzeby analizy wybraliśmy 8 wskaźników dotyczących zadłużenia, rentowności i zdolności generowania gotówki.

### Wskaźniki rentowności

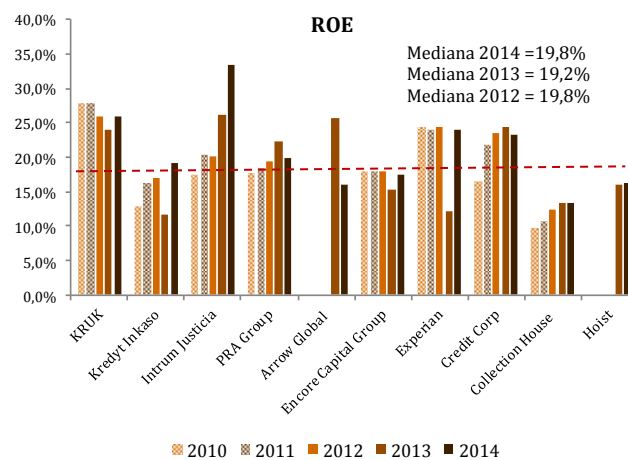
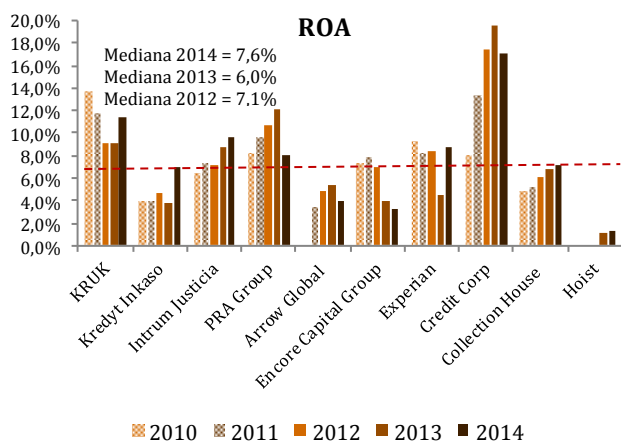
Oceniając wskaźniki rentowności braliśmy pod uwagę marżę EBITDA, marżę netto oraz ROA i ROE. Pod kątem rentowności polskie spółki prezentują się znacznie lepiej od median dla całej grupy, często raportując marżę nawet dwukrotnie wyższą niż spółki operujące na dojrzałych rynkach. W niektórych wypadkach rentowności są niższe ze względu na inne segmenty działalności, które obniżają marżę (Collection House, Experian). Wyraźnie widać, iż rynki CEE sprzyjają generowaniu wyższych rentowności – w przypadku Intrum Justitia do wzrostu przychodów i poprawy marż kontrybuują kraje CEE.

### Spółki sektora wierzycelności – marża EBITDA i marża netto



Źródło: Szacunki NWAI Dom Maklerski, Bloomberg

### Spółki sektora wierzycelności – ROA i ROE

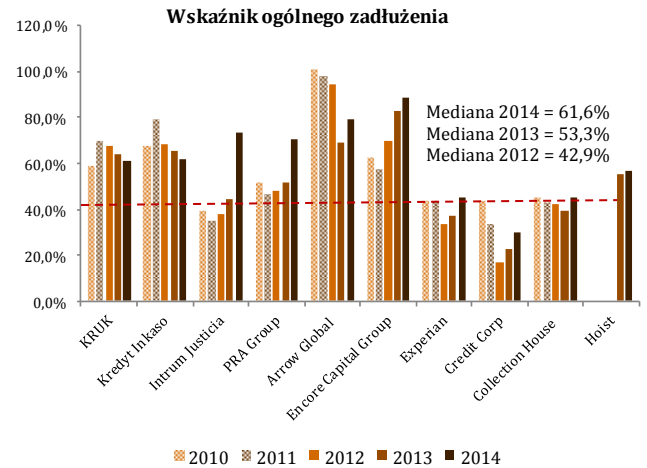
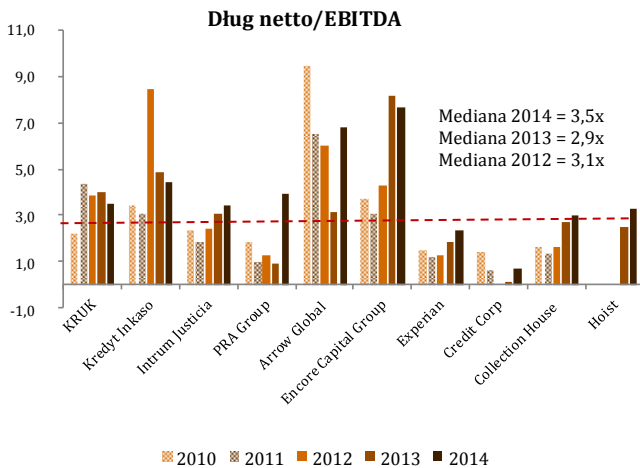


Źródło: Szacunki NWAI Dom Maklerski, Bloomberg

## Wskaźniki zadłużenia

Na potrzeby oceny zadłużenia spółek wierzycelnościowych wybraliśmy wskaźnik Dług Netto/EBITDA oraz wskaźnik ogólnego zadłużenia.

### Spółki sektora wierzycelności – Dług netto/EBITDA, wskaźnik ogólnego zadłużenia

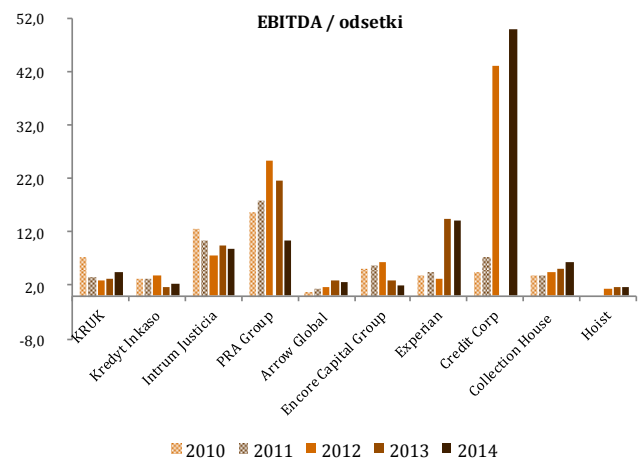
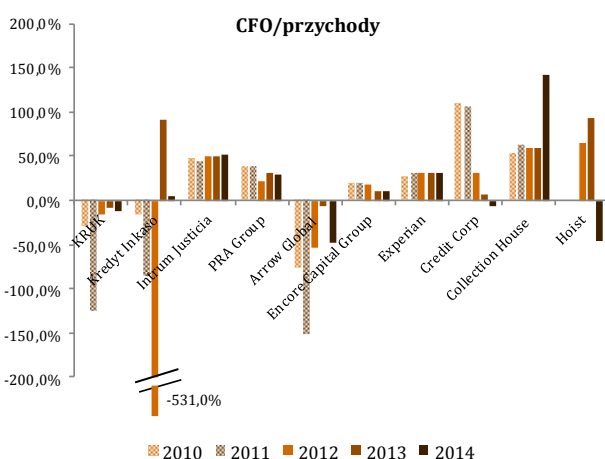


Źródło: Szacunki NWAI Dom Maklerski, Bloomberg

## Generowanie gotówki

Z punktu widzenia oceny zdolności obsługi zobowiązań z tytułu zadłużenia oraz finansowania nakładów inwestycyjnych wskaźniki charakteryzujące zdolność generowania gotówki są kluczowe. Kredyt Inkaso, KRUK oraz Arrow Global są spółkami w analizowanej grupie, które w ostatnich 5 latach generowały ujemne przepływy pieniężne z działalności operacyjnej. W naszej ocenie niska zdolność do generowania gotówki przez polskie podmioty wynikająca z dużych nakładów oraz wysokich kosztów finansowania stawia je na o wiele gorszej pozycji niż spółki zagraniczne, które w wielu przypadkach notują wyższy przyrost przepływów pieniężnych niż przychodów lub wręcz wypłacają dywidendę – w 2014r. Intrum Justitia oraz Arrow Global wypłaciły dywidendę (Intrum Justitia dodatkowo przeprowadziła buyback). Mediana wskaźnika EBITDA/Odsetki dla sektora skorygowana o wynik Credit Corp w latach 2012-2015 oscyluje w okolicach 3,0-4,5x.

### Spółki sektora wierzycelności – Dług netto/EBITDA, wskaźnik ogólnego zadłużenia



## KRUK

### Lider stawi czoła nadciągającej konkurencji?

Rok 2014 był kolejnym rekordowym okresem dla KRUKA – spółka osiągnęła najwyższe w swojej historii działalności przychody 487,9 mln PLN (+20% r/r), co przełożyło się na 151,8 mln PLN zysku netto (+55% r/r). W naszej ocenie Spółka posiada silne fundamenty oraz potencjał do wzrostu zarówno dzięki oczekiwanemu wzrostowi polskiego rynku jak i ekspansji na rosnących rynkach Rumunii i Bułgarii, pozwalający na utrzymanie przez nią pozycji lidera rynkowego. W alternatywnym scenariuszu przewidujemy przejście Spółki lub jej połączenie z innym podmiotem.

#### Rekordowe nakłady na portfele

Nakłady na nowe portfele wyniosły 570 mln PLN (+55% r/r), co przekłada się na silną pozycję na dwóch największych rynkach należności zagrożonych w Europie Środkowo-Wschodniej – w Polsce posiada 21% udziału, a w Rumunii 38%.

#### Ekspansja zagraniczna

Z racji rosnącej konkurencji wśród windykatorów w Polsce jak i potencjalnym wejściu na nasz rodzimy rynek graczy zagranicznych spółka rozpoczęła ekspansję na kolejne rynki zagraniczne. Kruk założył w Niemczech spółkę zależną Kruk Deutschland i przymierza się do inwestycji na tamtym rynku. Przyszłe plany spółki obejmują również wejście na inne rozwinięte rynki europejskie. Na początku maja emitent poinformował o podpisanej cesji wierzycelności z Piraeus Bank Romania o wartości nominalnej 760,8 mln PLN za 49,5 mln PLN. Biorąc pod uwagę fakt, że w całym 1Q15 Kruk wydał na portfele w sumie 44 mln PLN, pojedyncza transakcja o jeszcze wyższej wartości może zaskakiwać, tym bardziej, że Kruk za wspomniany portfel wynegocjował stosunkowo korzystną cenę (6,5% nominału).

#### Rosnące zapotrzebowanie na kapitał

Biorąc pod uwagę, iż wysokie wyniki nadal nie przekładają się na przepływy pieniężne z działalności operacyjnej, Spółka nadal wykazuje rosnące zapotrzebowanie na finansowanie inwestycji w nowe portfele wierzycelności. Stan na dzień 7 maja br. wskazuje, że na Catalyst notowanych jest obecnie 11 serii obligacji o łącznej wartości nominalnej 461 mln PLN, notowanych po kursach od 102,01 do 106,0, a na koniec marca zadłużenie finansowe Grupy wynosiło 776 mln PLN. W ostatnich raportach bieżących windykator poinformował o planach przeprowadzenia dwóch kolejnych emisji: prywatnej 6-letniej o wartości do 100 mln PLN oraz publicznej 5-letniej o wartości 20 mln PLN.

#### Strategia na kolejne lata

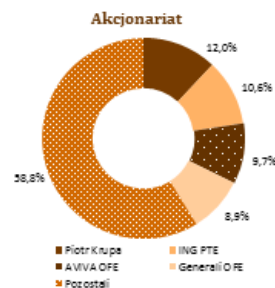
Strategia Kruka na kolejne lata zakłada otwarcie się na inwestycje w portfele zabezpieczone hipoteczne, co może wynikać z rosnących wolumenów należności zagrożonych w tym sektorze wierzycelności i wzrostu skłonności banków do ich wyprzedazy. W 2014r. spółka przeznaczyła ok. 300 mln PLN na takie aktywa, których wartość nominalna wynosiła niemal 1,2 mld PLN (portfele zakupione od GNB i BZ WBK). Grupa uzyskała licencję na zakup wierzycelności hipotecznych także w Rumunii.

#### KRUK

Cena aktualna na 13.05.2015r. (PLN)	166,0
Kapitalizacja (mld PLN)	2,87
BBG Ticker	KRU PW

#### Profil działalności

Kruk SA to firma specjalizująca się w nabywaniu i windykacji na własny rachunek wierzycelności detalicznych (od instytucji finansowych, firm telekomunikacyjnych itp.) oraz świadczeniu usług inkasa na zlecenie. Od wielu lat jest liderem rynku obrotu wierzycelnościami w Polsce i Rumunii z udziałem rynkowym odpowiednio 21% i 38%. W roku 2014 spółka dokonała po raz pierwszy zakupu portfela zabezpieczonego hipotecznie i przymierza się do poszerzenia zasięgu swojego działania o Niemcy.



KRUK	2013	2014	2015P	2016P	2017P
Przychody (mln PLN)	405,6	487,9	545,0	615,9	683,1
EBITDA (mln PLN)	162,3	219,5	239,5	262,2	281,2
EBITDA gotówkowa (mln PLN)	256,4	330,0	460,0	600,7	750,5
zysk netto (mln PLN)	97,8	151,8	174,0	182,7	187,4
dług netto / EBITDA (x)	4,0	3,5	3,8	4,3	4,8
dług netto / EBITDA gotówkowa (x)	2,5	2,3	2,0	1,9	1,8
wskaźnik ogólnego zadłużenia (x)	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
dług netto (mln PLN)	652,2	768,1	914,1	1 130,6	1 356,5

Źródło: Emitent, Szacunki NWAI Dom Maklerski

## Zadłużenie

Na koniec 1Q 2015r. większość zadłużenia spółki stanowiły papiery dłużne (60%), pozostałe zaś to kredyty i pożyczki. Tylko 17% zadłużenie to dług krótkoterminowy, reszta (83%) to zadłużenie długoterminowe.

### Aktualne oraz planowane emisje obligacji

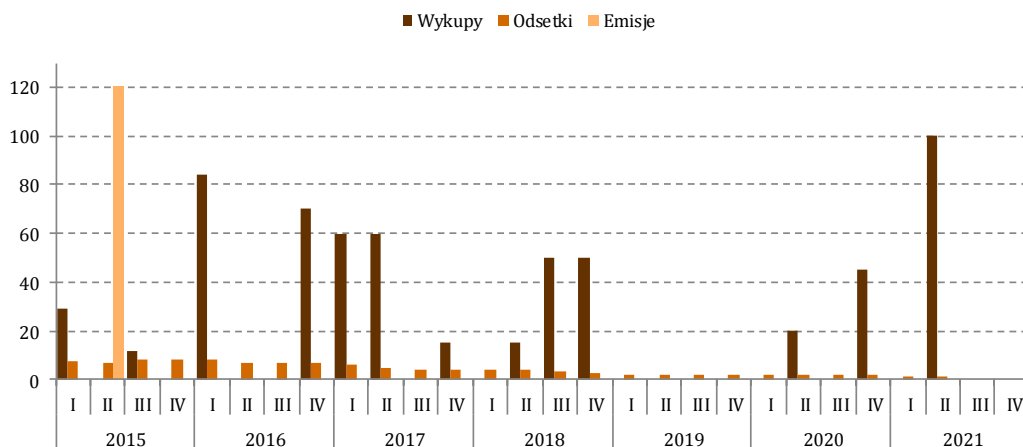
Seria	Wartość emisji (mln PLN)	Kupon	Data wykupu	Kowenanty
KRU0316	96	WIBOR 3M + (4,40% - 4,90%)	21.03.2016 r.	-wskaźnik zadłużenia (dług netto/kapitały własne) < 2,5 lub dług netto/EBITDA gotówkowa < 4,0x (kalulowane na koniec każdego kwartału)
KRU1116	30	WIBOR 3M + (4,60% - 5,10%)	07.11.2016 r.	
KRU1216	40	WIBOR 3M + (4,60% - 5,10%)	06.12.2016 r.	
KRU0317	60	WIBOR 3M + (4,60% - 5,10%)	07.03.2017 r.	
KRU0517	60	WIBOR 3M + (4,20% - 4,70%)	20.05.2017 r.	
KRU1217	15	WIBOR 3M + 4,00%	06.12.2017 r.	
KRU0618	15	WIBOR 3M + (4,50% - 5,00%)	25.06.2018 r.	
KRU0818	50	WIBOR 3M + (4,50% - 5,00%)	13.08.2018 r.	
KRU1018	40	WIBOR 3M + (4,50% - 5,00%)	03.10.2018 r.	
KRU1218	10	WIBOR 3M + (4,30% - 4,80%)	05.12.2018 r.	
KR31220	35	WIBOR 3M + (3,35% - 3,85%)	03.12.2020 r.	
KRU1220	10	WIBOR 3M + (3,35% - 3,85%)	03.12.2020 r.	
<b>Suma</b>	<b>461</b>			

Data emisji	Wartość emisji (mln PLN)	Kupon	Data wykupu	Kowenanty
2Q2015	20	stały 4,5%	przewidywana zapadalność 2Q 2020r.	b.d.
2Q2015	100	WIBOR 3M + b.d.*	przewidywana zapadalność 2Q 2021r.	b.d.

Źródło: Emitent, Szacunki NWAI Dom Maklerski

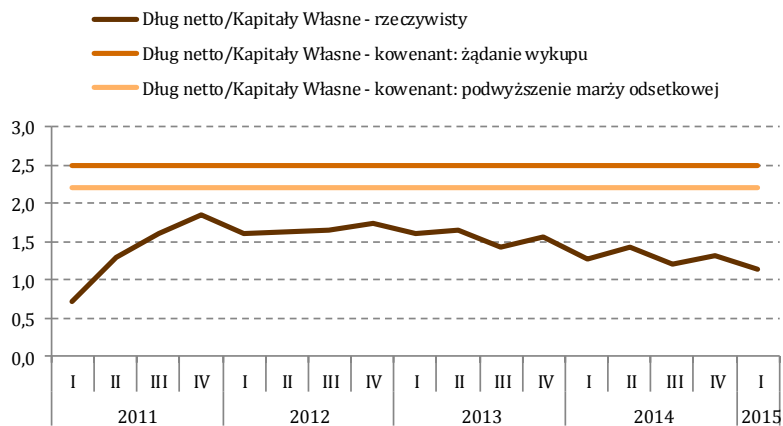
\*Na dzień publikacji raportu informacje dotyczące emisji nie były jeszcze znane, przewidujemy, że kupon będzie prawdopodobnie niższy niż w ostatniej emisji (3,35% - 3,85%)

### Prognozowane spłaty oraz płatności z tytułu odsetek aktualnych emisji

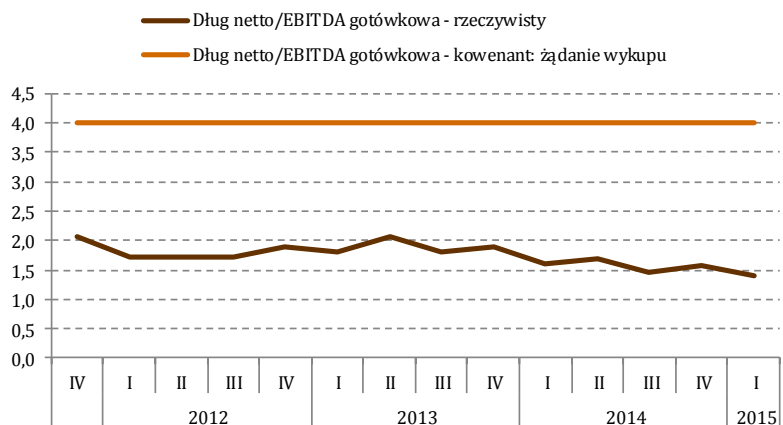


## Kowenanty aktualnych emisji

### Kowenenty (1)



### Kowenenty (2)



Źródło: Emitent, Szacunki Nwai Dom Maklerski

## Serie notowanych obligacji (DM i ZDM na 30.04.2015r.)

Seria	Wartość emisji [mln PLN]	Kurs	zmiana m/m	Discount Margin*	Zero Discount Margin
KRU0316	96,0	102,5	-1,0%	3,1%	1,4%
KRU0317	60,0	105,0	0,4%	3,4%	1,7%
KRU0517	60,0	105,2	0,0%	3,2%	1,5%
KRU0618	15,0	104,8	0,0%	4,5%	2,8%
KRU0818	50,0	105,0	0,0%	4,5%	2,9%
KRU1018	40,0	106,0	-3,2%	4,2%	2,6%
KRU1116	30,0	103,3	0,0%	4,0%	2,3%
KRU1216	40,0	104,7	-0,3%	3,2%	1,5%
KRU1217	15,0	103,7	bd	4,1%	2,5%
KRU1218	10,0	106,0	0,8%	6,2%	4,6%
			<b>Mediana</b>	4,0%	2,4%

Źródło: GPW Calayst, Szacunki Nwai Dom Maklerski

## Prognozy finansowe

Rachunek zysków i strat (mln PLN)	2013	2014	2015P	2016P	2017P
<b>Przychody</b>	<b>405,6</b>	<b>487,9</b>	<b>545,0</b>	<b>615,9</b>	<b>683,1</b>
Portfele własne	355,7	442,4	496,0	563,9	628,4
Windykacja na zlecenie	39,9	31,7	34,9	37,7	40,0
<b>Marża pośrednia</b>	<b>222,9</b>	<b>293,9</b>	<b>320,6</b>	<b>353,8</b>	<b>382,8</b>
Portfele własne	202,3	275,9	301,9	334,7	363,6
Windykacja na zlecenie	18,7	12,4	13,1	13,6	13,8
Koszty zarządu	60,4	72,4	81,0	91,6	101,6
Pozostałe przychody/koszty operacyjne	-0,1	-2,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>152,9</b>	<b>208,2</b>	<b>228,0</b>	<b>250,2</b>	<b>268,9</b>
<i>marża EBIT</i>	<i>37,7%</i>	<i>42,7%</i>	<i>41,8%</i>	<i>40,6%</i>	<i>39,4%</i>
Amortyzacja	9,3	11,4	11,5	11,9	12,3
<b>EBITDA</b>	<b>162,3</b>	<b>219,5</b>	<b>239,5</b>	<b>262,2</b>	<b>281,2</b>
<i>marża EBITDA</i>	<i>40,0%</i>	<i>45,0%</i>	<i>43,9%</i>	<i>42,6%</i>	<i>41,2%</i>
saldo finansowe	-54,5	-55,3	-52,9	-66,3	-80,2
zysk przed opodatkowaniem	98,5	152,8	175,2	183,9	188,7
podatek dochodowy	0,7	1,0	1,2	1,2	1,3
<b>zysk netto</b>	<b>97,8</b>	<b>151,8</b>	<b>174,0</b>	<b>182,7</b>	<b>187,4</b>
<i>marża netto</i>	<i>24,1%</i>	<i>31,1%</i>	<i>31,9%</i>	<i>29,7%</i>	<i>27,4%</i>

Źródło: Emitent, Szacunki NWAI Dom Maklerski

Bilans (mln zł)	2013	2014	2015P	2016P	2017P
<b>aktywa trwałe</b>	<b>36,4</b>	<b>37,9</b>	<b>39,4</b>	<b>40,7</b>	<b>41,9</b>
wartości niematerialne i prawne	11,4	12,0	12,0	12,0	12,0
rzeczowe aktywa trwałe	20,1	20,3	21,3	22,1	22,8
<b>aktywa obrotowe</b>	<b>1 126,4</b>	<b>1 478,7</b>	<b>1 763,2</b>	<b>2 186,5</b>	<b>2 600,9</b>
wierzytelności nabyte	1 063,8	1 380,2	1 706,6	2 114,3	2 535,7
środki pieniężne	35,3	70,5	25,3	36,8	25,9
<b>aktywa razem</b>	<b>1 162,8</b>	<b>1 516,6</b>	<b>1 802,6</b>	<b>2 227,2</b>	<b>2 642,8</b>
<b>kapitał własny</b>	<b>415,6</b>	<b>585,1</b>	<b>759,1</b>	<b>941,7</b>	<b>1 129,1</b>
<b>zobowiązania i rezerwy na zobowiązania</b>	<b>747,3</b>	<b>931,6</b>	<b>1 043,5</b>	<b>1 285,4</b>	<b>1 513,6</b>
zobowiązania i rezerwy długoterminowe	513,5	721,5	675,8	935,6	1 151,4
kredyty, pożyczki i instrumenty dłużne	504,5	710,5	664,1	923,1	1 138,1
zobowiązania i rezerwy krótkoterminowe	233,8	210,0	367,7	349,9	362,3
kredyty i pożyczki	170,5	114,9	262,1	231,1	231,1
<b>pasywa razem</b>	<b>1 162,8</b>	<b>1 516,6</b>	<b>1 802,6</b>	<b>2 227,2</b>	<b>2 642,8</b>

Źródło: Emitent, Szacunki NWAI Dom Maklerski



<b>Rachunek przepływów pieniężnych (mln PLN)</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015P</b>	<b>2016P</b>	<b>2017P</b>
gotówka z działalności operacyjnej	-37,2	-61,7	-79,1	-135,7	-130,7
gotówka z działalności inwestycyjnej	-7,5	-7,8	-12,5	-12,7	-13,0
gotówka z działalności finansowej	37,2	104,8	46,3	159,9	132,8
<b>Zmiana gotówki netto</b>	<b>-7,5</b>	<b>35,3</b>	<b>-45,2</b>	<b>11,5</b>	<b>-10,9</b>

Źródło: Emitent, Szacunki NWAI Dom Maklerski

<b>Wskaźniki (%)</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015P</b>	<b>2016P</b>	<b>2017P</b>
zmiana sprzedaży		0,20	0,12	0,13	0,11
marża EBITDA	0,40	0,45	0,44	0,43	0,41
marża EBIT	0,38	0,43	0,42	0,41	0,39
marża netto	0,24	0,31	0,32	0,30	0,27
sprzedaż/aktywa		0,4	0,3	0,3	0,3
dług / kapitał własny (x)	1,6	1,3	1,2	1,2	1,2
dług netto / EBITDA (x)	4,0	3,5	3,8	4,3	4,8
odsetki / EBIT (x)	0,3	0,2	0,2	0,3	0,3
stopa podatkowa	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
ROE	0,5	0,3	0,3	0,2	0,2
ROA	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
dług netto (mln PLN)	652,2	768,1	914,1	1 130,6	1 356,5

Źródło: Emitent, Szacunki NWAI Dom Maklerski

## Kredyt Inkaso

### Potencjalny cel przejęcia?

Przez ostatnie lata Kredyt Inkaso istotnie zwiększał skalę działalności odnotowując wysokie dynamiki wzrostu przychodów i zysków. Potencjał wzrostu rynku wierzytelności oraz wypracowany przez Kredyt Inkaso know-how, pozwalały na dalszy rozwój działalności, gdyby nie brak możliwości dalszego istotnego zwiększania zadłużenia wynikający z ograniczeń kowenantami. Ostatnie zakupy portfeli Spółka zrealizowała w ramach koinwestycji z PRA Group i GetBack. W naszej ocenie nawiązanie przez PRA Group z Kredyt Inkaso, może być wstępem do procesu jej przejęcia. Uważamy, że Zarząd PRA Group, który spodziewa się trendu konsolidacyjnego w Europie, może być zainteresowany dalszymi akwizycjami w regionie, zaś Kredyt Inkaso wydaje się być idealnym celem akwizycyjnym.

#### Rosnące przychody przy spadających marżach

Pierwsze trzy kwartały roku obrotowego 2014/15 były dla Kredyt Inkaso najlepszymi w historii spółki. Przychody wzrosły do 73,0 mln PLN (+13% r/r) przy lekko spadających marżach na poziomie operacyjnym i netto. Portfel wierzytelności został zrewalutowany o 2,1 mln PLN na co składały się: (i) – 6,5 mln PLN z tytułu obniżenia prognozy spłat z portfeli (ii) +8,6 mln PLN z tytułu obniżenia stopy dyskontowej z 4,14% do 3,14%. Wyniki za rok obrotowy 2014/15 poznamy 19.06.2015r.

#### Rozpoczęcie współpracy z PRA Group i GetBack

Spółka podjęła współpracę na zasadzie koinwestycji z amerykańską PRA Group oraz z GetBack. Podmioty z udziałami odpowiednio: Kredyt Inkaso: 10%, PRA Group: 70% i GetBack: 20%, nabyły od GNB portfel należności o wartości nominalnej ok. 2 mld PLN.

#### Nakłady na portfele

Kredyt Inkaso na koniec 2014 roku posiadał portfele o wartości nominalnej prawie 5,3 mld PLN, z czego 79% procent przypada na Polskę, 16% na Rumunię, a pozostała część na Rosję i Bułgarię. W kontekście dalszego rozwoju konkurencji na polskim rynku, Kredyt Inkaso może dalej zwiększać swoje zaangażowanie na rynkach zagranicznych. Spółka łączy spore nadzieje z inwestycjami w portfele hipoteczne. W zeszłym roku zakupiła ona od BGŻ pakiet wierzytelności zabezpieczonych hipotecznie o wartości 123 mln PLN.

#### Finansowanie

W maju na Catalist notowanych było 9 serii obligacji wyemitowanych przez podmioty Grupy Kredyt Inkaso, o łącznej wartości nominalnej 292 mln PLN, notowanych po 99,9-106% nominału. Pod koniec kwietnia spółka poinformowała o emisji obligacji serii X o wartości nominalnej 69 mln PLN, której celem jest zrefinansowanie części zadłużenia finansowego (zapadająca w czerwcu seria S04). Pozwoli to na obniżenie kosztów odsetkowych od tej części długu o 1,4 pp. (marża serii X: 3,6%, serii S04: 5%).

#### Plany

Plany Spółki na 2015r. obejmują wejście na kolejne rynki zagraniczne m.in. Bałkany oraz zbudowanie istotnej pozycji na rynku rosyjskim.

Kredyt Inkaso	2012/13	2013/14	2014/15P	2015/16P	2015/16P
Przychody (mln PLN)	69,2	86,9	98,4	111,4	125,5
EBITDA (mln PLN)	48,8	59,8	67,4	73,0	77,5
EBITDA gotówkowa (mln PLN)	90,2	98,9	101,6	109,1	117,7
zysk netto (mln PLN)	17,2	33,4	38,0	41,8	44,0
dług netto / EBITDA (x)	4,8	4,4	4,7	4,8	4,9
dług netto / EBITDA gotówkowa (x)	2,6	2,7	3,1	3,2	3,2
wskaźnik ogólnego zadłużenia (x)	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6
dług netto (mln PLN)	235,3	266,0	318,0	350,1	380,2

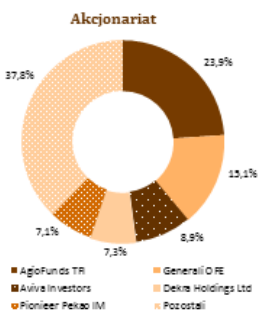
Źródło: Emitent, Szacunki NWAI Dom Maklerski

#### Kredyt Inkaso

Cena aktualna na	28,0
13.05.2015r. (PLN)	
Kapitalizacja (mld PLN)	0,36
BBG Ticker	KRI PW

#### Profil działalności

Kredyt Inkaso SA zajmuje się windykacją wierzytelności prowadzoną na rachunek własny i na zlecenie (inkaso). Oprócz inwestycji w portfele detaliczne, windykuje ona także długi korporacyjne i hipoteczne. Oprócz samodzielnych działań Kredyt Inkaso angażuje się w koinwestycje, również z podmiotami z zagranicy. W roku 2014 wraz z GetBack oraz amerykańskim PRA Group dokonała zakupu portfela o wartości nominalnej ok. 2 mld PLN (10% udziału Kredyt Inkaso).



## Zadłużenie

Na koniec 2014r. (3 kwartał roku obrotowego) zadłużenie Kredyt Inkaso wynosiło 308,2 mln PLN, z czego 84% stanowiły obligacje zaś pozostała część to głównie kredyty zaciągnięte przez KI I NS FIZ i KI II NS FIZ. Ponad 80% to zadłużenie długoterminowe.

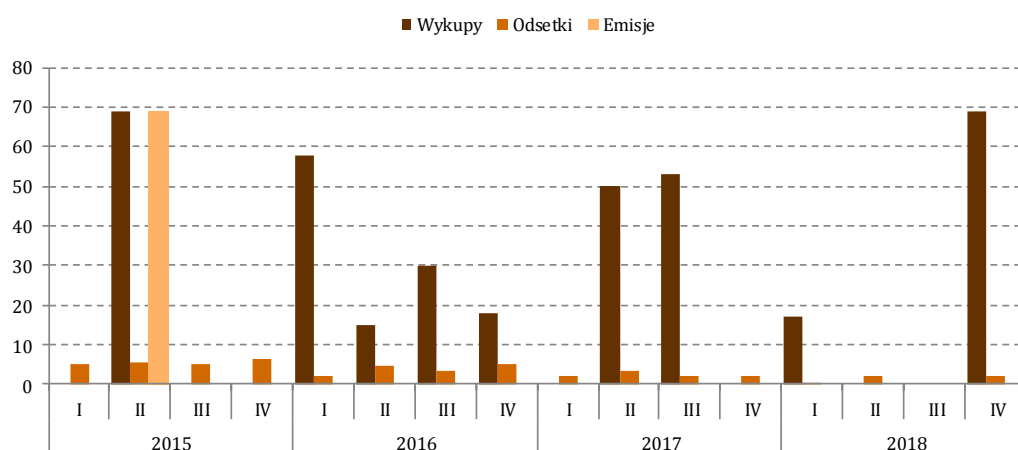
## Aktualne oraz planowane emisje obligacji

Seria	Wartość emisji (mln PLN)	Kupon	Data wykupu	Kowenanty
KRI0615	69	WIBOR 6M + 5,00%	2015-06-08	Dla serii KRI0615, KRI0416, KRI1216: Zadłużenie Finansowe/Kapitały Własne Emitenta > 2,0x na poziomie jednostkowym KI SA
KR20116	5	WIBOR 6M + 5,40%	2016-01-02	
KRI0116	35	WIBOR 6M + 5,50%	2016-01-02	
KRI0416	15	WIBOR 6M + 6,00%	2016-04-04	Dla KI10517 : Zobowiązania finansowe/wartość aktywów netto > 0,65x dla Funduszu KI I NSFIZ
KRI0916	30	WIBOR 6M + 5,70%	2016-09-05	
KRI1216	18	WIBOR 6M + 6,00%	2016-12-08	Dla serii KRI0717, KRI0118, seria X: Skon. Zadłużenie finansowe Netto/ Skon. Kapitały Własne > 2,25x; gdy > 2,0x to podwyższenie marży o 25pb.
KI10517*	50	WIBOR 6M + 3,85%	2017-05-09	
KRI0717	53	WIBOR 6M + (4,20% - 4,45%)	2017-07-13	
KRI0118	17	WIBOR 6M + (4,40% - 4,65%)	2018-01-15	
Seria X	69	WIBOR 6M + (3,60% - 3,85%)	2018-10-29	
Seria I*	17,7	WIBOR 3M + 5%	2016-01-08	
<b>Suma</b>	<b>378,7</b>			

\*- emitent: KI I NSFIZ

Źródło: Emitent, Szacunki NWAI Dom Maklerski

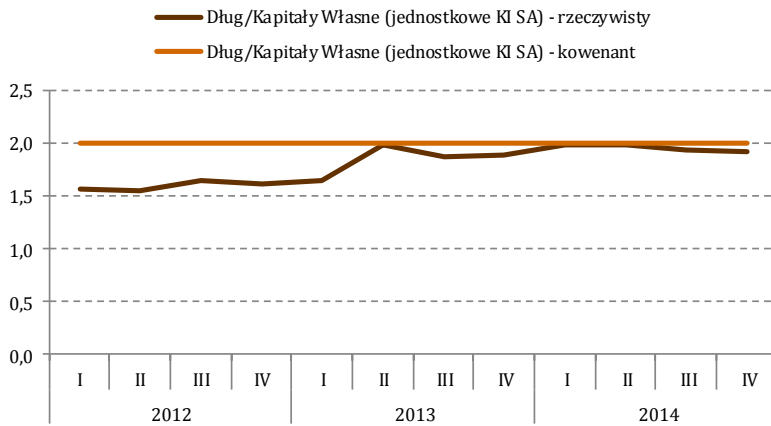
## Prognozowane spłaty oraz płatności z tytułu odsetek aktualnych emisji



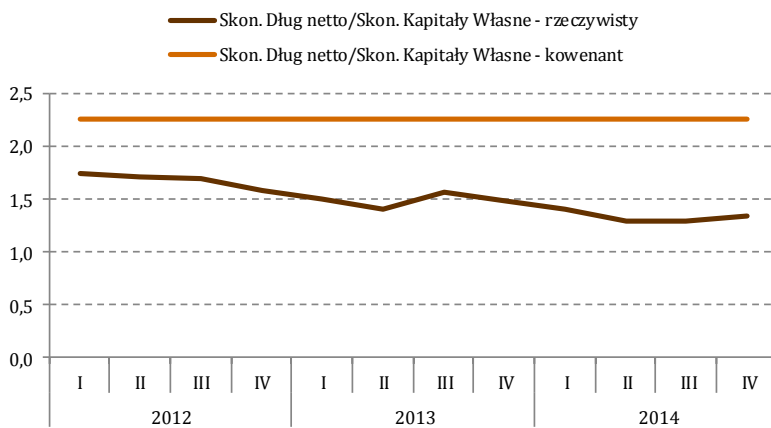
Źródło: Emitent, Szacunki NWAI Dom Maklerski

## Kowenanty aktualnych emisji

### Kowenanty (1)



### Kowenanty (2)



Źródło: Emitent, Szacunki NWAI Dom Maklerski

## Serie notowanych obligacji (DM i ZDM na 30.04.2015r.)

Seria	Wartość emisji [mln PLN]	Kurs	zmiana m/m	Discount Margin*	Zero Discount Margin
KR20116	5,0	100,0	-1,0%	6,7%	5,1%
KRI0116	35,0	100,5	-1,2%	6,3%	4,7%
KRI0118	17,0	101,8	0,0%	5,3%	3,7%
KRI0416	15,0	100,0	0,0%	7,5%	5,9%
KRI0615	69,0	101,1	0,0%	-3,8%	-5,4%
KRI0717	53,0	102,7	0,0%	4,5%	2,9%
KRI0916	30,0	106,0	0,0%	2,7%	1,1%
KRI1216	18,0	103,7	0,0%	5,2%	3,5%
KI10517	50,0	99,9	0,0%	5,1%	3,4%
			<b>Mediana</b>	5,2%	3,6%

Źródło: GPW Calayst, Szacunki NWAI Dom Maklerski

## Kredyt Inkaso - prognozy finansowe

Rachunek zysków i strat (mln PLN)	2012/13	2013/14	2014/15P	2015/16P	2015/16P
Przychody	69,2	86,9	98,4	111,4	125,5
Koszty zarządu	9,0	7,6	7,9	9,7	12,0
Pozostałe koszty działalności podstawowej	14,3	22,0	24,9	30,7	37,9
Pozostałe przychody operacyjne	2,7	0,2	0,1	0,0	0,0
Pozostałe koszty operacyjne	1,6	0,5	0,3	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>47,0</b>	<b>57,1</b>	<b>65,4</b>	<b>70,9</b>	<b>75,5</b>
marża EBIT	67,9%	65,7%	66,4%	63,7%	60,1%
Amortyzacja	1,8	2,8	2,0	2,0	2,1
<b>EBITDA</b>	<b>48,8</b>	<b>59,8</b>	<b>67,4</b>	<b>73,0</b>	<b>77,5</b>
marża EBITDA	70,4%	68,9%	68,5%	65,5%	61,8%
saldo finansowe	-28,5	-25,1	-26,7	-28,4	-30,8
zysk przed opodatkowaniem	18,5	31,9	38,6	42,5	44,7
podatek dochodowy	1,3	-1,4	0,6	0,7	0,7
<b>zysk netto</b>	<b>17,2</b>	<b>33,4</b>	<b>38,0</b>	<b>41,8</b>	<b>44,0</b>
marża netto	24,8%	38,4%	38,6%	37,5%	35,1%

Źródło: Emitent, Szacunki NWAI Dom Maklerski

Bilans (mln zł)	2012/13	2013/14	2014/15P	2015/16P	2015/16P
<b>aktywa trwałe</b>	<b>30,5</b>	<b>39,8</b>	<b>60,4</b>	<b>62,4</b>	<b>61,8</b>
wartości niematerialne i prawne	8,0	13,8	14,1	14,3	14,5
rzeczowe aktywa trwałe	14,0	10,1	11,3	11,4	11,5
<b>aktywa obrotowe</b>	<b>422,6</b>	<b>458,4</b>	<b>517,7</b>	<b>582,5</b>	<b>619,1</b>
wierzytelności nabyte	351,2	414,0	486,2	561,6	632,2
środki pieniężne	42,8	33,9	19,3	22,2	12,1
<b>aktywa razem</b>	<b>453,2</b>	<b>498,2</b>	<b>578,1</b>	<b>644,9</b>	<b>680,9</b>
<b>kapitał własny</b>	<b>157,3</b>	<b>190,2</b>	<b>228,7</b>	<b>258,9</b>	<b>273,2</b>
<b>zobowiązania i rezerwy na zobowiązaniach</b>	<b>295,9</b>	<b>308,0</b>	<b>349,4</b>	<b>386,0</b>	<b>407,8</b>
zobowiązania i rezerwy długoterminowe	234,5	247,9	234,5	234,7	235,1
kredyty, pożyczki i instrumenty dłużne	230,2	246,0	232,3	232,3	232,3
zobowiązania i rezerwy krótkoterminowe	61,4	60,2	115,0	151,3	172,7
kredyty i pożyczki	48,0	53,9	105,0	140,0	160,0
<b>pasywa razem</b>	<b>453,2</b>	<b>498,2</b>	<b>578,1</b>	<b>644,9</b>	<b>680,9</b>

Źródło: Emitent, Szacunki NWAI Dom Maklerski

Rachunek przepływów pieniężnych (mln PLN)	2012/13	2013/14	2014/15P	2015/16P	2015/16P
gotówka z działalności operacyjnej	63,0	3,7	-21,0	-1,4	9,5
gotówka z działalności inwestycyjnej	-17,3	-12,3	-2,9	-2,4	-2,4
gotówka z działalności finansowej	-44,8	-0,4	9,4	5,2	-12,1
<b>Zmiana gotówki netto</b>	<b>0,9</b>	<b>-8,9</b>	<b>-14,5</b>	<b>1,4</b>	<b>-5,1</b>

Źródło: Emitent, Szacunki NWAI Dom Maklerski

<b>Wskaźniki (%)</b>	<b>2012/13</b>	<b>2013/14</b>	<b>2014/15P</b>	<b>2015/16P</b>	<b>2015/16P</b>
zmiana sprzedaży	0,61	0,25	0,35	0,13	0,13
marża EBITDA	0,70	0,69	0,68	0,66	0,62
marża EBIT	0,68	0,66	0,66	0,64	0,60
marża netto	0,25	0,38	0,39	0,38	0,35
sprzedaż/aktywa	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
dług / kapitał własny (x)	1,5	1,4	1,4	1,4	1,4
dług netto / EBITDA (x)	4,8	4,4	4,7	4,8	4,9
odsetki / EBIT (x)	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5
stopa podatkowa	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
ROE	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
ROA	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
dług netto (mln PLN)	235,3	266,0	318,0	350,1	380,2

Źródło: Emitent, Szacunki NWAI Dom Maklerski

## Otoczenie rynkowe

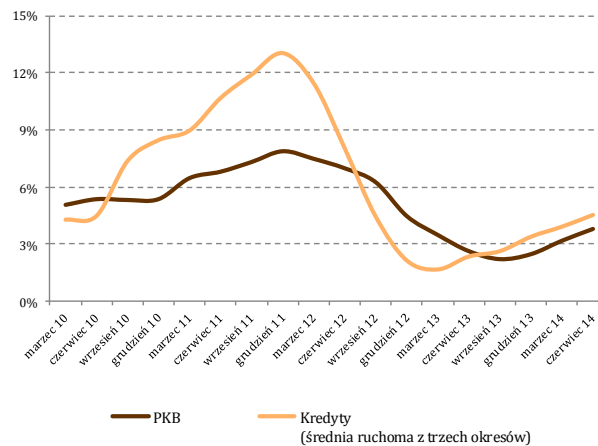
### Sytuacja gospodarcza w Polsce

W ostatnich działaniach sektora bankowego można zaobserwować łagodzenie polityki kredytowej dla przedsiębiorców, związanej z jego oczekiwaniami co do poprawy przyszłej sytuacji gospodarczej i tym samym kondycji kredytobiorców. Jednym z powodów była presja konkurencyjna ze strony innych banków. Ważnym czynnikiem wpływającym na to były decyzje NBP w zakresie łagodzenia polityki pieniężnej – mamy obecnie najniższe w historii kraju stopy procentowe, które mają utrzymać się na tym poziomie przez co najmniej kilka kwartałów. Złagodzenie warunków kredytowych dotyczyło głównie obniżenia marż kredytowych, niższych wymagań w zakresie zabezpieczeń i wydłużenia okresu kredytowania. Wzrost popytu na kredyty konsumenckie wynikał ze zwiększonego zapotrzebowania na finansowanie zakupu dóbr trwałego użytku. Wysokość zadłużenia jest wysoce skorelowana z kondycją gospodarki. Od około trzech lat dynamika udzielanych kredytów jest zbliżona do nominalnego tempa wzrostu PKB. Korelacja między tymi dwiema wielkościami w ostatnich 5 latach wyniosła 0,87.

*Niskie stopy procentowe przekładają się na łagodzenie polityki kredytowej banków*

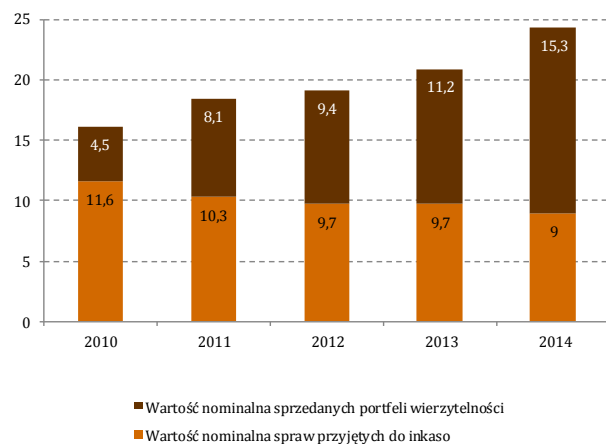
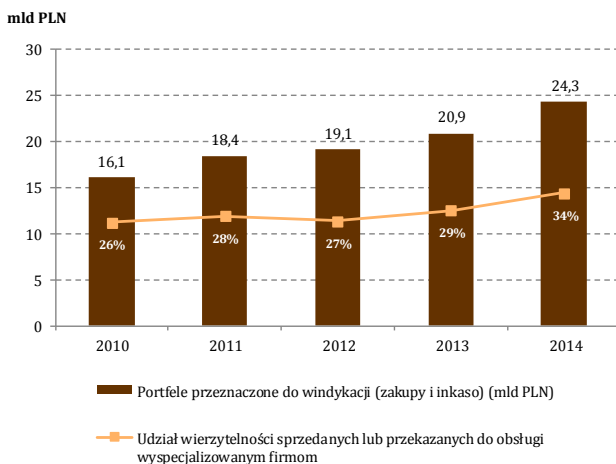
### Polska – główne wskaźniki makro oraz dynamika kredytów vs. PKB

	2013	2014	2015P	2016P
PKB (% r/r)	1,7	3,3	3,2	3,4
CPI (% r/r)	0,8	0,1	-0,2	1,4
Stopa bezrobocia (%)	10,3	9,1	8,8	8,3
Bilans finansów publicznych (% PKB)	-4	-3,6	-2,9	-2,7
Dług publiczny (% PKB)	55,7	48,6	49,9	49,8



Źródło: Komisja Europejska, NBP Szacunki NWAI Dom Maklerski

### Polska – portfele wierzitelności przekazane do windykacji



Źródło: Grupa Kapitałowa KRUK, NBP Szacunki NWAI Dom Maklerski

## Skłonność do outsourcingu usług windykacyjnych

Czynnik ten jest głównym kreatorem podaży wierzytelności zagrożonych na rynku długu. Z roku na rok rośnie wartość portfeli przeznaczanych do obsługi firmom zewnętrznym. W ostatnich trzech latach rósł także stosunek wierzytelności sprzedanych lub przekazanych do inkasa wyspecjalizowanym podmiotom.

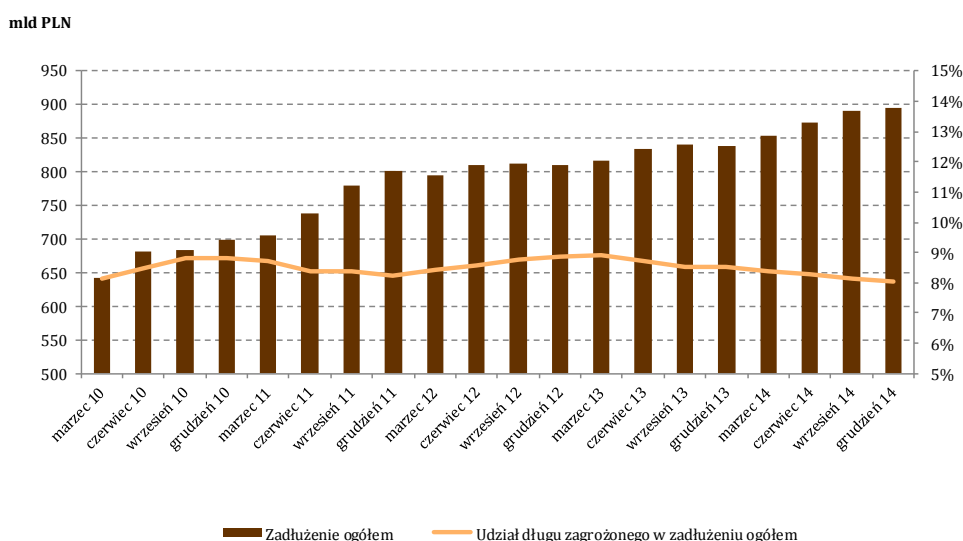
Klienci firm wierzytelnościowych różnią się między sobą w przyjętych strategiach zarządzania ich należnościami od klientów. Istnieje pewne ryzyko, że wierzyciele, spostrzegając oraz lepszą jakość posiadanych wierzytelności, będą bardziej skłonni do obsługi spraw w oparciu o zasoby własne. Jednak oceniamy to ryzyko jako niskie i podmioty takie jak banki czy firmy telekomunikacyjne nadal będą przekazywać portfele zagrożonych wierzytelności w stronę podmiotów zajmujących się inkasem profesjonalnie. Szacujemy, że widoczny trend wzrostu wartości outsourcowanych portfeli będzie kontynuowany w kolejnych latach, aczkolwiek maleć w nich będzie wartość spraw do inkasa na zlecenie na korzyść sprzedaży takich należności. Właśnie w segmencie zakupów portfeli na rachunek własny konkurencyjność jest zwykle niższa z uwagi na wyższe bariery wejścia, takie jak:

- (I) Dostęp do kapitału (cena decydującym czynnikiem w przetargach)
- (II) Koszt finansowania
- (III) Know-how dotyczący wyceny i zarządzania masowymi portfelami
- (IV) Skala działalności

## Zadłużenie Polaków

Ogólna kwota zadłużenia sektora niefinansowego w Polsce przez ostatnie 5 lat systematycznie wzrastała. Jednocześnie na stałym poziomie utrzymuje się udział długów zagrożonych w zadłużeniu ogółem, oscylujący w tym czasie w granicach 8,05-8,90%, co sprawia, że wzrastała wartość zadłużenia ze stwierdzoną utratą wartości. W ostatnich 10 kwartałach zauważyć można jednak stabilizację tej kwoty na poziomie powyżej 70 mld PLN, co spowodowane jest tym, że w tym okresie obniżał się udział długu zagrożonego w zadłużeniu ogółem. Opisywana powyżej kwota stanowi potencjalną podaż pakietów wierzytelności, nabywanych przez firmy wierzytelnościowe i obsługiwane przez nie na zlecenie.

### Zadłużenie Polaków oraz udział długu zagrożonego

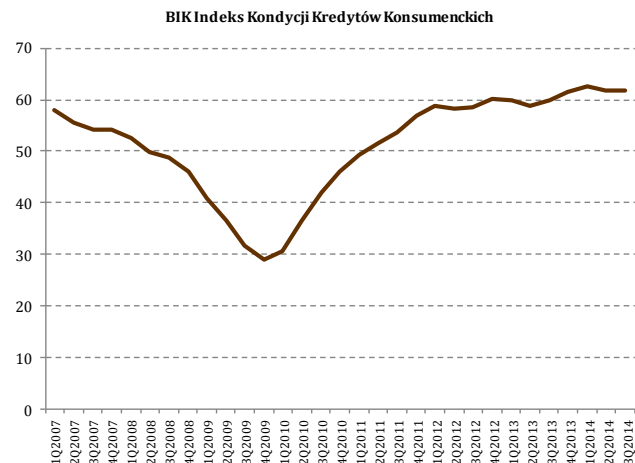
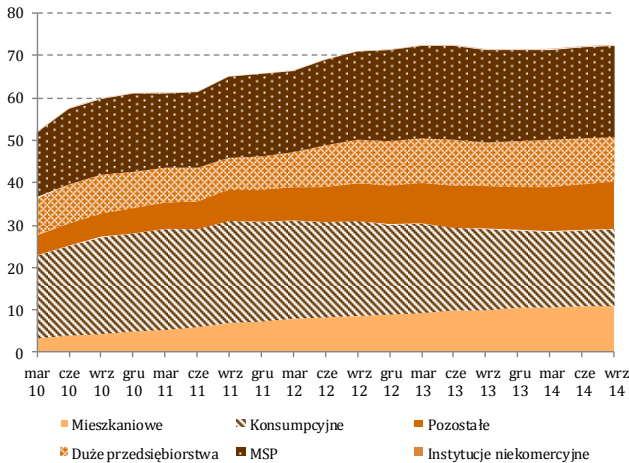


Źródło: Grupa Kapitałowa KRUK, NBP Szacunki NWAI Dom Maklerski



W związku z pozytywnymi prognozami rozwoju polskiej gospodarki w kolejnych latach (dynamika PKB ponad 3%, spadająca stopa bezrobocia) szacujemy dalszy wzrost należności sektora bankowego przy jednoczesnym spadku udziału długu zagrożonego w należnościach sektora bankowego ogółem, co w najbliższych latach przełoży się na stabilizację wartości zadłużenia ze stwierdzoną utratą wartości w granicach 70-75 mld PLN.

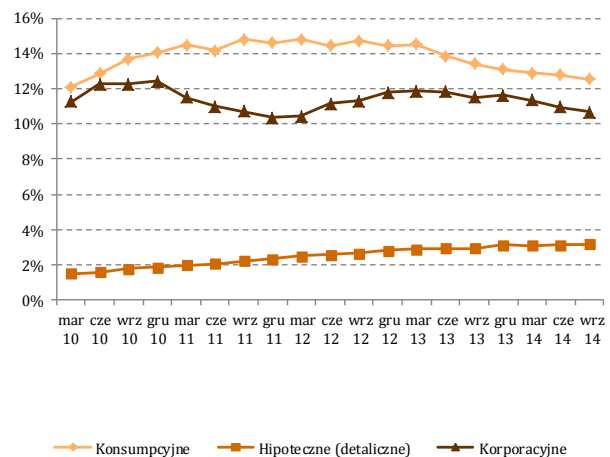
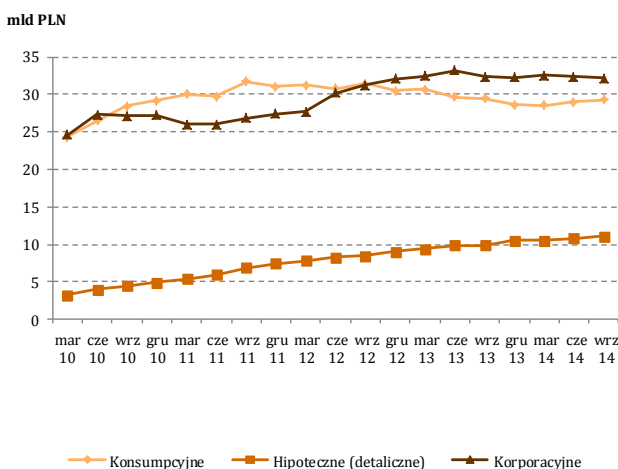
## Zadłużenie ze stwierdzoną utratą wartości w podziale na rodzaje i BIK Indeks Kondycji Kredytów konsumenckich



Źródło: Grupa Kapitałowa KRUK, NBP Szacunki NWAI Dom Maklerski

W ostatnich kilku latach obserwować możemy konsolidację w segmencie długu korporacyjnego oraz kredytów konsumenckich przy jednoczesnym wzroście wartości segmentu detalicznych kredytów hipotecznych. W ciągu ostatnich pięciu lat wartość hipotecznych należności zagrożonych wzrosła ponad 3-krotnie, co tłumaczyć może wzmożone zainteresowanie firm windykacyjnych właśnie w tej grupie. Widać jak systematycznie wzrastała jakość należności zagrożonych z tytułu kredytów konsumenckich i korporacyjnych „ustępując miejsca” wierzytelnościom hipotecznym, dodatkowo nierzadko obciążonych ryzykiem walutowym (na koniec 2014r. 47% kredytów hipotecznych były to kredyty walutowe).

## Wartość kredytów w podziale na segmenty



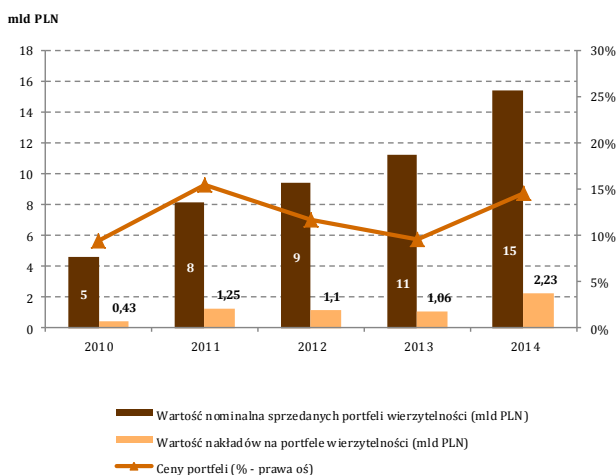
Źródło: KNF, NBP Szacunki NWAI Dom Maklerski



## Inwestycje w portfele wierzytelności

Na rynku portfeli wierzytelności od kilku lat obserwuje się wzrost skłonności wierzycieli do sprzedaży długu aniżeli do zlecenia ich egzekwowania firmom zewnętrznym. Na rynku pojawia się coraz więcej takich portfeli (źródło podaży) a równocześnie coraz mniej spraw trafia do segmentu inkasa. W związku z tym firmy, których podstawową działalnością była jak dotąd windykacja na zlecenie, zaczynają coraz aktywniej poszukiwać pakietów wierzytelności w celu ich zakupienia i obsługi na własny rachunek (źródło popytu). Wykreowało to silniejszą konkurencję wśród podmiotów „bijących się” na przetargach portfeli długu, co widać po wzroście cen w roku 2014 do poziomu 14,5% wartości nominalnej. Wejście na rynek kolejnych konkurentów, zwłaszcza graczy zagranicznych dysponujących tańszym kosztem finansowania, może dalej windować w górę ceny pakietów, obniżając ich atrakcyjność.

### Wartość i struktura sprzedanych portfeli wierzytelności



Portfele	2010	2011	2012	2013	2014	
<b>Wartość nominalna (mld PLN)</b>	Konsumenckie	3,5	6,9	7,4	9,4	13,4
	Korporacyjne	1,1	1,2	2	1,8	2
<b>Nakłady (mld PLN)</b>	Konsumenckie	0,4	1,2	1	1	2,1
	Korporacyjne	0,03	0,05	0,1	0,06	0,13
<b>Ceny (nakłady/wartość nominalna)</b>	Konsumenckie	11,4%	17,4%	13,5%	10,6%	15,7%
	Korporacyjne	2,7%	4,2%	5,0%	3,3%	6,5%
<b>Ogółem</b>	9,3%	15,4%	11,7%	9,5%	14,5%	

Źródło: Grupa Kapitałowa KRUK, NBP Szacunki NWAI Dom Maklerski

### Wartość i struktura sprzedanych portfeli wierzytelności

mln PLN	Wierzytelności kupione					Wierzytelności zlecone				
	2010	2011	2012	2013	2014	2010	2011	2012	2013	2014
<b>KRUK</b>	2 164	4 469	3 585	3 791	3 776	3 018	3 983	2 957	2 753	2 758
<b>Kredyt Inkaso</b>	615	1 428	782	1 022	870	0	0	0	68	b.d.
<b>Ultimo</b>	b.d.	1 100	900	2 451	1 204	n.d.	0	0	0	b.d.
<b>NAVI Group</b>	b.d.	149	1 279	822	b.d.	b.d.	193	36	24	b.d.
<b>GK Best</b>	897	1 175	1 252	803	605	398	436	348	321	303
<b>Casus Finance</b>	b.d.	b.d.	102	362	457	b.d.	b.d.	1 036	744	1 129
<b>DTP</b>	592	288	320	560	428	53	115	214	128	51
<b>EGB Investments</b>	292	562	90	341	269	n.d.	211	401	765	993
<b>GK Pragma Inkaso</b>	122	454	14	22	244	115	171	167	62	116
<b>Presco</b>	112	305	489	55	137	0	0	0	b.d.	b.d.
<b>Fast Finance</b>	50	2	b.d.	26	70	0	10	b.d.	b.d.	b.d.
<b>Indos</b>	b.d.	b.d.	19	20	50	b.d.	b.d.	41	42	52
<b>e-Kancelaria</b>	35	94	38	82	20	205	702	1 019	525	881
<b>Alektum Inkasso</b>	b.d.	5	33	11	14	b.d.	61	181	190	197
<b>Kaczmarewski Inkasso</b>	b.d.	0	0	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	394	1	2
<b>Vindexus</b>	193	257	141	254	b.d.	39	8	0	0	b.d.

Źródło: GG Parkiet, Kruk SA, \*- wartość nominalna

Informacje dotyczące powiązań NWAI Dom Maklerski ze spółkami, będącymi przedmiotem niniejszego raportu oraz pozostałe informacje, wymagane przez Rozporządzenie RM z dnia 19.X.2005 roku umieszczone zostały na ostatniej stronie raportu.

## Rynek niemiecki

Rynek niemiecki nieregularnych należności sektora bankowego jest kilkurotnie większy od polskiego. Szacujemy, że w 2013r. i 2014r. wartość kredytów zagrożonych wynosiła ok. 360 mld PLN i 375 mld PLN, czyli ponad 5 razy więcej niż w Polsce (Bundesbank nie podaje takich cyfr). Wg danych Banku Światowego stosunek wartość kredytów nieregularnych (NPL) wobec całości udzielonych kredytów wynosił w 2013 roku 2,7% i można było w ostatnich latach obserwować jego obniżanie się. Niemcy to bez wątpienia najsilniejsza gospodarka Unii Europejskiej. Bardzo dobra, w porównaniu do reszty państw EMU, sytuacja gospodarcza przekłada się na wartości udzielanych kredytów, zapotrzebowania na nie (silny popyt konsumpcyjny), oraz niski współczynnik kredytów zagrożonych. Również w związku z uruchomionym ostatnio programem QE należy spodziewać się zwiększenia aktywności kredytowej wśród banków, przez co zwiększyć może się wartość kredytów zagrożonych, co wpłynie na wartość spraw przekazywanych do inkasa lub sprzedaży portfeli do firm windykacyjnych.

## Rynek rumuński

Rynek Rumuński zdaje się być atrakcyjnym dla branży windykacyjnej (drugie miejsce w CEE za Polską). Współczynnik kredytów zagrożonych jest stosunkowo wysoki co może wpłynąć na wysoką wartość portfeli sprzedawanych do firm windykacyjnych lub zleczanych im do inkasa. Jego wyraźny spadek r/r to skutek sprzedaży w tym okresie kilku dużych portfeli korporacyjnych i hipotecznych. Wyróżniające są perspektywy makroekonomiczne tego kraju, co wpływać może na lepszą spłacalność z tych portfeli. Oczekuje się, że już niska stopa bezrobocia będzie wciąż spadać, a to wszystko przy dynamice PKB rządu niemal 3%. To może także wspomóc popyt konsumpcyjny a tym samym wpłynąć na akcję kredytową i napływ nowych kredytów. Kolejną zaletą jest cena sprzedawanych tam pakietów. Jak podaje Kruk było to ok. 11% wartości nominalnej za portfele konsumenckie w 2014 (10% w 2013r.). Wartość nominalna poszczególnych rynków zarządzania wierzytelnościami wynosiła: konsumenckie – 2,2 mld zł, hipoteczne – 1,8 mld zł, korporacyjne – 5,1 mld zł (w sumie 9,1 mld zł). Liczby takie wskazują, że wierzyciele przekazują do obsługi zewnętrznym instytucjom ok. 33% swoich zagrożonych należności (podobnie jak w Polsce).

## Główne wskaźniki – Niemcy i Rumunia

<b>Niemcy</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015P</b>	<b>2016P</b>	<b>Rumunia</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015P</b>	<b>2016P</b>
PKB (% r/r)	0,1	1,5	1,5	2	PKB (% r/r)	3,4	3	2,7	2,9
CPI (% r/r)	1,6	0,8	0,1	1,6	CPI (% r/r)	3,2	1,4	1,2	2,5
Stopa bezrobocia (%)	5,2	5	4,9	4,8	Stopa bezrobocia (%)	7,1	7	6,9	6,8
Bilans finansów publicznych (% PKB)	0,1	0,4	0,2	0,2	Bilans finansów publicznych (% PKB)	-2,2	-1,8	-1,5	-1,5
Dług publiczny (% PKB)	76,9	74,2	71,9	68,9	Dług publiczny (% PKB)	38	38,7	39,1	39,3
Należności sektora bankowego (mld PLN)	13 295	13 872			Należności sektora bankowego (mld PLN)	203	202		
Należności zagrożone sektora bankowego (mld PLN)	359	375			Należności zagrożone sektora bankowego (mld PLN)	44	28		
Należności zagrożone sektora bankowego (% ogółu)	2,7%	2,7%			Należności zagrożone sektora bankowego (% ogółu)	21,9%	13,9%		
% wielkości rynku polskiego (należności zagrożone)	501,8%	519,5%			% wielkości rynku polskiego (należności zagrożone)	62,0%	39,1%		

Źródło: Komisja Europejska, Bank Światowy, Bundesbank

## Rynek bułgarski

Zgodnie z danymi Narodowego Banku Bułgarii (BNB), wartość należności sektora bankowego od niefinansowych podmiotów wyniosła w 2013 i 2014 roku odpowiednio 114 i 108 mld PLN.<sup>1</sup> Przy względnie wysokim, choć stabilnym współczynniku należności zagrożonych (odpowiednio 18,6 i 18,1%) daje to potencjał wartości kredytów zagrożonych na poziomie 20,1 mld PLN w 2014r., tj. ok. 28% wartości tego rynku w Polsce. Obecny jest w Bułgarii m.in. Kredyt Inkaso.

## Rynek czeski

Jak pokazuje w swoich biuletynach Narodowy Bank Czech (CNB), wartość należności sektora bankowego od niefinansowych podmiotów wyniosła w 2013 i 2014 roku odpowiednio 316,3 i 329,3 mld PLN. Przy względnie niskim i stabilnym współczynniku należności zagrożonych 5,8% daje to potencjał wartości kredytów zagrożonych na poziomie 19 mld PLN w 2014r., tj. ok. 26% wartości tego rynku w Polsce.

### Główne wskaźniki - Bułgaria i Czechy

<b>Bułgaria</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015P</b>	<b>2016P</b>	<b>Czechy</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015P</b>	<b>2016P</b>
PKB (% r/r)	1,1	1,4	0,8	1	PKB (% r/r)	-0,7	2,3	2,5	2,6
CPI (% r/r)	0,4	-1,6	-0,5	1	CPI (% r/r)	1,4	0,4	0,8	1,4
Stopa bezrobocia (%)	13	11,7	10,9	10,4	Stopa bezrobocia (%)	7	6,1	6	5,9
Bilans finansów publicznych (% PKB)	-1,2	-3,4	-3	-2,9	Bilans finansów publicznych (% PKB)	-1,3	-1,3	-2	-1,5
Dług publiczny (% PKB)	18,3	27	27,8	30,3	Dług publiczny (% PKB)	45,7	44,1	44,4	45
Należności sektora bankowego (mld PLN)	114	108			Należności sektora bankowego (mld PLN)	316	329		
Należności zagrożone sektora bankowego (mld PLN)	21	20			Należności zagrożone sektora bankowego (mld PLN)	18	19		
Należności zagrożone sektora bankowego (% ogółu)	18,1%	18,7%			Należności zagrożone sektora bankowego (% ogółu)	5,8%	5,8%		
% wielkości rynku polskiego (należności zagrożone)	28,8%	27,9%			% wielkości rynku polskiego (należności zagrożone)	25,7%	26,3%		

Źródło: Komisja Europejska, Bank Światowy, Bundesbank

<sup>1</sup> Wg kursów aktualnych na 31.12.2013r. i 31.12.2014r.

## Rynek słowacki

### Główne wskaźniki – Słowacja

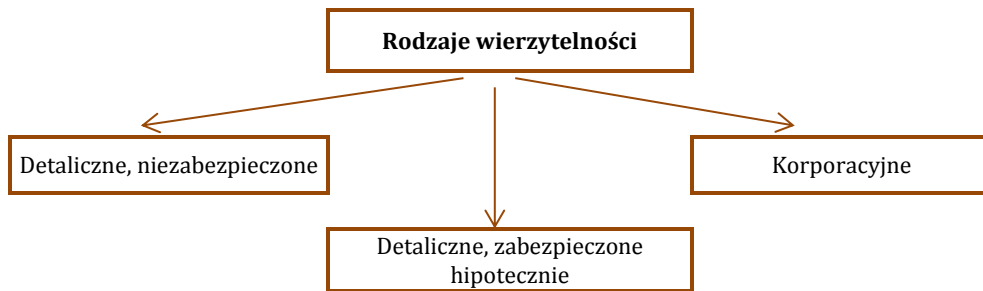
<b>Słowacja</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
PKB (% r/r)	1,4	2,4	2,5	3,2
CPI (% r/r)	1,5	-0,1	0,4	1,3
Stopa bezrobocia (%)	14,2	13,4	12,8	12,1
Bilans finansów publicznych (% PKB)	-2,6	-3	-2,8	-2,6
Dług publiczny (% PKB)	54,6	53,6	54,9	55,2
Należności sektora bankowego (mld PLN)	151	166		
Należności zagrożone sektora bankowego (mld PLN)	8	9		
Należności zagrożone sektora bankowego (% ogółu)	5,6%	5,7%		
% wielkości rynku polskiego (należności zagrożone)	11,9%	13,1%		

Źródło: Komisja Europejska, Bank Światowy, Bundesbank

## Specyfika rynku

W niniejszym paragrafie prezentuje dane dotyczące rynków, na których operują spółki Kredyt Inkaso oraz KRUK.

### Rynek wierzytelności - segmenty



Źródło: Opracowanie własne NWAI Dom Maklerski

### Specyfika rynku wierzytelności

#### Modele biznesowe firm wierzytelnościowych

##### Kupno portfeli wierzytelności na własny rachunek:

- wartość nominalna sprzedanych portfeli wierzytelności w 2014r. - **15,3 mld PLN**
- wartość wierzytelności konsumenckich - 11,7mld PLN (9,4mld rok wcześniej)
- otwarcie na sprzedaż wierzytelności zabezpieczonych hipotecznie - 1,7 mld PLN
- podaż wierzytelności korporacyjnych wyniosła 2,0 mld PLN (1,8mld rok wcześniej)
- do zakupu portfeli wymagana jest bardziej wykwalifikowana struktura organizacji, odpowiedni know-how związany z wyceną portfeli i zarządzania nim
- zauważalne jest w ostatnich latach wzrost udziału tego w segmencie w ogóle spraw przekazywanych firmom windykacyjnym

##### Windykacja portfeli na zlecenie (inkaso):

- wartość nominalna portfeli przekazanych do inkasa w 2014r. - **9,0 mld PLN** (9,7mld PLN rok wcześniej)
- główni zleceniodawcy rynku inkaso to banki, wśród których widoczna jest **tendencja do sprzedawania wierzytelności niż zlecenia ich egzekwowania**
- mniejsza ilość spraw przekazywanych do inkasa może uderzać w mniejsze formy specjalizujące się w tym segmencie. Często nie dysponują one (1) odpowiednio wysokim know-how związanym z wyceną i zarządzaniem portfelem i (2) środkami finansowymi na zakup dobrej jakości portfeli

Źródło: Opracowanie własne NWAI Dom Maklerski



## Wpływ otoczenia makroekonomicznego na rynek wierzytelności

---

<b>Dobra kondycja gospodarki</b>	<b>Stagnacja gospodarki</b>
- Wzrost realnych dochodów gospodarstw domowych	- Spadek dochodów GD, wzrost bezrobocia
- Większa skłonność do konsumpcji	- Pogorszenie spłacalności kredytów
- Wyższe zapotrzebowanie na kredyt	- Zwiększenie napływu spraw do windykacji i sprzedaży portfeli (opóźnienie od kilku miesięcy do kilku lat)
- Wzrost akcji kredytowej	- Słabsza spłacalność portfeli gorszej jakości
- Wzrost zadłużenia gospodarstw domowych	- Niższa wiarygodność kredytowa dłużników
- Wyższa podaż wierzytelności na rynku	- Zmniejszenie akcji kredytowej w bankach
- Wyższe dochody gospodarstw domowych poprawiają spłacalność długu	
- Zmniejszenie skłonności wierzycieli do wyzbywania się wierzytelności	

---

Źródło: Opracowanie własne NWAI Dom Maklerski

## Otoczenie prawne

### Ustawa o komornikach

W dniu 20 maja 2015r. Sejm uchwalił zmiany w ustawie o komornikach sądowych i egzekucji. Największą wprowadzoną zmianą jest wprowadzenie ograniczeń liczby przyjmowania nowych spraw przez komorników, czego celem jest wzrost skuteczności egzekwowania wierzytelności i ograniczenie przerośniętych kancelarii komorniczych, charakteryzujących się niską skutecznością. W związku z nowymi zapisami w w/w ustawie komornik zobowiązany jest do odmowy wszczęcia egzekucji, jeżeli zaległość w zakresie już prowadzonych egzekucji przekracza 6 miesięcy. Ustalono także limity przyjmowania spraw przez komorników wybranych przez wierzyciela. Komornik nie może przyjąć w danym roku więcej niż 10 000 spraw, a ponadto, jeżeli skuteczność prowadzenia egzekucji w poprzednim roku była niższa niż 35% limit ten zostaje obniżony do 5 000. Wprowadzone zmiany miałyby się przyczynić do wzrostu konkurencyjności między kancelariami, co ma poprowadzić do wzrostu ich skuteczności.

### Ustawa o upadłości konsumenckiej

Obowiązująca od 2015 roku nowelizacja ułatwia dłużnikowi działającemu uczciwie i zgodnie z prawem wejście w stan upadłości konsumenckiej (nie uzyska takiego statusu osoba, która doprowadziła do swojej wypłacalności umyślnie lub wskutek rażącego niedbalstwa). Postępowanie upadłościowe wszczynane jest tylko i wyłącznie na wniosek konsumenta. Pozwala ono na zwolnienie konsumenta z długów, które nie zostały zaspokojone w postępowaniu

Informacje dotyczące powiązań NWAI Dom Maklerski ze spółkami, będącymi przedmiotem niniejszego raportu oraz pozostałe informacje, wymagane przez Rozporządzenie RM z dnia 19.X.2005 roku umieszczone zostały na ostatniej stronie raportu.

upadłościowym lub w wyniku wykonania planu spłaty. Upadłość tak niesie za sobą określone konsekwencje. Wraz z ogłoszeniem upadłości cały majątek konsumenta staje się masą upadłości, zarządzaną przez syndyka. W przypadku niedostatecznej współpracy dłużnika z syndykiem w tej sprawie, postępowanie zostanie umorzone, co uniemożliwi konsumentowi skorzystanie z możliwości oddłużenia w przeciągu następnych 10 lat. Dłużnik będzie mógł zawierać jedynie drobne umowy życia codziennego, finansowanie z środków niezajętych przez syndyka. Najważniejsze zmiany jakie wprowadza nowelizacja to: sąd nie umarza postępowania w przypadku braku środków na pokrycie jego kosztów (pokrywa jest Skarb Państwa); obniżono opłatę od wniosku – z 200 do 30 zł; wprowadzono możliwość zawarcia układu (wymagana zgoda wierzyciela); zwiększono sumę wydzielaną dłużnikowi uzyskaną ze sprzedaży lokalu, która ma odpowiadać przeciętnemu czynszowi najmu w tej samej lub sąsiedniej miejscowości na okres max. 24 miesięcy (wcześniej 12 miesięcy); skrócono maksymalny czas trwania planu spłaty z 5 do 3 lat. Jak informują firmy wierzytelnościowe wprowadzone zmiany nie powinny z znaczący sposób negatywnie przyczynić się do spłacalności portfeli konsumenckich.

### E-Sądy

Zmiany jakie zaszły w obrębie e-Sądów w roku 2013 wpłynąć mogą negatywnie na skuteczność egzekucji sądowych i tym samym spłacalność wierzytelności. Przed zmianami aby wyegzekwować dane świadczenie wystarczyło oświadczenie wierzyciela, stwierdzające daną należność wobec niego. W przypadku braku odzewu dłużnika (np. niemożność odebrania poczty, zły lub fikcyjny adres) sprawa trafiała do komornika, gdyż dwukrotnym awizowaniu wydany przez e-Sąd nakaz zapłaty stawał się prawomocny, czyli miał klauzulę wykonalności. Zmiany mają zminimalizować pomyłki związane z doręczaniem przesyłek sądowych pod adres, gdzie pozwany nie zamieszkuje oraz prowadzenie egzekucji przeciwko osobie, która nie jest dłużnikiem, a którą z dłużnikiem łączy np. jedynie zbieżność imion i nazwisk. Ponadto przed e-Sądem możliwe będzie upominanie się tylko o długi nie starsze niż 3 lata. Pozew będzie musiał zawierać numer PESEL oraz NIP dłużnika, aby można było go jednoznacznie zidentyfikować. Wprowadzono także możliwość nałożenia grzywnien na powoda lub jego pełnomocnika za wskazania złego adresu lub PESEL-u dłużnika oraz ułatwiono obronę przed komornikiem. Takie zmiany zapewne ograniczą powszechność stosowania e-Sądów przez firmy wierzytelnościowe oraz skuteczność egzekwowania należności tą drogą.

### Bankowy Tytuł Egzekucyjny

BTE jest dokumentem w formie oświadczenia, który stwierdza istnienie wymagalnej wierzytelności banku wobec osoby, która dokonała z nim czynności bankowej lub która ustanowiła na rzecz banku zabezpieczenie takiej wierzytelności. Gdy właściwy sąd nada klauzulę wykonalności BTE staje się ona tytułem wykonawczym i jest podstawą do wszczęcia egzekucji komorniczej. Prościej ujmując, jeżeli dana osoba nie wywiązuje się wobec umów z bankiem, wystawia on BTE. W ciągu trzech dni od złożenia wniosku sąd nadaje mu klauzurę wykonalności, co staje się podstawą do przeprowadzenia egzekucji komorniczej. W postępowaniu o nadanie klauzuli wykonalności sąd z reguły nie bada czy roszczenie objęte BTE przysługuje bankowi – ocenia się jedynie wniosek pod względem formalnym. BTE stanowi więc wyraz szczególnego uprzywilejowania banków wobec innych kategorii wierzycieli. W dniu 14 kwietnia 2015r. Trybunał Konstytucyjny uznał artykuły 96 i 97 z ustawy Prawo Bankowe, umożliwiające bankom wystawianie BTE, za niezgodne z art.



32 Konstytucji RP. Uznano, że ten przywilej banków do egzekucji wierzytelności z pominięciem postępowania sądowego narusza zasadę równości wobec prawa traktowania określoną w Konstytucji RP. Zgodnie z orzeczeniem TK przepisy, które były podstawą do wystawiania BTE utracą moc 1 sierpnia 2016r.. Co może to oznaczać dla banków? Zdaje się, że będą one musiały korzystać z innych instrumentów prawnych. Klienci, których będą chcieli wziąć kredyt zapewne będą musieli przedstawiać notarialne oświadczenia o dobrowolnym poddaniu się egzekucji, co dodatkowo związane jest z poniesieniem pewnych opłat. Prawdopodobnym jest, że w przypadku pożyczek niższej wartości koszt takiej operacji będzie zbyt wysoki w odniesieniu do kwoty pożyczki, co może zmusić banki do rezygnacji z takiego typu zabezpieczenia. Jednak w kontekście kredytów wyższej wartości nie będzie to już tak problematyczne. Nadchodzące zmiany w tym zakresie prawdopodobnie odbiją swoje piętno na podaży oferowanych przez banki pakietów wierzytelności oferowanym od sprzedaży firmom windykacyjnym. Mianowicie więcej takich pakietów, zwłaszcza pożyczek na niższe kwoty może trafić w ręce windykatorów.

## Objaśnienie używanej terminologii fachowej

ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych

ROA - stopa zwrotu z aktywów

EBIT - zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

EPS - zysk netto na 1 akcję

DPS - dywidenda na 1 akcję

CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję

P/E - iloraz ceny rynkowej akcji i EPS

P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji i wartości księgowej jednej akcji

EV/EBITDA - iloraz kapitalizacji powiększonej o dług netto spółki oraz EBITDA

EV - dług netto + wartość rynkowa (EV - wartość ekonomiczna)

BOOK VALUE - wartość księgowa

Dług netto - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent

marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów netto ze sprzedaży

marża EBITDA - relacja sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży

marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży

## DEFINICJE

### Obligacje stałokuponowe:

- Z-spread

$$P = \frac{C}{f} \sum_{j=1}^n \frac{1}{\left(1 + \frac{(r_{T(j)} + \varphi)}{f}\right)^{f \times T(j)}} + \frac{100}{\left(1 + \frac{(r_{T(n)} + \varphi)}{f}\right)^{f \times T(n)}}$$

gdzie C to wartość kuponu, P - cena brudna obligacji,  $\varphi$  - Z-spread, zaś stopa WIBOR związana jest z czynnikiem dyskontowym  $Z_T$  relacją:

$$r_T = \left[ (Z_T)^{\frac{-1}{f \times T}} - 1 \right] \times f$$

### Obligacje zmiennokuponowe

- Discount Margin

$$P = \frac{W_{FIX} + q}{1 + \Delta_1(W_{Stub} + \delta)} + \sum_{j=2}^n Z_\delta(T_j) \Delta_j(L + q) + 100Z_\delta(T_n)$$

gdzie,

$$Z_\delta(T_j) = \frac{Z_\delta(T_{j-1})}{1 + \Delta_j(W + \delta)}; Z_\delta(T_1) = \frac{1}{1 + \Delta_1(W_{Stub} + \delta)}$$

$\delta$  - Discount Margin, P - cena brudna obligacji, q - marża,  $W_{FIX}$  - znany Wibor dla obecnego okresu odsetkowego,  $W_{Stub}$  - Stopa Wibor pomiędzy dniem wyceny a kolejnym kuponem, W - obecny poziom Wiboru w zależności od częstotliwości wypłat kuponu (np. 3m, 6m),  $\Delta_1, \dots, \Delta_n$  - wartości kuponów uwzględniające długość okresu odsetkowego (w ujęciu ACT365) oraz  $T_1, \dots, T_n$  daty wypłaty kuponów.

Kalkulacja Discount Margin zakłada, że wszystkie przyszłe wypłaty kuponów będą odbywać się według obecnej stopy procentowej. Discount Margin nie uwzględnia kształtu terminowej krzywej stóp procentowych.

- Zero Discount Margin

$$P = \frac{W_{FIX} + q}{1 + \Delta_1(W_{Stub} + \gamma)} + \sum_{j=2}^n Z_\gamma(T_j) \Delta_j(L(T_{j-1}, T_j) + q) + 100Z_\gamma(T_n)$$

gdzie,

$$Z_\gamma(T_j) = \frac{Z_\gamma(T_{j-1})}{1 + \Delta_j(W(T_{j-1}, T_j) + \gamma)}; Z_\gamma(T_1) = \frac{1}{1 + \Delta_1(W_{Stub} + \gamma)}$$

$W(T_{j-1}, T_j)$  - oznacza terminową stopę Wibor pomiędzy dwoma terminami  $T_{j-1}$  a  $T_j$ ,  $\gamma$  - Zero Discount Margin.

Zero Discount Margin uwzględnia kształt krzywej stóp procentowych zarówno w czynniku dyskontowym jak i w ustalaniu przyszłych przepływów pieniężnych (kuponów).

## Rekomendacje Domu Maklerskiego NWAI S.A.

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

AKUMULUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%  
TRZYMAJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%  
REDUKUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%  
SPRZEDAJ - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

#### Stosowane metody wyceny

NWAI Dom Maklerski opiera się następujących metodach wyceny: metoda porównawcza (porównanie wartości podstawowych wskaźników rynkowych z podobnymi wskaźnikami dla innych firm reprezentujących dany sektor oraz analizą wybranych czynników uznanych za istotne), metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (metoda DCF) oraz wskaźnik Altmana EM-Score.

Zaletą stosowanej metody porównawczej jest znacząca liczba wykorzystywanych wskaźników oraz innych czynników, co umożliwia porównanie spółki lub jej instrumentów pod względem wielu aspektów. Wadą stosowanej metody porównawczej jest wrażliwość na dobór przyjętych wskaźników finansowych oraz subiektywność przy ocenie bezpośrednio niemierzalnych czynników, jak również brak możliwości bezwzględnej oceny analizowanych instrumentów czy emitenta.

Metoda DCF jest uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Zaletą wskaźnika Altmana EM-Score jest jego powszechne stosowanie, które ułatwia interpretację wyników oraz umożliwia bezwzględną ocenę aktualnej zdolności kredytowej emitenta. Do wad należy zaliczyć niewielką liczbę wskaźników, ich wrażliwość na różnego rodzaju przeszacowania oraz brak uwzględniania specyfiki branży. Należy zwrócić uwagę, że obie metody są niezależne od bieżących wycen rynkowych.

#### Powiązania, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzonej rekomendacji

Analitycy wymienieni na stronie tytułowej są osobami, które przygotowały i sporządziły niniejszy raport. Zgodnie z wiedzą Analityków, przedstawiciele NWAI Dom Maklerski S.A. nie zasiadają w zarządzie, radzie nadzorczej spółki będącej przedmiotem niniejszego raportu. Inwestorzy powinni zakładać, że NWAI Dom Maklerski ma lub będzie miał zamiar złożenia oferty świadczenia usług spółce, której dotyczy niniejszy raport.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy NWAI Dom Maklerski S.A. nie pełnił funkcję animatora rynku i animatora emitenta dla instrumentów finansowych wyemitowanych przez Kredyt Inkaso S.A. i KRUK S.A. i z tego tytułu nie otrzymał wynagrodzenia od tych spółek. W ciągu ostatnich 12 miesięcy NWAI Dom Maklerski S.A. nie pełnił funkcji oferującego dla instrumentów finansowych spółek Kredyt Inkaso S.A. i KRUK S.A. NWAI Dom Maklerski S.A. jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych wyemitowanych przez emitenta.

Analityk sporządzający niniejszy dokument nie posiada instrumentów finansowych opisywanych w tym raporcie, ani jakichkolwiek instrumentów pochodnych z nim związanych. Pomiędzy analitykiem i jego osobami bliskimi a spółką, której raport dotyczy nie występują jakiegokolwiek powiązania.

#### Pozostałe klauzule

Niniejsza rekomendacja została sporządzona przez NWAI Dom Maklerski S.A. wyłącznie w celu informacyjnym i nie jest próbą reklamy ani oferowania papierów wartościowych, a zaprezentowane w nim opinie i oceny są niezależne. Rozpowszechnianie lub powielanie w całości lub w części bez pisemnej zgody NWAI Dom Maklerski jest zabronione (również poza granicami kraju siedziby NWAI Dom Maklerski, a w szczególności na terenie Australii, Kanady, Japonii i USA). Podmiotem sprawującym nadzór nad NWAI Dom Maklerski w ramach prowadzonej działalności jest Komisja Nadzoru Finansowego.

Analitycy wymienieni na stronie tytułowej są osobami, które przygotowały i sporządziły niniejszy raport. Data wskazana w prawym górnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji jest datą sporządzenia oraz datą pierwszego udostępnienia. Szczegółowe warunki sporządzania Rekomendacji określa Regulamin sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych.

Niniejsza rekomendacja została przygotowana z dochowaniem należytej staranności, w oparciu o fakty i informacje uznane za wiarygodne (w szczególności sprawozdania finansowe i raporty bieżące spółki), jednak NWAI Dom Maklerski nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania rekomendacji były wszelkie informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez NWAI Dom Maklerski bez uzgodnienia ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. Rekomendacja mogła zostać udostępniona spółce jedynie w celu weryfikacji dotyczących jej faktów. NWAI Dom Maklerski nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzają się. NWAI Dom Maklerski może świadczyć usługi na rzecz firm, których dotyczą analizy. Aktualizacja niniejszej rekomendacji dokonywana jest w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka. Rekomendacje wydawane przez NWAI Dom Maklerski obowiązują 6 miesięcy od daty wydania, o ile wcześniej nie zostaną zaktualizowane.

Niniejsza rekomendacja została w zamierzeniu przygotowana i przeznaczona do udostępnienia klientom profesjonalnym w rozumieniu Ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi (tj. Dz. U z 2014 r., poz. 94, z późn. zm.), może być także dystrybuowana za pomocą środków masowego przekazu, na podstawie każdorazowej decyzji Dyrektora Departamentu Doradztwa. NWAI Dom Maklerski nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej analizie. Odbiorca niniejszego dokumentu powinien przeprowadzić własną analizę informacji zawartej lub przytoczonej w niniejszym dokumencie, jak również ocenę merytoryczną oraz ocenę ryzyk związanych z inwestowaniem w instrumenty finansowe, których niniejszy dokument może nawiazywać.