



Dom Maklerski BDM S.A.

## KRUK

### RAPORT ANALITYCZNY

**TRZYMAJ**  
(POPZEDNIO: AKUMULUJ)

**WYCENA 311,7 PLN**

12 WRZESIEŃ 2017, 10:52 CEST

Zmiamy rekomendacj z Akumuluj na Trzymaj i jednoczesnie ustalamy cen docelow na 311,7 PLN/akcj. Nasze obecne mniej optymistyczne podejcie jest zwiazane ze wzrostem kursu akcji od poprzedniego raportu analitycznego (liczac od maja'17) oraz wyzwaniem przed jakimi stoi spolka w najblizszych kwartalach. Oceniamy, ze oczekiwania inwestorow dotyczace pojawienia sie szybkich pozytywnych efektow rozwoju na rynku wloskim mogly zostac schlodzone po odczycie wynikowym za 2Q'17. W naszym modelu nastawiamy sie na proces, w trakcie ktorego Kruk bedzie konsekwentnie budowal wartosc organizacji na nowych rynkach zagranicznych, co w horyzoncie najblizszych kwartalow bedzie jednak oznaczalo presje na wzrost kosztow dzialania (w szczegolnosci w pozycji koszty osobowe). Wreszcie zwracamy uwage na komunikat wladz spolki sugerujacy, ze od 2018 roku nalezy liczyc sie ze wzrostem stopy podatkowej (przyjmujemy w modelu ok. 20%).

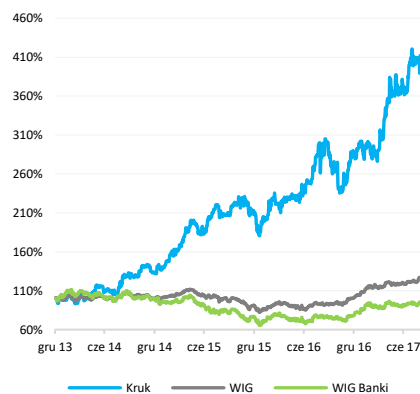
Finalny raport za 2Q'17 wskaza, ze na poziomie netto spolka pokazala ponad 101 mln PLN, a narastajaco za 4 kwartaly zysk netto wzros do 354,3 mln PLN. Z kolei EBITDA gotowkowa w 2Q'17 byla wyzsza o 65% r/r. Szacujemy, ze za 4 ostatnie kwartaly EBITDA gotowkowa wyniosla 771,6 mln PLN, co oznacza wzrost o 47% r/r. Naklady na nowe pakiety wierzytelnosci w 2Q'17 spadly w relacji r/r do 292 mln PLN (Wlochy = 121 mln PLN; Rumunia = 115 mln PLN, Polska = 24 mln PLN, pozostale rynki zagraniczne = 32 mln PLN). Wladze spolki podkreślaja, ze sytuacja na krajowym rynku jest nadal wyzwaniem i ostatnie przetargi na pakiety wierzytelnosci z uwagi na ruchy konkurencji nie spelniaja kryterium przyszlej oczekiwanej dochodowosci. Wplyty od osob zadluzonych utrzymuja sie na wysokim poziomie (w 2Q'17 to ok 338 mln PLN, czyli sredniorocznie juz niemal 1,2 mld PLN). Dalszy wzrost strumienia odzysku powinien byc determinowany glownie przez rynek wloski (na obecnym etapie jest to jednak wciaz etap poczatkowy dzialalnosci). Na koniec czerwca'17 wartosc bilansowa portfela to niemal 2,95 mld PLN. Ujecie geograficzne wskazuje, ze 44% portfela stanowia pakiety z Polski, wierzytelnosci rumunskie to ok 28% portfela, z kolei rynek wloski odpowiada za 19% portfela.

Narastajaco za cztery ostatnie kwartaly Kruk wykaza rekordowy odczyt netto wlasnie tuz po 2Q'17 (wynik wyniosl wtedy ok 354,3 mln PLN). Spodziewamy sie, ze najblizsze dwa kwartaly przyniosa erozje marzy zarowno w ujeciu q/q jak i r/r. Powrot na sciezke wzrostu mozliwy jest wg nas w 2018 roku i spodziewamy sie, ze caloroczny wynik netto osiagnie wtedy pułap 381,6 mln PLN (mamy na uwadze wzrost stopy podatkowej jak i wyzsze koszty osobowe organizacji). W kolejnych dwuch latach (2019-2020) dynamika poprawy zysku netto w naszym modelu wynosi 12,3% i 10% r/r. Przypominamy, ze podstawowy parametr strategii to wzrost eps o przynajmniej 15% rocznie. Drugim zalozeniem jest ROE powyzej 20%. Zatem nasze obecne podejcie jest ponizej oczekiwan strategicznych wladz spolki (ale w porownaniu z poprzednim raportem podnieslismy stope podatkowa oraz dowazylismy koszty osobowe).

Wycena koncowa [PLN]	311,7
Potencjal do wzrostu / spadku	+3,6%
Cena rynkowa [PLN]	301,0
Kapitalizacja [mln PLN]	5 763
Ilosc akcji [mln. szt.]*	19,15
* - uwzględniamy realizacj programow motywacyjnych	
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	349,7
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	227,1
Stopa zwrotu za 3 mc	-1%
Stopa zwrotu za 6 mc	23%
Stopa zwrotu za 9 mc	33%
Akcjonariat*	
Piotr Krupa	10,28%
Aviva OFE	6,13%
NN PTE	11,2%
* - wg stanu na dzien publikacji raportu za 2Q'17	

**Maciej Bobrowski**  
bobrowski@bdm.pl  
tel. (0-32) 208-14-12  
Dom Maklerski BDM S.A.  
ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice

	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
Przychody [mln PLN]	611,2	783,4	1 104,7	1 363,3	1 575,8	1 838,4
EBITDA gotowkowa [mln PLN]	523,9	630,0	806,1	921,9	1 137,7	1 309,2
EBITDA [mln PLN]	261,9	362,6	470,6	615,4	708,7	799,0
EBIT [mln PLN]	251,4	349,0	453,9	597,5	690,2	780,1
<b>Wynik netto [mln PLN]</b>	<b>204,3</b>	<b>248,7</b>	<b>333,3</b>	<b>381,6</b>	<b>428,7</b>	<b>471,7</b>
P/BV (x)	7,1x	4,6x	3,9x	3,2x	2,7x	2,3x
P/E (x)	28,0x	22,1x	19,7x	15,1x	13,4x	12,2x
DPS [PLN]	1,5	2,0	2,0	4,0	5,0	6,0



Raport zostal opracowany w zgodzie z przepisami Rozporzadzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie naduzyc na rynku) oraz Rozporzadzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958. Pełna tresc noty prawnej znajduje sie na ostatnich stronach raportu.

Publikowanie w prasie lub w Internecie w czesci lub calosci niniejszego opracowania wymaga zgody sporzadzajacych raport.

**SPIS TREŚCI:**

WYCENA I PODSUMOWANIE .....	3
WYCENA DOCHODOWA (NA PODSTAWIE ZYSKU REZYDUALNEGO) .....	4
ANALIZA MNOŻNIKOWA .....	5
WYNIKI FINANSOWE ZA 2Q'17 .....	7
SZCZEGÓŁOWA PROGNOZA NA 2017 ROK I KOLEJNE OKRESY.....	10
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA.....	13
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI .....	14

## WYCENA I PODSUMOWANIE

Zmieniamy naszą rekomendację z Akumuluj na Trzymaj i jednocześnie ustalamy cenę docelową na 311,7 PLN/akcję. Nasze obecne mniej optymistyczne podejście jest związane ze wzrostem kursu akcji od poprzedniego raportu analitycznego (licząc od maja'17) oraz wyzwaniami przed jakimi stoi spółka w najbliższych kwartałach. Oceniamy, że oczekiwania inwestorów dotyczące pojawienia się szybkich pozytywnych efektów rozwoju na rynku włoskim mogły zostać schłodzone po odczycie wyników za 2Q'17. W naszym modelu nastawiamy się na proces, w trakcie którego Kruk będzie konsekwentnie budował wartość organizacji na nowych rynkach zagranicznych, co w horyzoncie najbliższych kwartałów będzie jednak oznaczało presję na wzrost kosztów działania (w szczególności w pozycji koszty osobowe). Wreszcie zwracamy uwagę na komunikat władz spółki sugerujący, że od 2018 roku należy liczyć się ze wzrostem stopy podatkowej (przyjmujemy w modelu ok. 20%).

### Podsumowanie wyceny

	waga	[PLN/akcję]
Wycena dochodowa	70%	325,9
Wycena mnożnikowa	30%	278,7
<b>Wycena końcowa [mln PLN]</b>		<b>311,7</b>

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

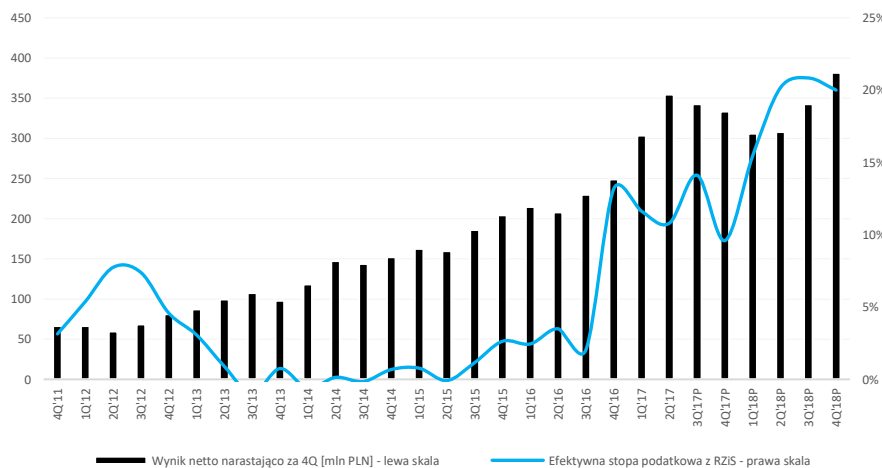
Wartość EV (kapitalizacja skorygowana o dług netto) podzielona przez oczekiwane wpłaty od dłużników (w kolejnych 4 kwartałach)



Obecnie wartość EV Kruka to 5x krotność przyszłych wpłat od dłużników (w ujęciu rocznym)

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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



Narastająco za cztery ostatnie kwartały Kruk wykazał rekordowy odczyt netto tuż po 2Q'17 (wynik wyniósł wtedy ok 354,3 mln PLN). Spodziewamy się, że najbliższe dwa kwartały przyniosą erozję marży zarówno w ujęciu q/q jak i r/r.

Powrót na ścieżkę wzrostu możliwy jest wg nas w 2018 roku i spodziewamy się, że czterolecny wynik netto osiągnie wtedy pułap 381,6 mln PLN (mamy na uwadze wzrost stopy podatkowej jak i wyższe koszty osobowe organizacji).

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## WYCENA DOCHODOWA (NA PODSTAWIE ZYSKU REZYDUALNEGO)

Wyceny spółki dokonaliśmy w oparciu o metodę zdyskontowanych zysków rezydualnych w okresie 2017-2026. 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 (+2027) 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 2017 roku wypracuje wynik netto na poziomie 333,3 mln PLN. W latach 2018-2019 prognozujemy wzrost zysku netto do niemal 382 mln PLN i 429 mln PLN. W porównaniu do poprzedniego raportu analitycznego z maja'17 (Akumuluj) podnieśliśmy nasze założenia dla oczekiwanego zysku netto na rok 2017 o 6% i o 4% na rok 2018 oraz pozostawiliśmy oczekiwania na 2019 rok.
- Wzrost po okresie szczegółowej prognozy ustaliliśmy na poziomie 2,9%.
- Docelowy poziom dywidendy to 85% zysku netto.
- Przy obliczeniach ujmujemy liczbę akcji na poziomie 19,15 mln szt. (uwzględniamy zamianę warrantów na akcje z programów motywacyjnych).
- Wycena została sporządzona na dzień 01.10.2017 roku.

**Podsumowując, sporządzana przez nas analiza na podstawie zdyskontowanych zysków rezydualnych sugeruje wycenę na poziomie 325,9 PLN/akcję.**

### Wycena za pomocą zdyskontowanych zysków rezydualnych

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	>2026
Kapitał własny na koniec okresu	1 460	1 793	2 126	2 483	2 849	3 159	3 437	3 672	3 851	3 995	
Wynik netto	333	382	429	472	520	569	620	669	714	751	
ROE (zysk netto/śr kapitał własny)	24,7%	23,5%	21,9%	20,5%	19,5%	18,9%	18,8%	18,8%	19,0%	19,1%	
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	15,7%	14,5%	12,9%	11,5%	10,5%	9,9%	9,8%	9,8%	10,0%	10,1%	
Stopa dywidendy z zysku za dany rok	15%	26%	25%	27%	32%	50%	60%	70%	80%	85%	85%
Zysk rezydualny	212	235	252	264	280	299	323	349	375	398	409
PV zysku rezydualnego	207	211	208	200	194	190	188	187	184	179	
<b>Suma PV zysku rezydualnego za okres 2015-2024</b>	<b>1 948</b>										
Wartość rezydualna	6 864			r=	2,9%						
<b>PV wartości rezydualnej</b>	<b>3 092</b>										
Wartość kapitałów własnych na początek 2017 roku	1 238										
Wyplacona dywidenda w 2017 roku	-37										
<b>Wycena spółki [mln PLN]</b>	<b>6 240</b>										
Liczba akcji [mln szt.]	19,15										
<b>Wycena 1 akcji [PLN]</b>	<b>325,9</b>										
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	34,0%	14,5%	12,3%	10,0%	10%	9,5%	8,9%	7,9%	6,6%	5,2%	
Dług netto / Kapitał własny eop	1,1x	1,4x	1,5x	1,6x	1,6x	1,6x	1,7x	1,7x	1,7x	1,7x	
Dług netto / EBITDA gotówkowa	2,2x	2,5x	3,0x	3,0x	3,1x	3,1x	3,2x	3,2x	3,2x	3,2x	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## ANALIZA MNOŻNIKOWA

Wycenę Kruka metodą wskaźnikową oparliśmy o mnożnik P/E. Za punkt odniesienia obraliśmy poziom 14,0x, czyli dokładnie taki sam jak poprzednio. Takie podejście sugeruje wycenę spółki na poziomie 5,34 mld PLN, czyli 278,7 PLN/akcję.

Zwracamy uwagę, że Kruk jest notowany z premią do większości konkurentów z branży. Po wynikach za 2Q'17 władze spółki zasignalizowały, że dynamika eps na poziomie przynajmniej 15% r/r powinna być osiągalna w 2018 roku i także dłuższym horyzoncie czasowym. Portfele włoskie (spoglądając z perspektywy końca 2Q'17) będą wielkim testem dla spółki i czekamy na odczyty dot. spłat w kolejnych kwartałach.

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

	Analiza wrażliwości; średnia P/E na lata 2017-2019						
	11,0x	12,0x	13,0x	14,0x	15,0x	16,0x	17,0x
Cena docelowa [PLN/akcję]	219,0	238,9	258,8	<b>278,7</b>	298,6	318,5	338,4

Przy obliczeniach dla Kruka ujmujemy liczbę akcji na poziomie 19,15 mln szt.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

### Mnożniki rynkowe dla wybranych podmiotów

Podmiot	Kapitalizacja [mln]	Kurs	Waluta	P/E			P/BV		
				2017P	2018P	2019P	2017P	2018P	2019P
CREDIT CORP GROUP	895	18,9	AUD	13,9	12,3	10,8	3,6	3,2	2,7
COLLECTION HOUSE	182	1,3	AUD	9,4	8,6	7,6	1,0	0,9	0,9
PRA GROUP	1 310	29,0	USD	18,6	13,7	10,0	1,4	1,3	1,2
ARROW GLOBAL GROUP	737	420,3	Gbp	13,3	9,9	8,8	4,5	2,7	2,2
INTRUM JUSTITIA	36 042	274,0	SEK	20,8	12,7	11,3	1,0	1,7	1,6
HOIST FINANCE	6 841	84,8	SEK	12,9	10,1	9,0	2,3	2,2	1,9
B2 HOLDING	6 607	17,9	NOK	13,5	9,1	8,0	2,4	2,3	1,9
DOBANK	874	10,9	EUR	17,9	15,1	13,5	4,1	4,0	3,7
BANCA IFIS	2 265	42,1	EUR	14,1	13,0	10,8	1,8	1,7	1,5
CERVED	1 913	9,8	EUR	20,6	18,9	16,9	3,7	3,4	3,3
GETBACK	2 596	26,0	PLN	11,3	8,5	7,7	2,0	1,8	1,7
Mediana wszystkie podmioty				13,9	12,3	10,0	2,3	2,3	1,9
Kruk	5 763	301,0	PLN	19,7	15,1	13,4	3,9	3,2	2,7

Przy obliczeniach dla Kruka ujmujemy liczbę akcji na poziomie 19,15 mln szt.

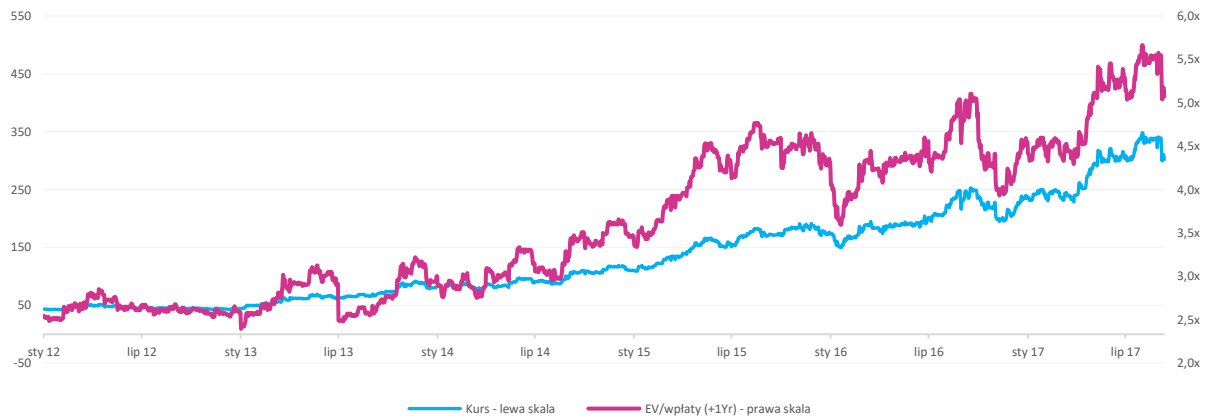
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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



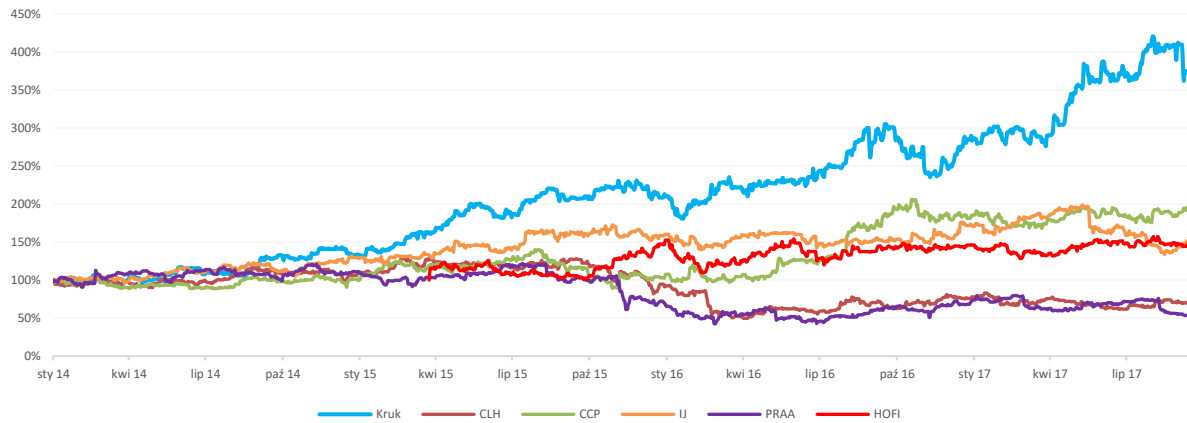
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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



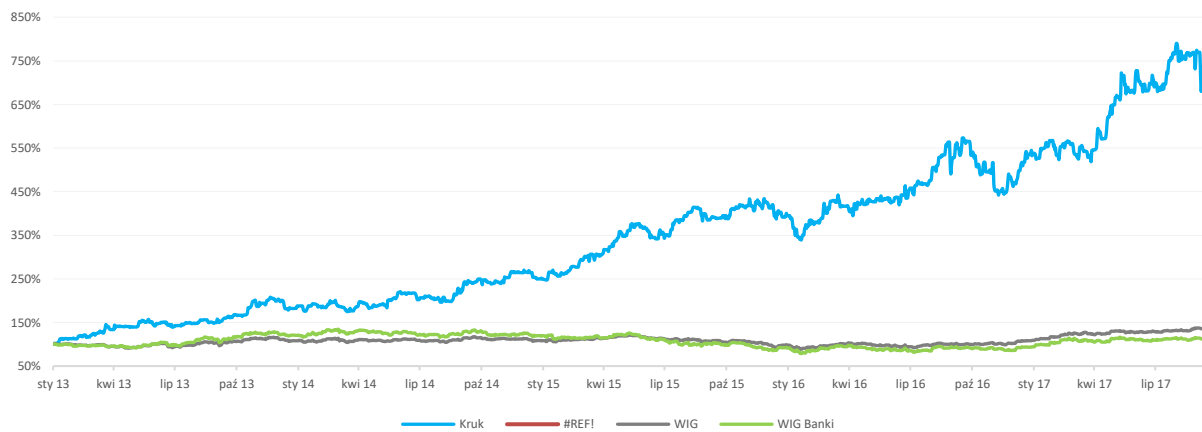
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

**Zachowanie kursu Kruka na tle wybranych podmiotów zagranicznych**



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

**Zachowanie kursu Kruka na tle indeksu WIG Banki oraz WIG**



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

## WYNIKI FINANSOWE ZA 2Q'17

Finalny odczyt wynikowy za 2Q'17 wskazał, że na poziomie netto spółka pokazała ponad 101 mln PLN, a narastająco za 4 kwartały zysk netto wzrósł do 354,3 mln PLN. Z kolei EBITDA gotówkowa w 2Q'17 była wyższa o 65% r/r. Szacujemy, że za 4 ostatnie kwartały EBITDA gotówkowa wyniosła 771,6 mln PLN, co oznacza wzrost o 47% r/r.

Nakłady na nowe pakiety wierzytelności w 2Q'17 spadły w relacji r/r do 292 mln PLN (Włochy = 121 mln PLN; Rumunia = 115 mln PLN, Polska = 24 mln PLN, pozostałe rynki zagraniczne = 32 mln PLN). Władze spółki podkreślają, że sytuacja na krajowym rynku jest nadal wyzwaniem i ostatnie przetargi na pakiety wierzytelności z uwagi na ruch konkurencji nie spełniają kryterium przyszłej oczekiwanej dochodowości. Wpłaty od osób zadłużonych utrzymują się na wysokim poziomie (w 2Q'17 to ok 338 mln PLN, czyli średniorocznie już niemal 1,2 mld PLN). Dalszy wzrost wpłat powinien być determinowany głównie przez rynek włoski (na obecnym etapie jest to jednak wciąż etap początkowy działalności).

Na koniec czerwca'17 wartość bilansowa portfela to niemal 2,95 mld PLN. Ujęcie geograficzne wskazuje, że 44% portfela stanowią pakiety z Polski, wierzytelności rumuńskie to ok 28% portfela, z kolei rynek włoski odpowiadał za 19% portfela.

### Wyniki skonsolidowane za 2Q'17 [mln PLN]

	2Q'16	2Q'17	zmiana r/r	3Q'15-2Q'16	3Q'16-2Q'17	zmiana r/r
Przychody ogółem	180,4	283,3	57%	665,5	989,8	49%
nabyte pakiety wierzytelności	167,4	262,4	57%	615,9	914,6	48%
usługi windykacyjne	7,7	14,7	92%	30,5	47,1	54%
pozostałe produkty	5,3	6,2	17%	19,1	28,1	47%
Marża pośrednia	91,2	171,0	87%	368,9	626,6	70%
nabyte pakiety wierzytelności	87,2	162,7	87%	350,3	595,8	70%
usługi windykacyjne	2,2	4,2	90%	9,1	13,9	53%
pozostałe produkty	1,9	4,1	120%	9,5	16,9	77%
<b>EBITDA gotówkowa</b>	<b>126,4</b>	<b>208,5</b>	<b>65%</b>	<b>525,0</b>	<b>771,6</b>	<b>47%</b>
<b>EBITDA</b>	<b>64,3</b>	<b>133,2</b>	<b>107%</b>	<b>267,6</b>	<b>493,1</b>	<b>84%</b>
EBIT	61,4	129,0	110%	257,0	477,5	86%
Saldo finansowe	-9,9	-23,5	---	-41,5	-80,4	---
<b>Wynik netto</b>	<b>50,4</b>	<b>101,4</b>	<b>101%</b>	<b>207,9</b>	<b>354,3</b>	<b>70%</b>
Przychody z nabytych pakietów wierzytelności	167,4	262,4	57%	615,9	914,6	48%
przych. odsetkowe skor o wpłaty rzeczywiste	154,2	231,4	50%	536,6	801,1	49%
aktualizacja wyceny pakietów wierz.	11,0	35,0	218%	76,8	103,1	34%
weryfikacja prognozy wpływów	7,9	25,5	224%	65,5	111,0	70%
zmiana wynikająca ze st. dysk.	-0,1	0,4	---	5,7	-2,0	---
sprzedaż wierzytelności	0,0	4,6	---	0,1	5,1	---
<b>Nakłady na portfele</b>	<b>663,4</b>	<b>292,1</b>	<b>-56%</b>	<b>994,5</b>	<b>1 064,0</b>	<b>7%</b>
<b>Splaty brutto portfeli</b>	<b>229,6</b>	<b>337,7</b>	<b>47%</b>	<b>873,4</b>	<b>1 193,0</b>	<b>37%</b>
Nabyte wierzytelności w bilansie eop	2 211,3	2 947,5	33%	6 886,8	10 666,8	55%
CF netto	68,8	-28,1	---	65,7	-17,7	-127%
ROE	23,4%	25,7%		23,4%	25,7%	
Dług netto	1 186,1	1 625,8		1 186,1	1 625,8	
Dług netto / portfel wierzytelności	53%	54%		53%	54%	

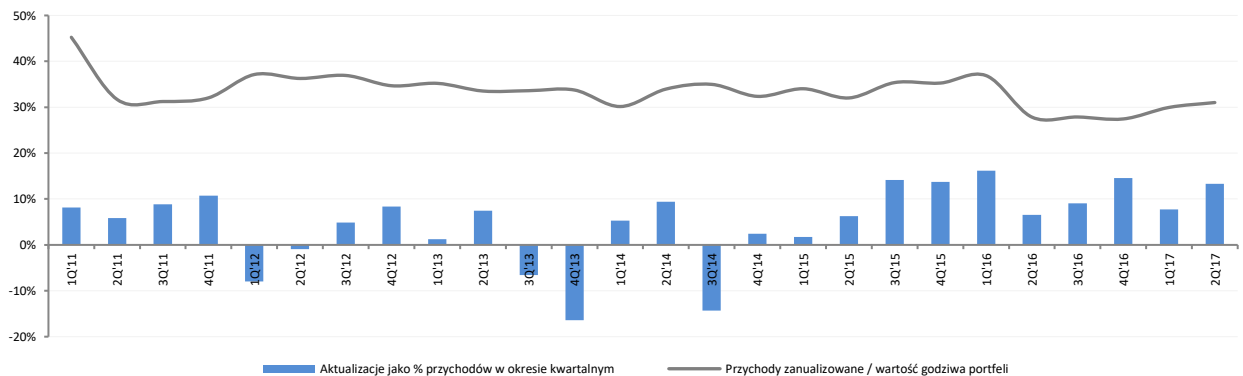
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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

	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17
<b>Przychody z nabytych pakietów wierzytelności</b>	<b>150,9</b>	<b>149,6</b>	<b>148,0</b>	<b>167,4</b>	<b>188,1</b>	<b>221,5</b>	<b>242,6</b>	<b>262,4</b>
przychody odsetkowe skorygowane o wpłaty rzeczywiste	129,5	129,0	123,8	154,2	170,6	187,9	211,3	231,4
aktualizacja wyceny pakietów wierzytelności	21,4	20,5	23,9	11,0	17,0	32,3	18,8	35,0
weryfikacja prognozy wpływów	14,7	20,3	22,6	7,9	20,8	31,4	33,3	25,5
zmiana wynikająca ze zmiany st dyskontowej	4,9	0,3	0,7	-0,1	-0,4	-1,6	-0,3	0,4
przychody z różnic kursowych	1,8	-0,1	0,7	3,3	-3,4	2,5	-14,1	9,1
<b>Przychody z pakietów wycenianych met. wartości godziwej</b>	<b>134,3</b>	<b>117,6</b>	<b>111,0</b>	<b>103,1</b>	<b>126,3</b>	<b>121,0</b>	<b>114,3</b>	<b>120,6</b>
przychody odsetkowe skorygowane o wpłaty rzeczywiste	96,2	88,6	78,4	82,1	77,4	77,3	82,2	81,7
aktualizacja wyceny pakietów wierzytelności	38,0	29,0	32,5	19,5	48,9	43,6	31,7	38,8
weryfikacja prognozy wpływów	32,0	28,8	31,3	17,7	50,5	44,2	34,8	37,8
zmiana wynikająca ze zmiany st dyskontowej	4,9	0,3	0,7	-0,1	-0,4	-1,6	-0,3	0,4
różnice kursowe	1,1	-0,1	0,6	1,9	-1,2	1,0	-2,7	0,7
<b>Przychody z pakietów wycenianych met. zamortyzowanego kosztu</b>	<b>16,6</b>	<b>32,0</b>	<b>37,0</b>	<b>64,4</b>	<b>61,8</b>	<b>100,5</b>	<b>118,4</b>	<b>151,7</b>
przychody odsetkowe skorygowane o wpłaty rzeczywiste	33,3	40,4	45,5	72,2	93,2	110,6	129,1	149,6
aktualizacja wyceny pakietów wierzytelności	-16,6	-8,5	-8,6	-8,5	-31,9	-11,3	-12,9	-3,8
weryfikacja prognozy wpływów	-17,3	-8,5	-8,7	-9,8	-29,7	-12,8	-1,5	-12,3
różnice kursowe	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

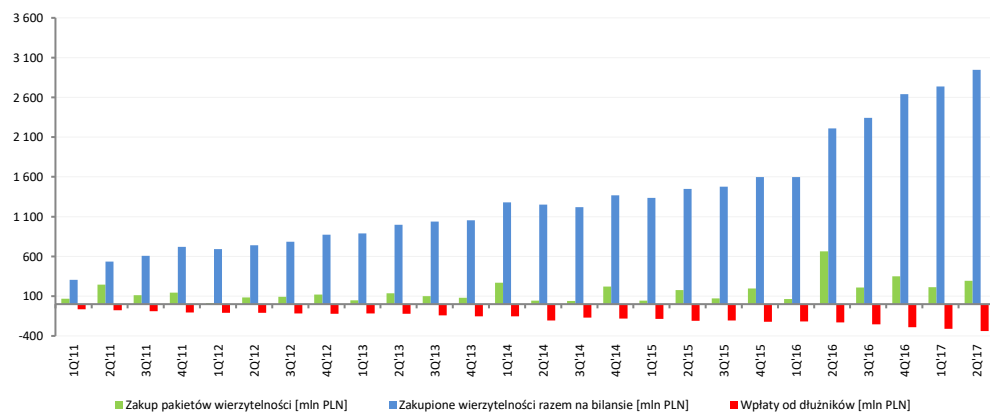
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**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**



Wartość nabytych pakietów wierzytelności na bilansie Kruka systematycznie rośnie.

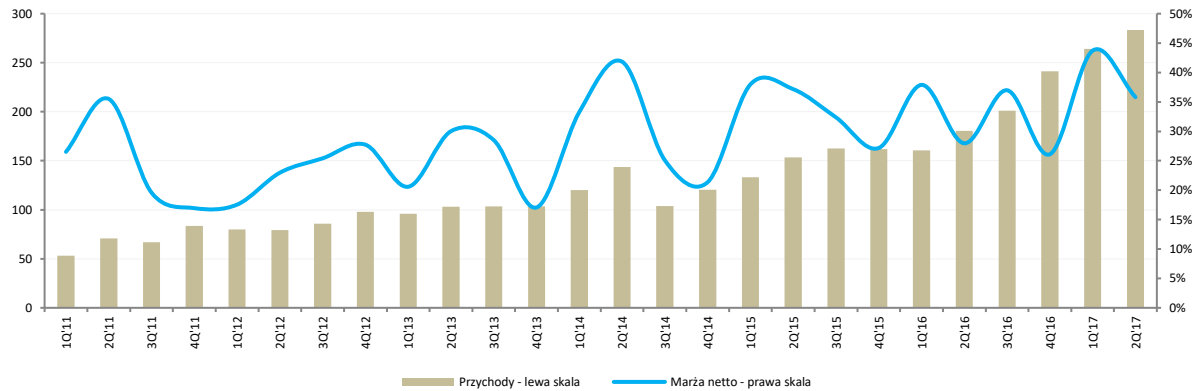
Na koniec 2Q'17 wartość bilansowa wszystkich pakietów wynosiła 2,95 mld PLN i była wyższa o ponad 736 mln PLN względem końca 2Q'16.

W okresie 3Q'16-2Q'17 spółka nabyła nowe pakiety wierzytelności za kwotę ponad 1,06 mld PLN, a wartość wpłat od dłużników to niemal 1,2 mld PLN.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

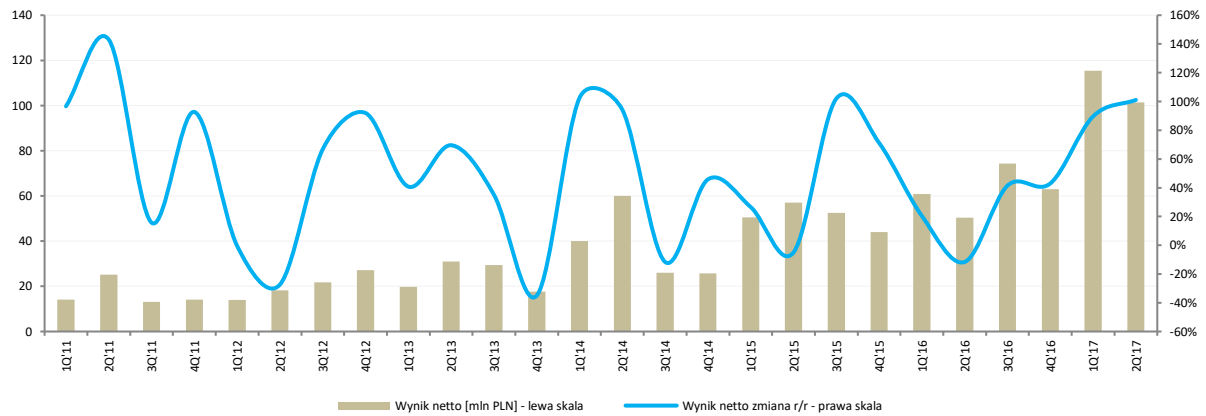


**Przychody spółki oraz marża netto w ujęciu kwartalnym**



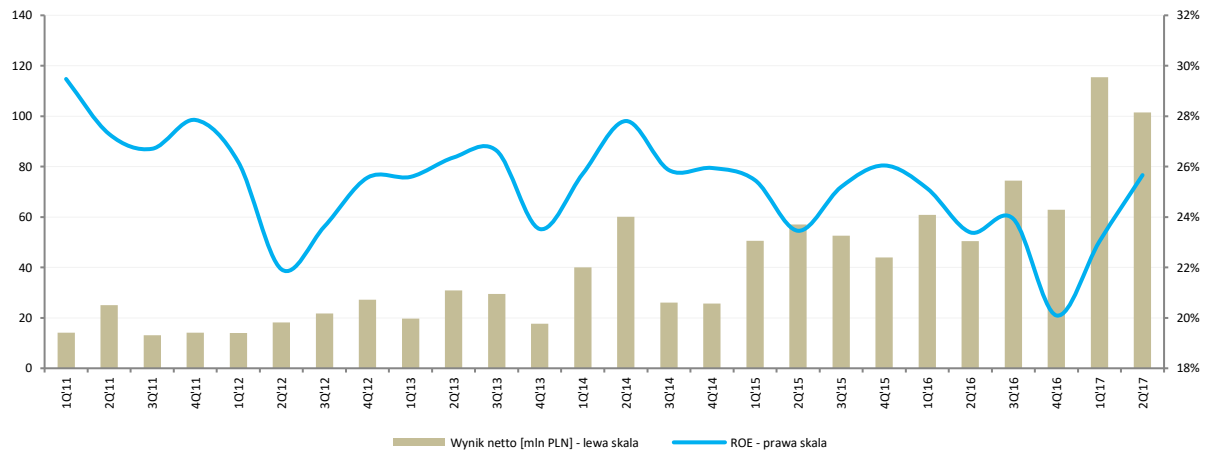
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**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 2017 ROK I KOLEJNE OKRESY

W majowym raporcie analitycznym (Akumuluj z 08.05.2017 r.) wskazywaliśmy na przyszły potencjał wynikający z rozwoju na rynku włoskim. Kruk konsekwentnie buduje we Włoszech strukturę organizacyjną i najbliższe kwartały będą absorbować władze spółki aby osiągnąć zakładane cele średnioterminowe.

Spłaty od osób zadłużonych w 1H'17 były na poziomie ok 647 mln PLN. Zakładamy, że w kolejnych kwartałach br. Kruk będzie notował dalszy przyrost spłat z rynków zagranicznych. Zatem w modelu przyjęliśmy, że w całym 2017 roku spółka otrzyma od dłużników 1,35 mld PLN. Docelowo lepsza efektywność projektu włoskiego wg nas powinna skutkować poprawą spłat do kwoty ponad 1,56 mld PLN w 2018 roku.

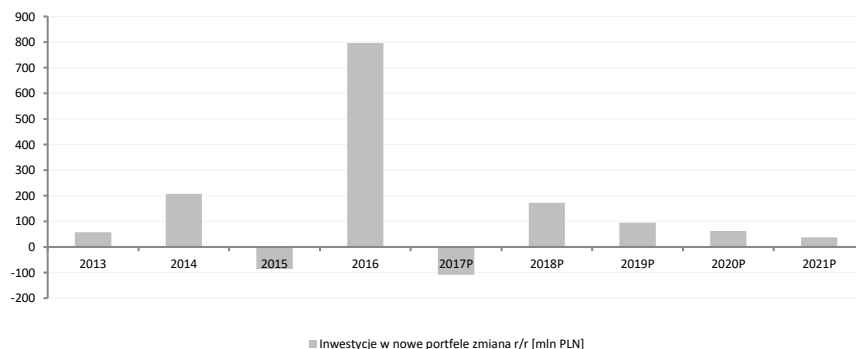
Z wypowiedzi władz spółki wnioskujemy, że Kruk dostrzega sporą podaż portfeli, choć na rynku polskim w zakresie cen portfeli sytuacja nadal jest bardzo wymagająca. W modelu zakładamy, że w całym 2017 roku wartość inwestycji na nowe pakiety osiągnie pułap 1,17 mld PLN. Byłby to zatem niewielki spadek względem rekordowego odczytu z 2016 roku (ale wtedy był zakup dużego pakietu w Rumunii oraz efekt PRESCO). W kolejnych dwóch latach przyjęliśmy, że spółka utrzyma ekspansję na rynkach zagranicznych, co wpłynie na akwizycje portfeli odpowiednio rzędu 1,35 mld PLN i 1,45 mld PLN.

Odczyt za 2Q'17 wskazał, że we Włoszech przychody były niższe aniżeli w 1Q'17. Jednocześnie koszty związane ze wzrostem skali organizacji na tamtejszym rynku są coraz wyższe. Okres 3Q'17 z uwagi na wakacyjny charakter raczej nie przyniesie istotnych zmian. Czekamy zatem na 4Q'17 i 1H'18, kiedy to powinny napłynąć bardziej optymistyczne dane dotyczące wpłat z portfeli włoskich.

Nasza prognoza zysku netto na 2017 rok pozostaje na poziomie zbliżonym do 333 mln PLN (tak sugerowaliśmy w ostatnim kwartalniku z prognozami na 2Q). Po 1H'17 wynik netto wynosi ok 217 mln PLN. W 2H'17 oczekujemy zysku netto w kwocie 116,3 mln PLN (z uwagi na koszty najniższy w skali roku może okazać się 4Q'17). Tym samym z obecnej perspektywy najbliższe dwa odczyty kwartalne mogą pokazać spadki wyniku netto w relacji r/r jak i q/q.

Na 2018 rok zakładamy efektywną stopę podatkową na poziomie 20% (spółka w komentarzu zarządu za 2Q'17 wskazuje na prawdopodobieństwo znaczącego wzrostu opodatkowania w 2018 roku) i przewidujemy wzrost zysku netto do 381,6 mln PLN (+14,5% r/r). W kolejnych dwóch latach dynamika poprawy zysku netto wynosi 12,3% i 10% r/r. Przypominamy, że podstawowy parametr strategii to wzrost eps o przynajmniej 15% rocznie. Drugim założeniem jest ROE powyżej 20%. Zatem nasze obecne podejście jest poniżej oczekiwań strategicznych władz spółki (ale porównaniu z poprzednim raportem podnieśliśmy stopę podatkową oraz doważyliśmy koszty osobowe).

### Zakładany przyrost w ujęciu r/r zakupów nowych portfeli



W 2017 roku oczekujemy niewielkiego spadku tempa zakupu nowych pakietów w porównaniu do rekordowego 2016 roku. Po 1H'17 spółka nabyła pakiety za 506 mln PLN. W całym 2017 roku spodziewamy się, że może to być ok 1,18 mld PLN. W 2018 roku przyjmujemy poziom inwestycji rzędu 1,35 mld PLN.

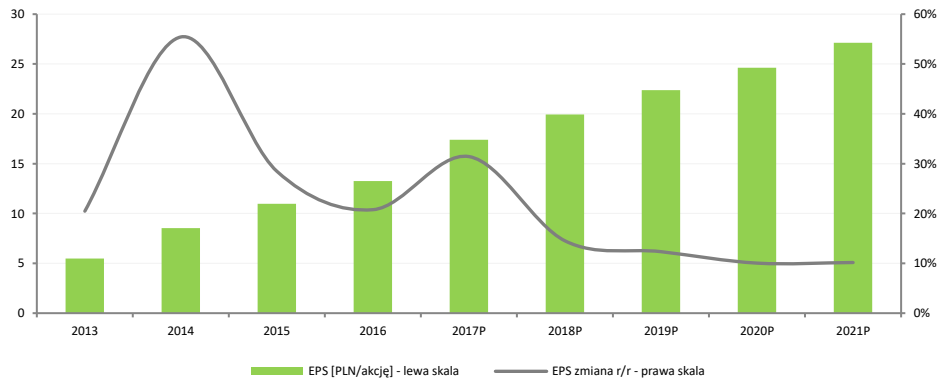
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

### Zmiana założeń w porównaniu do poprzedniego raportu analitycznego z 08.05.2017 r.

	2017 stare	2017 nowe	zmiana r/r	2018 stare	2018 nowe	zmiana r/r	2019 stare	2019 nowe	zmiana r/r
Przychody ogółem	1065,3	1 104,7	4%	1258	1 363,3	8%	1507,4	1 575,8	5%
EBITDA gotówkowa	828,2	806,1	-3%	955,9	921,9	-4%	1134,6	1 137,7	0%
EBITDA	463	470,6	2%	540,7	615,4	14%	647,7	708,7	9%
Wynik netto*	313,9	333,3	6%	368,6	381,6	4%	429,2	428,7	0%
nakłady na portfele	1189	1 178	-1%	1300	1 350	4%	1451	1 445	0%
Spłaty brutto portfeli	1338	1 353	1%	1524	1 563	3%	1791	1 859	4%

\* w kwartalniku z prognozami na 2Q'17 podwyższyliśmy już wcześniej oczekiwania do wyniku netto za 2017 r. do 332,7 mln PLN i do 383,5 mln PLN w 2018 r.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Oczekiwany przyrost EPS w kolejnych latach**


Zakładamy, że w 2017 roku wynik netto wzrośnie o 34% r/r. w 2018 roku dynamika przyrostu zysku netto w naszym modelu wynosi 14,5%.

Źródło: DM Maklerski BDM S.A.

**Poziom rzeczywistych wpłat od dłużników na tle oczekiwań spółki [dane zgromadzone z raportów spółki do 4Q'16]**

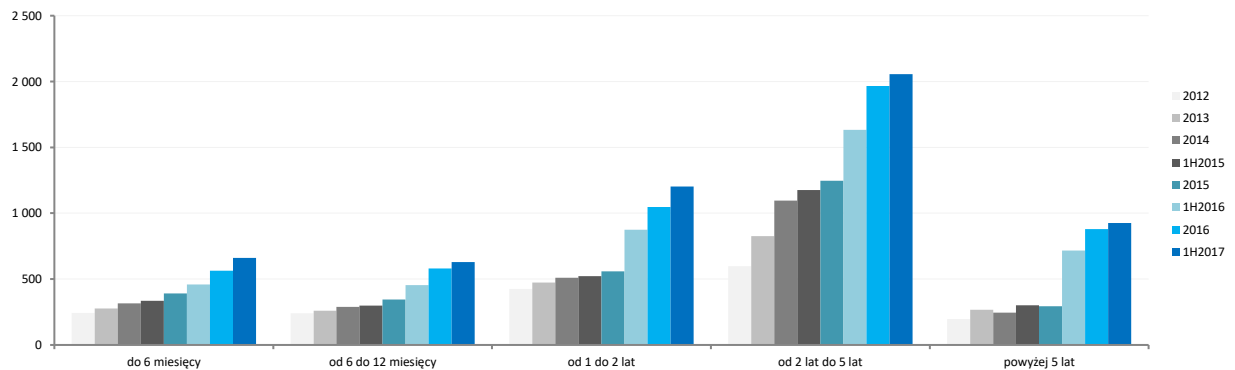
	2012	2013	2014	2015	2016
Zakładany harmonogram spłat w okresie* [mln PLN]	414	483	536	605	736
Rzeczywiste wpłaty w okresie [mln PLN]	451	538	712	826	992
Rzeczywiste wpłaty / oczekiwania	109%	111%	133%	136%	135%

\* oczekiwania przedstawione przez spółkę na koniec poprzedniego okresu

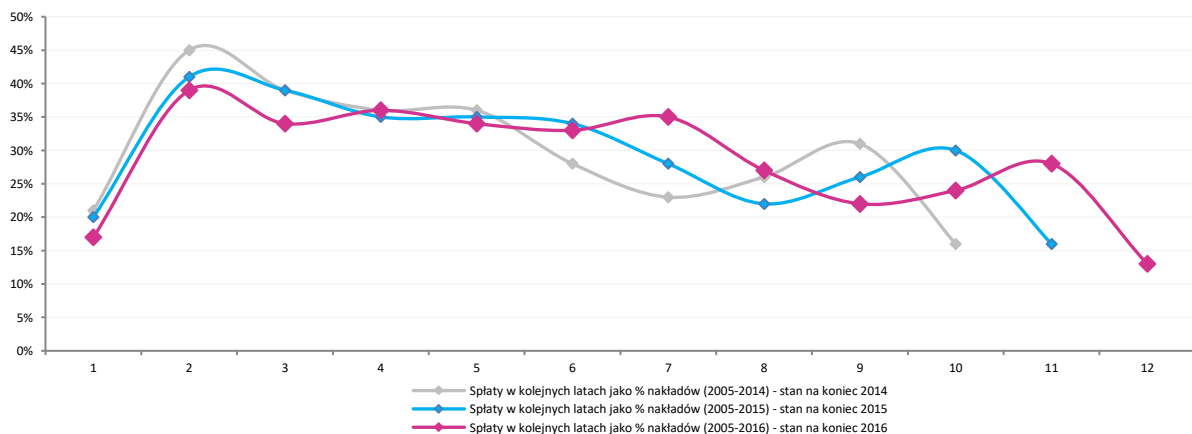
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

W raporcie za 2016 rok spółka podała, że planowane spłaty z dotychczasowych portfeli w kolejnych latach szacuje na 5,04 mld PLN (stan z końca 2016 roku). Na koniec czerwca'17 Kruk oszacował przyszłe wpłaty na 5,47 mld PLN.

Oczekiwane spłaty raportowane na koniec 1H'17 do wartości bilansowej na koniec czerwca'17 mają zatem wynieść 183% (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**


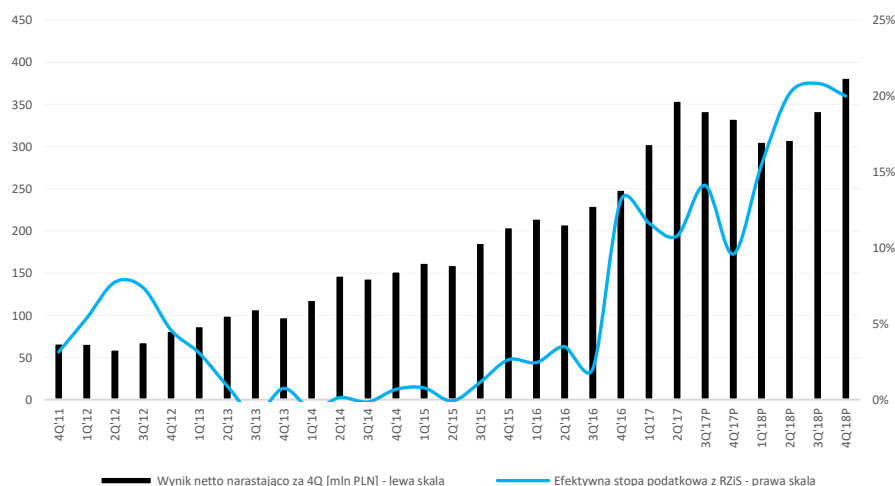
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Szczegółowe wybrane założenia do modelu

	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	2015	2016	2017	2018	2019
Przychody ogółem	162,0	160,7	180,4	201,2	241,1	264,1	283,3	267,5	289,8	611,2	783,4	1 104,7	1 363	1 575,8
nabyte pakiety wierzytelności	149,6	148,0	167,4	188,1	221,5	242,6	262,4	246,3	265,8	563,6	724,9	1 017,2	1 256,4	1 430,2
usługi windykacyjne	7,7	8,0	7,7	7,6	9,0	15,8	14,7	14,4	17,1	29,8	32,2	62,1	80,0	112,1
pozostałe produkty	4,6	4,7	5,3	5,6	10,7	5,7	6,2	6,7	6,9	17,8	26,3	25,5	26,8	33,5
Marża pośrednia	90,8	96,3	91,2	124,5	164,5	166,7	171,0	143,3	149,7	357,9	476,6	630,7	789,5	904,6
nabyte pakiety wierzytelności	85,7	91,4	87,2	121,8	153,9	157,5	162,7	136,7	142,2	338,6	454,3	599,1	755,2	858,1
usługi windykacyjne	2,4	2,6	2,2	1,4	2,7	5,6	4,2	3,9	4,8	9,2	8,9	18,4	23,6	33,0
pozostałe produkty	2,8	2,3	1,9	1,4	7,9	3,6	4,1	2,7	2,8	10,1	13,4	13,1	10,7	13,4
<b>EBITDA gotówkowa</b>	<b>132,4</b>	<b>142,4</b>	<b>126,4</b>	<b>161,1</b>	<b>200,1</b>	<b>201,8</b>	<b>208,5</b>	<b>189,9</b>	<b>205,9</b>	<b>523,9</b>	<b>630,0</b>	<b>806,1</b>	<b>921,9</b>	<b>1 137,7</b>
<b>EBITDA</b>	<b>61,1</b>	<b>73,5</b>	<b>64,3</b>	<b>94,6</b>	<b>130,2</b>	<b>135,1</b>	<b>133,2</b>	<b>101,2</b>	<b>101,1</b>	<b>261,9</b>	<b>362,6</b>	<b>470,6</b>	<b>615,4</b>	<b>708,7</b>
EBIT	59,8	70,2	61,4	90,8	126,5	131,1	129,0	96,9	96,8	251,4	349,0	453,9	597,5	690,2
Saldo finansowe	-9,8	-10,2	-9,9	-18,5	-24,1	-14,2	-23,5	-22,6	-24,9	-41,6	-62,7	-85,2	-120,5	-154,4
<b>Wynik netto</b>	<b>44,0</b>	<b>60,9</b>	<b>50,4</b>	<b>74,4</b>	<b>62,9</b>	<b>115,5</b>	<b>101,4</b>	<b>62,4</b>	<b>53,9</b>	<b>204,3</b>	<b>248,7</b>	<b>333,3</b>	<b>381,6</b>	<b>428,7</b>
Nakłady na portfele [mln PLN]	197	64	663	209	350	214	292	222	450	489	1 286	1 178	1 350	1 445
Splaty brutto portfeli [mln PLN]	221	217	230	255	291	309	338	335	371	826	992	1 353	1 563	1 859
Nabyte wierzytelności eop [mln PLN]	1 598	1 600	2 211	2 343	2 641	2 736	2 947	3 081	3 426	1 598	2 641	3 426	4 470	5 486
CF netto [mln PLN]	89	-72	69	-13	142	-119	-28	41	-92	70	127	-198	-37	66
EBITDA gotówkowa zmiana r/r	10%	10%	-9%	30%	51%	42%	65%	18%	3%	7%	20%	28%	14%	23%
EBITDA zmiana r/r	36%	15%	-6%	38%	113%	84%	107%	7%	-22%	19%	38%	30%	31%	15%
Wynik netto zmiana r/r	71%	20%	-12%	42%	43%	90%	101%	-16%	-14%	35%	22%	34%	14%	12%
EBITDA gotówkowa / splaty	0,60	0,66	0,55	0,63	0,69	0,65	0,62	0,57	0,56	0,63	0,63	0,60	0,59	0,61
ROE	26,0%	25,1%	23,4%	23,9%	20,1%	23,0%	25,7%	24,4%	22,8%	26,0%	20,1%	22,8%	21,3%	20,2%
Dług netto [mln PLN]	794	783	1 186	1 385	1 379	1 433	1 626	1 734	2 026	794	1 379	2 026	2 738	3 422
Dług netto / portfel wierzytelności	49%	48%	53%	58%	52%	52%	54%	56%	58%	49%	52%	58%	61%	62%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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



Narastająco za cztery ostatnie kwartały Kruk wykazał rekordowy odczyt netto tuż po 2Q'17 (wynik wyniósł wtedy ok 354,3 mln PLN). Spodziewamy się, że najbliższe dwa kwartały przyniosą erozję marży zarówno w ujęciu q/q jak i r/r.

Powrót na ścieżkę wzrostu możliwy jest wg nas w 2018 roku i spodziewamy się, że całoroczny wynik netto osiągnie wtedy pułap 381,6 mln PLN (mamy na uwadze wzrost stopy podatkowej jak i wyższe koszty osobowe organizacji).

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

Optymalizacja podatkowa, w naszym odczuciu, była jednym z filarów sukcesu jaki spółka osiągnęła na przestrzeni ostatnich lat. Efektywna stopa podatkowa dotychczas odbiegała od obowiązującej stopy podatkowej z uwagi na fakt, że konsolidacją objęte były podmioty, których działalność nie podlega/ła opodatkowaniu. Spółka podała, że aktualnie trwa kontrola Urzędu Skarbowego (do dnia publikacji raportu półrocznego nie została zakończona).

Należy mieć świadomość, że w przyszłości koszty podatkowe mogą być istotnie wyższe, co uszczupli strumień generowanych zysków i tym samym dynamikę wzrostu EPS. 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 2018 roku stopa podatkowa wyniesie ok. 20%. Wcześniej władze spółki oszacowały średni efektywny podatek na lata 2017-2018 na poziomie 8-10%.

Obecna kapitalizacja w coraz większym stopniu zaawansowania uwzględnia szybką i udaną ekspansję grupy na nowych rynkach europejskich (Włochy, Hiszpania, Niemcy). 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 odczuwalnym rozczarowaniem rynku (dotychczas niemal od debiutu na GPW, spółka systematycznie poprawia rezultaty).

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 bieżące ceny uwzględniają sukces realizacji celów średnioterminowych grupy. Ewentualne opóźnienia lub erozja marż może wpłynąć na dłuższe ochłodzenie sentymentu inwestycyjnego.

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

**DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI**

<b>RZIS</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>
Przychody	405,6	487,9	611,2	783,4	1 104,7	1 363,3	1 575,8	1 838,4	2 075,9	2 292,1	2 510,7	2 701,9
nabyte pakiety wierzytelności	355,7	442,4	563,6	724,9	1 017,2	1 256,4	1 430,2	1 645,8	1 854,5	2 045,0	2 240,1	2 417,8
usługi windykacyjne	39,9	31,7	29,8	32,2	62,1	80,0	112,1	152,4	175,3	196,3	215,9	226,7
pozostałe produkty	9,9	13,8	17,8	26,3	25,5	26,8	33,5	40,2	46,2	50,8	54,7	57,4
Koszty bezpośrednie i pośrednie	182,8	194,0	253,3	306,8	474,1	573,8	671,2	805,3	915,4	1 011,7	1 114,2	1 197,1
nabyte pakiety wierzytelności	153,4	166,5	225,0	270,7	418,1	501,2	572,1	674,8	765,0	843,6	929,7	1 003,4
usługi windykacyjne	21,2	19,4	20,6	23,3	43,6	56,4	79,0	107,5	123,6	138,4	152,3	159,9
pozostałe produkty	8,1	8,1	7,7	12,9	12,4	16,1	20,1	23,1	26,8	29,7	32,2	33,9
Marża pośrednia	222,9	293,9	357,9	476,6	630,7	789,5	904,6	1 033,0	1 160,6	1 280,4	1 396,5	1 504,8
nabyte pakiety wierzytelności	202,3	275,9	338,6	454,3	599,1	755,2	858,1	971,0	1 089,5	1 201,4	1 310,5	1 414,4
usługi windykacyjne	18,7	12,4	9,2	8,9	18,4	23,6	33,0	44,9	51,7	57,9	63,6	66,8
pozostałe produkty	1,8	5,7	10,1	13,4	13,1	10,7	13,4	17,1	19,4	21,1	22,4	23,5
Koszty ogólne	60,4	72,4	94,4	117,3	155,1	168,1	189,9	228,0	259,5	286,5	313,8	337,7
Amortyzacja	9,3	11,4	10,5	13,5	16,7	18,0	18,4	18,9	19,4	19,7	20,0	20,3
Saldo PPO/PKO	-0,1	-2,0	-1,6	3,3	-5,0	-6,0	-6,0	-6,0	-6,0	-6,0	-6,0	-6,0
EBITDA gotówkowa	344,3	489,0	523,9	630,0	806,1	921,9	1 137,7	1 309,2	1 488,5	1 642,3	1 793,5	1 934,7
EBITDA	162,3	219,5	261,9	362,6	470,6	615,4	708,7	799,0	895,1	987,9	1 076,7	1 161,0
EBIT	152,9	208,2	251,4	349,0	453,9	597,5	690,2	780,1	875,7	968,2	1 056,7	1 140,8
Saldo finansowe	-54,5	-55,3	-41,6	-62,7	-85,2	-120,5	-154,4	-190,5	-226,1	-256,7	-281,8	-304,3
Wynik brutto	98,5	152,8	209,8	286,3	368,7	477,0	535,8	589,6	649,6	711,5	774,9	836,5
Podatek	0,7	1,0	5,5	37,7	35,4	95,4	107,2	117,9	129,9	142,3	155,0	167,3
Wynik netto	97,8	151,8	204,3	248,7	333,3	381,6	428,7	471,7	519,7	569,2	619,9	669,2
<b>Wskaźniki / założenia</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>
Cena akcji [PLN]	301,0	301,0	301,0	301,0	301,0	301,0	301,0	301,0	301,0	301,0	301,0	301,0
Mkt Cap [mln PLN]	5350,9	5350,9	5606,1	5652,2	5763,2	5763,2	5763,2	5763,2	5763,2	5763,2	5763,2	5763,2
Liczba akcji [mln szt.]	17,8	17,8	18,6	18,8	19,1	19,1	19,1	19,1	19,1	19,1	19,1	19,1
EPS [PLN/akcję]	5,5	8,5	11,0	13,2	17,4	19,9	22,4	24,6	27,1	29,7	32,4	35,0
ROE	23,5%	25,9%	26,0%	20,1%	22,8%	21,3%	20,2%	19,0%	18,2%	18,0%	18,0%	18,2%
ROA	8,4%	10,0%	11,1%	8,0%	9,0%	8,1%	7,4%	6,8%	6,5%	6,4%	6,4%	6,5%
P/E	57,5	34,4	28,0	22,1	19,7	15,1	13,4	12,2	11,1	10,1	9,3	8,6
P/BV	12,9	9,1	7,1	4,6	3,9	3,2	2,7	2,3	2,0	1,8	1,7	1,6
EV/EBITDA	37,0	27,9	24,4	19,4	16,6	13,8	13,0	12,3	11,6	11,2	10,7	10,3
EV/EBITDA gotówkowa	17,4	12,5	12,2	11,2	9,7	9,2	8,1	7,5	7,0	6,7	6,4	6,2
C/I	62%	57%	59%	56%	58%	56%	56%	57%	58%	57%	58%	58%
EV [mln PLN]	6 003,1	6 119,0	6 400,4	7 031,2	7 789,4	8 501,2	9 185,2	9 827,2	10 413,6	11 026,1	11 511,5	11 980,7
Dług netto [mln PLN]	652,2	768,1	794,3	1 379,0	2 026,2	2 737,9	3 422,0	4 064,0	4 650,4	5 262,8	5 748,2	6 217,5
Dług % [mln PLN]	687,5	838,6	935,0	1 646,4	2 096,0	2 771,0	3 521,0	4 271,0	5 021,0	5 521,0	6 021,0	6 421,0
Portfel wierzytelności [mln PLN]	1 063,8	1 380,2	1 620,6	2 676,2	3 464,2	4 507,7	5 524,1	6 522,4	7 474,7	8 397,0	9 161,2	9 866,1
EV-Portfel wierzytelności [mln PLN]	4 939,3	4 738,8	4 779,8	4 355,0	4 325,2	3 993,4	3 661,1	3 304,8	2 938,9	2 629,1	2 350,3	2 114,6
Dług netto / portfel wierzytelności	0,61x	0,56x	0,49x	0,52x	0,58x	0,61x	0,62x	0,62x	0,62x	0,63x	0,63x	0,63x
Dług netto / kapitał własny eop	1,57x	1,31x	1,01x	1,11x	1,39x	1,53x	1,61x	1,64x	1,63x	1,67x	1,67x	1,69x
Dług netto / EBITDA gotówkowa	1,89x	1,57x	1,52x	2,19x	2,51x	2,97x	3,01x	3,10x	3,12x	3,20x	3,20x	3,21x
Wpłaty od dłużników / przychody	1,51x	1,61x	1,46x	1,37x	1,33x	1,24x	1,30x	1,31x	1,32x	1,32x	1,32x	1,32x
EBITDA gotówkowa / wpłaty	0,64x	0,69x	0,63x	0,63x	0,60x	0,59x	0,61x	0,61x	0,61x	0,61x	0,61x	0,61x
Przychody / wartość godziwa portfeli	0,34x	0,32x	0,35x	0,27x	0,30x	0,28x	0,32x	0,30x	0,29x	0,28x	0,27x	0,27x
Przychody zmiana r/r	17,4%	24,4%	27,4%	28,6%	40,3%	23,5%	13,8%	15,1%	12,7%	10,3%	9,5%	7,9%
EBITDA gotówkowa zmiana r/r	17,8%	42,0%	7,1%	20,3%	27,9%	14,4%	23,4%	15,1%	13,7%	10,3%	9,2%	7,9%
EBITDA zmiana r/r	12,7%	35,3%	19,3%	38,4%	29,8%	30,8%	15,1%	12,8%	12,0%	10,4%	9,0%	7,8%
Wynik netto zmiana r/r	20,4%	55,3%	34,6%	21,7%	34,0%	14,5%	12,3%	10,0%	10%	9,5%	8,9%	7,9%
DPS [PLN]	0,0	0,0	1,5	2,0	2,0	4,0	5,0	6,0	8,0	13,6	17,8	22,7
Stopa dywidendy	0%	0%	17%	18%	15%	26%	25%	27%	32%	50%	60%	70%
Div Yield	0%	0%	0%	1%	1%	1%	2%	2%	3%	5%	6%	8%

<b>Bilans</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>
Środki pieniężne	35,3	70,5	140,7	267,4	69,8	33,1	99,0	207,0	370,6	258,1	272,8	203,5
Należności z tyt dostaw i usług	9,0	10,9	8,4	13,5	20,3	24,7	24,9	25,0	25,2	25,4	25,6	25,8
Inwestycje	1 063,8	1 380,2	1 620,6	2 676,2	3 464,2	4 507,7	5 524,1	6 522,4	7 474,7	8 397,0	9 161,2	9 866,1
Pozostałe należności	17,8	16,5	26,7	28,1	45,2	45,2	45,2	45,2	45,2	45,2	45,2	45,2
Zapasy	0,5	0,5	0,6	0,5	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,5
RZAT	20,1	20,3	20,0	27,5	27,1	27,1	28,1	29,1	30,1	30,1	30,1	30,1
Inne wartości niematerialne	10,4	11,0	11,8	14,3	15,4	15,4	15,4	15,4	15,4	15,4	15,4	15,4
Wartość firmy	1,0	1,0	1,0	62,6	62,6	62,6	62,6	62,6	62,6	62,6	62,6	62,6
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	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1
<b>Aktywa RAZEM</b>	<b>1 162,8</b>	<b>1 516,6</b>	<b>1 836,1</b>	<b>3 095,7</b>	<b>3 714,1</b>	<b>4 725,3</b>	<b>5 808,8</b>	<b>6 916,2</b>	<b>8 033,4</b>	<b>8 843,4</b>	<b>9 622,4</b>	<b>10 258,3</b>
Zobowiązania razem	747,3	931,6	1 051,8	1 858,2	2 254,6	2 932,0	3 682,7	4 433,3	5 183,9	5 684,6	6 185,2	6 585,8
Zobowiązania %	687,5	838,6	935,0	1 646,4	2 096,0	2 771,0	3 521,0	4 271,0	5 021,0	5 521,0	6 021,0	6 421,0
Pozostałe zobowiązania i rezerwy	59,8	92,9	116,8	211,8	158,6	161,1	161,7	162,3	163,0	163,6	164,2	164,9
Kapitał własny ogółem	415,6	585,1	784,3	1 237,5	1 459,5	1 793,2	2 126,1	2 483,0	2 849,4	3 158,8	3 437,2	3 672,5
<b>Pasywa RAZEM</b>	<b>1 162,8</b>	<b>1 516,6</b>	<b>1 836,1</b>	<b>3 095,7</b>	<b>3 714,1</b>	<b>4 725,3</b>	<b>5 808,8</b>	<b>6 916,2</b>	<b>8 033,4</b>	<b>8 843,4</b>	<b>9 622,4</b>	<b>10 258,3</b>
<b>CF</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>
CF operacyjny	-37,2	-61,7	41,1	-623,1	-481,6	-526,6	-416,0	-318,6	-189,0	-78,7	155,3	286,5
Wynik netto	97,8	151,8	204,3	248,7	333,3	381,6	428,7	471,7	519,7	569,2	619,9	669,2
Korekty	-134,9	-213,5	-163,2	-871,8	-814,9	-908,2	-844,6	-790,3	-708,6	-648,0	-464,6	-382,7
CF inwestycyjny	-7,5	-7,8	-7,8	-74,0	-13,2	-16,8	-17,9	-18,0	-18,1	-17,2	-17,4	-17,5
CF finansowy	37,2	104,8	36,9	823,8	297,2	506,6	499,8	444,6	370,7	-16,5	-123,4	-338,2
Wypłata dywidendy	-0,2	-0,1	-26,0	-35,5	-37,5	-47,9	-95,7	-114,9	-153,2	-259,8	-341,5	-434,0
Inne (zaciągnięcie, obsługa długu)	37,4	104,9	62,9	859,3	334,7	554,5	595,6	559,5	523,9	243,3	218,2	95,7
Przepływy pieniężne netto	-7,5	35,3	70,2	126,6	-197,6	-36,8	66,0	108,0	163,6	-112,5	14,6	-69,2
Środki pieniężne sop	42,7	35,3	70,5	140,7	267,4	69,8	33,1	99,0	207,0	370,6	258,1	272,8
Środki pieniężne eop	35,3	70,5	140,7	267,4	69,8	33,1	99,0	207,0	370,6	258,1	272,8	203,5

**WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**
**Maciek Bobrowski**

Dyrektor Wydziału  
Makler Papierów Wartościowych  
tel. (032) 20-81-412  
e-mail: bobrowski@bdm.pl

strategia, banki/finanse, media/rozrywka, stal/węgiel

**Krzysztof Pado**

Zastępca Dyrektora Wydziału  
Doradca Inwestycyjny  
tel. (032) 20-81-432  
e-mail: pado@bdm.pl

paliwa, materiały budowlane, budownictwo

**Krzysztof Brymora**

tel. (032) 20-81-435  
e-mail: brymora@bdm.pl

chemia, przemysł drzewny

**Adrian Górniak**

tel. (032) 20-81-438  
e-mail: adrian.gorniak@bdm.pl

deweloperzy, handel

**Marek Jurzec**

Makler Papierów Wartościowych  
tel. (032) 20-81-435  
e-mail: 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 Bąk**

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

**Historia rekomendacji spółki:**

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	dzień publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
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

**Struktura publicznych rekomendacji BDM w 3Q'17:**

Kupuj	3	20%
Akumuluj	8	53%
Trzymaj	2	13%
Redukuj	1	7%
Sprzedaj	1	7%



**Objaśnienia używanej terminologii:**

EBIT - wynik na działalności operacyjnej  
 EBITDA — wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację  
 Dług netto – zadłużenie opiewające 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

**Silne i słabe 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).

**System rekomendacji:**

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową;

Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową;

Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do

bieżącej ceny rynkowej;

Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej;

Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.

Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka

Poszczególne rekomendacje powinny skłaniać inwestorów do odpowiedniego zachowania się na giełdzie. I tak odpowiednio:

Kupuj – inwestor kupuje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe spadki;

Akumuluj – proces kupowania rozciągnięty jest na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor kupuje głównie na spadkach ceny rekomendowanego papieru;

Trzymaj – inwestor wstrzymuje się z decyzją, a w przypadku posiadania rekomendowanego papieru wartościowego może sprzedać w chwili pojawienia się korzystniejszej inwestycji;

Redukuj – proces sprzedawania rozciągnięty na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor sprzedaje głównie na wzrostach ceny rekomendowanego papieru;

Sprzedaj – inwestor sprzedaje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe wzrosty.

**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. Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatnich stronach raportu.

Raport skierowany jest do wszystkich Klientów, z którymi Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM) zawarł Umowę o świadczenie usług maklerskich na podstawie Regulaminu świadczenia usług maklerskich przez Dom Maklerski BDM S.A. lub Umowę o świadczenie usług maklerskich dla Klientów, których rachunek papierów wartościowych prowadzony jest przez bank depozytariusz. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Nie może być on jednak publikowany bądź powielany bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazany lub wydany osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

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

Investor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahanom 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 uwzględnić, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący ujemną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatknej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakiegokolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatknej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 12.09.2017 roku (10:52 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 14.09.2017 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

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 6 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 jakiegokolwiek 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.

Investor 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 12.09.2017 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 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 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 zająć 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.