



# KOMENTARZ DO WYNIKÓW

Kruk - 2Q'19



# BM

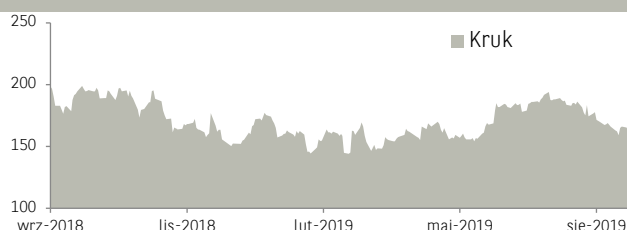
2019-09-06 16:15

## PODSTAWOWE DANE O SPÓŁCE

### Podstawowe dane o spółce

Cena	152,00
Kapitalizacja (mln zł)	2 877,5
Free float	88,6%
Wartość dzienna obrotów (mln PLN)	4,0
P/E	9,3
P/BV	1,6

### Notowania Kruk za ostatnie 12 miesięcy



## WYNIKI 2Q19

PLNm	2Q'18	3Q'18	4Q'18	1Q'19	2Q'19	r/r	kw/kw	Kons.	vKons.
Nakłady na portfele	282	648	340	180	129	-54%	-28%		
Spłaty na portfelach	401	381	433	427	448	12%	5%		
Przychody	320	289	271	306	316	-1%	3%	316	0%
Polska	161	145	142	146	173	7%	19%		
Rumunia	122	90	101	75	111	-9%	47%		
Włochy	14	31	-1	45	21	48%	-54%		
Pozostałe kraje	22	23	29	39	11	-48%	-71%		
EBITDA Gotówkowa	257	248	277	282	281	9%	0%		
EBITDA	152	132	89	138	117	-23%	-15%	137	-15%
EBIT	147	127	85	125	106	-28%	-15%	128	-17%
Zysk netto	99	90	51	97	69	-30%	-29%	92	-25%
Dług netto/kapitały własne	1,1	1,3	1,4	1,3	1,3	0,2	0,0		
Dług netto/EBITDA gotówkowa	2,0	2,3	2,3	2,3	2,1	0,1	-0,2		

## KOMENTARZ DO WYNIKÓW

Opublikowane przez Kruka wyniki za pierwsze półrocze 2019 r. okazały się być dużym rozczarowaniem zarówno w kontekście naszych jak i rynkowych oczekiwań. Zysk netto wyniósł w II kw. br. 69 mln zł wobec oczekiwań na poziomie 92 mln zł. Łącznie w pierwszym półroczu zysk wyniósł 167 mln zł i był o 12% niższy niż w analogicznym okresie roku ubiegłego. W ostatnim kwartale wynik był obciążony negatywną aktualizacją wartości portfeli wierzytelności na Słowacji, Rumunii, a także we Włoszech i Hiszpanii.

W szczególności za ostateczne negatywne zaskoczenie na poziomie zysku netto odpowiadało niespodziewane odpisanie portfela w Słowacji na kwotę 23 mln zł. Portfel wg. wyjaśnień zarządu pochodził od lokalnej firmy pożyczkowej, która podczas udzielania pożyczki zawierała z klientem dwie umowy - pożyczki i osobną umowę jej serwisowania. RRSO dla pożyczki było podawane jednakże jedynie obejmując umowę pożyczki. W kolejnych latach na Słowacji zmienione zostało prawo, które uznaje zawieranie osobnych umów serwisowych za niedozwolone, a zawarte w ten sposób umowy objęte zostały sankcją nieważności. Pomimo, iż portfel zarówno powstał jak i został następnie zakupiony przez Kruka zanim powyższe prawo powstało, Narodowy Bank Słowacki wydał zarządzenie dla spółki o tymczasowym zaprzestaniu prowadzenia polubownych procesów. Kruk postanowił postąpić w zgodzie z zarządzeniem pomimo posiadania opinii i analiz przemawiających na korzyść spółki, stanowiących iż procesy

*Negatywne zaskoczenie na poziomie wyników.*

*Znaczące negatywne aktualizacje wartości portfeli.*



powinny się w dalszym ciągu toczyć. W związku z powyższym Kruk spisał portfel, ze względu na niskie prawdopodobieństwo jego odzyskania. Negatywna aktualizacja wartości portfeli dotknęła także rynek rumuński, gdzie audytor zasugerował spółce bardziej ostrożną wycenę portfeli, co przełożyło się na jej obniżenie o 14 mln zł. Także we Włoszech miejsce miała negatywna aktualizacja o wartości 27,2 mln zł. Kruk nie dokonał w I półroczu nowych inwestycji na tym rynku koncentrując się na usprawnianiu procesu operacyjnego. Na posiadanych we Włoszech portfelach ryzyko dalszych rewaluacji zarząd określa, jako niskie. Na nowych portfelach niemniej jednak nie da się go uniknąć.

Zainwestowana kwota 308,9 mln zł w I półroczu w nowe portfele wierzycielności o łącznej wartości nominalnej 3,3 mld zł obrazuje jeden z głównych obecnie problemów spółki. W poprzednich pojedynczych kwartatach spółka inwestowała więcej niż obecnie łącznie w całym półroczu. Głównym problemem pozostaje podaż na rynku polskim. Zarząd tłumaczy, iż obecnie banki pozostają wstrzemięźliwe względem sprzedaży portfeli, lecz w kolejnych kwartatach powinno się to zmienić, co oznacza iż plan Kruka względem polskiego segmentu przesuwa się o 2-3 kw. Pomimo powyższego nie należy oczekiwać, aby w następnych kwartatach spółka „nadrobiła” inwestycje z pierwszego półroczu. Niemniej jednak zarząd zdradził, iż bieżące inwestycje mają miejsce przy IRR powyżej 25% (dokładny poziom nie został wskazany, lecz słowa prezesa wskazują na taką wartość). Zakładając, iż w rzeczywistości poziom IRR jest znacząco powyżej wartości z poprzednich kwartatów, niższa wartość nakładów nie pozostaje już tak negatywnym czynnikiem.

*Niski poziom inwestycji.*

Inwestycja w Wonga w związku z proponowanymi zmianami prawnymi będzie dużo mniej rentowna niż planowano w momencie zakupu spółki. Niemniej jednak Kruk dostrzega możliwość zwiększenia wolumenów, ze względu na fakt iż proponowane prawo doprowadzi do prawdopodobnego zaprzestania działalności przez znaczącą część konkurencji. Niższa marżowość będzie jednakże zwiększać ryzyko działalności w tym segmencie.

*Inwestycja w Wonga mniej opłacalna niż zakładano.*

Poza czynnikami portfelowymi, na ostateczny wynik negatywny wpływ miały także wyższe koszty operacyjne, które w dużej mierze wynikają z wyższych kosztów wynagrodzeń. Za pozytywne odczytujemy jednakże wciąż silną pozycję gotówkową spółki. Dług netto/EBITDA gotówkowa na poziomie 2,1x daje przestrzeń do znaczącego zwiększenia inwestycji. Niemniej jednak podobnie jak w poprzednim kwartale głównym problemem dla spółki pozostaje podaż portfeli, a nie brak środków na zwiększenie nakładów. Zmiana względem poprzedniego kwartału znajduje się w komentarzu zarządu, który podczas poprzednich konferencji utrzymywał, iż oczekuje podaży portfeli ze strony banków. Obecnie taki komentarz został utrzymany, lecz z zastrzeżeniem że będzie to miało miejsce dopiero za 2-3 kwartały. W związku z powyższym potencjał do zwiększenia skali inwestycji w perspektywie bieżącego roku pozostaje znacząco niższy. Dodając do tego negatywne rewaluacje jak i wzrost kosztów, bieżące perspektywy pozostają na drugie półrocze znacząco mniej pozytywne. Po publikacji wyników jak i konferencji zmieniamy nasze nastawienie z pozytywnego na neutralne w krótkim terminie ze względu na słabsze perspektywy podaży portfeli. Z drugiej strony nie spodziewamy się już negatywnych rewaluacji w kolejnym kwartale, co będzie wspierać wyniki.

*Słabsze perspektywy na kolejne kwartały.*



## KONTAKT

Zespół Doradztwa Inwestycyjnego	Telefon:	Adres e-mail:
<b>Michał Krajczewski, CFA</b>	<b>22 507 52 91</b>	<a href="mailto:michal.krajczewski@bnpparibas.pl">michal.krajczewski@bnpparibas.pl</a>
Adam Anioł	22 507 52 93	<a href="mailto:adam.aniol1@bnpparibas.pl">adam.aniol1@bnpparibas.pl</a>
Szymon Nowak	22 507 52 92	<a href="mailto:szymon.nowak@bnpparibas.pl">szymon.nowak@bnpparibas.pl</a>
Lukas Cinikas	22 507 52 94	<a href="mailto:lukas.cinikas@bnpparibas.pl">lukas.cinikas@bnpparibas.pl</a>
Tomasz Mazurek	22 507 52 76	<a href="mailto:tomasz.mazurek@bnpparibas.pl">tomasz.mazurek@bnpparibas.pl</a>

Zespół Obsługi Rynku Wtórniego	Telefon:	Adres e-mail:
<b>Maciej Sokołowski</b>	<b>22 578 57 68</b>	<a href="mailto:maciej.sokolowski@bnpparibas.pl">maciej.sokolowski@bnpparibas.pl</a>
Marcin Rżany	22 507 52 73	<a href="mailto:marcin.rzany@bnpparibas.pl">marcin.rzany@bnpparibas.pl</a>
Grzegorz Leszek	22 566 97 07	<a href="mailto:grzegorz.leszek@bnpparibas.pl">grzegorz.leszek@bnpparibas.pl</a>
Monika Dudek	22 566 97 05	<a href="mailto:monika.dudek@bnpparibas.pl">monika.dudek@bnpparibas.pl</a>
Artur Sulejewski	22 566 97 04	<a href="mailto:artur.sulejewski@bnpparibas.pl">artur.sulejewski@bnpparibas.pl</a>
Sławomir Orzechowski	22 566 97 06	<a href="mailto:s.orzechowski@bnpparibas.pl">s.orzechowski@bnpparibas.pl</a>
Łukasz Żukowski	22 578 57 70	<a href="mailto:lukasz.zukowski1@bnpparibas.pl">lukasz.zukowski1@bnpparibas.pl</a>
Adrian Cieślak	22 578 57 69	<a href="mailto:adrian.cieslak@bnpparibas.pl">adrian.cieslak@bnpparibas.pl</a>

Zespół Obsługi Rynku Pierwotnego	Telefon:	Adres e-mail:
<b>Marek Jaczewski</b>	<b>22 329 43 53</b>	<a href="mailto:marek.jaczewski@bnpparibas.pl">marek.jaczewski@bnpparibas.pl</a>
Paulina Sołdaj	22 566 97 32	<a href="mailto:paulina.soldaj@bnpparibas.pl">paulina.soldaj@bnpparibas.pl</a>

### Internetowe serwisy transakcyjne

#### **SIDOMA WEB**

- nowy system - wersja dla klientów chcących szybko i wygodnie złożyć zlecenie

#### **SIDOMA PROFESSIONAL**

- dotychczasowy system - wersja dla klientów doświadczonych

<https://www.webmakler.pl/>

## WYJAŚNIENIA UŻYTYCH TERMINÓW I SKRÓTÓW

EV - (enterprise value - wartość ekonomiczna) dług netto + wartość rynkowa  
EBIT - (earnings before interest & tax - zysk przed odsetkami i podatkami) - zysk operacyjny  
EBITDA - (earnings before interest, taxes, depreciation and amortization) - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją  
ROE - (return on equity - zwrot na kapitale własnym) - iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu kapitałów własnych  
ROA - (return on assets - zwrot na aktywach) - iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu aktywów  
NAV - wartość aktywów netto (aktywa - zobowiązania)  
P/CE - iloraz kapitalizacji oraz zysku wraz z amortyzacją  
EBIT/EV - iloraz zysku operacyjnego oraz wartości ekonomicznej  
P/E (lub C/Z) - (price earnings ratio - wsk. cena / zysk) - iloraz ceny oraz rocznego zysku netto przypadającego na jedną akcję  
P/BV (lub C/WK) - (cena/wartość księgową) - iloraz ceny oraz wartości księgowej przypadającej na jedną akcję

EPS - (earnings per share - wsk. zysku na jedną akcję) - iloraz zysku netto oraz liczby akcji  
DPS - (dividend per share - wsk. stopy dywidendy) - iloraz dywidendy na jedną akcję oraz ceny rynkowej jednej akcji  
BVPS - (wsk. wartości księgowej na jedną akcję) - iloraz kapitału własnego oraz liczby akcji  
Dług netto - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ich ekwiwalenty  
Marża EBITDA - EBITDA / przychody ze sprzedaży  
Yield - w przypadku nieruchomości: stosunek przychodów z najmu do wartości nieruchomości  
NOI - (net operating income) - różnica pomiędzy przychodami a kosztami operacyjnymi nieruchomości komercyjnej  
NWC - (net working capital) = zapasy + należności krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług - zobowiązania krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług





## NOTA PRAWNA

Biuro Maklerskie BNP Paribas Bank Polska S.A. prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (obecnie Komisja Nadzoru Finansowego). Podlega regulacjom ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi. Nadzór nad działalnością BM BNP Paribas Bank Polska S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została opracowana wyłączenie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego BNP Paribas Bank Polska S.A. (dalej: BM BNP Paribas Bank Polska S.A.)

Raport jest udostępniany klientom wyłącznie w celach informacyjnych i nie powinien być wykorzystywany w charakterze lub traktowany jako oferta lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Wszelkie informacje i opinie zawarte w powyższym dokumencie zostały przygotowane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez BM BNP Paribas Bank Polska S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM BNP Paribas Bank Polska S.A. nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie powyższego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego dokumentu i ewentualne szkody poniesione w ich wyniku ponoszą wyłącznie podejmujący takie decyzje. Dokument ten został przygotowany przez BM BNP Paribas Bank Polska S.A. z zastosowaniem metodologicznej poprawności, zachowaniem należytej staranności i obiektywizmu. Korzystając z tego dokumentu, nie należy go traktować jako substytutu do przeprowadzenia własnej niezależnej oceny. Ani dokument ten, ani żaden jego fragment nie jest poradą inwestycyjną, prawną, księgową, podatkową czy jakkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM BNP Paribas Bank Polska S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM BNP Paribas Bank Polska S.A. jest ważny w okresie 12 miesięcy od dnia sporządzenia go i nie jest planowana jego aktualizacja, o ile nie nastąpią zmiany lub nie pojawią się nowe istotne informacje i okoliczności, będące podstawą wydania danej rekomendacji. Data sporządzenia raportu jest datą pierwszego udostępnienia rekomendacji do dystrybucji. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez zgody BM BNP Paribas Bank Polska S.A. jest zabronione.

BM BNP Paribas Bank Polska S.A. przyjęło następującą metodologię w zakresie oczekiwań co do stopy zwrotu z inwestycji w instrument finansowy będący przedmiotem Raportu w okresie 12 miesięcy od dnia wydania raportu:

Kupuj – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wynosi co najmniej 10%;

Neutralnie – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji znajduje się w przedziale (0%; + 10%);

Sprzedaj – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wyniesie poniżej 0%.

Metody wyceny zastosowane w prezentowanym dokumencie opierają się na metodach i modelach opisanych i powszechnie wykorzystywanych w literaturze fachowej. Używanie ich wymaga szacowania dużej liczby parametrów, m.in. takich jak: stopy procentowe, kursy walut, przyszłe zyski, przepływy pieniężne i wiele innych. Parametry te są zmienne w czasie, subiektywne i w rzeczywistości mogą różnić się od tych przyjętych do wyceny. Każda wycena zależy od wartości wprowadzonych parametrów i jest wrażliwa na ich zmianę. Wycena DCF: Metoda DCF bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Jej mocne strony to uwzględnienie przyszłych zmian w wolnych przepływach pieniężnych oraz kosztu pieniądza w czasie. Słabe strony to duża liczba parametrów, które należy oszacować oraz wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów. Wycena metodą porównawczą: Wycena ta opiera się na porównaniu wskaźników rynkowych wycenianej spółki ze wskaźnikami innych porównywalnych spółek. Mocna strona tej metody to mniejsza, w porównaniu z metodą DCF, liczba parametrów wyceny oraz relatywne odnoszenie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Słabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywanych spółek oraz efektywności rynku.

Pomiędzy BM BNP Paribas Bank Polska S.A. a Podmiotem Raportu nie występują powiązania i nie są mu znane informacje, o których mowa w §9 i §10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców.

Osoby sporządzające niniejszą rekomendację/analizę/opracowanie:

- pobierają stałe wynagrodzenie niezależne od wydanego zalecenia, ceny docelowej, czy trafności rekomendacji i nie jest ono zależne od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej BNP Paribas Bank Polska S.A.
- nie pełnią funkcji kierowniczych i nie zajmują stanowisk w organach nadzorczych Spółki i nie są z nią powiązane żadną umową.

Spółka nie posiada akcji BNP Paribas Bank Polska S.A., a podmioty powiązane z BNP Paribas Bank Polska S.A. nie posiadają akcji Spółki. Niniejsza rekomendacja/analiza/opracowanie nie została udostępniona emitentowi przed datą pierwszego ich udostępnienia do dystrybucji.

Wykaz rekomendacji/analiz/opracowań/komentarzy sporządzanych przez BM BNP Paribas Bank Polska S.A. wraz z informacją dotyczącą porcji udzielanych rekomendacji „kupuj”, „sprzedaj”, „neutralnie” jest dostępny na stronie:

<https://www.bnpparibas.pl/biuro-maklerskie/raporty-biura-maklerskiego.asp>

„Nota prawna na temat sporządzania i rozpowszechniania rekomendacji inwestycyjnych” jest dostępna na stronie: [https://www.bnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static\\_informations\\_wersja\\_PL.pdf](https://www.bnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static_informations_wersja_PL.pdf)

