

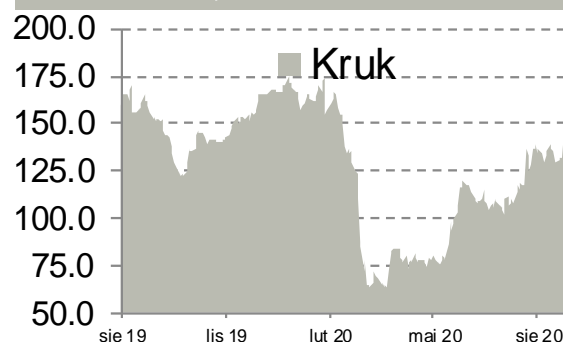


### PODSTAWOWE DANE O SPÓŁCE

#### Podstawowe dane o spółce

Cena	146.80
Kapitalizacja (mln zł)	2,785.1
Free float	88.9%
Wartość dzienna obrotów (mln PLN)	6.3
P/E	30.8
EV/EBITDA	2.30

#### Notowania spółki



### WYNIKI 2Q'20

PLNm	1Q'19	2Q'19	3Q'19	4Q'19	1Q'20	2Q'20	r/r	kw/kw	Kons.	vKons.
Nakłady na portfele	179,5	128,9	83,6	389,1	57,0	22,9	-82%	-60%		
Spłaty na portfelach	426,7	447,7	432,9	475,2	477,2	416,7	-7%	-13%		
Przychody	305,7	315,9	326,5	302,9	199,3	257,1	-19%	29%	225,2	12%
Polska	146,3	173,5	141,0	140,9	127,5	157,7	-9%	24%		
Rumunia	75,4	110,5	107,1	106,8	47,0	68,3	-38%	45%		
Włochy	45,4	20,8	46,3	59,5	15,7	3,3	-84%	-79%		
Pozostałe kraje	38,5	11,2	32,2	8,8	9,1	27,8	149%	206%		
EBITDA Gotówkowa	284,4	283,0	286,4	277,0	325,9	264,7	-6%	-19%		
EBITDA	138,4	118,6	141,3	88,5	4,6	71,0	-40%	1438%	42,2	68%
EBIT	126,3	105,7	129,3	79,1	-7,0	59,5	-44%	-945%	31,8	87%
Zysk netto	97,9	69,4	77,5	32,2	-62,1	42,8	-38%	-169%	4,2	919%
Dług netto/kapitały własne	1,3	1,3	1,2	1,3	1,2	1,1				
Dług netto/EBITDA gotówkowa	2,3	2,1	2,1	2,3	2,1	1,9				

### KOMENTARZ DO WYNIKÓW

Wyniki Kruka za 2Q'20 okazały się być znacząco powyżej oczekiwań rynkowych. Oceniamy, iż źródłem pozytywnego zaskoczenia była działalność operacyjna spółki, czyli szybsza od prognoz odbudowa przychodów, przy osiągnięciu wyraźnych oszczędności kosztowych. Ponadto inwestorzy mogli zakładać wyższy poziom negatywnej aktualizacji portfeli w II kwartale (tymczasem był on niższy niż w 1Q), a na wyniki (również EBITDA gotówkowa) wpływał koszt 25 mln zł odpisu hiszpańskiej spółki serwisowej Espand. Ponadto zarząd spółki potwierdza dalszą poprawę sytuacji rynkowej w kolejnych miesiącach trzeciego kwartału oraz spodziewa się stopniowego zwiększenia podaży portfeli wierzytelności od 4Q'20. Spółka pomimo znacznej ekspozycji na skutki epidemii COVID-19 okazała się być całkiem odporna na rynkowe zawirowania, a w dłuższym terminie może być nawet beneficjentem zwiększonej podaży wierzytelności. Podtrzymujemy więc pozytywną ocenę emitenta.

*Wyraźnie lepsze wyniki spółki potwierdzają dobrą sytuację operacyjną, zarząd oczekuje poprawy biznesu w kolejnych kwartałach*

W II kwartale Kruk odnotował 7% spadek spłat w ujęciu r/r oraz prawie 13% pogorszenie w relacji q/q co związane było z wpływem ograniczeń wprowadzonych w związku z koronawirusem (np. zaprzestanie wizyt terenowych pracowników spółki, zaprzestanie pracy sądów, regulacjami prawnymi w Rumunii ograniczającymi windykację). Jednakże po najgorszym pod tym względem miesiącem jakim był kwiecień spółka odnotowywała w kolejnych okresach 2Q poprawę spłat. W kwietniu sięgnęły one



85% celu spółki, w maju 86%, a w czerwcu 89%. Z drugiej strony na poziom przychodów wpływały ujemne rewaluacje wartości portfeli, które w II kwartale wyniosły -74 mln zł (-125 mln zł w 1Q'20, +7 mln zł w analogicznym okresie ubiegłego roku). Większość odpisów dotyczyła portfeli zabezpieczonych (kredyty firmowe i hipoteczne) z uwagi na zatrzymanie procedur sądowych. Ponadto 6,8 mln zł dotyczyło odpisu na spłacalność pożyczek w Wonga. W podziale geograficznym najmocniejszy spadek przychodów odnotowane we Włoszech z uwagi na największą skalę odpisów (-42 mln zł), które także dotyczyły portfeli detalicznych. Wynika to ze specyfiki rynku, gdzie takie sprawy również rozwiązywane są drogą sądową. Powyższe powiązane było także z silniejszym spadkiem spłat we Włoszech względem całej grupy Kruk.

*Stopniowa poprawa spłat w II kwartale oraz niższe q/q odpisy portfeli*

Z drugiej strony ograniczenie pracy sądów w większości krajów oraz przejściowa obniżka wynagrodzeń w grupie przyczyniła się do spadku kosztów operacyjnych Kruka o 26 mln zł q/q oraz o 41 mln zł w porównaniu do zakładanego budżetu. W rezultacie EBITDA gotówkowa wyniosła 264,7 mln zł (-6% r/r), EBITDA raportowana 71,0 mln zł (-40% r/r), a zysk netto 42,8 mln zł (-38% r/r)

W związku z pandemią COVID-19 KRUK czasowo ograniczył inwestycje w nowe pakiety wierzytelności. W całym 1 półroczu KRUK nabył portfele wierzytelności o łącznej wartości nominalnej ponad 692 mln zł, inwestując 80 mln zł, z czego mniej niż 1/3 tej kwoty została zainwestowana w 2 kwartale tego roku. W ocenie zarządu spółki sytuacja finansowa i płynnościowa grupy jest dobra i daje możliwości aktywnego udziału w spodziewanym wzroście podaży na rynku jak i podzieleniem się częścią wypracowanego w ubiegłym roku zysku netto z akcjonariuszami spółki.

*Niższe nakłady na nabycie portfeli w 1H'20*

### Najważniejsze informacje przekazane przez zarząd podczas telekonferencji wynikowej:

- W ocenie zarządu okres największej niepewności w kwietniu już minął, a sytuacja rynkowa wygląda lepiej niż oczekiwano kilka miesięcy temu. Trend poprawy spłat jest kontynuowany również w lipcu oraz sierpniu, co wynika z powrotu do operacji w terenie pracowników spółki na przełomie maja i czerwca oraz zwiększenie aktywności sądów od czerwca.
- Spółka nie obserwuje specjalnego pogorszenia się kondycji finansowej dłużników, a pogorszenie się spłat i odpisy wynikały w większości z braku działania sądów i innych instytucji oraz regulacji prawnych. O ile sytuacja makroekonomiczna nie ulegnie ponownemu pogorszeniu w 2H'20, Kruk nie zakłada dokonania kolejnych odpisów portfeli.
- Poprawa w biznesie (spłaty) obserwowana jest również we Włoszech i Hiszpanii. We Włoszech większa skala przekazywania spraw do sądów planowana jest od września br.
- Wzrost skali przekazywania spraw do sądów oraz zakończenie okresu obniżki wynagrodzeń w grupie (do lipca włącznie) powinno skutkować odbiciem kosztów q/q w 3Q'20.
- Zarząd oczekuje zwiększenia podaży portfeli pod koniec roku, a na pewno w latach 2021-22 r. i wtedy spółka będzie chciała mocniej zaangażować się w zakupy portfeli (głównie w Polsce i Rumunii), na co pozwala bardzo dobra sytuacja bilansowa. Obecnie podejście jest bardziej ostrożnie, a spółka oczekuje lekkiego spadku wycen portfeli. Równocześnie obserwowane są symptomy ożywienia tego rynku – banki przygotowują portfele i przetargi, przy czym z uwagi na specyfikę pracy zdalnej, procesy sprzedaży mogą trwać dłużej. Wg zarządu obecne działania konkurencji w Polsce są racjonalne.
- Program emisji obligacji – chodzi przede wszystkim o odświeżenie poprzedniego prospektu (wygaś w czerwcu 2020 r) i posiadanie zdolności do pozyskania finansowania w razie potrzeby, a wartość emisji nie musi sięgać maksymalnej.
- Obecne wyniki Wonga są słabsze od oczekiwań (raportowany wzrost r/r z uwagi na niepełną konsolidację spółki – od maja 2019 r.), natomiast spodziewane jest mocniejsze odbicie w 2021 r. Wg zarządu Wonga posiada znacznie lepszy portfel na tle konkurencji i pracuje nad zmianami oferty oraz IT aby oferować produkty oprocentowane – obecne regulacje prawne w Polsce (wprowadzone do marca 2021 r. w związku z epidemią COVID-19) ograniczają możliwość pobierania prowizji od pozabankowych pożyczek konsumenckich.
- Zmiana polityki rachunkowości w sprawozdaniu jednostkowym – chodzi o uwzględnienie w kapitałach własnych zakumulowanych zysków spółek inwestycyjnych Kruka, co zwiększać będzie potencjał dywidendowy spółki.
- W dniu 31 sierpnia WZA spółki ma zdecydować o dystrybucji zysku za 2019 r. w formie skupu akcji własnych (po cenie 350 zł/akcja) lub wypłacie dywidendy (5 zł/akcja). DY=3,5%.

*Daś za poprawa biznesu spodziewana w 3Q*

*Oczekiwane zwiększenie podaży portfeli w kolejnych okresach*

*Planowana poprawa wyników Wonga w 2021 r.*

*Polityka dywidendowa*



**KONTAKT**

Zespół Doradztwa Inwestycyjnego	Telefon:	Adres e-mail:
Michał Krajczewski, CFA	22 507 52 91	<a href="mailto:michal.krajczewski@bnpparibas.pl">michal.krajczewski@bnpparibas.pl</a>
Adam Anioł, CFA	22 507 52 93	<a href="mailto:adam.aniol1@bnpparibas.pl">adam.aniol1@bnpparibas.pl</a>
Szymon Nowak, CFA	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>

Zespół Obsługi Rynku Wtórniego	Telefon:	Adres e-mail:
Maciej Sokółowski	22 578 57 68	<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>
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 Projektów	Telefon:	Adres e-mail:
Marek Jaczewski	22 329 43 53	<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>
Ewa Drózdź	22 368 92 50	<a href="mailto:ewa.drozd@bnpparibas.pl">ewa.drozd@bnpparibas.pl</a>
Damian Sieńko	--	<a href="mailto:damian.sienko@bnpparibas.pl">damian.sienko@bnpparibas.pl</a>
Beata Skórka-Bydgoska	--	<a href="mailto:beata.skora-bydgoska@bnpparibas.pl">beata.skora-bydgoska@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 księgowa) - 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

B VPS - (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. do- staw i usług - zobowiązania krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług





## NOTA PRAWNA

Nadzór nad Biurem Maklerskim BNP Paribas Bank Polska S.A. z siedzibą w Warszawie przy ulicy Twardej 18, sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została przygotowana przez Biuro Maklerskie BNP Paribas Bank Polska S.A. (dalej BM) dla klientów BM wyłącznie w celach informacyjnych, nie uwzględnia indywidualnej sytuacji i potrzeb klienta oraz nie stanowi rekomendacji w rozumieniu przepisów Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 roku. Niniejsza publikacja nie powinna być wykorzystywana w charakterze lub traktowana jako oferta lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji instrumentów finansowych. BM dołożyło należytej staranności w celu zapewnienia, iż zawarte informacje nie są błędne lub nieprawdziwe w dniu ich publikacji. Niniejsza analiza nie jest przygotowana na indywidualne zamówienie jakiegokolwiek Klienta BNP Paribas Bank Polska S.A. Wszelkie informacje i opinie zawarte w powyższym dokumencie zostały przygotowane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez BM za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BM, opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne i BM nie gwarantuje ich sprawdzenia się. Publikacja niniejsza ani żaden jej fragment nie jest poradą inwestycyjną, prawną, księgową, podatkową czy jakąkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia. BM nie ponosi odpowiedzialności za prawdziwość i kompletność przedstawionych w niniejszym dokumencie informacji i prognoz, jak również za wszelkie szkody powstałe w wyniku wykorzystania niniejszej publikacji lub zawartych w niej informacji. BM udostępnia niniejszą publikację nieodpłatnie, nie była ona przekazywana wcześniej lub udostępniana przed datą publikacji. Analiza udostępniana jest na stronie [www.bnp-paribas-bank-polska.com](http://www.bnp-paribas-bank-polska.com) oraz wysyłana poprzez pocztę elektroniczną. Niniejsza analiza nie posiada daty ważności. Zabronione jest powielanie i rozpowszechnianie tej publikacji lub jej części bez zgody BM.

