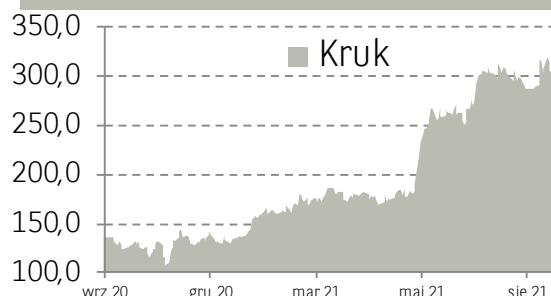




PODSTAWOWE DANE O SPÓŁCE

Podstawowe dane o spółce	
Cena	304,80
Kapitalizacja (mln zł)	5 794,6
Free float	88,9%
Wartość dzienna obrotów (mln PLN)	5,9
P/E	11,7
EV/EBITDA	5,87

Notowania spółki



WYNIKI 2Q20

PLNm	1Q'20	2Q'20	3Q'20	4Q'20	1Q'21	2Q'21	r/r	kw/kw
Nakłady na portfele	57,0	22,9	33,1	343,2	159,3	484,2	2011%	204%
Spłaty na portfelach	477,2	416,7	452,1	487,8	511,7	553,4	33%	8%
Przychody	199,3	257,1	335,2	366,2	383,0	512,8	99%	34%
Polska	127,5	157,7	164,8	171,9	199,0	261,0	65%	31%
Rumunia	47,0	68,3	81,0	118,7	90,0	131,0	92%	46%
Włochy	15,7	3,3	58,5	39,5	54,0	62,0	1785%	15%
Pozostałe kraje	9,1	27,8	30,8	36,1	39,0	58,0	109%	49%
EBITDA Gotówkowa	325,9	264,7	324,4	321,3	363,7	398,6	51%	10%
EBITDA	4,6	71,0	166,3	136,9	192,5	317,0	346%	65%
EBIT	-7,0	59,5	154,8	125,0	181,2	302,8	409%	67%
Zysk netto	-62,1	42,8	53,8	46,4	127,2	268,4	527%	111%
Dług netto/kapitały własne	1,2	1,1	0,9	1,0	0,9	0,9	-18%	0%
Dług netto/EBITDA gotówkowa	2,1	1,9	1,6	1,7	1,5	1,4	-26%	-7%

KOMENTARZ DO WYNIKÓW

Wyniki Kruka za 2Q'21 były zgodne ze wstępnym szacunkiem wyniku netto, oceniamy je jednak umiarkowanie pozytywnie z uwagi na zaprezentowaną strukturę oraz outlook zarządu na kolejne kwartały. Przede wszystkim Kruk utrzymuje tendencję wzrostu spłat z portfeli, a wg zarządu znaczącą rolę ma tu coraz wyższa efektywność spółki. Jest to efekt długoterminowy i jego utrzymanie, przy konserwatywnej polityce księgowej, powinien sprzyjać rozpoznawaniu kolejnych, dodatnich rewaluacji portfeli. Ponadto zwracamy uwagę na utrzymanie stabilnych kosztów, niskie zadłużenie oraz odbicie nakładów na nowe portfele: zgodnie z planami spółki powinny one przekroczyć 1,0 mld zł w bieżącym roku. Spółka już w ubiegłym roku bardzo szybko przestała odczuwać negatywny wpływ COVID-19 na biznes i naszym zdaniem jest obecnie przygotowana do wykorzystania sprzyjających warunków rynkowych. Planem zarządu jest więc dalsza poprawa wyników w 2022 r., co powinno skutkować wyraźnym podnoszeniem prognoz przez rynkowy konsensus (obecnie wg Bloomberg'a zakładany jest lekki spadek rezultatów w 2022). Podtrzymujemy więc pozytywną opinię o spółce.

Wyniki zgodne ze wstępnymi, pozytywnie oceniamy jednak ich strukturę oraz perspektywę spółki na kolejne kwartały

W II kwartale Kruk odnotował 33% wzrost spłat w ujęciu r/r, a wysoka dynamika częściowo była pokłosiem efekty bazy (mocne zatrzymanie biznesu w kwietniu 2020 z uwagi na lockdown), ale przede wszystkim dalszego zwiększania skali działalności i efektywności operacyjnej. Ponadto na poziom przychodów wpływała pozytywna rewaluacja portfeli (głównie w Polsce i Rumunii) wynikająca ze

Kruk poprawia spłaty oraz dokonuje dodatniej



znacząco lepszych spłat względem założeń. Z uwagi na negatywne odpisy przed rokiem (-72 mln zł wobec +117 mln zł w 2Q'21) Kruk zanotował prawie dwukrotnie większe przychody r/r. Z drugiej strony Kruk utrzymał bardzo stabilne koszty operacyjne (+2,1% r/r – wyższe o 24% koszty pracownicze zostały zrównoważone spadkiem pozostałych kosztów) dzięki czemu zdołał poprawić EBITDA gotówkową o 55%, a raportowaną o prawie 350%. Ponadto w II kwartale spółka miała dodatnie saldo kosztów finansowych (+3,4 mln zł vs 23,2 mln zł przed rokiem) co wynikało z różnic kursowych i wyceny kontraktów forward na stopę procentową. Dzięki temu skala poprawy zysku netto r/r przekroczyła 500%.

*rewaluacji
portfeli w 2Q*

*Stabilne koszty
przekładają się
na znaczne
dynamiki zysku
netto*

Pozytywnym aspektem wyników w 2Q'21 jest także znacząca poprawa nakładów na portfele wierzycelności. Wyniosły one 484 mln zł w porównaniu do 23 mln zł w „pandemicznym” 2Q'20, co pokazuje powrót sprzedaży portfeli przez banki i daje szansę na dalszy wzrost biznesu Kruka w przyszłości.

Najważniejsze informacje przekazane przez zarząd podczas telekonferencji wynikowej:

- Rewaluacje: spółka pomimo dokonanych w 2Q przeszacowań cały czas określa swoją politykę księgową jako konserwatywną. Przeszacowania zostały niejako „wymuszone” przez znacznie lepsze od oczekiwań spłaty, przy czym w bieżących rewaluacjach założono lepszą ścieżkę spłat jedynie na kolejne 6 miesięcy. Oznacza to, że jeżeli obecna, bardzo dobra sytuacja rynkowa i wysoka efektywność spółki w ściąganiu długów utrzyma się, zarząd widzi potencjał do dokonywania kolejnych przeszacowań
- Spłaty: Kontynuacja ich wzrostu wynika zarówno z dobrej koniunktury gospodarczej, ale wg zarządu przede wszystkim z coraz wyższej efektywności spółki i doskonalenia procesów operacyjnych. Spółka coraz lepiej łączy proces ugodowy z sądowym (np. coraz lepsze modele predykcyjne i zebrane statystyki portfeli pozwalają zwiększać udział spraw kierowanych do sądu, które w poprzednich latach były uznawane za nieopłacalne). Kruk modyfikuje również politykę podejścia do klienta z w pełni ugodowej na nieco „twardszą” co spowodowane jest wcześniejszymi zmianami w prawie (skrócenie okresu przedawnienia długu, co też wpływa na większy udział drogi sądowej). Wg zarządu najważniejsze jest, że opisane powyżej usprawnienia mają charakter stały i będą dalej wpływać na poprawę spłat.
- Nakłady na portfele: Zarząd chce przekroczyć poziom 1,0 mld zł nakładów na portfele w br., głównym rynkiem nadal pozostaje Polska. Konkurencja w Polsce utrzymuje się na wysokim poziomie, korzystnym dla branży jest trend coraz lepszej jakości portfeli sprzedawanych przez banki (spółka może zainwestować więcej nawet bez wyraźniejszego wzrostu rynku). Po słabszym pierwszym półroczu oczekiwany jest wzrost nakładów w Rumunii, choć z uwagi na regulacje prawne (bankom nie opłaca się obecnie sprzedawać małych portfeli) większa poprawa może mieć miejsce dopiero w 2022 r. Spółka oczekuje też stopniowego zwiększenia nabyć portfeli na pozostałych rynkach (głównie Włochy).
- Sytuacja rynkowa: Zarząd pozytywnie ocenia otoczenie rynkowe, które jest najlepsze dla spółki od kilku lat. Kruk nie zamierza w najbliższym czasie wchodzić na nowe rynki, dostrzega duży potencjał w Polsce i Rumunii oraz w bezpieczny sposób (nauczony doświadczeniami z poprzednich lat) chce rozwijać się we Włoszech i Hiszpanii.
- Pozostałe: Wg zarządu ew. podwyżki stóp procentowych powinny być neutralne dla spółki (wyższy koszt finansowania równoważony większymi przychodami). Spółka dobrze wypada pod względem kosztowym, choć chciałaby zatrudniać więcej osób, szczególnie w IT – jest to jednak ciężkie z uwagi dużą konkurencję o pracowników.
- **Zarząd celuje w dalszą poprawę wyników w 2022 r., nawet pomimo wysokiej bazy z br.**

*Możliwe dalsze,
dodatnie
przeszacowania
portfela*

*Coraz wyższa
efektywność
Kruka głównym
źródłem poprawy
spłat*

*Spodziewane
dobre otoczenie
rynkowe i wzrost
nakładów na
portfele*





KONTAKT

Zespół Doradztwa Inwestycyjnego	Telefon:	Adres e-mail:
Michał Krajczewski, CFA	22 507 52 91	michal.krajczewski@bnpparibas.pl
Adam Anioł, CFA	22 507 52 93	adam.aniol1@bnpparibas.pl
Szymon Nowak, CFA	22 507 52 92	szymon.nowak@bnpparibas.pl
Lukas Cinikas	22 507 52 94	lukas.cinikas@bnpparibas.pl

Zespół Obsługi Rynku Wtórny	Telefon:	Adres e-mail:
Sławomir Orzechowski	22 566 97 06	s.orzechowski@bnpparibas.pl
Marcin Rżany	22 507 52 73	marcin.rzany@bnpparibas.pl
Monika Dudek	22 566 97 05	monika.dudek@bnpparibas.pl
Artur Sulejewski	22 566 97 04	artur.sulejewski@bnpparibas.pl
Karolina Marczuk	22 566 97 38	karolina.marczuk@bnpparibas.pl
Łukasz Żukowski	22 578 57 70	lukasz.zukowski1@bnpparibas.pl
Adrian Cieślak	22 578 57 69	adrian.cieslak@bnpparibas.pl

Zespół Projektów	Telefon:	Adres e-mail:
Marek Jaczewski	22 329 43 53	marek.jaczewski@bnpparibas.pl
Paulina Sotdaj	22 566 97 32	paulina.sotdaj@bnpparibas.pl
Ewa Drózdź	22 368 92 50	ewa.drozdz@bnpparibas.pl
Damian Sieńko	--	damian.sienko@bnpparibas.pl
Beata Skórka-Bydgoska	--	beata.skora-bydgoska@bnpparibas.pl

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. 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 udostępni niniejszą publikację nieodpłatnie, nie była ona przekazywana wcześniej lub udostępniana przed datą publikacji. Analiza udostępniana jest na stronie www.bnp-paribas-bank-polska.pl oraz wysyłana poprzez pocztę elektroniczną. Niniejsza analiza nie posiada daty ważności. Zabronione jest powielanie i rozpowszechnianie tej publikacji lub jej części bez zgody BM.

