

czwartek, 3 września 2020 | aktualizacja raportu

Kruk: kupuj (podtrzymana)

KRU.PW; KRU.WA | Finanse, Polska

Szybki powrót na właściwe tory

Oczekujemy, że odbicie w sektorze windykacyjnym będzie V-kształtne, co znacząco odróżni ten sektor od sektora bankowego. Szeroko zakrojone programy fiskalne i pomocowe powinny z jednej strony przełożyć się na niższy wzrost kredytów niepracujących niż tego można było jeszcze oczekiwać w marcu br., ale z drugiej strony znacząco będą wspierać konsumenta, a w konsekwencji jego spłaty. Oznacza to, że scenariusz pisany dla Kruka przed pandemią należy skorygować o spadek spłat i nakładów w 2020 roku, ale jednocześnie należy podwyższyć bazę portfeli dostępnych do zakupu w latach kolejnych. Kruk powinien relatywnie szybko odbudować wyniki po ich znaczącym spadku w 2020 roku, czego dowodem jest chociażby dobry wynik w 2Q'20. W pierwszej fazie odbicia wyników (2021 rok) oczekujemy utrzymania niskich kosztów operacyjnych, zanotowania niskich pozytywnych rewaluacji przy braku jednorazowych odpisów na np. goodwill. W drugiej fazie oczekujemy, że wyniki na lata 2022+ napędzane będą przez rosnącą podaż portfeli spowodowaną przez wzrost wskaźnika NPL w sektorze bankowym przy jednoczesnej normalizacji kosztów. Oczekujemy, że na głównym rynku Kruka, w Polsce, wartość nominalna kredytów niepracujących wzrośnie o 20% w 2021 roku, co pozytywnie przełoży się na rynek sprzedaży wierzytelności, ale najwcześniej w 2022 roku. Pamięamy także o skupie akcji własnych (350 PLN na akcję), co również pozytywnie odróżnia spółkę od sektora bankowego. W konsekwencji kryzysu nasze prognozy zostały skorygowane o 66% na 2020 rok, ale zaledwie o 10%/11% na lata 2021/22. Ponawiamy naszą rekomendację kupuj dla Kruka.

Gotowy na zakupy

Wskaźnik długu netto do kapitałów własnych na koniec roku wyniósł zaledwie 1,1x wobec kowenantów na poziomie 2,5x. Wartość dostępnych linii kredytowych wynosi 910 mln PLN, zaś KNF zatwierdził prospekt obligacji o wartości 700 mln PLN. Z drugiej strony oczekujemy rosnącej podaży portfeli niepracujących na głównych rynkach Kruka. W Polsce prognozujemy, że wzrost wskaźnika NPL o 2 p.p. przełoży się na przyrost +30 mld PLN (delta 2022/19), a w konsekwencji na nominalną wartość rynku wierzytelności rzędu >15 mld PLN rocznie. Rynek w Rumunii szacujemy na około 3 mld PLN rocznie. Nasza prognoza nakładów dla Kruka zakłada ich spadek do 298 mln PLN w 2020, 874 mln PLN w 2021 oraz 1 306 mln PLN w 2022. Uważamy, że nasza prognoza na 2020 jest dość konserwatywna, ale wynika z oczekiwanej przez nas znaczącej presji na ceny w 2H'20 w Polsce.

Rynek coraz bardziej przychylnie patrzy

Rynek coraz bardziej przychylnie patrzy na spółki windykacyjne, co zobrazowane jest nie tylko kursem akcji (np. w 12M B2H +6%, Intrum -7% vs EURO Stoxx banks 600 -20%), ale i coraz niższą pozycją krótką, która w Intrum spadła z 10% na początku marca do 8,8% obecnie, w B2H z 2% do zera, zaś w Arrow Global z 6% do 1%. Na wskaźniku 2021/22 P/E Kruk jest obecnie notowany z 8%/2% dyskontem do spółek porównywalnych, ale należy pamiętać, że dla większości peers Kruka rynek widzi potencjał wzrostu i utrzymuje pozytywne zalecenia inwestycyjne.

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	1 164,8	1 251,1	1 093,0	1 299,0	1 380,4
Marża pośrednia	663,9	665,0	483,1	682,1	739,5
EBIT	478,3	440,3	276,8	446,9	491,2
Zysk netto	330,4	277,1	107,5	294,3	327,1
ROE (%)	20,7	15,0	5,4	13,6	13,6
EPS (PLN)	17,5	14,6	5,7	15,8	17,6
BVPS (PLN)	91,7	103,7	109,5	123,4	135,7
P/E (x)	8,9	10,7	27,3	9,9	8,9
P/BV (x)	1,7	1,5	1,4	1,3	1,2
DYield	3,2	3,2	0,0	1,2	3,3

Cena bieżąca	156,70 PLN
Cena docelowa	183,17 PLN
Kapitalizacja	2,96 mld PLN
Free float	2,96 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	12,1 mln PLN

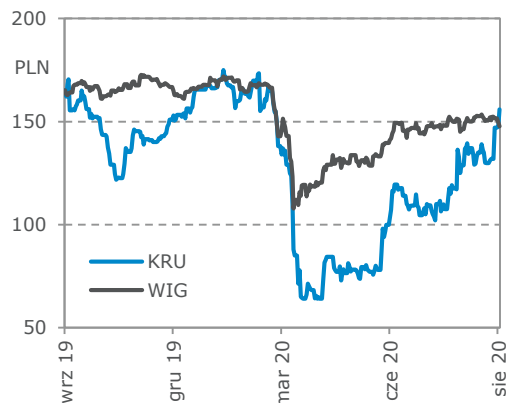
Struktura akcjonariatu

Piotr Krupa	9,79%
Pozostały Zarząd	0,95%
NN PTE	10,83%
Aviva OFE	9,17%
Pozostali akcjonariusze	69,26%

Profil spółki

Kruk jest liderem rynku windykacyjnego w Polsce i Rumunii koncentrującym się na bankowych wierzytelnościach detalicznych. Ponadto, w 2015 roku spółka rozpoczęła działalność operacyjną na rynkach niemieckim oraz włoskim. W Polsce, Rumunii i we Włoszech spółka prowadzi działalność w dwóch wzajemnie uzupełniających się segmentach, oferując usługi windykacji na zlecenie (tzw. inkaso) oraz nabywając pakiety wierzytelności na własny rachunek.

Kurs akcji Kruk na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Kruk	183,17	210,31	kupuj	kupuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Kruk	156,70	183,17	+16,9%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2020P	2021P	2022P
EBITDA	-38,4%	-6,7%	-8,9%
EBIT	-41,8%	-8,8%	-11,2%
Zysk netto	-65,5%	-10,0%	-11,2%

Analitik:

Michał Konarski
+48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl

Mikołaj Lemańczyk
+48 22 438 24 07
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)
EBIT – zysk operacyjny
EBITDA – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją
BOOK VALUE – wartość księgowa
WNDB – wynik na działalności bankowej
MC/S – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży
EBIT/EV – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej
P/E – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję
P/CE – cena do zysku wraz z amortyzacją
ROE – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych
P/BV – (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję
Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ekwiwalent
Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży

PRZEWAŻENIE (OW, overweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku
RÓWNOWAŻENIE (N, neutral) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku
NIEDOWAŻENIE (UW, underweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

Rekomendacje Biura maklerskiego mBanku:

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

KUPIJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%
AKUMULUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%
TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%
REDUKUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%
SPRZEDAJ – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%
Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego mBanku.

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Comarch, Sygnity, VRG. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzanie materiałów mBank S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane w ramach współpracy dostępne są pod adresem: https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/program_wsparcia_pokrycia_analitycznego_gpw

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Biuro maklerskie mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Biuro maklerskie mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Do opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. Niniejszy dokument nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a mBank nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w materiałach. Niniejsze opracowanie, ani żadna z jego kopii nie może być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji materiałów stworzonych w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na stronach internetowych spółek: Cognor Holding, Comarch, Sygnity, VRG, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

mBank S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

mBank S.A. pełni funkcję sponsora emisji.
W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł otrzymać od emitenta wynagrodzenie za świadczone usługi.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 3 września 2020 o godzinie 08:37.
Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 3 września 2020 o godzinie 08:37

Niniejsze opracowanie zawiera wyciąg z pełnej rekomendacji wydanej przez Biuro maklerskie mBanku.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczył, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie, publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy klienci Biura maklerskiego mBanku.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie:
http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Biurze maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Niniejsza publikacja stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Biura maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:

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

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

Zdyskontowanych dywidend (DDM) – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.

Zysków ekonomicznych – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.
Zdyskontowanych aktywów netto (NAV) – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

Rekomendacje dotyczące spółki wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy:

rekomendacja	kupuj
data wydania	2019-12-05
cena docelowa (PLN)	210,31
kurs z dnia rekomendacji	150,90

mBank S.A.

Senatorska 18
00-950 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.klischcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

Michał Marczak
+48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

Michał Konarski
+48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

Paweł Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Bogusz
+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel, gaming

Aleksandra Szklarczyk
+48 22 438 24 04
aleksandra.szklarczyk@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Poniąkowski
+48 22 438 24 09
piotr.poniatowski@mbank.pl
przemysł

Mikołaj Lemańczyk
+48 22 438 24 07
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
banki, finanse

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej**Maklerzy**

Piotr Gawron
dyrektor
+48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Krzysztof Bodek
+48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

Tomasz Jakubiec
+48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mbank.pl

Adam Prokop
+48 22 697 47 90
adam.prokop@mbank.pl

Magdalena Bernacik
+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Bartosz Orzechowski
+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@mbank.pl

Jędrzej Łukomski
+48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański
dyrektor
+48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
+48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl