



Biuro maklerskie

mBank.pl

środa, 9 czerwca 2021 | aktualizacja raportu

Kruk: akumuluj (podwyższona)

KRU.PW; KRU.WA | windykatorky, Polska

Konsument wychodzi silny z pandemii

Pomimo znaczącego wzrostu kursu akcji podnosimy naszą rekomendację do akumuluj, a cenę docelową do 295,77 PLN na akcję. Kruk zaskoczył świetnymi wynikami w 1Q'21 oraz w 4Q'20. Wyniki pokazują, że potencjału wzrostu należy obecnie szukać w silnym konsumencie, a nie w portfelach niepracujących wpływających po pandemii COVID-19, czego jeszcze oczekiwaliśmy we wrześniu zeszłego roku. Pomimo recesji Kruk zaskoczył rynek rekordowo wysokimi spłatami oraz rewaluacjami, co właśnie wskazuje, że klienci przeszli kryzys bez większego szwanku. Z kolei nie potwierdziły się nasze oczekiwania odnośnie napływu kredytów niepracujących w związku z pandemią i falą bankructw. Od marca 2020 roku (wybuch pandemii) do marca 2021 roku portfel kredytów niepracujących w Polsce spadł o 0,6 mld PLN, co można tłumaczyć niespotykaną skalą programów pomocowych. Z drugiej strony zostaliśmy absolutnie zaskoczeni spłatami i rewaluacjami na portfelu, co również potwierdziło skuteczność pomocy. W naszych prognozach zmniejszyliśmy wskaźnik NPL dla sektora bankowego, co oznacza mniejszy rynek dla windykatorków, ale z drugiej strony podnieśliśmy nasze oczekiwania odnośnie podaży portfeli, które jeszcze we wrześniu prognozowaliśmy na niższym poziomie w obawie przed bardziej zachowawczym zachowaniem banków. Dodatkowo oczekujemy rosnących zakupów na rynkach zagranicznych (Włochy, Hiszpania), które wykazują również pozytywny trend w spłatach pomimo kryzysu. Oznacza to, że nasza prognoza nakładów na rok obecny wzrosła aż o 53%. Wraz ze wzrostem nakładów na rynkach zagranicznych podnosimy naszą prognozę kosztów, ze względu na większy udział kosztów sądowych wobec systemu ugodowego. Podsumowując podnosimy nasze prognozy 56%-33% w latach 2021-23, a cenę docelową do 295,77 PLN co przekłada się na rekomendację akumuluj.

Kruk pomimo rajdu notowany z dyskontem

Po znaczącym wzroście, Kruk na 2021 P/E notowany jest nadal z dyskontem do spółek porównywalnych na poziomie 16%. Warto zauważyć, że grupa porównawcza przez ostatnie miesiące zanotowała znaczący wzrost wycen (Intrum +117%, B2H +123%, Arrow +281%, Hoist +54%). W porównaniu do P/BV Kruk notowany jest z premią rzędu 57%-44%, ale trzeba zauważyć, że wskaźnik net debt/equity Kruka jest średnio prawie 2x niższy niż u konkurencji. Uważamy, że dyskonto powinno się domykać ze względu na znacznie wyższą rentowność (ROE na poziomie około 20% versus średnia 12%), bardzo niski lewar oraz dominującą rolę na silnym polskim rynku oraz znaczącą poprawę na tzw. nowych rynkach, które powinny wreszcie przynosić wymierne korzyści.

Szanse i zagrożenia

Uważamy, że szansą dla Kruka może być wzrost rentowności na tzw. nowych rynkach (Włochy, Hiszpania), co pozwoli na jeszcze bardziej śmiałe inwestycje niż obecnie prognozujemy. Zagrożeniem dla Kruka z kolei może być konkurencja. Wraz ze wzrostem PKB historycznie rosły ceny portfeli, co może ograniczyć opłacalność inwestycji. Dodatkowo część specjalistów nadal oczekuje fali bankructw po pandemii wraz z odcięciem kropłówki rządowej. W krótkim terminie mogłoby to oznaczać brak rewaluacji oraz spadek płac choć w długim terminie pojawienie się nowych portfeli do kupienia. Uważamy jednak, że obecne prognozy makroekonomiczne napawają optymizmem i przechylają szalę w stronę szans niż zagrożeń.

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	1 251,1	1 138,0	1 471,1	1 574,4	1 674,5
marża pośrednia	665,0	532,1	851,7	885,0	912,3
EBIT	440,3	332,3	595,5	612,2	624,1
zysk netto	277,1	81,0	449,2	466,7	456,7
ROE (%)	15,0	4,0	20,8	19,2	16,7
EPS (PLN)	14,6	4,3	23,6	24,5	24,0
BVPS (PLN)	103,2	107,5	119,4	136,2	152,0
P/E (x)	18,1	62,3	11,2	10,8	11,1
P/BV (x)	2,6	2,5	2,2	2,0	1,7
DYield	1,88%	0,00%	4,14%	2,95%	3,06%

cena bieżąca	265,80 PLN
cena docelowa	295,77 PLN
kapitalizacja	5 053,1 mln PLN
free float	5 053,1 mln PLN
średni dzienny obrót (3 m-ce)	9,6 mln PLN

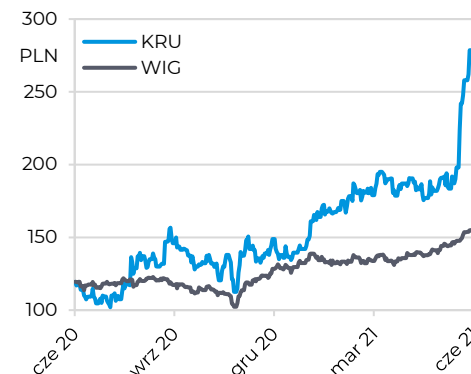
Struktura akcjonariatu

Piotr Krupa	9,61%
pozostały Zarząd	0,70%
NN PTE	12,93%
PZU OFE	9,77%
Aviva OFE	9,41%
Allianz OFE	5,31%
pozostali akcjonariusze	52,28%

Profil spółki

Kruk jest liderem rynku windykatorkowego 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 windykatorki na zlecenie (tzw. inkaso) oraz nabywając pakiety wierzytelności na własny rachunek.

Kurs akcji KRU na tle WIG



spółka	cena docelowa		rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Kruk	295,77	174,96	akumuluj	trzymaj
spółka	cena bieżąca	cena docelowa	potencjał zmiany	
Kruk	265,80	295,77	+11,3%	
zmiana prognoz od ostatniego raportu		2021P	2022P	2023P
EBITDA		+33,3%	+27,3%	+16,4%
EBIT		+36,6%	+29,6%	+17,4%
zysk netto		+56,1%	+47,6%	+32,7%

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: wartość rynkowa + dług netto; **EBIT:** zysk operacyjny; **EBITDA:** zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją; **dług netto:** kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent; **P/E:** (cena/zysk), cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję; **P/CE:** cena do zysku wraz z amortyzacją; **P/BV:** (cena/wartość księgową), cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję; **P/CF:** wartość rynkowa / przepływy pieniężne operacyjne; **ROE:** (Return on Equity), zysk netto / średni poziom kapitałów własnych; **ROCE:** (Return on Capital Employed), EBIT x (średni poziom aktywów - średni poziom zobowiązań krótkoterminowych); **ROIC:** (Return on Invested Capital), EBIT x (1-stopa podatkowa) / (średni poziom kapitałów własnych + średni poziom kapitałów mniejszości + średni poziom długu netto); **FCFF:** przepływy pieniężne operacyjne - nakłady inwestycyjne - rata leasing; **FCFE:** FCFF - odsetki netto (dług + leasing) - rata leasing

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:

- KUPUJ** – 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. Prostej 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, Sygnty, 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 stanowił 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 lub związane 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, Sygnty, VRG, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji.

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

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

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 9 czerwca 2021 o godzinie 08:20. Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 9 czerwca 2021 o godzinie 08:27.

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

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 bądź 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:

Kruk

rekomendacja	trzymaj	kupuj	kupuj
data wydania	2021-02-02	2020-12-08	2020-09-03
cena docelowa (PLN)	174,96	174,96	183,17
kurs z dnia rekomendacji	168,30	142,30	156,70



mBank S.A.

Prosta 18
00-850 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszczyk
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.klisczyk@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

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

Piotr Poniątkowski
+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

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
+48 22 697 48 82
marzena.lemnicka-wilim@mbank.pl

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
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
jaroslaw.banasiak@mbank.pl