

## Kruk – omówienie wyników za 3Q'20 oraz sytuacja bieżąca 2020-11-06

Wyniki Kruka za 3Q20, w obliczu spowolnienia gospodarczego, są dobre. Przychody co prawda wzrosły tylko o 2,7% r/r, ale zysk operacyjny już o 19,7%, a EBITDA gotówkowa o 13,3%. Tym samym EBITDA gotówkowa łącznie za 1-3Q20 wyniosła 915 mln PLN wobec 850 mln PLN w roku ubiegłym za ten sam okres. Wzrost EBITDA spółka zawdzięcza brakowi negatywnego wpływu kryzysu na spłaty na portfelach niezabezpieczonych detalicznych (80% wartości portfeli Kruka), przy jednoczesnych oszczędnościach przekładających się niższe koszty. Do tego doszły niskie wydatki na portfele, co łącznie przełożyło się na bardzo wysokie dodatnie przepływy operacyjne, które za okres 1-3Q wyniosły 796 mln PLN, podczas gdy łączny zysk netto za ten sam okres wyniósł 34,6 mln PLN. Zysk netto za 3Q20 wypadł znacznie skromniej, jednak główną przyczyną było zaksięgowanie znaczącego podatku odroczonego.

- Spłaty na portfelach detalicznych w Polsce, Rumunii i Włoszech zarząd ocenia jako bardzo dobre. Ocena ta dotyczy również października, który określa jako najlepszy miesiąc od początku epidemii pod względem gotówki. Wzrasta ilość osób rozpoczynających spłaty. W ocenie zarządu mniejsza mobilność dłużników ułatwia dotarcie do nich, a jednocześnie ich sytuacja finansowa jest lepsza. Przychody z portfeli kształtują się powyżej założonej krzywej spłacalności.
- Zauważalny w wynikach jest negatywny wpływ zmian regulacyjnych na portfele korporacyjne.
- Aktualnie panuje duża konkurencja przy zakupach portfeli w Polsce. Kruk zauważa wyższą akceptację ryzyka u konkurentów. W jego opinii obecnie sprzedawane portfele implikują niskie kilkanaście procent IRR i warto się wstrzymać z zakupami. Tym samym ograniczenie zakupów, mimo wyższej podaży, było świadomą decyzją zarządu. Uważa on, że obecna niepewność nie pozwala na obniżenie akceptowanego IRR. Z czasem podaż portfeli powinna się zwiększać, podczas gdy konkurencja może słabnąć, czyli IRR implikowane z cen zakupów z przyszłych zakupów powinno być wyższe. Już w 4Q20 zakupy będą większe i wydatki na portfele mogą być większe niż łącznie w okresie 1-3Q20. Duże zakupy, o których zarząd mówi od kilku kwartałów, spodziewane są jednak dopiero w 2H21r.
- Redukcja kosztów w 3Q20 wyniosła 31 mln PLN, przy czym zarząd stara się by w najmniejszym stopniu dotyczyła ona części operacyjnej powiązanej z pracownikami zajmującymi się bezpośrednio realizacją spłat z portfeli. Od stycznia zredukowano liczbę pracowników o 160 osób.
- Związany w 3Q20 podatek odroczonego w kwocie 59,7 mln PLN wynika z przyjętych zasad księgowych dotyczących wewnętrznych transferów środków pieniężnych. Podatek naliczany jest odrębnie w każdej spółce lokalnej, natomiast zyski dwóch głównych spółek inwestycyjnych opodatkowane zostają dopiero kiedy Kruk dokonuje transferu gotówki do spółki matki. To opodatkowanie jest niezależne od poziomu zysku Kruka, a zależy od wielkości i momentu transferu gotówki w danym roku oraz transferów zaplanowanych na najbliższe 36 miesięcy. Podatek odroczonego księgowany jest w okresie, w którym przedstawiany jest plan wspomnianych transferów. Powodem aktualnego zwiększenia planów transferów są niewielkie inwestycje i w konsekwencji nadwyżki środków w funduszach, przy jednoczesnych planowanych zwiększonych potrzebach gotówkowych w Kruk S.A. Według zarządu transfery te, mimo podatku, będą korzystniejsze niż trzymanie gotówki w zależnych funduszach inwestycyjnych, przy jednoczesnym zwiększeniu zadłużenia przez spółkę matkę. Plan zakłada po około 400 mln PLN transferów rocznie w okresie lat 2020-2023.
- W Rumunii, podobnie jak w Polsce, zauważamy dobre spłaty z portfeli i niewielkie zakupy nowych (tylko niewielkie inwestycje w wysokości 20 mln PLN). Spłaty z portfeli, po wygaśnięciu przepisów blokujących egzekucje komornicze, powróciły we wrześniu do wysokiego poziomu. Październik także był bardzo dobry pod względem spłat, pojawił się natomiast w tym okresie niewielki odpis na portfelu korporacyjnym.
- We Włoszech brak nowych zakupów, ale dobre poziomy spłat, szczególnie we wrześniu i w październik.

### Kruk - wyniki kwartalne (mln zł)

	2q'18	3q'18	4q'18	1q'19	2q'19	3q'19	4q'19	1q'20	2q'20	3q'20	r/r
Przychody	319,6	288,6	271,3	305,7	315,9	326,5	302,9	199,3	257,1	335,2	2,7%
Spłaty z portfeli w ł.	400,7	381,0	432,7	426,7	447,6	432,9	475,0	477,0	417,0	452,0	4,4%
EBITDA	152,0	131,8	89,4	136,4	116,9	140,8	90,3	4,6	71,0	166,3	18,1%
EBITDA gotów kow a*	256,8	247,8	277,4	282,2	281,2	286,0	281,0	326,0	265,0	324,0	13,3%
EBIT	146,9	126,7	84,7	126,3	105,7	129,3	79,1	-7,0	59,5	154,8	19,7%
marża EBIT	46,0%	43,9%	31,2%	41,3%	33,5%	39,6%	26,1%	-3,5%	23,1%	46,2%	
zn	98,6	89,9	50,9	97,8	69,0	77,8	31,8	-62,2	42,9	53,8	-30,8%
marża zn	30,8%	31,1%	18,8%	32,0%	21,8%	23,8%	10,5%	-31,2%	16,7%	16,1%	
Nakłady na portele	281,8	647,5	339,9	179,4	129,4	83,0	389,1	57,0	23,0	33,0	-60,2%
Nakłady / nominal	15,1%	0,2	13,0%	12,9%	6,8%	10,9%	9,2%	0,0%	0,0%	0,0%	
CF Operacyjny	-19,4	-307,8	-150,1	50,8	200,5	102,1	-144,8	213,2	298,8	283,7	177,9%
CF Inw est	-17,2	-5,0	-2,5	-6,3	-101,9	-25,2	-3,7	-2,5	-5,3	-1,2	
CF Finansow y	-6,2	301,9	148,4	0,6	92,6	-295,5	133,6	-125,0	-278,9	-267,4	

\* EBITDA gotówkowa = EBITDA + spłaty na pakietach własnych - przychody z windykacji pakietów własnych

Źródło: , Notoria Serwis, Millennium DM

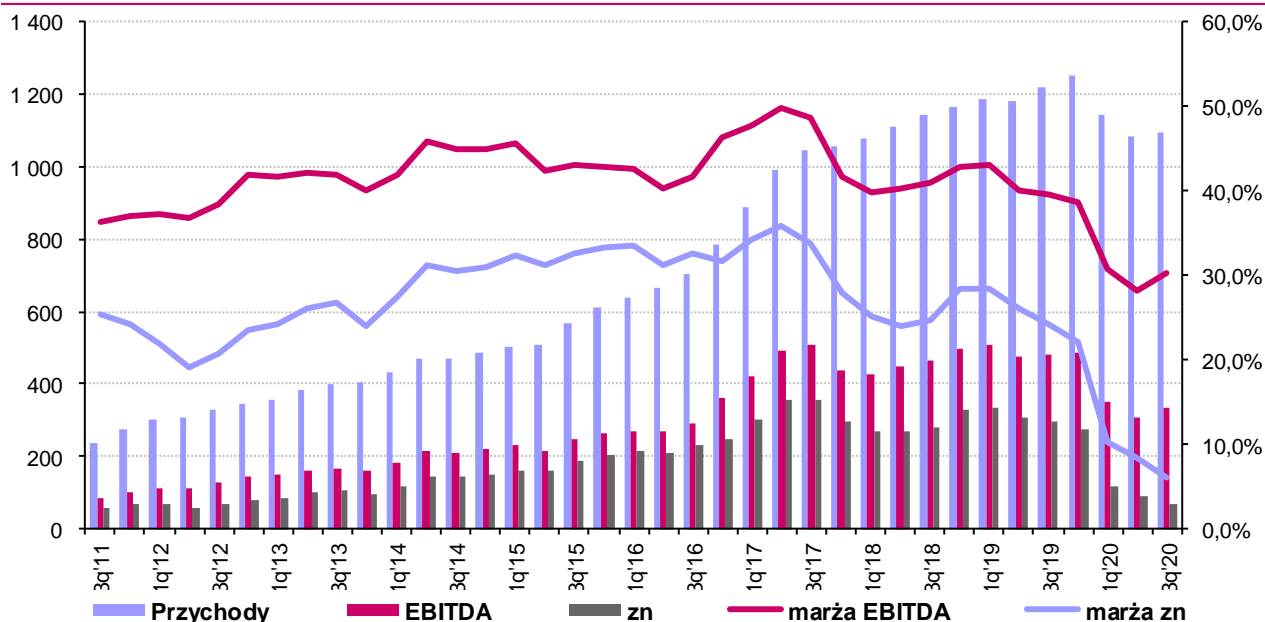
Adam Zajler

Millennium Dom Maklerski SA

tel. /48/ 22 598 26 88

e-mail: [adam.zajler@millenniumdm.pl](mailto:adam.zajler@millenniumdm.pl)

## Kruk - wyniki w formie kroczącej sumy czterech kwartałów (mln PLN)



Źródło: KRUKSA, Notoria, MillenniumDM

### Ważne informacje

Wszelkie informacje zawarte w niniejszym raporcie mają wyłącznie charakter informacyjny i nie stanowią one rekomendacji w rozumieniu Rozporządzenia delegowanego komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającego rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów, , wyniku doradztwa inwestycyjnego, oferty ani też kierowanego do kogokolwiek (lub jakiegokolwiek grupy osób) zaproszenia do zawarcia transakcji na instrumencie bądź instrumentach finansowych.

Niniejszy raport został przygotowany z dochowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty uznane za wiarygodne, jednak Millennium Dom Maklerski S.A. nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania raportu były wszelkie informacje na temat spółek, jakie były publicznie dostępne i znane sporządzającemu do dnia jego sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Millennium Dom Maklerski S.A. bez uzgodnień ze spółkami będącymi przedmiotem raportu ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. Millennium Dom Maklerski S.A. nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się. Inwestowanie w akcje spółek wymienionych w niniejszej analizie wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną, zmianami regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych, ryzykiem stóp procentowych, których wyeliminowanie jest praktycznie niemożliwe.

Treść raportu nie była udostępniona spółkom będącym przedmiotem raportu przed jego opublikowaniem. Millennium Dom Maklerski S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie analitycznym.

Osoba lub osoby wskazane na pierwszej stronie niniejszego raportu sporządziły analizę. Wynagrodzenie otrzymywane przez osoby sporządzające raport nie jest bezpośrednio zależne od wyników finansowych uzyskiwanych przez Millennium Dom Maklerski S.A. w ramach transakcji lub usług z zakresu bankowości inwestycyjnej, dotyczących instrumentów finansowych emitentów, których dotyczy niniejszy raport.

Niniejszy raport stanowi badanie inwestycyjne i został przygotowany przez Millennium Dom Maklerski S.A. wyłącznie na potrzeby klientów Millennium Dom Maklerski S.A., nie stanowi reklamy ani oferowania papierów wartościowych, może być on także dystrybuowany za pomocą środków masowego przekazu, na podstawie każdorazowej decyzji Dyrektora Departamentu Doradztwa i Analiz. Rozpowszechnianie lub powielanie niniejszego materiału w całości lub w części bez pisemnej zgody Millennium Dom Maklerski S.A. jest zabronione. Niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Nadzór nad Millennium Dom Maklerski S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.