



Dom Maklerski BDM S.A.

## KRUK

### RAPORT ANALITYCZNY

## REDUKUJ

(POPRZEDNIO REDUKUJ)

WYCENA 129,0 PLN

16 LISTOPADA 2020, 07:00 CEST

Podwyższamy naszą cenę docelową dla Kruka do PLN 129/akcję z PLN 100/akcję i podtrzymujemy rekomendację REDUKUJ. Lepsze od naszych wcześniejszych oczekiwań odzyski oraz wyniki finansowe w okresie 2-3Q20 skłoniły nas do podwyższenia naszych prognoz cash EBITDA o 9/8% oraz zysku netto o 268/31% w 2020/21 r. Obecną wycenę na poziomie sprzed pandemii uważamy jednak za wymagającą biorąc pod uwagę niepewność dotyczącą z jednej strony odbudowy gospodarek europejskich, a z drugiej tempa wzrostu inwestycji w portfele wierzycielskie. Wzrost ceny docelowej jest efektem przede wszystkim podwyższenia prognoz oraz rynkowych zmian cen spółek porównywalnych.

**Solidny 3Q20, zgodnie ze wstępnym szacunkiem.** Zysk netto Kruka w 3Q20 wyniósł PLN 54m i był zgodny ze wstępnymi szacunkami spółki. W stosunku do naszych założeń pozytywnie zaskoczyły przychody odsetkowe, niższa była też negatywna aktualizacja portfeli. Na telekonferencji Zarząd poinformował, że obecnie spółka nie obserwuje negatywnego wpływu COVIDu na biznes w portfelach detalicznych, ale wpływ jest widoczny w zabezpieczonych portfelach korporacyjnych.

**Podwyższamy prognozy cash EBITDA i zysku netto w 2020/21.** Lepsze spłaty od dłużników w 2-3Q20 skłoniły nas do podwyższenia prognoz odzysków w 2020/21 r. o 9/11%. Na skutek wyższych oczekiwanych przychodów z portfeli nabytych, przy jednocześnie wyższych kosztach ogółem, podwyższamy nasze prognozy cash EBITDA o 9/8% w 2020/21 oraz zysku netto o 268/31%. Nasze prognozy zysku netto (PLN 71m w 2020 r. oraz PLN 255m w 2021 r.) są odpowiednio 8% oraz 5% powyżej konsensusu.

**Kiedy ruszą zakupy portfeli?** Po wynikach za 3Q20 CEO informował o dużej aktywności konkurencji oraz relatywnie wysokich cenach płaconych za portfele. O ile w najbliższych 2-3 latach Zarząd spodziewa się znaczącego wzrostu inwestycji, zwracamy uwagę, że szybki koniec pandemii (szczepionka), może przyczynić się do ograniczenia wzrostu portfela NPL w bankach, a tym samym do zmniejszenia dynamiki wzrostu podaży portfeli wierzycielskich. W naszych prognozach zakładamy, że inwestycje wzrosną z PLN 274m w 2020 r. do PLN 622m w 2021 r. oraz do PLN 911m w 2022 r.

**Wymagająca wycena.** Na naszych prognozach Kruk jest notowany na 10,8x 2021 P/E, wobec 3/5-o letniej średniej 1YF P/E na poziomie 10,0x oraz 12,5x. Obecną wycenę uważamy jednak za wymagającą biorąc pod uwagę niepewność dotyczącą z jednej strony odbudowy gospodarek europejskich, a z drugiej tempa wzrostu inwestycji w portfele wierzycielskie.

#### Kruk – wybrane dane, 2018-2023P

	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P
Zysk netto	330	276	71	255	285	301
Zmiana r/r (%)	12%	-16%	-74%	257%	12%	6%
ROE (%)	21%	15%	4%	12%	13%	12%
DY (%)*	3,5%	3,5%	0,9%	2,8%	3,1%	3,3%
P/E (x)	8,3	9,9	38,4	10,8	9,6	9,1
P/BV (x)	1,6	1,4	1,4	1,3	1,2	1,1
EV/cash EBITDA (x)	5,1	4,7	4,2	4,5	4,5	4,6

Źródło: Dane spółki, prognozy BDM S.A.

#### Podstawowe dane

Rekomendacja	Redukuj
Cena docelowa [PLN]	129
Potencjał do wzrostu / spadku	-9%
Kapitalizacja [PLNm]	2,690
Min (52) [PLN]	59,3
Max (52) [PLN]	177,9
Liczba akcji [mln. szt.]	19,3
Stopa zwrotu YTD	-15%
Stopa zwrotu za 3 mc	7%
Stopa zwrotu za 6 mc	82%
Stopa zwrotu za 12 mc	1%

#### Struktura akcjonariatu:

OFE NN	13,0%
Piotr Krupa	9,8%
OFE PZU	9,8%
OFE AVIVA	9,4%
Pozostali	58,0%

Michał Fidelus

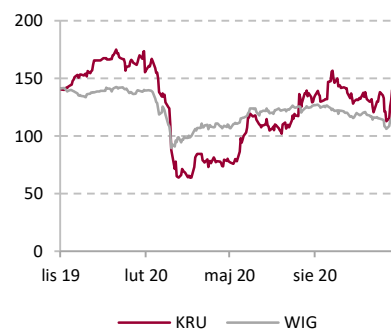
michal.fidelus@bdm.com.pl

tel. 666-073-972

Dom Maklerski BDM S.A.

ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice

#### Kruk vs. WIG – relatywny kurs akcji, 12M

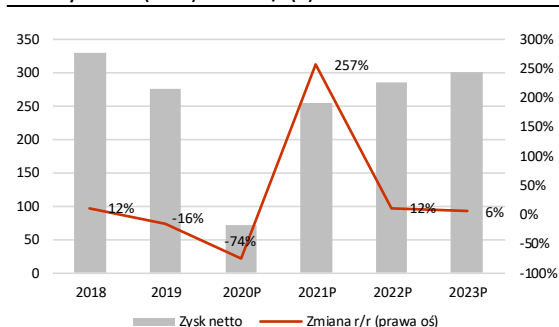


## Wybrane dane i prognozy finansowe

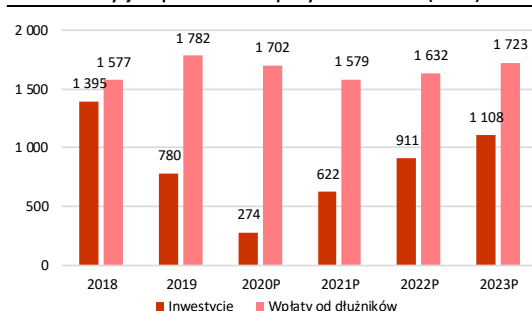
Rachunek wyników (PLNm)	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P
<b>Przychody</b>	<b>1 165</b>	<b>1 251</b>	<b>1 060</b>	<b>1 159</b>	<b>1 222</b>	<b>1 306</b>
Portfele własne	1 070	1 138	901	995	1 050	1 125
Windykacja na zlecenie	67	52	57	63	67	71
<b>Marża pośrednia</b>	<b>664</b>	<b>665</b>	<b>479</b>	<b>618</b>	<b>665</b>	<b>719</b>
Portfele własne	633	661	458	569	617	669
Windykacja na zlecenie	15	-1	-10	19	17	18
Koszty ogólne	-161	-178	-162	-176	-202	-227
Amortyzacja	-20	-44	-46	-48	-50	-51
<b>EBIT</b>	<b>478</b>	<b>440</b>	<b>277</b>	<b>395</b>	<b>413</b>	<b>441</b>
<b>EBITDA</b>	<b>498</b>	<b>484</b>	<b>323</b>	<b>442</b>	<b>463</b>	<b>493</b>
<b>Cash EBITDA</b>	<b>1 005</b>	<b>1 128</b>	<b>1 125</b>	<b>1 026</b>	<b>1 046</b>	<b>1 090</b>
Przychody finansowe netto	-126	-126	-126	-108	-92	-102
<b>Zysk brutto</b>	<b>353</b>	<b>314</b>	<b>151</b>	<b>287</b>	<b>321</b>	<b>339</b>
Podatek dochodowy	-22	-37	-80	-32	-36	-38
<b>Zysk netto</b>	<b>330</b>	<b>276</b>	<b>71</b>	<b>255</b>	<b>285</b>	<b>301</b>
Bilans (PLNm)	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P
Rzeczowe aktywa trwałe	26	83	73	70	68	67
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>124</b>	<b>185</b>	<b>166</b>	<b>177</b>	<b>193</b>	<b>201</b>
Inwestycje	4 157	4 411	3 884	3 922	4 251	4 760
Gotówka i ekwiwalenty	147	150	141	44	62	34
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>4 358</b>	<b>4 655</b>	<b>4 118</b>	<b>4 060</b>	<b>4 406</b>	<b>4 887</b>
<b>Aktywa ogółem</b>	<b>4 482</b>	<b>4 840</b>	<b>4 284</b>	<b>4 237</b>	<b>4 599</b>	<b>5 088</b>
Kapitał podstawowy i rezerwy	356	401	401	401	401	401
Zyski zatrzymane	1 376	1 558	1 534	1 764	1 973	2 189
<b>Kapitał własny</b>	<b>1 733</b>	<b>1 959</b>	<b>1 936</b>	<b>2 166</b>	<b>2 375</b>	<b>2 590</b>
Kredyty i pożyczki	1 131	1 280	805	840	944	1 078
Dłużne papiery wartościowe	1 360	1 361	1 298	979	1 021	1 153
<b>Zobowiązania ogółem</b>	<b>2 749</b>	<b>2 881</b>	<b>2 349</b>	<b>2 071</b>	<b>2 224</b>	<b>2 498</b>
<b>Pasywa ogółem</b>	<b>4 482</b>	<b>4 840</b>	<b>4 284</b>	<b>4 237</b>	<b>4 599</b>	<b>5 088</b>
Cash flow (PLNm)	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P
Wpłaty od dłużników	1 577	1 782	1 702	1 579	1 632	1 723
<b>Przepływy z działalności operacyjnej</b>	<b>898</b>	<b>901</b>	<b>931</b>	<b>875</b>	<b>903</b>	<b>944</b>
Wydanki na zakup portfeli	-1 395	-781	-274	-622	-911	-1 108
<b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-1 412</b>	<b>-891</b>	<b>-310</b>	<b>-667</b>	<b>-959</b>	<b>-1 158</b>
Zmiana stanu zadłużenia	590	160	-535	-281	150	270
<b>Przepływy z działalności finansowej</b>	<b>488</b>	<b>-7</b>	<b>-630</b>	<b>-305</b>	<b>74</b>	<b>185</b>
Przepływy pieniężne netto	-26	3	-10	-97	18	-28
Gotówka na początek okresu	173	147	150	141	44	62
Gotówka na koniec okresu	147	150	141	44	62	34
Dynamiki (%)	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody	10%	7%	-15%	9%	5%	7%
EBITDA gotówkowa	20%	12%	0%	-9%	2%	4%
Zysk netto	12%	-16%	-74%	257%	12%	6%
Wybrane wskaźniki (%)	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P
Marża zysku netto	28,3%	22,1%	6,7%	22,0%	23,3%	23,1%
Marża cash EBITDA	86,3%	90,2%	106,1%	88,5%	85,6%	83,5%
ROE	20,7%	15,0%	3,7%	12,4%	12,6%	12,1%
ROA	8,2%	5,9%	1,6%	6,0%	6,5%	6,2%
Efektowna stopa podatkowa	6%	12%	53%	11%	11%	11%
Wskaźnik wypłaty dywidendy*	29,0%	34,3%	34,3%	30,0%	30,0%	30,0%
DPS (PLN)*	5,0	4,9	1,3	4,0	4,4	4,7
DY*	3,5%	3,5%	0,9%	2,8%	3,1%	3,3%
Dług/wskaźniki zadłużenia	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P
Dług (PLNm)	2 500	2 706	2 171	1 890	2 040	2 310
Dług netto (PLNm)	2 353	2 555	2 030	1 846	1 978	2 277
Dług netto/kapitał własny (x)	1,36	1,30	1,05	0,85	0,83	0,88
Dług netto/Cash EBITDA (x)	2,34	2,27	1,80	1,80	1,89	2,09
Wskaźniki wyceny i pozostałe dane	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P
P/E (x)	8,3	9,9	38,4	10,8	9,6	9,1
P/BV (x)	1,6	1,4	1,4	1,3	1,2	1,1
EV/cash EBITDA (x)	5,1	4,7	4,2	4,5	4,5	4,6
Liczba akcji (m)	19,3	19,3	19,3	19,3	19,3	19,3

\*z zysku za dany rok obrotowy, Źródło: Dane spółki, prognozy BDM S.A.

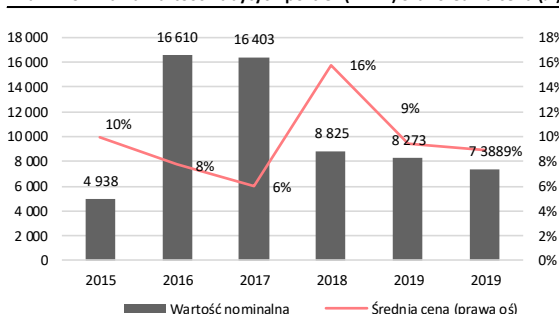
### Kruk - Zysk netto (PLNm) i zmiana r/r (%)



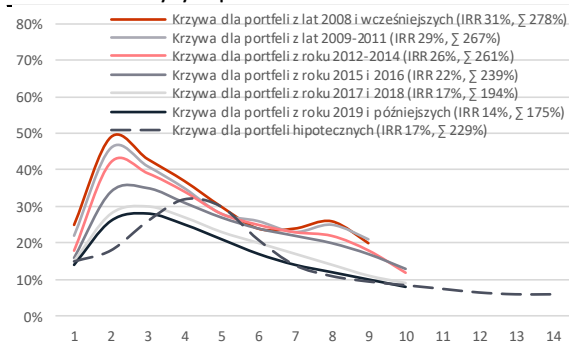
### Kruk - Inwestycje w portfele oraz wpłaty od dłużników (PLNm)



### Kruk - Nominalna wartość nabytych portfeli (PLNm) oraz średnia cena (%)



### Kruk - Założenia krzywych spłat



### Ryzyka dla naszej rekomendacji

Dostrzegamy następujące ryzyka dla naszej rekomendacji: 1) ryzyko istotnie silniejszego spowolnienia gospodarczego i wyższej stopy bezrobocia powodujące niższe spłaty z portfeli, 2) ryzyko błędnej wyceny pakietów wierzytelności, 3) ryzyko negatywnych aktualizacji portfeli, 4) ryzyko problemów z pozyskaniem/rolowaniem zadłużenia, 5) ryzyko niższych inwestycji w portfele, 6) ryzyko spadku efektywności działań spółki, 7) ryzyko osłabienia PLN, 7) ryzyko zmian regulacyjnych dla branży windykacyjnej i pożyczkowej, 8) ryzyko spadającej efektywności Wonga.pl.

## Zmiana prognoz na lata 2020-2022P

Rewizja w zakresie oczekiwanych spłat od dłużników, inwestycji w portfele wierzytelności, przychodów z portfeli nabytych oraz kosztów administracyjnych skłoniła nas do podwyższenia naszych prognoz cash EBITDA o 9% w 2020 r. oraz o 8% w 2021 r. Uwzględniając również zmiany w zakresie efektywnej stopy podatkowej podwyższamy nasze prognozy zysku netto o 268% w 2020 r. (do PLN 71m) oraz o 31% w 2021 r. (do PLN 255m).

- Ze względu na znacznie lepsze niż oczekiwaliśmy spłaty od dłużników osiągnięte w 2Q20 oraz 3Q20 podwyższamy nasze prognozy spłat o 9% w 2020 r. oraz o 11% w 2021 r.
- Niższe niż zakładaliśmy inwestycje w portfele zrealizowane na przestrzeni 9 miesięcy 2020 r. (PLN 113m) skłoniły nas do obniżenia oczekiwanych nakładów na portfele o 23% w 2020 r. (do PLN 274m) oraz o 2% w 2021 r. (do PLN 622m).
- W efekcie wyższych spłat oraz lepszych niż zakładane przychodów odsetkowych w okresie 2-3Q20 podwyższamy nasze prognozy przychodów z portfeli nabytych o 24% w 2020 r. oraz o 17% w 2021 r.
- Wyższe niż oczekiwane koszty ogólnego zarządu w 2-3Q20 połączone z dodatkowym odpisem na windykacyjną spółkę w Hiszpanii w 2Q20 skłoniły nas do podwyższenia prognoz kosztów ogółem o 33% w 2020 r. oraz o 24% w 2021 r.
- W efekcie rewizji spłat, przychodów oraz kosztów podwyższamy naszą prognozę cash EBITDA o 9% w 2020 r. (do PLN 1,125m) oraz o 8% w 2021 r. (do PLN 1,026m).
- W naszych obecnych prognozach uwzględniliśmy rezerwę na podatek odroczone, która została związana w 3Q20, a której nie zakładaliśmy wcześniej.
- W rezultacie podwyższyliśmy naszą prognozę zysku netto dla Kruka o 268% w 2020 r. (do PLN 71m) oraz o 31% w 2021 r. (do PLN 255m).

### Kruk – Zmiana prognoz na lata 2020-2022P

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2020P		Zmiana (%)	2021P		Zmiana (%)	2022P		Zmiana (%)
	Poprz.	Obecne		Poprz.	Obecne		Poprz.	Obecne	
<b>Przychody</b>	<b>888</b>	<b>1 060</b>	19%	<b>1 016</b>	<b>1 159</b>	14%	<b>1 169</b>	<b>1 222</b>	5%
Portfele własne	729	901	24%	853	995	17%	1 002	1 050	5%
Windykacja na zlecenie	58	57	-2%	61	63	4%	64	67	4%
<b>Marża pośrednia</b>	<b>329</b>	<b>479</b>	46%	<b>527</b>	<b>618</b>	17%	<b>621</b>	<b>665</b>	7%
Portfele własne	289	458	59%	483	569	18%	574	617	8%
Windykacja na zlecenie	9	-10	na	12	19	56%	16	17	4%
Koszty ogólne	-122	-162	33%	-142	-176	24%	-163	-202	24%
Amortyzacja	-48	-46	-4%	-51	-48	-6%	-54	-50	-8%
<b>EBIT</b>	<b>154</b>	<b>277</b>	80%	<b>329</b>	<b>395</b>	20%	<b>400</b>	<b>413</b>	3%
<b>EBITDA</b>	<b>202</b>	<b>323</b>	60%	<b>380</b>	<b>442</b>	16%	<b>454</b>	<b>463</b>	2%
<b>Cash EBITDA</b>	<b>1 035</b>	<b>1 125</b>	9%	<b>949</b>	<b>1 026</b>	8%	<b>1 068</b>	<b>1 046</b>	-2%
Przychody finansowe netto	-125	-126	1%	-108	-108	0%	-109	-92	-16%
<b>Zysk brutto</b>	<b>29</b>	<b>151</b>	422%	<b>221</b>	<b>287</b>	30%	<b>290</b>	<b>321</b>	11%
Podatek dochodowy	-9	-80	741%	-26	-32	21%	-35	-36	3%
<b>Zysk netto</b>	<b>19</b>	<b>71</b>	268%	<b>194</b>	<b>255</b>	31%	<b>255</b>	<b>285</b>	12%
<b>Spłaty</b>	<b>1 563</b>	<b>1 702</b>	9%	<b>1 421</b>	<b>1 579</b>	11%	<b>1 616</b>	<b>1 632</b>	1%
<b>Inwestycje</b>	<b>354</b>	<b>274</b>	-23%	<b>633</b>	<b>622</b>	-2%	<b>1 055</b>	<b>911</b>	-14%

Źródło: Szacunki BDM S.A.

**Kruk – Wynik netto, BDM vs. konsensus**

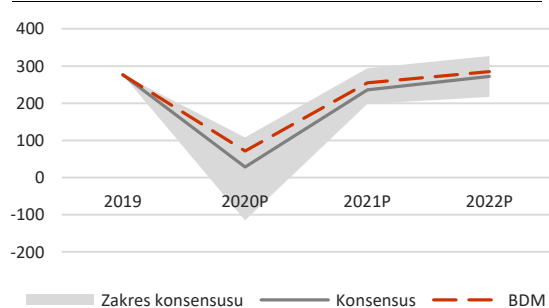
PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2020P	2021P	2022P
BDM	71	255	285
Konsensus	29	236	272
BDM vs. konsensus	149%	8%	5%

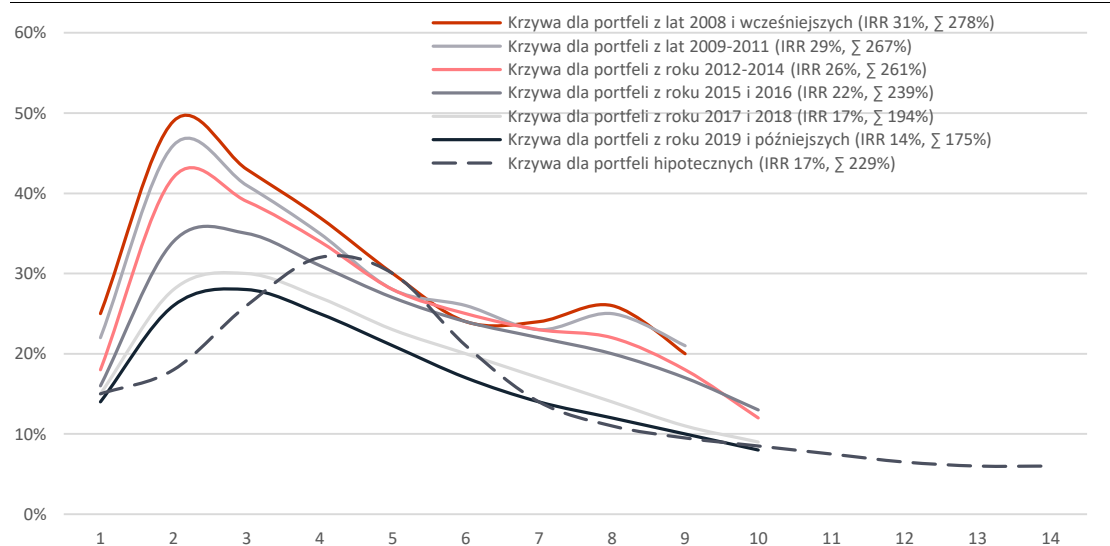
Źródło: Prognozy BDM S.A., konsensus Bloomberg

**Kruk – Wynik netto, BDM vs. konsensus**

PLNm



Źródło: Prognozy BDM S.A., konsensus Bloomberg

**Kruk – Założenia odnośnie krzywych odzysków z portfeli nabytych**

Źródło: Szacunki BDM S.A.

## Podsumowanie wyceny

Wyceny Kruka dokonujemy w oparciu o metodę zdyskontowanych zysków rezydualnych oraz wycenę porównawczą względem spółek zagranicznych. Zastosowane wyceny przy wagach odpowiednio 60% dla metody zdyskontowanych zysków rezydualnych oraz 40% dla metody porównawczej implikują wycenę Kruka na poziomie PLN 129/akcję (9% potencjał spadku). Wzrost ceny docelowej w stosunku do poprzedniej rekomendacji jest efektem przede wszystkim: 1) podwyższenia prognoz, 2) zmiany cen spółek porównywalnych, 3) obniżenia stopy wolnej od ryzyka (z 4,0% do 3,0%).

### Kruk - Podsumowanie wyceny

PLN o ile nie zaznaczono inaczej

Model zdyskontowanych zysków rezydualnych	134,5
Metoda porównawcza	121,1
Średnia ważona	129,2
Cena docelowa	129,0
Obecna cena	142,0
Potencjał wzrostu (%)	-9,2%

Źródło: BDM S.A.

### Wycena metodą zdyskontowanych zysków rezydualnych

W modelu zdyskontowanych zysków rezydualnych bazujemy na kapitałach własnych na koniec 2019 r., do których dodajemy sumę zdyskontowanych nadwyżek zwrotu na kapitale ponad koszt kapitału oraz zdyskontowaną wartość rezydualną. W długim terminie zakładamy ROE na poziomie 11,0% oraz koszt kapitału własnego na poziomie 9,3% (Beta 1.25, stopa wolna od ryzyka 3,0% oraz premia za ryzyko 5,0%). Model zdyskontowanych zysków rezydualnych implikuje wartość godziwą Kruka na poziomie PLN 134,5 za akcję.

### Kruk – Model zdyskontowanych zysków rezydualnych

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	Terminal
Zysk netto	276	71	255	285	299	314	324
Zmiana r/r (%)		-74%	257%	12%	5%	5%	3,0%
Kapitał własny	1 959	1 936	2 166	2 375	2 588	2 813	3 043
Wskaźnik wypłaty dywidendy (%)	29%	34%	34%	30%	30%	30%	73%
ROE (%)	15,0%	3,7%	12,4%	12,6%	12,1%	11,6%	11,0%
Koszt kapitału własnego (%)	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%
Nadwyżkowa stopa zwrotu (%)	5,7%	-5,6%	3,2%	3,3%	2,8%	2,4%	1,7%
Zysk rezydualny		-109	65	75	70	65	50
Zdyskontowany zysk rezydualny		-103	56	59	51	43	527
Stopa wzrostu (g) (%)	3,0%						
Suma zdyskontowanych zysków rez.	106						
Zdyskontowana wartość rezydualna	527						
Kapitał własny na koniec 2019 r.	1 959						
Wartość godziwa	2 592						
Liczba akcji (m)	19,3						
<b>Wartość na akcję (PLN)</b>	<b>134,5</b>						
Cena rynkowa (PLN)	142,0						
<b>Potencjał wzrostu/spadku (%)</b>	<b>-5,3%</b>						

Źródło: BDM S.A.

Najważniejszą zaletą metody zdyskontowanych zysków rezydualnych jest fakt, że bazuje ona na kapitałach własnych na koniec ostatniego roku obrotowego oraz na nadwyżce rentowności kapitałów własnych (ROE) nad kosztem kapitału. ROE jest jednym z kluczowych wskaźników określających rentowność instytucji finansowych, w tym spółek obrotu wierzytelnościami. Bazuje z jednej strony na zysku netto, z drugiej, uwzględnia zmiany w

kapitałe własnym, w tym również wypłacaną dywidendę. Wadą metody zdyskontowanych zysków rezydualnych jest relatywnie duża ilość parametrów i założeń, które należy przyjąć, w tym m.in. dotyczących długoterminowego ROE, stopy wzrostu w długim terminie, czy parametrów związanych z kosztem kapitału własnego. Zwracamy również uwagę na „niedoskonałości” metody wynikające z zastosowania parametru ROE uwzględniającego zysk netto.

#### Kruk – Wrażliwość wyceny metodą zdyskontowanych zysków rezydualnych na ROE w długim terminie oraz koszt kapitału własnego (COE)

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

Koszt kapitału własnego (%)	ROE w długim terminie							
	134,5	9,5%	10,0%	10,5%	11,0%	11,5%	12,0%	12,5%
	8,3%	136,2	146,2	156,2	166,2	176,2	186,2	196,2
	8,8%	122,2	131,1	140,0	148,9	157,9	166,8	175,7
	9,3%	110,4	118,4	126,5	<b>134,5</b>	142,5	150,6	158,6
	9,8%	100,4	107,6	114,9	122,2	129,5	136,8	144,1
	10,3%	91,7	98,4	105,0	111,6	118,3	124,9	131,6

Źródło: BDM S.A.

#### Wycena porównawcza

Wycena porównawcza oparta na wskaźniku P/E na 2021P implikuje wycenę Kruka na poziomie PLN 121,1 na akcję.

#### Kruk – Wycena porównawcza

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

Spółka	Kraj	MC (USDm)	P/E			ROE (%)			P/BV		
			2019	2020P	2021P	2019	2020P	2021P	2019	2020P	2021P
PRA Group	US	1 707	19,5	11,2	11,3	7,8%	11,3%	9,4%	1,5	1,2	1,0
Intrum Justitia	SW	3 558	10,5	12,6	9,2	10,6%	9,9%	13,6%	1,3	1,5	1,3
Credit Corp Group	AU	1 097	16,0	17,5	22,2	20,1%	13,9%	11,0%	2,7	2,5	2,4
Arrow Global	GB	400	5,2	na	7,5	28,2%	-36,4%	32,9%	1,4	3,6	2,4
Hoist Finance	SW	364	5,7	31,7	6,5	13,4%	1,1%	11,0%	0,7	0,7	0,6
<b>Median</b>			<b>10,5</b>	<b>15,1</b>	<b>9,2</b>	<b>13,4%</b>	<b>9,9%</b>	<b>11,0%</b>	<b>1,4</b>	<b>1,5</b>	<b>1,3</b>
<b>Kruk</b>	<b>PD</b>	<b>714</b>	<b>9,9</b>	<b>38,4</b>	<b>10,8</b>	<b>15,0%</b>	<b>3,7%</b>	<b>12,4%</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>
Premia/dyskonto			-5%	155%	17%				-1%	-4%	0%
Implikowana wycena				55,8	121,1						
Waga				0%	100%						

**Wartość godziwa/akcję 121,1**

Źródło: BDM S.A.

#### Kruk – 1YF P/E w okresie ostatnich 3 lat



Źródło: Bloomberg, BDM S.A.

#### Kruk – 1YF P/E w okresie ostatnich 5 lat



Źródło: Bloomberg, BDM S.A.

## Wyniki za 3Q20 i kluczowe kwestie po telekonferencji z Zarządem

Zysk netto Kruka w 3Q20 wyniósł PLN 54m i był zgodny ze wstępnymi szacunkami spółki. W stosunku do naszych założeń pozytywnie zaskoczyły przede wszystkim przychody z portfeli nabytych. Istotnie wyższe były przychody odsetkowe, niższa od naszych oczekiwań była też negatywna aktualizacja portfeli. EBITDA gotówkowa wzrosła 19% r/r. Zgodnie ze wstępnymi szacunkami spółka wykazała wysoki podatek odroczony. Na telekonferencji Zarząd poinformował, że październik był najlepszym „covidowym” miesiącem, a zachowanie dłużników zaskakuje pozytywnie. Obecnie spółka nie obserwuje negatywnego wpływu COVIDu na biznes w portfelach detalicznych, ale wpływ jest widoczny w zabezpieczonych portfelach korporacyjnych. Inwestycje w 4Q20 powinny być wyższe niż w okresie 1-3Q, ale CEO zwraca uwagę, że ceny płacone za portfele przez konkurentów są wysokie. Bardzo dużego wzrostu inwestycji – ze względu na oczekiwany wzrost portfela NPL w bankach - Zarząd spodziewa się w najbliższych 2-3 latach.

Wyniki Kruka za 3Q20 odbieramy pozytywnie. Zysk netto wyniósł PLN 54m i był zgodny ze wstępnymi szacunkami spółki oraz 7% wyższy od naszych oczekiwań. W stosunku do naszych założeń pozytywnie zaskoczyły przede wszystkim przychody z portfeli nabytych. Istotnie wyższe były przychody odsetkowe, co świadczy o spłatach powyżej założeń z krzywej, niższa od naszych oczekiwań była również negatywna aktualizacja (PLN -14m vs. PLN -74m w 2Q20), która miała miejsce już tylko w Rumunii na portfelach korporacyjnych i zabezpieczonych. Koszty również były niższe od naszych założeń. W komentarzu do wyników Prezes poinformował, że oszczędności kosztowe w 3Q20 wyniosły PLN 31m w porównaniu do budżetu oraz PLN 23m w porównaniu do 1Q20. Spółka ograniczyła lub czasowo wstrzymała część kosztów z procesów sądowo-egzekucyjnych. Niższe były też koszty wynagrodzeń (o PLN 7m w stosunku do 1Q20). EBITDA gotówkowa wzrosła 19% r/r. Istotnie wyższy od naszych założeń był z kolei podatek dochodowy (zgodnie ze wstępnymi szacunkami). W komentarzu do wyników CEO dodał także, że w Polsce spółka obserwuje dużą konkurencję i ceny, które w opinii spółki „nie odzwierciedlają ryzyka związanego z COVID”. Zarząd widzi jednak ożywienie i jest aktywny w prowadzonych przetargach.

### Kruk – wybrane dane, 3Q19-3Q20

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	3Q19	2Q20	3Q20	r/r	kw/kw	vs. BDM	BDM
Przychody	326,5	257,1	335,2	3%	30%	19%	280,7
Z portfeli nabytych	287,8	223,0	294,6	2%	32%	21%	244,2
- Przychody odsetkowe	270,9	305,0	269,6	0%	-12%	-1%	271,2
- Aktualizacja wyceny	8,2	-14,2	-12,0	na	na	-56%	-27,0
Z portfeli zleconych	14,7	12,8	14,2	-3%	11%	0%	14,2
Pozostałe przychody	24,0	21,3	26,4	10%	24%	18%	22,3
Koszty ogółem	-196,7	-203,7	-182,1	-7%	-11%	-8%	-197,8
EBIT	128,7	59,5	154,8	20%	160%	84%	83,9
<b>EBITDA</b>	<b>140,2</b>	<b>71,0</b>	<b>166,3</b>	19%	134%	74%	<b>95,7</b>
<b>EBITDA gotówkowa</b>	<b>285,5</b>	<b>265,0</b>	<b>323,7</b>	13%	22%	7%	303,5
Przychody finansowe netto	-45,8	-23,2	-28,2	-38%	22%	1%	-28,0
Zysk brutto	82,9	36,3	126,6	53%	249%	126%	55,9
Zysk netto	77,8	42,8	53,9	-31%	26%	7%	50,3

Źródło: Dane spółki, BDM S.A.

### Kluczowe kwestie po telekonferencji z Zarządem:

- **Aktualizacje/COVID**
  - Październik był najlepszym „covidowym” miesiącem, zachowanie dłużników zaskakuje pozytywnie.
  - Obecnie na portfelach detalicznych Zarząd nie obserwuje negatywnego wpływu COVIDu na biznes. Taki wpływ jest widoczny w portfelach korporacyjnych zabezpieczonych, co wynika



ze zmian przepisów prawa. Na dzień dzisiejszy w opinii spółki żadne zmiany prawa nie są planowane.

- Ryzyko ze strony pełnego lockdownu? W 1H20 Kruk ucierpiał głównie w wyniku zmian prawa w Rumunii i Hiszpanii (takie zmiany nie miały miejsca na dużą skalę w Polsce) oraz w wyniku istotnego spowolnienia działania sądów i komorników (głównie we Włoszech). Negatywny dla spłat był też brak możliwości odwiedzania klientów przez służby terenowe (obecnie w Polsce c. 60% to spłaty sądowe).
- W Rumunii krzywa księgowa idzie w górę, więc odchylenie pozytywne powinno nadal mieć miejsce, w Polsce podobnie jeżeli trend wpłat się utrzyma. Ale jednocześnie zarówno w Rumunii, jak i w Polsce są istotne aktywa zabezpieczone, gdzie spółka nie realizuje założonych odzysków.
- **Inwestycje w portfele**
  - Inwestycje w 4Q20 powinny być wyższe niż w okresie 1-3Q, ale CEO zwraca uwagę, że ceny płacone za portfele przez konkurentów są wysokie.
  - W 2021 r. CEO stawia na „wyraźne odbicie” inwestycji, ale dużo zależy od pandemii. W najbliższych 2-3 latach CEO liczy na bardzo duży wzrost inwestycji ze względu na oczekiwany wzrost portfela NPL w bankach.
- **Polska**
  - W 4Q20 zarząd planuje istotny wzrost inwestycji w stosunku do 3Q20, ale jednocześnie będzie to poziom znacząco niższy niż zakładał pierwotny budżet ze względu na dużą konkurencję, która akceptuje relatywnie wysokie ceny. Zarząd jest skłonny schodzić z oczekiwanym IRR w dół, ale w stopniu racjonalnym (konkurencja schodzi czasem nawet poniżej 10%).
  - Podaż w 4Q20 jest już nieco lepsza, ale zwiększonej podaży wierzytelności Zarząd oczekuje w 2H20.
  - Obecnie osiągalny IRR w Polsce to niskie kilkanaście procent.
- **Rumunia**
  - W 4Q20 inwestycje będą większe, ale cały rok będzie „skromny”.
  - Portfel detaliczny zachowuje się dobrze, natomiast jest problem z windykowaniem portfela korporacyjnego, co znajduje odzwierciedlenie w negatywnych rewaluacjach.
- **Włochy**
  - Brak inwestycji we Włoszech jest efektem bardzo małej podaży i selektywnego podejścia spółki do inwestycji. Zarząd nie zakłada dużych inwestycji w 4Q20 ze względu na niską podaź i dużą konkurencję.
  - Widoczna jest natomiast istotna poprawa spłat i poprawiającą się efektywność operacyjną.
- **Pozostałe rynki**
  - Spłaty pozostają dobre, w 3Q20 miała miejsce niewielka aktualizacja portfeli korporacyjnych w Hiszpanii. Zarząd zakłada niewielkie zakupy na tych rynkach.
- **Podatek odroczony**
  - Pierwotny budżet rezerwy na podatek odroczony zakładał PLN 40m wobec ostatecznej rezerwy PLN 60m. Wyższa rezerwa to efekt decyzji o zwiększeniu transferów do spółki matki ze względu na niskie inwestycje. W opinii spółki bardziej opłacalne są obecnie większe transfery (na pokrycie dywidendy, skup akcji, czy spłaty obligacji), ponieważ alternatywą byłoby wyemitowanie dodatkowego długu. Zarząd nie wyklucza, że rezerwa na podatek odroczony może być zwiększona w 4Q20. Plan zakłada średnio PLN 400m transferów rocznie przez najbliższe 3 lata. Z kolei przy wyraźnym wzroście inwestycji plan ten może się okazać nadmierny, ale obecnie jest to mniej prawdopodobny scenariusz.
- **Dywidenda/skup akcji**
  - CEO podtrzymuje, że chce aby także w kolejnych latach Kruk dzielił się zyskiem z akcjonariuszami.



## WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

**Krzysztof Tkocz**

Dyrektor Wydziału  
tel. (+48) 501 238 443  
e-mail: [krzysztof.tkocz@bdm.pl](mailto:krzysztof.tkocz@bdm.pl)  
[strategia, chemia, przemysł, energetyka](#)

**Michał Fidelus**

Analitik rynku akcji  
tel. (+48) 666 073 972  
e-mail: [michal.fidelus@bdm.pl](mailto:michal.fidelus@bdm.pl)  
[banki, finanse](#)

**Adrian Górniak**

Analitik rynku akcji  
tel. (+48) 668 516 977  
e-mail: [adrian.gorniak@bdm.pl](mailto:adrian.gorniak@bdm.pl)  
[deweloperzy, handel, media](#)

**Krzysztof Tkocz**

Młodszy analitik rynku akcji  
tel. (+48) 516 086 705  
e-mail: [krzysztof.tkocz@bdm.pl](mailto:krzysztof.tkocz@bdm.pl)  
[gry komputerowe](#)

## WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

**Leszek Mackiewicz**

Dyrektor Wydziału  
tel. (022) 62-20-848  
e-mail: [leszek.mackiewicz@bdm.pl](mailto:leszek.mackiewicz@bdm.pl)

**Tomasz Ilczyszyn**

tel. (022) 62-20-854  
e-mail: [tomasz.ilczyszyn@bdm.pl](mailto:tomasz.ilczyszyn@bdm.pl)

**Maciej Fink-Finowicki**

tel. (022) 62-20-855  
e-mail: [maciej.fink-finowicki@bdm.pl](mailto:maciej.fink-finowicki@bdm.pl)

## Historia rekomendacji na temat spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
Redukuj	129,0	Redukuj	100,0	13.11.2020	7:00 CEST	142,0	50 636
Redukuj	100,0	Kupuj	90,0	09.06.2020	7:00 CEST	117,0	51 452
Kupuj	90,0	-	-	07.04.2020	8:00 CEST	73,15	43 514

#### Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT – wynik na działalności operacyjnej  
 EBITDA – wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację  
 Dług netto – zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty  
 WACC – średni ważony koszt kapitału  
 CAGR – średnioroczny wzrost  
 EPS – zysk netto na 1 akcję  
 DPS – dywidenda na 1 akcję  
 CEPS – suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję  
 EV – suma kapitalizacji rynkowej i długu netto  
 EV/S – stosunek EV do przychodów ze sprzedaży  
 EV/EBITDA – stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację  
 P/EBIT – stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej  
 MC/S – stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży  
 P/E – stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto  
 P/BV – stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej  
 P/CE – wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję  
 ROE – stosunek zysku netto do kapitałów własnych  
 ROA – stosunek zysku netto do aktywów  
 marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów  
 marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży  
 marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży  
 rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

#### System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową (przynajmniej +15%);  
 Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową (w przedziale +5 do +14,99%);  
 Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej (w przedziale od -4,99% do +4,99%);  
 Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej (zasieg spadku od 5% do 14,99%);  
 Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej (sugerowana erozja wartości przekracza 15%).  
 Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (np. na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka.  
 Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

#### Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).  
 DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).  
 Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 4Q'20\*:

, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:

	liczba	%	liczba	%
Kupuj	4	57%	0	0%
Akumuluj	1	14%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	2	29%	1	100%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

\* - szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny” lub na stronie [www.bdm.pl](http://www.bdm.pl).

**Nota prawna:**

Niniejszy raport (dalej również: opracowanie, dokument) został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku), Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 oraz Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM)

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

Dokument jest przeznaczony dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych BDM, jak również innych kwalifikowanych klientów BDM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji ogólnych w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM. Opracowanie nie może być publikowane bądź powielane bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii lub innych krajach, w których jego rozpowszechnianie może wiązać się z ograniczeniami lub restrykcjami.

Osoby, które otrzymają niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszej analizy powinny zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego, aby uzyskać potrzebne i niezbędne wyjaśnienia dotyczące zawartości niniejszego opracowania.

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego BDM nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. BDM nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy instrument lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednie dla danego inwestora.

Opinie analityka oraz wszelkie rekomendacje zawarte w raporcie nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia w związku z względnie okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelow inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukcować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelow inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 16.11.2020 roku (07:00 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 23.11.2020 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu Bloomberg. Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać wycytane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny”.

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendacje okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się niekorzystne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

W opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe a Zarząd BDM ma prawo przyznać mu wynagrodzenie dodatkowe. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

BDM nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac nad raportem są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. Zaznaczamy, że na dzień 13.11.2020 roku:

- BDM oświadcza i zapewnia, że nie jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Emitent nie posiada pakietu udziałów przekraczającego 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM.
- BDM jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta.
- BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy nie był gwarantem lub współgwarantem jakiegokolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta,
- BDM jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi,
- BDM jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE (dalej dyrektywa 2014/65/UE).
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
- Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane.
- Nie istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie otrzymywała lub nie kupowała akcji emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni odnosi się rekomendacja, przed ofertą publiczną takich akcji.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji oświadcza, że przestrzega regulacji wewnętrznych oraz podlega rozwiązaniom organizacyjnym, technicznym oraz barierom informacyjnym ustanowionym przez BDM, w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie była w jakiegokolwiek formie wynagradzana przez emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni, odnosi się rekomendacja oraz nie była bezpośrednio powiązana z ewentualnymi transakcjami dotyczącymi usług określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi.

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zaistnieć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.