



Dom Maklerski BDM S.A.

## KRUK

### RAPORT ANALITYCZNY

Podwyższamy naszą cenę docelową dla Kruka do PLN 168/akcję z PLN 129/akcję i podtrzymujemy rekomendację Redukuj. W efekcie lepszych od oczekiwań odzysków w 4Q20-1Q21 oraz zakupów portfeli podwyższamy naszą prognozę spłat w 2021/22 r. o 23/21% oraz inwestycji w portfele o 23/5%. Uważamy, jednak, że relatywne szybki powrót na ścieżkę wzrostu wyników jest już odzwierciedlony w wycenie. Zwracamy uwagę, że biorąc pod uwagę niskie inwestycje w 2020 r. utrzymanie tak dobrej dynamiki spłat będzie trudne. Dodatkowo widzimy ryzyko dla odzysków po stronie umorzeń z „Tarczy 1.0”, która podtrzymywała zatrudnienie przez ostatni rok.

**Dynamika wzrostu spłat trudna do utrzymania.** W 1Q21 spłaty z portfeli wyniosły PLN 512m (7% r/r, 5% kw/kw). Biorąc pod uwagę relatywnie niskie inwestycje w portfele w 2020 r. (PLN 457m), uważamy, że nawet pomimo odbudowującej się gospodarki, utrzymanie tak dobrej dynamiki w kolejnych kwartałach będzie trudne. W 2021 r. oczekujemy wzrostu inwestycji do PLN 762m, ale ich pozytywny wpływ na odzyski będzie widoczny dopiero w 2022 r.

**Umorzenia z „Tarczy 1.0” testem dla trwałości zatrudnienia.** W drugiej połowie kwietnia 2021 r. ruszają umorzenia części subwencji otrzymanych przez firmy w ramach Tarczy 1.0. Widzimy więc ryzyko, że motywacja firm do utrzymania miejsc pracy będzie wygasać, co wraz z kolejnym czasowym zamknięciem gospodarki w następstwie trzeciej fali pandemii może spowodować wzrost stopy bezrobocia i pogorszenie sytuacji dłużników.

**Podwyższamy nasze prognozy zysku netto o 11/6% w 2021/22 r.** Biorąc pod uwagę lepsze od naszych założeń odzyski w 4Q20-1Q21 podwyższamy nasze prognozy spłat o 23/21% w 2021/22 r. oraz prognozy zysku netto o 11/6% do odpowiednio PLN 284m (249% r/r) oraz do PLN 304m (7% r/r). Nasze prognozy zysku netto są 7/13% powyżej konsensusu.

**Mało atrakcyjna wycena.** Na naszych prognozach Kruk jest notowany na 12,7/11,8x 2021/22 P/E, co oznacza odpowiednio 9% dyskonto oraz 17% premię do zagranicznych spółek porównywalnych. Jednocześnie, na 1YF P/E Kruk jest notowany z 27/1% premią do 3/5-o letniej średniej. Biorąc pod uwagę czynniki ryzyka po stronie dynamiki odzysków, ale także odbudowy podaży wierzytelności uważamy obecną wycenę Kruka za mało atrakcyjną.

**Dobry początek roku bez zaskoczenia.** Oczekujemy, że w efekcie rosnących spłat cash EBITDA Kruka w 1Q21 wyniesie PLN 338m (4% r/r), a zysk netto PLN 96m (wobec PLN -62m straty w 1Q20). Uważamy jednak, że relatywnie szybki powrót na ścieżkę wzrostów jest już uwzględniony w wycenie.

	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Zysk netto	330	276	81	284	304	318
Zmiana r/r (%)	12%	-16%	-71%	249%	7%	5%
ROE (%)	21%	15%	4%	14%	13%	13%
DPS (PLN)*	5,0	5,0	8,0	4,4	4,7	5,0
DY (%)*	2,7%	2,7%	4,3%	2,4%	2,5%	2,7%
P/E (x)	10,9	13,0	44,2	12,7	11,8	11,3
P/BV (x)	2,1	1,8	1,8	1,7	1,5	1,4
EV/cash EBITDA (x)	5,9	5,5	4,6	4,3	4,3	4,3

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

Raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku) oraz Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958. Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatnich stronach raportu.

Publikowanie w prasie lub w Internecie w całości lub części niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport.

## REDUKUJ

(POPRZEDNIO REDUKUJ)

**WYCENA 168,0 PLN**

20 KWIETNIA 2021, 07:00 CEST

#### Podstawowe dane

Rekomendacja	Redukuj
Cena docelowa [PLN]	168
Potencjał do wzrostu / spadku	-10%
Kapitalizacja [PLNm]	3,550
Min (52) [PLN]	68,6
Max (52) [PLN]	197,6
Liczba akcji [mln. szt.]	19,3
Stopa zwrotu YTD	31%
Stopa zwrotu za 3 mc	8%
Stopa zwrotu za 6 mc	47%
Stopa zwrotu za 12 mc	134%

#### Struktura akcjonariatu:

OFE NN	13,6%
Piotr Krupa	9,6%
OFE PZU	9,4%
OFE AVIVA	9,0%
Pozostali	58,4%

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

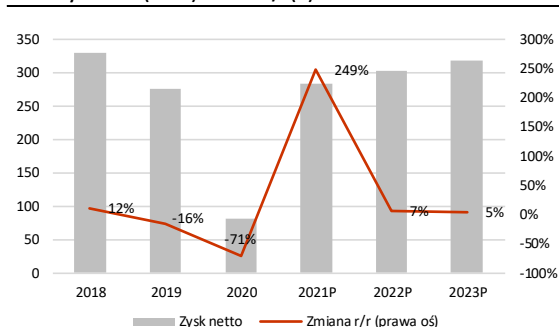


## Wybrane dane i prognozy finansowe

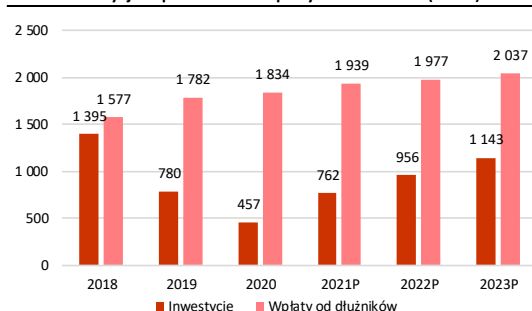
Rachunek wyników (PLNm)	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
<b>Przychody</b>	<b>1 165</b>	<b>1 264</b>	<b>1 138</b>	<b>1 329</b>	<b>1 383</b>	<b>1 444</b>
Portfele własne	1 070	1 138	976	1 153	1 198	1 251
Windykacja na zlecenie	67	65	57	63	67	71
<b>Marża pośrednia</b>	<b>664</b>	<b>665</b>	<b>532</b>	<b>667</b>	<b>712</b>	<b>761</b>
Portfele własne	633	661	508	622	664	711
Windykacja na zlecenie	15	-1	-11	16	17	18
Koszty ogólne	-161	-178	-160	-176	-201	-225
Amortyzacja	-20	-44	-47	-51	-56	-61
<b>EBIT</b>	<b>478</b>	<b>440</b>	<b>332</b>	<b>440</b>	<b>455</b>	<b>475</b>
<b>EBITDA</b>	<b>498</b>	<b>484</b>	<b>379</b>	<b>491</b>	<b>511</b>	<b>536</b>
<b>Cash EBITDA</b>	<b>1 005</b>	<b>1 128</b>	<b>1 236</b>	<b>1 277</b>	<b>1 290</b>	<b>1 322</b>
Przychody finansowe netto	-126	-126	-128	-121	-116	-119
<b>Zysk brutto</b>	<b>353</b>	<b>314</b>	<b>204</b>	<b>319</b>	<b>340</b>	<b>356</b>
Podatek dochodowy	-22	-37	-123	-36	-36	-38
<b>Zysk netto</b>	<b>330</b>	<b>276</b>	<b>81</b>	<b>284</b>	<b>304</b>	<b>318</b>
Bilans (PLNm)	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Rzeczowe aktywa trwałe	26	83	92	94	97	99
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>124</b>	<b>185</b>	<b>198</b>	<b>213</b>	<b>232</b>	<b>243</b>
Inwestycje	4 157	4 411	4 209	4 156	4 333	4 689
Gotówka i ekwiwalenty	147	150	146	148	141	150
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>4 358</b>	<b>4 655</b>	<b>4 445</b>	<b>4 395</b>	<b>4 565</b>	<b>4 930</b>
<b>Aktywa ogółem</b>	<b>4 482</b>	<b>4 840</b>	<b>4 643</b>	<b>4 609</b>	<b>4 797</b>	<b>5 174</b>
Kapitał podstawowy i rezerwy	356	401	500	500	500	500
Zyski zatrzymane	1 376	1 558	1 544	1 645	1 864	2 091
<b>Kapitał własny</b>	<b>1 733</b>	<b>1 959</b>	<b>2 043</b>	<b>2 144</b>	<b>2 363</b>	<b>2 590</b>
Kredyty i pożyczki	1 131	1 280	829	864	845	887
Dłużne papiery wartościowe	1 360	1 361	1 314	1 138	1 121	1 222
<b>Zobowiązania ogółem</b>	<b>2 749</b>	<b>2 881</b>	<b>2 600</b>	<b>2 464</b>	<b>2 434</b>	<b>2 584</b>
<b>Pasywa ogółem</b>	<b>4 482</b>	<b>4 840</b>	<b>4 643</b>	<b>4 609</b>	<b>4 797</b>	<b>5 174</b>
Cash flow (PLNm)	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Wpłaty od dłużników	1 577	1 782	1 834	1 939	1 977	2 037
<b>Przepływy z działalności operacyjnej</b>	<b>898</b>	<b>901</b>	<b>999</b>	<b>1 110</b>	<b>1 125</b>	<b>1 160</b>
Wydatki na zakup portfeli	-1 395	-781	-456	-762	-956	-1 143
<b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-1 412</b>	<b>-891</b>	<b>-468</b>	<b>-815</b>	<b>-1 014</b>	<b>-1 206</b>
Zmiana stanu zadłużenia	590	160	-524	-139	-33	146
<b>Przepływy z działalności finansowej</b>	<b>488</b>	<b>-7</b>	<b>-536</b>	<b>-292</b>	<b>-118</b>	<b>55</b>
Przepływy pieniężne netto	-26	3	-5	3	-7	9
Gotówka na początek okresu	173	147	150	146	148	141
Gotówka na koniec okresu	147	150	146	148	141	150
Dynamiki (%)	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody	10%	9%	-10%	17%	4%	4%
EBITDA gotówkowa	20%	12%	10%	3%	1%	2%
Zysk netto	12%	-16%	-71%	249%	7%	5%
Wybrane wskaźniki (%)	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Marża zysku netto	28,3%	21,9%	7,1%	21,3%	22,0%	22,0%
Marża cash EBITDA	86,3%	89,2%	108,7%	96,1%	93,3%	91,5%
ROE	20,7%	15,0%	4,1%	13,5%	13,5%	12,8%
ROA	8,2%	5,9%	1,7%	6,1%	6,5%	6,4%
Efektowna stopa podatkowa	6%	12%	60%	11%	11%	11%
Wskaźnik wypłaty dywidendy*	29,0%	34,3%	189,0%	30,0%	30,0%	30,0%
DPS (PLN)*	5,0	5,0	8,0	4,4	4,7	5,0
DY*	2,7%	2,7%	4,3%	2,4%	2,5%	2,7%
Dług/wskaźniki zadłużenia	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Dług (PLNm)	2 500	2 706	2 222	2 083	2 050	2 196
Dług netto (PLNm)	2 353	2 555	2 077	1 935	1 909	2 046
Dług netto/kapitał własny (x)	1,36	1,30	1,02	0,90	0,81	0,79
Dług netto/Cash EBITDA (x)	2,34	2,27	1,68	1,52	1,48	1,55
Wskaźniki wyceny i pozostałe dane	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
P/E (x)	10,9	13,0	44,2	12,7	11,8	11,3
P/BV (x)	2,1	1,8	1,8	1,7	1,5	1,4
EV/cash EBITDA (x)	5,9	5,5	4,6	4,3	4,3	4,3
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.

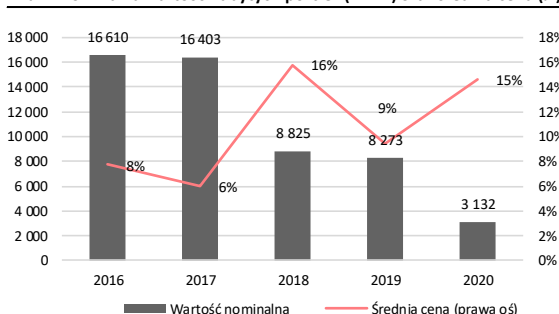
### Kruk - Zysk netto (PLNm) i zmiana r/r (%)



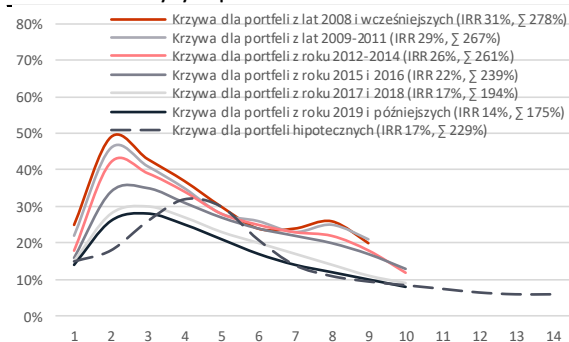
### Kruk - Inwestycje w portfele oraz wpłaty od dłużników (PLNm)



### 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 szybszej odbudowy wzrostu gospodarczego i niższej stopy bezrobocia powodujące wyższe spłaty z portfeli, 2) ryzyko wyższych od oczekiwanych pozytywnych aktualizacji portfeli, 3) ryzyko niższego kosztu pozyskania/rolowania zadłużenia, 4) ryzyko wyższych inwestycji w portfele, 5) ryzyko wzrostu efektywności działania spółki, 6) ryzyko zmian regulacyjnych dla branży windykacyjnej i pożyczkowej, 7) ryzyko wzrostu rentowności i spadku cen portfeli wierzytelności

## Zmiana prognoz na lata 2021-2023P

Zmiana prognoz w zakresie oczekiwanych spłat od dłużników, inwestycji w portfele wierzytelności oraz przychodów z portfeli nabytych skłoniła nas do podwyższenia naszych prognoz cash EBITDA o 24% w 2021P oraz o 23% w 2022P. Przy nieznacznie wyższych oczekiwanych kosztach finansowych podwyższamy nasze prognozy zysku netto o 11% w 2021P oraz o 6% w 2022P.

- Ze względu na znacznie lepsze niż oczekiwaliśmy spłaty od dłużników osiągnięte w 4Q20 oraz 1Q21 podwyższamy nasze prognozy spłat o 23% w 2021 r. oraz o 21% w 2022 r.
- Relatywnie dobre inwestycje w portfele zrealizowane w 4Q20 oraz 1Q21 skłoniły nas do podwyższenia oczekiwanych nakładów na portfele o 23% w 2021 r. (do PLN 762m) oraz o 5% w 2022 r. (do PLN 956m).
- W efekcie wyższych spłat oraz lepszych niż zakładane przychodów odsetkowych w okresie 4Q20-1Q21 podwyższamy nasze prognozy przychodów z portfeli nabytych o 15% w 2021 r. oraz o 13% w 2022 r.
- W efekcie rewizji spłat, inwestycji w portfele oraz przychodów z portfeli nabytych, a także biorąc pod uwagę brak istotnych zmian w zakresie kosztów, podwyższamy naszą prognozę cash EBITDA o 24% w 2021 r. (do PLN 1,277m) oraz o 23% w 2022 r. (do PLN 1,290m).
- W rezultacie podwyższamy naszą prognozę zysku netto dla Kruka o 11% w 2021 r. (do PLN 284m) oraz o 6% w 2022 r. (do PLN 304m).

### Kruk – Zmiana prognoz na lata 2021-2023P

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2021P		Zmiana (%)	2022P		Zmiana (%)	2023P		Zmiana (%)
	Poprz.	Obecne		Poprz.	Obecne		Poprz.	Obecne	
<b>Przychody</b>	<b>1 159</b>	<b>1 329</b>	15%	<b>1 222</b>	<b>1 383</b>	13%	<b>1 306</b>	<b>1 444</b>	11%
Portfele własne	995	1 153	16%	1 050	1 198	14%	1 125	1 251	11%
Windykacja na zlecenie	63	63	0%	67	67	0%	71	71	0%
<b>Marża pośrednia</b>	<b>618</b>	<b>667</b>	8%	<b>665</b>	<b>712</b>	7%	<b>719</b>	<b>761</b>	6%
Portfele własne	569	622	9%	617	664	8%	669	711	6%
Windykacja na zlecenie	19	16	-13%	17	17	0%	18	18	0%
Koszty ogólne	-176	-176	0%	-202	-201	-1%	-227	-225	-1%
Amortyzacja	-48	-51	6%	-50	-56	12%	-51	-61	18%
<b>EBIT</b>	<b>395</b>	<b>440</b>	12%	<b>413</b>	<b>455</b>	10%	<b>441</b>	<b>475</b>	8%
<b>EBITDA</b>	<b>442</b>	<b>491</b>	11%	<b>463</b>	<b>511</b>	10%	<b>493</b>	<b>536</b>	9%
<b>Cash EBITDA</b>	<b>1 026</b>	<b>1 277</b>	24%	<b>1 046</b>	<b>1 290</b>	23%	<b>1 090</b>	<b>1 322</b>	21%
Przychody finansowe netto	-108	-121	12%	-92	-116	25%	-102	-119	16%
<b>Zysk brutto</b>	<b>287</b>	<b>319</b>	11%	<b>321</b>	<b>340</b>	6%	<b>339</b>	<b>356</b>	5%
Podatek dochodowy	-32	-36	12%	-36	-36	1%	-38	-38	0%
<b>Zysk netto</b>	<b>255</b>	<b>284</b>	11%	<b>285</b>	<b>304</b>	6%	<b>301</b>	<b>318</b>	6%
<b>Spłaty</b>	<b>1 579</b>	<b>1 939</b>	23%	<b>1 632</b>	<b>1 977</b>	21%	<b>1 723</b>	<b>2 037</b>	18%
<b>Inwestycje</b>	<b>622</b>	<b>762</b>	23%	<b>911</b>	<b>956</b>	5%	<b>1 108</b>	<b>1 143</b>	3%

Źródło: Szacunki BDM S.A.

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

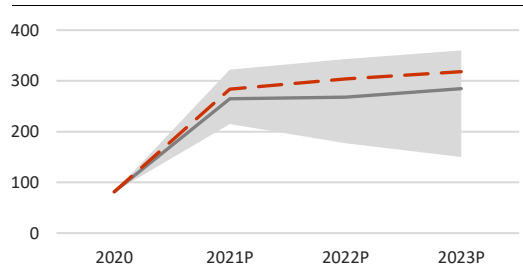
PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2021P	2022P	2023P
BDM	284	304	318
Konsensus	265	268	285
BDM vs. konsensus	7%	13%	12%

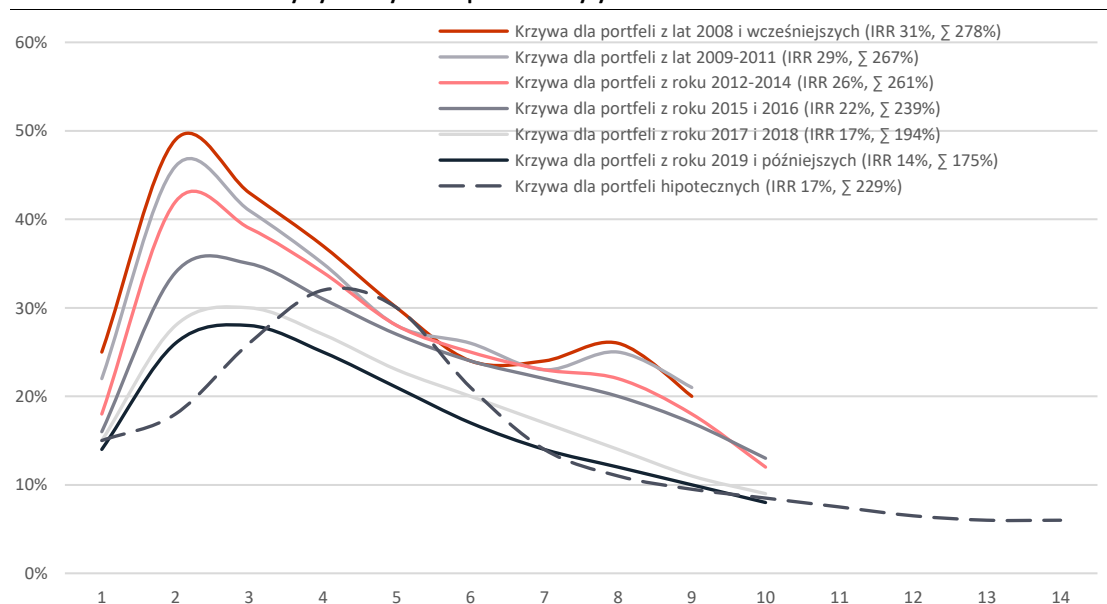
Źródło: Prognozy BDM S.A., konsensus Bloomberg

**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 168/akcję (10% potencjał spadku). Wzrost ceny docelowej w stosunku do poprzedniej rekomendacji jest efektem przede wszystkim podwyższenia prognoz oraz zmiany wycen spółek porównywalnych.

### Kruk - Podsumowanie wyceny

PLN o ile nie zaznaczono inaczej

Model zdyskontowanych zysków rezydualnych	155,1
Metoda porównawcza	186,9
Średnia ważona	167,8
Cena docelowa	168,0
Obecna cena	186,6
Potencjał wzrostu (%)	-10%

Źródło: BDM S.A.

### Wycena metodą zdyskontowanych zysków rezydualnych

W modelu zdyskontowanych zysków rezydualnych bazujemy na kapitałach własnych na koniec 2020 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 155,1 za akcję.

### Kruk – Model zdyskontowanych zysków rezydualnych

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	Terminal
Zysk netto	81	284	304	318	334	351	361
Zmiana r/r (%)		249%	7%	5%	5%	5%	3,0%
Kapitał własny	2 043	2 144	2 363	2 590	2 829	3 079	3 335
Wskaźnik wypłaty dywidendy (%)	189%	30%	30%	30%	30%	30%	73%
ROE (%)	4,1%	13,5%	13,5%	12,8%	12,3%	11,9%	11,0%
Koszt kapitału własnego (%)	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%
Nadwyżkowa stopa zwrotu (%)	-5,2%	4,3%	4,2%	3,6%	3,1%	2,6%	1,8%
Zysk rezydualny		90	95	89	83	78	58
Zdyskontowany zysk rezydualny		84	81	69	59	51	602
Stopa wzrostu (g) (%)	3,0%						
Suma zdyskontowanych zysków rez.	344						
Zdyskontowana wartość rezydualna	602						
Kapitał własny na koniec 2020	2 043						
Wartość spółki	2 990						
Liczba akcji (m)	19,3						
<b>Wartość na akcję (PLN)</b>	<b>155,1</b>						
Cena rynkowa (PLN)	186,6						
<b>Potencjał wzrostu/spadku (%)</b>	<b>-16,9%</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 kapitale 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

		ROE w długim terminie						
		9,5%	10,0%	10,5%	11,0%	11,5%	12,0%	12,5%
Koszt kapitału własnego (%)	8,3%	157,5	168,3	179,1	189,9	200,7	211,5	222,3
	8,8%	142,0	151,7	161,3	171,0	180,6	190,3	199,9
	9,3%	129,1	137,7	146,4	<b>155,1</b>	163,8	172,5	181,1
	9,8%	118,0	125,9	133,8	141,6	149,5	157,3	165,2
	10,3%	108,5	115,7	122,9	130,0	137,2	144,3	151,5

Źródło: BDM S.A.

#### Wycena porównawcza

Wycena porównawcza oparta na wskaźniku P/E na lata 2021/22P implikuje wycenę Kruka na poziomie PLN 186,9 na akcję.

#### Kruk – Wycena porównawcza

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

Peers	Kraj	MC (USDm)	P/E			ROE (%)			P/BV		
			2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P
PRA Group	US	1 676	11,9	10,4	7,1	9,0%	8,9%	12,6%	1,0	0,8	0,9
Intrum Justitia	SW	4 272	11,3	9,9	8,7	14,6%	15,2%	20,1%	1,7	1,5	1,4
Encore Capital Group	US	1 205	4,4	4,1	3,6	16,5%	14,1%	17,8%	0,7	0,6	0,6
Credit Corp Group	AU	1 591	22,9	20,4	18,7	14,2%	14,7%	15,0%	3,1	2,9	2,7
Arrow Global	GB	754	16,0	10,8	9,0	28,2%	34,5%	33,1%	5,2	3,6	na
Hoist Finance	SW	369	20,1	6,2	5,2	2,0%	11,5%	13,2%	0,7	0,6	0,6
<b>Mediana</b>			<b>13,9</b>	<b>10,1</b>	<b>7,9</b>	<b>14,4%</b>	<b>14,4%</b>	<b>16,4%</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>0,9</b>
<b>Kruk</b>	<b>PD</b>	<b>714</b>	<b>12,7</b>	<b>11,8</b>	<b>11,3</b>	<b>13,5%</b>	<b>13,5%</b>	<b>12,8%</b>	<b>1,7</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>
Premia/dyskonto			-9%	17%	43%	-6%	-6%	-22%	26%	32%	62%
Implikowana wycena			205,3	159,3							
Waga			60%	40%							
<b>Wartość godziwa/akcję</b>			<b>186,9</b>								

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



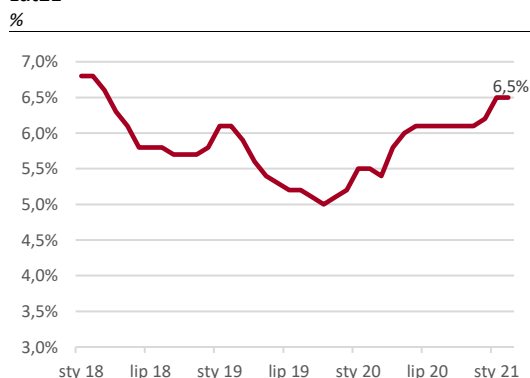
Źródło: Bloomberg, BDM S.A.

## Umorzenia z „Tarczy 1.0” testem dla trwałości zatrudnienia

„Tarcza 1.0” uruchomiona przez PFR w kwietniu 2020 r. objęła wsparciem niemal 350 tys. przedsiębiorstw, a liczba chronionych w ramach programu pracowników sięgnęła 3,2 miliona. Wartość subwencji, które trafiły do firm PFR szacuje na PLN 61 mld, a jednym z kluczowych warunków determinujących poziom umorzenia było utrzymanie zatrudnienia. O ile dane z krajowego rynku pracy pozostają relatywnie dobre, zwracamy uwagę, że w ciągu najbliższych dwóch miesięcy motywacja firm do utrzymania zatrudnienia będzie wygasać. Dodatkowo, biorąc pod uwagę trzecią falę pandemii oraz kolejne czasowe zamknięcie gospodarki, widzimy ryzyko, że nawet pomimo relatywnie szybkiej odbudowy gospodarki i realizacji programu szczepień, stopa bezrobocia może wzrosnąć, co będzie miało negatywny wpływ na odzyski realizowane przez firmy windykacyjne szczególnie z portfeli detalicznych niezabezpieczonych.

Jednym z kluczowych programów oferujących pomoc dla przedsiębiorców dotkniętych czasowym zamknięciem gospodarki w następstwie walki z pandemią COVID-19 była Tarcza Finansowa 1.0 Polskiego Funduszu Rozwoju. „Tarcza 1.0” została uruchomiona w kwietniu 2020 r. i – jak podaje PFR – objęła wsparciem niemal 350 tys. przedsiębiorstw, a liczba chronionych w ramach programu pracowników sięgnęła 3,2 miliona. Wartość subwencji, które trafiły do przedsiębiorców PFR szacuje na niemal PLN 61 mld. W drugiej połowie kwietnia 2021 r. ruszają umorzenia części subwencji otrzymanych przez firmy w ramach Tarczy 1.0. Zgodnie z założeniami programu przedsiębiorstwa mogą liczyć na umorzenie znacznej części subwencji (do 50-75%), jednak wartość umorzenia zależy kilku zmiennych, wśród których jedną z kluczowych jest utrzymanie zatrudnienia.

### Stopa bezrobocia rejestrowanego w Polsce, Sty18-Lut21



Źródło: GUS, BDM S.A.

### Postępowania upadłościowe i restrukturyzacyjne oraz uproszczone w Polsce, 1Q20-1Q21

	1Q20	1Q21	Zmiana
Upadłość likwidacyjna	135	93	-42
Post. o zatwierdzenie układu	1	24	23
Przyspieszone post. układowe	61	32	-29
Postępowanie układowe	7	5	-2
Postępowanie sanacyjne	28	7	-21
Nowe, uproszczone post. o zatwierdzenie układu	0	354	354

Źródło: Coface, BDM S.A.

Według prezesa PFR, Pawła Borysa, kwota umorzeń z „Tarczy 1.0” może sięgnąć nawet PLN 35 mld, czyli niemal 60% wypłaconych subwencji. W naszym przekonaniu oznacza to, że warunek utrzymania zatrudnienia mógł być bardzo istotnym bodźcem powstrzymującym firmy od redukcji zatrudnienia, nawet pomimo pogarszających się warunków prowadzenia działalności. O ile dane z krajowego rynku pracy pozostają obecnie relatywnie dobre, zwracamy uwagę, że w ciągu najbliższych dwóch miesięcy motywacja do dalszego utrzymywania zatrudnienia będzie wygasać. Dodatkowo, biorąc pod uwagę trzecią falę pandemii oraz kolejne czasowe zamknięcie gospodarki, widzimy ryzyko, że nawet pomimo relatywnie szybkiej odbudowy gospodarki i realizacji programu szczepień, stopa bezrobocia może wzrosnąć, co będzie miało negatywny wpływ na realizowane przez firmy windykacyjne odzyski szczególnie z portfeli detalicznych niezabezpieczonych.



## W 1Q21 oczekujemy zysku netto na poziomie PLN 96m

- W 1Q21 spłaty z portfeli wyniosły PLN 512m (7% r/r, 5% kw/kw), a inwestycje w portfele PLN 159m (vs. PLN 344m w 4Q20 oraz PLN 57m w 1Q20). Spółka nabyła portfele o wartości nominalnej PLN 877m, a średnia cena zakupu wyniosła 18% (wobec 15% w 4Q20 oraz 11% w 1Q20). W komentarzu dot. odzysków CEO poinformował, że spółka nie widzi obecnie istotnych negatywnych wpływów trzeciej fali pandemii na osiągane spłaty, szczególnie na portfelach detalicznych niezabezpieczonych. Największe inwestycje w portfele zostały dokonane w Polsce, a ponadto spółka zainwestowała w Rumunii, Czechach i na Słowacji w portfele bankowe oraz niebankowych instytucji finansowych.
- Oczekujemy, że zysk netto Kruka w 1Q21 wyniesie PLN 96m (wobec PLN -62m straty w 1Q20 oraz PLN 47m zysku w 4Q20).
- Zakładamy przychody z portfeli nabytych na poziomie PLN 320m (105% r/r, 6% kw/kw) z uwzględnieniem pozytywnych aktualizacji portfeli w wysokości PLN 8m. Spodziewamy się rewaluacji przede wszystkim na portfelach detalicznych niezabezpieczonych głównie w Polsce i w Rumunii. Oczekujemy przychodów z windykacji na zlecenie na poziomie PLN 15m (7% r/r, -2% kw/kw).
- Zakładamy koszty ogółem w wysokości PLN 227m (11% r/r, 2% kw/kw) oraz efektywną stopę podatkową na poziomie 5%.

### Kruk – wybrane dane, 1Q20-1Q21

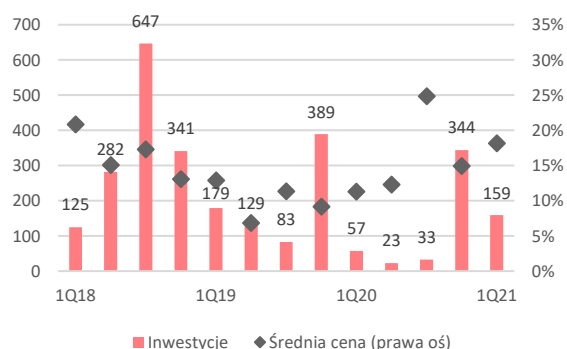
PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	r/r	kw/kw
Przychody	199,3	257,1	335,2	346,4	361,6	81%	4%
Z portfeli nabytych	155,9	223,0	294,6	302,8	320,3	105%	6%
- Przychody odsetkowe	290,0	305,0	306,6	312,3	292,9	1%	-6%
- Aktualizacja wyceny	-74,4	-14,2	8,8	8,0	-18,0	na	na
Z portfeli zleconych	14,3	12,8	14,2	15,5	15,3	7%	-2%
Pozostałe przychody	29,1	21,3	26,4	28,1	26,0	-11%	-7%
Koszty ogółem	-204,7	-203,7	-182,1	-221,9	-227,4	11%	2%
EBIT	-7,0	59,5	154,8	125,0	134,2	na	7%
EBITDA	4,6	71,0	166,3	136,9	146,7	na	7%
EBITDA gotówkowa	325,7	265,0	323,7	322,1	338,4	4%	5%
Przychody finansowe netto	-46,8	-23,2	-28,2	-29,6	-33,0	-29%	11%
Zysk brutto	-53,8	36,3	126,6	95,4	101,2	na	6%
Zysk netto	-62,2	42,8	53,9	46,8	96,2	na	105%

Źródło: Dane spółki, prognozy BDM S.A.

### Kruk – Inwestycje w portfele oraz średnia cena nabycia, 1Q18-1Q21

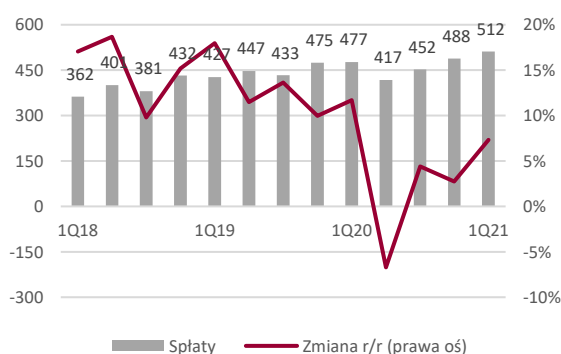
PLNm o ile nie zaznaczono inaczej



Źródło: Dane spółki, BDM S.A.

### Kruk – Spłaty, 1Q18-1Q21

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej



Źródło: Dane spółki, BDM S.A.



**WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**

**Krzysztof Tkocz**

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

**Michał Fidelus**

Analityk rynku akcji  
tel. (+48) 666 073 972  
e-mail: michal.fidelus@bdm.pl  
banki, finanse

**Adrian Górniak**

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

**Krzysztof Tkocz**

Młodszy analityk rynku akcji  
tel. (+48) 516 086 705  
e-mail: 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

**Tomasz Ilczyszyn**

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

**Maciej Fink-Finowicki**

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

**Historia rekomendacji na temat spółki:**

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
Redukuj	168,0	Redukuj	129,0	20.04.2021	7:00 CEST	186,6	59 785
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 (zasięg 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).

BDM – 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 2Q'21*:			, 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	1	50%	0	0%
Akumuluj	0	0%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	1	50%	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 jakiejkolwiek 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 z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowi 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 (bazując 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 portfelową inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować 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 portfelową 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 20.04.2021 roku (07:00 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 27.04.2021 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 dostępnych 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 rekomendację 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 nietrafne. 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 częstotliwości 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 19.04.2021 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 jakiejkolwiek 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 jakiejkolwiek 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.