



Dom Maklerski BDM S.A.

KRUK

RAPORT ANALITYCZNY

AKUMULUJ

(WZNOWIENIE)

WYCENA 432,7 PLN

2026-06-24 (11:48 CET/CEST)

Wznowiamy pokrycie analityczne Kruka i wydajemy zalecenie Akumuluj. W bieżącym raporcie wyceniamy walory spółki na 432,7 PLN, co implikuje potencjał wzrostu o ok. 9% względem aktualnej ceny rynkowej. Zgodnie z naszymi założeniami spółka jest obecnie notowana przy wskaźniku P/E dla lat 2026–2027 na poziomie odpowiednio 6,5x i 6,1x. W najbliższych latach spodziewamy się utrzymania wzrostu strumienia dywidend przeznaczanego dla akcjonariuszy. Przy bieżącym kursie rentowność dywidendy w latach 2027–2028 może, naszym zdaniem, wynieść ok. 5,3–5,8%.

W kolejnych kwartałach oczekujemy spadku kosztów operacyjnych w relacji do poziomu wpłat od osób zadłużonych. Relacja kosztów operacyjnych (bez amortyzacji) do wpłat wyniosła 39,5% w 2025 roku. W 2026 roku spodziewamy się spadku tego wskaźnika do ok. 38,7%. W kolejnych latach zakładamy, że Kruk utrzyma zdolność do dalszej poprawy tego parametru. Szczególną rolę powinny odegrać inicjatywy związane z wdrażaniem nowych technologii. Dodatkowo przypominamy, że poprzednie kwartały były obciążone relatywnie wysokimi kosztami postępowań sądowych w Hiszpanii.

Wzrost wyniku brutto w 2026 roku szacujemy na 8,3% r/r, co oznacza bardziej konserwatywne podejście niż sugerują parametry programu motywacyjnego. W latach 2027–2029 średnioroczne tempo wzrostu wyniku brutto w naszym modelu wynosi 10,9%. Na poziomie wyniku netto zakładamy wzrost o 9,0% w 2026 roku. W latach 2027–2029 średnioroczne tempo wzrostu wyniku netto wynosi 9,6%.

Na 2026 rok zakładamy, że spółka przeznaczy na zakupy nowych portfeli wierzycielności ponad 2,5 mld PLN (w 2025 roku było to 2,22 mld PLN). W kolejnych trzech latach prognozujemy średnioroczne nakłady na poziomie ok. 3,2 mld PLN. Łącznie w okresie 2025–2029 nasz scenariusz bazowy zakłada inwestycje w nowe portfele o wartości ponad 14,3 mld PLN. Jest to kwota o 4,8% niższa od celu strategicznego wynoszącego 15 mld PLN.

Na koniec Q1 2026 szacowana przez spółkę wartość niezdykontowanych oczekiwanych przyszłych wpływów (ERC) wyniosła 26,92 mld PLN, a wskaźnik ERC/wartość bilansowa portfeli kształtował się na poziomie 2,24x. Struktura ERC wskazuje, że w ciągu najbliższych 12 miesięcy Kruk oczekuje wpływów w wysokości 3,72 mld PLN, co oznacza wzrost o 12,4% względem wartości prezentowanej na koniec Q1 2025. W naszym scenariuszu bazowym zakładamy wpłaty od osób zadłużonych na poziomie 4,05 mld PLN w 2026 roku (wobec 3,92 mld PLN w 2025 roku). Łącznie w okresie 2025–2029 nasz model zakłada wpływy na poziomie ok. 23 mld PLN.

Wskaźnik dług netto/EBITDA gotówkowa na koniec Q1 2026 wyniósł 2,6x. Nasza symulacja zakłada, że w kolejnych okresach może on dalej rosnąć. W horyzoncie 2029 roku nie zakładamy jednak przekroczenia poziomu 3,0x, oczekując stabilizacji wskaźnika w okolicach 2,9x.

Wycena końcowa [PLN]	432,7
Wycena DCF [PLN]	431,2
Wycena mnożnikowa [PLN]	434,1
Potencjał do wzrostu / spadku	+9%

Kurs [PLN]	398
Kapitalizacja [PLN mld]	7,73
Ilość akcji [m]	19,4

Total return [%]	(1)	(2)
3M stopa zwrotu	-3,3	-19,1
6M stopa zwrotu	-15,2	-33,8
YTD stopa zwrotu	-15,3	-33,3
12M stopa zwrotu	10,6	-27,1

(1) - absolutna stopa zwrotu

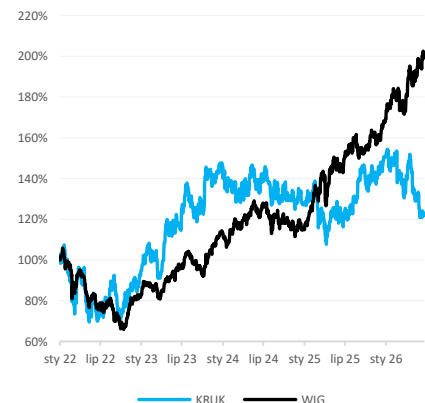
(2) - stopa zwrotu względem WIG

Akcjonariat [%]	
NN OFE	12,76
Allianz OFE	11,63
Piotr Krupa (także pośrednio)	8,72
Generali OFE	8,47
VIENNA OFE	5,36
PZU OFE	5,08
Pozostali	47,98

Autor raportu:

Maciej Bobrowski
maciej.bobrowski@bdm.pl
Dom Maklerski BDM S.A.

	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E
EBIT [PLN m]	1 412	1 578	1 679	1 874	2 005	2 276
Wynik brutto [PLN m]	1 010	1 136	1 230	1 359	1 462	1 675
Wynik netto [PLN m]	1 074	1 085	1 183	1 263	1 359	1 557
Dług netto / EBITDA gotówkowa [x]	2,7x	2,6x	2,9x	2,9x	2,9x	2,8x
P/E [x]	7,9x	7,7x	6,5x	6,1x	5,7x	5,0x
EV/EBIT [x]	10,6x	9,8x	9,3x	8,9x	8,8x	8,2x
ROIC efektywny podatek [%]	13,7%	13,0%	12,2%	11,8%	11,2%	11,4%
DPS [PLN]	18	18	20	21	23	26
Rentowność dywidendy [%]	4,1%	4,2%	5,0%	5,3%	5,8%	6,5%



SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	2
KLUCZOWE RYZYKA.....	4
WYCENA DCF.....	4
WYCENA MNOŻNIKOWA.....	6
DŁUG FINANSOWY	7
WYNIKI Q1 2026.....	8
PLANOWANE ZMIANY W ORGANIZACJI	11
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY.....	12

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wznowiamy pokrycie analityczne Kruka i wydajemy zalecenie Akumuluj. W bieżącym raporcie wyceniamy walory spółki na 432,7 PLN, co implikuje potencjał wzrostu o ok. 9% względem aktualnej ceny rynkowej. Zgodnie z naszymi założeniami spółka jest obecnie notowana przy wskaźniku P/E dla lat 2026–2027 na poziomie odpowiednio 6,5x i 6,1x.

Wycenę sporządziliśmy w oparciu o model DCF oraz analizę wskaźnikową. Metoda DCF wskazuje na wartość 431,2 PLN na akcję, natomiast wycena oparta na przyjętym mnożniku P/E dla lat 2026–2027 implikuje cenę 434,1 PLN na akcję. Końcowa wycena wynosząca 432,7 PLN na akcję stanowi średnią arytmetyczną wyników uzyskanych przy zastosowaniu obu metod.

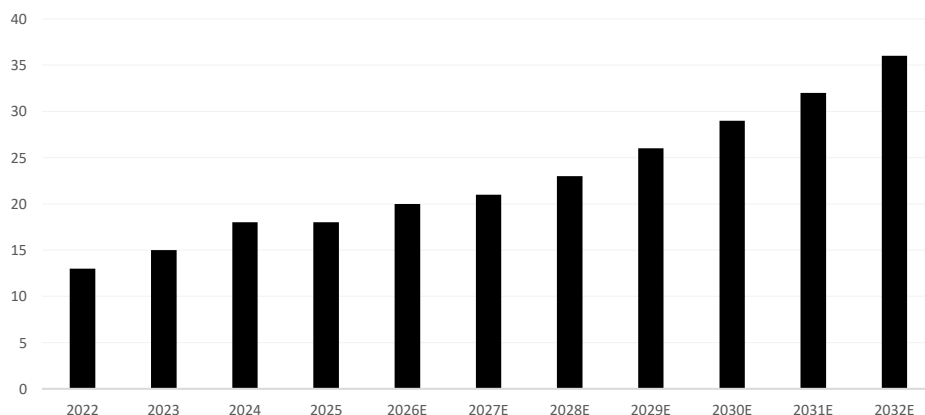
Podsumowanie wyceny

A	Wycena DCF [PLN/akcję]	431,2
B	Wycena mnożnikowa [PLN/akcję]	434,1
C = (A*50%+B*50%)	Wycena końcowa [PLN/akcję]	432,7

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

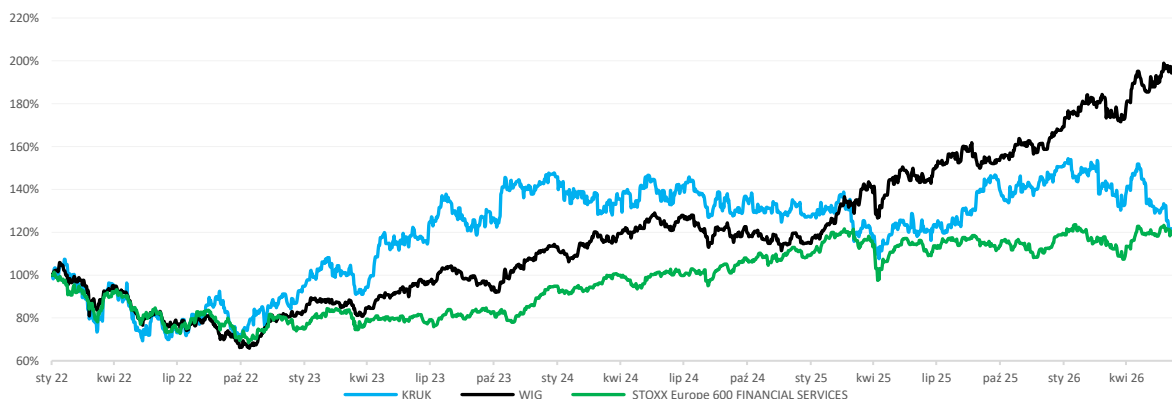
Wskaźnik dług netto/EBITDA gotówkowa na koniec Q1 2026 wynosił 2,6x. Nasza symulacja zakłada, że w kolejnych okresach wskaźnik ten może nadal rosnąć. W horyzoncie 2029 roku nie zakładamy jednak przekroczenia poziomu 3,0x, oczekując jego stabilizacji w okolicach 2,9x. W najbliższych latach spodziewamy się utrzymania wzrostu strumienia dywidend przeznaczanego dla akcjonariuszy. Przy bieżącym kursie rentowność dywidendy w latach 2027–2028 może, naszym zdaniem, wynieść ok. 5,3–5,8%.

Historyczne oraz zakładane przez nas przyszłe strumienie dywidend [PLN/akcję]



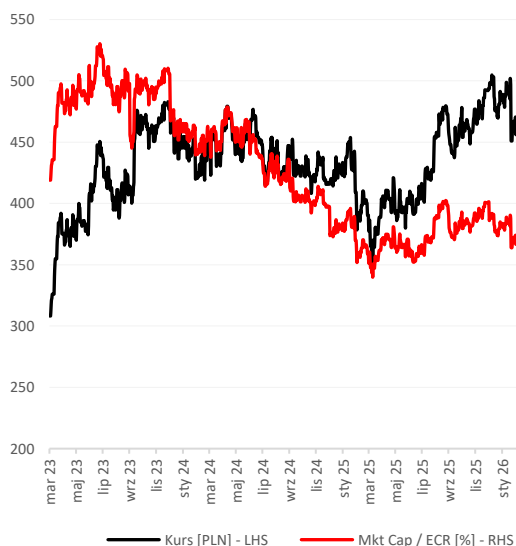
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kurs Kruk na tle indeksu WIG oraz STOXX Europe 600 Financial Services

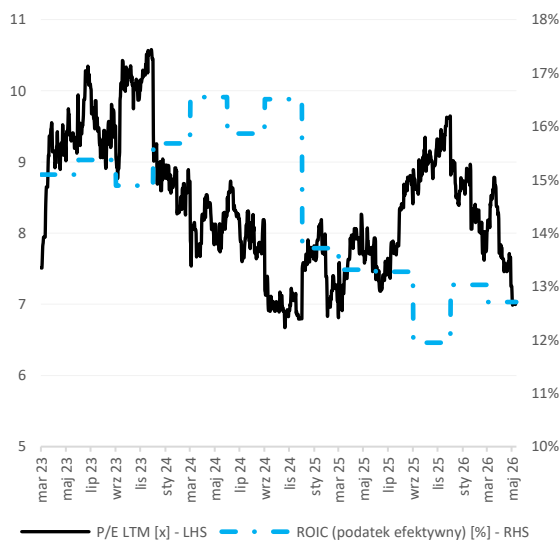


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

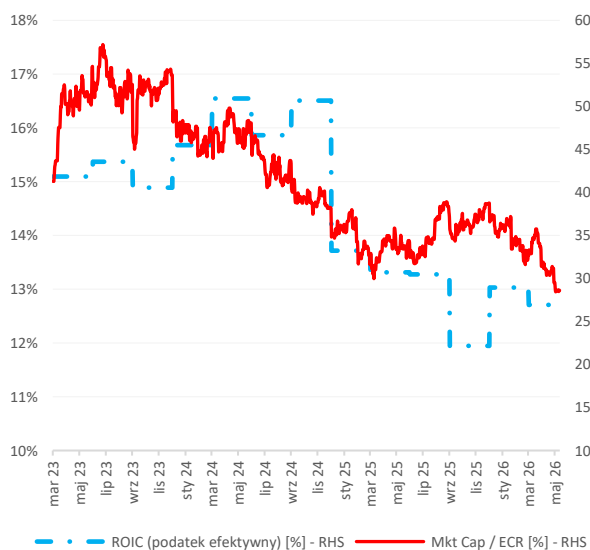
Kurs Kruka i relacja Mkt Cap / ECR



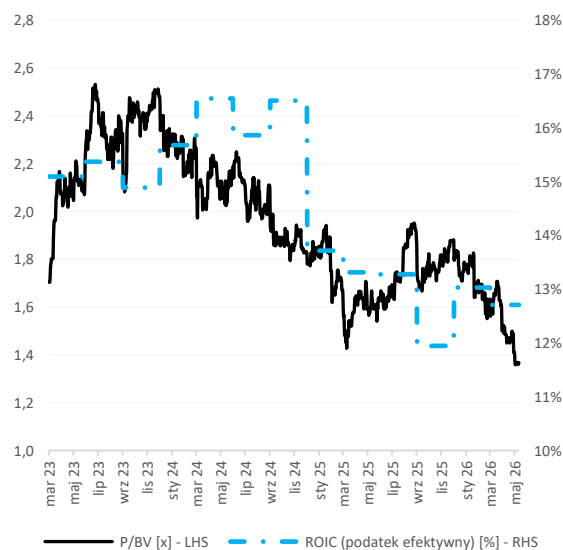
Historyczny wskaźnik P/E LTM dla Kruk i ROIC



Historyczne odczyty Mkt Cap / ECR oraz ROIC



Historyczny wskaźnik P/BV dla Kruk i ROIC



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

KLUCZOWE RYZYKA

Należy mieć na uwadze, że przyjęte przez nas założenia dotyczące kolejnych okresów mogą być obarczone ryzykiem błędu. Nasz model zakłada dalszy rozwój organiczny na rynkach zagranicznych w Unii Europejskiej, w szczególności we Włoszech i Hiszpanii. Przyjęte przez nas docelowe parametry operacyjne dla rynków zagranicznych, wyższe niż obserwowane w minionych okresach, mogą okazać się zbyt optymistyczne.

Kruk dokonuje zakupów portfeli wierzytelności, które charakteryzują się długim okresem odzyskiwania zainwestowanych środków. W konsekwencji przyszła akceptowalna wycena spółki będzie w istotnym stopniu zależna od osiągniętych stóp zwrotu (IRR) generowanych przez portfele. Nasz model opiera się na symulacji przyszłych wartości ERC, dlatego jednym z kluczowych elementów kolejnych aktualizacji będzie ocena zdolności spółki do utrzymania dodatniego spreadu pomiędzy stopą zwrotu z portfeli a kosztem kapitału.

Zwracamy również uwagę na ryzyko zmian regulacyjnych na rynkach, na których działa Kruk. Spółka koncentruje się przede wszystkim na portfelach wierzytelności niezabezpieczonych, dlatego istotne znaczenie mogą mieć przepisy dotyczące ochrony konsumentów, w tym potencjalne ograniczenia działań windykacyjnych, zmiany procedur upadłości konsumenckiej, długość postępowań sądowych oraz efektywność egzekucji komorniczej.

Na przyszłe aktualizacje wyceny mogą również wpływać potencjalne zmiany poziomu efektywnej stopy podatkowej. Od wielu lat głównym czynnikiem odpowiadającym za relatywnie niski poziom efektywnego opodatkowania jest struktura grupy kapitałowej oraz sposób opodatkowania części podmiotów. Część jednostek objętych konsolidacją podlega bowiem opodatkowaniu dopiero w momencie realizacji dochodu lub wypłaty dywidendy.

WYCENA DCF

Wyceny metodą DCF dokonaliśmy na podstawie 10 letniej prognozy free cash flow (FCFF). Koszt kapitału własnego w naszym modelu opiera się na zmodyfikowanym modelu CAPM. Stopa wolna od ryzyka przyjęta w modelu wynosi 5,4%. Beta odlewarowana została w wycenie ustalona na poziomie 0,8 i następnie w poszczególnych okresach prognozy stosujemy betę lewarowaną w oparciu o przedstawioną symulację. Premię za ryzyko rynkowe ustaliliśmy na poziomie 6,5%. Po okresie szczegółowej prognozy, w okresie rezydualnym, przyjęliśmy założenie o wzroście przepływów o 3% r/r i w obliczeniach zastosowaliśmy WACC równy 9,7%.

Finalnie metoda DCF wskazuje na wartość kapitału własnego (equity) na poziomie 431,2 PLN na akcję. Wycena została sporządzona na dzień 2026-10-01.

Wrażliwość wyceny na przyjęte parametry w okresie rezydualnym (po okresie szczegółowej prognozy)

		wzrost FCFF w okresie rezydualnym						
		1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%
WACC	5,2%	938	1 114	1 356	1 706	2 260	3 268	5 681
	6,7%	612	697	803	938	1 114	1 356	1 706
	8,2%	431	482	541	612	697	803	938
	9,7%	316	350	387	431,2	482	541	612
	11,2%	237	261	287	316	350	387	431
	12,7%	179	197	216	237	261	287	316
	14,2%	135	148	163	179	197	216	237

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Model DCF

	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
NOPAT [PLN m]	1 621	1 779	1 902	2 159	2 396	2 622	2 830	3 050	3 259	3 465
Amortyzacja [PLN m]	80	92	94	99	100	95	93	91	91	92
Zmiana kapitału obrotowego [PLN m]	38	-13	-8	-4	-18	-12	-2	3	2	0
Zmiana wartości pakietów wierzytelności [PLN m]	-1 595	-1 793	-1 827	-1 903	-1 883	-1 821	-1 762	-1 699	-1 641	-1 596
Zmiana wartości pożyczek [PLN m]	-105	-88	-67	-16	-37	-30	-34	-34	-36	-37
CAPEX [PLN m]	-135	-120	-122	-99	-80	-81	-84	-87	-90	-93
FCFF [PLN m]	-96	-142	-27	236	478	773	1 040	1 324	1 585	1 831
Suma PV FCFF [PLN m]	3 578									
Zdyskontowana wart. rezydualna [PLN m]	12 182									
Wartość firmy EV [PLN m]	15 760									
Skor. dług netto + inne korekty [PLN m]	7 402									
Wartość kapitału [PLN m]	8 358									
Ilość akcji [mln szt.]	19,4									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	431,2									

wzrost / spadek FCFF w okresie rezydualnym: +3,0%

WACC w okresie rezydualnym: 9,7%

	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
Niezdyskontowane przyszłe wpływy - ERC [PLN mld]	30,1	34,4	38,4	42,4	46,2	49,7	53,0	55,9	58,6	61,0
Total cash opex / spłaty z portfeli [%]	39%	38%	37%	36%	35%	35%	34%	34%	33%	33%
Szacunkowy EIR na portfelach wierzytelności [%]	19%	19%	18%	18%	18%	18%	19%	19%	19%	19%
NOPAT y/y [%]	6,2%	9,8%	6,9%	13,5%	11,0%	9,4%	7,9%	7,8%	6,8%	6,3%
Marża NOPAT [%]	48,7%	48,0%	48,2%	49,3%	49,7%	50,0%	50,0%	50,4%	50,7%	50,8%
D / E [%]	107%	112%	116%	116%	115%	112%	107%	102%	95%	87%
E / (E+D) [%]	48%	47%	46%	46%	46%	47%	48%	50%	51%	53%
D / (E+D) [%]	52%	53%	54%	54%	54%	53%	52%	50%	49%	47%
Stopa wolna od ryzyka [%]	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%
Beta nielewarowana [x]	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Beta lewarowana [x]	1,3	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,3	1,3	1,3	1,2
WACC [%]	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,7%	9,7%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA MNOŻNIKOWA

Nasza wycena metodą porównawczą wskazuje na wartość spółki na poziomie 434,1 PLN na akcję. Wycenę oparto na wskaźniku P/E. Przyjęliśmy docelowy, akceptowalny średni poziom wskaźnika P/E dla lat 2026–2027 w wysokości 6,5x.

Wycena mnożnikowa (w oparciu o docelowy pułap EV/EBITDA)

	Analiza wrażliwości; średnia P/E na lata 2026-2027						
	5,0	5,5	6,0	6,5	7,0	7,5	8,0
Cena docelowa [PLN/akcję]	333,9	367,3	400,7	434,1	467,5	500,9	534,3

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

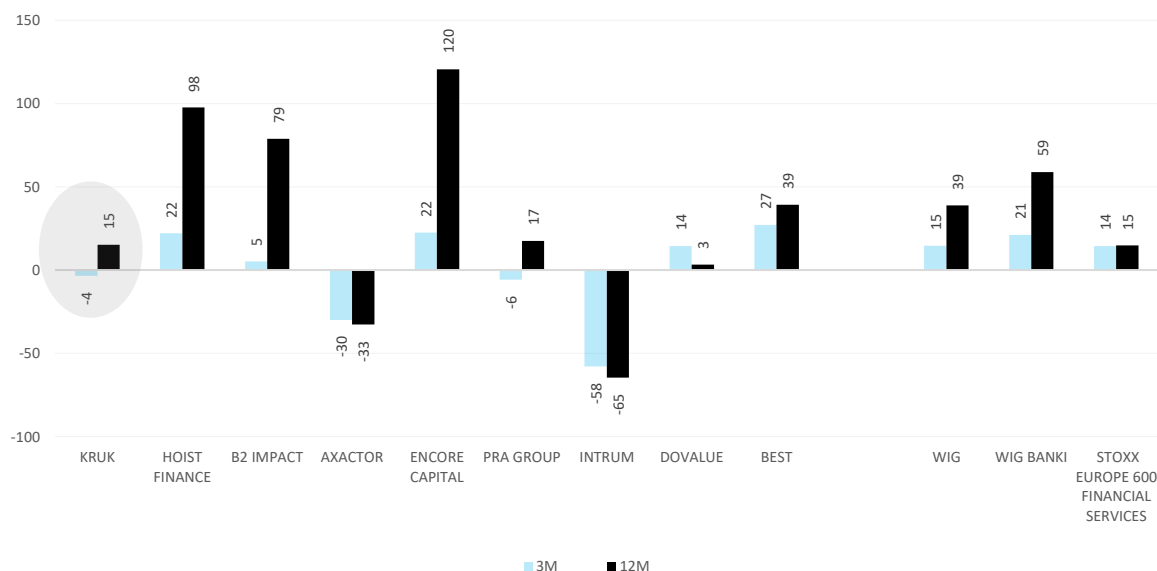
Mnożniki rynkowe wybranych podmiotów

	P/E		EV/EBIT	
	2026E	2027E	2026E	2027E
HOIST FINANCE	11,4	9,2	6,0	5,4
B2 IMPACT	10,2	9,3	9,0	8,5
AXACTOR	5,6	4,6	8,3	8,5
ENCORE CAPITAL	6,4	6,0	7,9	7,8
PRA GROUP	10,5	8,7	12,1	11,6
INTRUM	NM	10,1	5,5	4,9
DOVALUE	9,3	6,9	8,8	6,9
KRUK	6,5	6,1	9,3	8,9

Mediana wskaźnika P/E na lata 2026–2027 wynosi odpowiednio 9,8x i 8,7x. Z kolei mediana wskaźnika EV/EBIT dla tych lat kształtuje się na poziomie odpowiednio 7,9x oraz 7,7x.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Total return na walorach Kruk oraz innych wybranych podmiotach i indeksach [ujęcie 3miesiący oraz 12M]

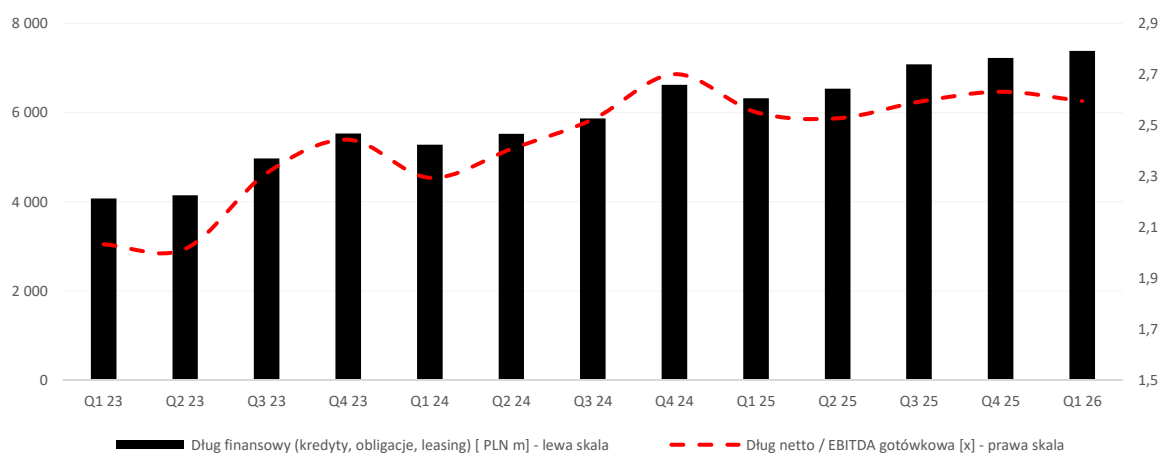


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

DŁUG FINANSOWY

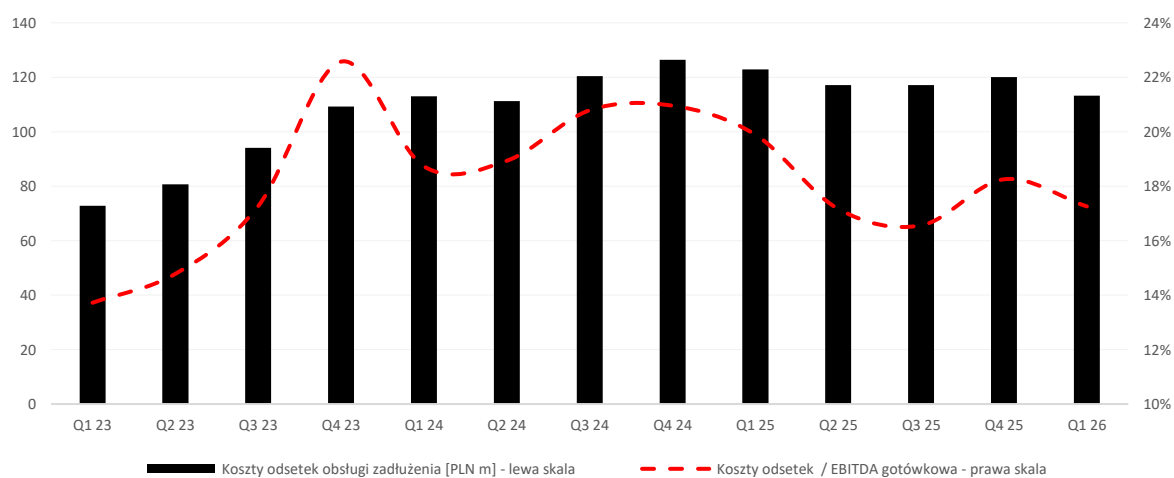
Dług netto na koniec Q1 2026 wynosił blisko 7,02 mld PLN i pozostawał na poziomie zbliżonym do odnotowanego na koniec 2025 roku. Wskaźniki zadłużenia również utrzymywały się na stabilnym poziomie. Relacja długu netto do EBITDA gotówkowej wyniosła ok. 2,6x, natomiast wskaźnik dług netto/kapitał własny kształtował się na poziomie blisko 1,3x. Nominalne koszty odsetkowe związane z obsługą zadłużenia w Q1 2026 przekroczyły 113 mln PLN, co oznacza spadek o 7,8% r/r.

Dług finansowy oraz wskaźnik dług netto/EBITDA gotówkowa



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Koszty odsetkowe związane z obsługą zadłużenia



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

WYNIKI Q1 2026

Wyniki za Q1 2026 na tle naszych dotychczasowych oczekiwań [PLN m]

	Q1 25	Q1 26	y/y	Q1 25 LTM	Q1 26 LTM	y/y	Q1 26E	realizacja
Przychody	802,2	783,4	-2,3%	2 961,6	3 171,9	7,1%	792,9	99%
Nabyte pakiety wierzytelności	715,0	718,5	0,5%	2 667,9	2 901,7	8,8%	722,9	99%
w tym aktualizacja prognozy wpływów	132,5	93,8	-29,2%	378,7	458,2	21,0%	111,8	84%
Usługi windykacyjne	13,7	13,2	-3,4%	56,7	55,4	-2,4%	14,1	94%
Pozostałe usługi	71,6	49,9	-30,3%	226,6	204,5	-9,7%	54,2	92%
Inne przychody	1,9	1,8	-7,2%	10,4	10,3	-0,5%	1,8	102%
EBITDA gotówkowa	617,6	656,2	6,3%	2 387,6	2 703,4	13,2%	662,3	99%
EBITDA	409,1	403,5	-1,4%	1 450,1	1 637,6	12,9%	414,1	97%
Amortyzacja	-15,7	-19,0	21,2%	-62,2	-68,7	10,4%	-18,0	106%
EBIT	393,4	384,5	-2,3%	1 387,8	1 568,9	13,0%	396,1	97%
Saldo finansowe	-112,7	-113,6	0,9%	-422,2	-442,7	4,9%	-116,7	97%
Wynik brutto	280,7	270,8	-3,5%	965,7	1 126,2	16,6%	279,4	97%
Podatek dochodowy	-29,1	-8,4	-71,3%	22,1	-29,7	-234,5%	-19,6	43%
Wynik netto dla akcjonariuszy	251,6	262,3	4,2%	987,2	1 095,7	11,0%	259,8	101%
Wpłaty od osób zadłużonych	923	971	5,2%	3 605	3 968	10,0%	971	100%
Indeks spłat [%] *	106	104	-2,1%	109	106	-3,1%	104	100%
Odchylenia wpłat **	51	34	-33,3%	298	212	-28,7%	34	100%
Planowane spłaty	872	937	7,4%	3 307	3 755	13,5%	937	100%
Zakup pakietów	229	513	124%	2 722	2 507	-8%	513	100%

* Indeks spłat to relacja spłat rzeczywistych do planowanych spłat

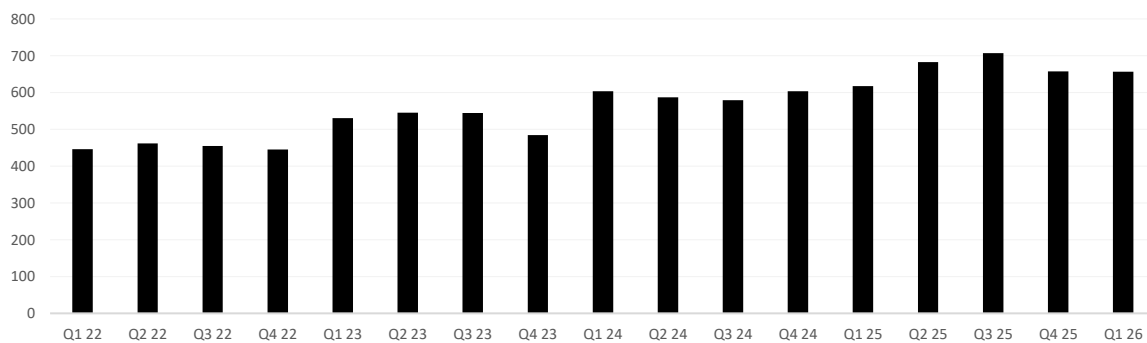
** Odchylenia wpłat rzeczywistych od planowanych

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki za Q1 2026 odebraliśmy neutralnie. Raportowane przychody z nabytych pakietów wierzytelności w Q1 2026 wyniosły 718,5 mln PLN i były stabilne w ujęciu r/r (zmiana: +0,5% r/r). W tej pozycji zawarta aktualizacja prognoz wpływów wyniosła 93,8 mln PLN (-29,2% r/r; nasz model zakładał 111,8 mln PLN). Odczyt EBITDA gotówkowa za Q1 2026 wzrósł o 6,3% r/r, do poziomu 656,2 mln PLN. Jest to poziom zbliżony do naszych wcześniejszych założeń (662,3 mln PLN). W ujęciu LTM, po Q1 2026, EBITDA gotówkowa wyniosła 2,703 mld PLN (+13,2% r/r). Wynik netto przypisany akcjonariuszom w Q1 2026 wzrósł o 4,2% r/r, do 262,3 mln PLN, i jest to poziom o 1% wyższy od naszych dotychczasowych założeń. W ujęciu LTM, po Q1 2026, wynik netto przypisany akcjonariuszom wyniósł 1,096 mld PLN (+11% r/r).

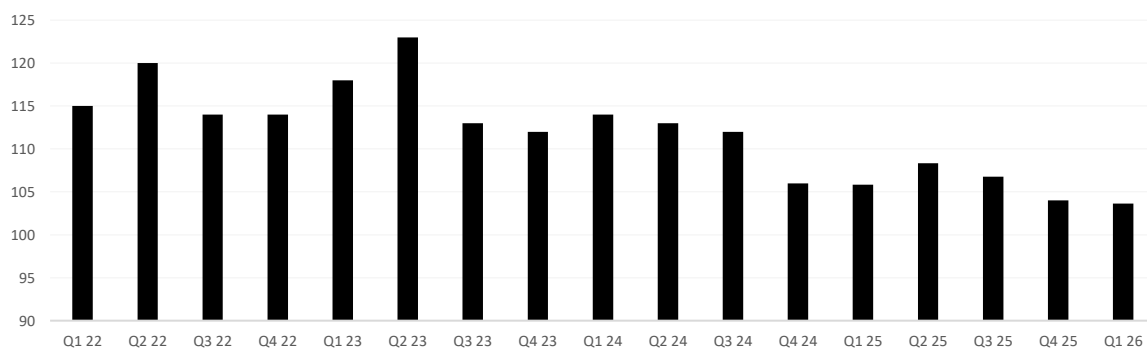
W Q1 2026 spłaty od osób zadłużonych wzrosły o blisko 5% r/r (w ujęciu LTM, po Q1 2026, spłaty były wyższe o 10% r/r). Odchylenie spłat rzeczywistych od planowanych wpłat w Q1 2026 wyniosło 34 mln PLN wobec 51 mln PLN w Q1 2025 (indeks spłat spadł z 106% do 104%). W omawianym kwartale spłaty przekroczyły plany księgowe w Polsce, Rumunii, Hiszpanii i we Włoszech. W Q1 2026 spółka wydała na zakup nowych pakietów wierzytelności 513 mln PLN (w ujęciu LTM: 2,5 mld PLN), przy czym największe inwestycje miały miejsce we Włoszech (346 mln PLN) oraz w Rumunii (78 mln PLN).

Historyczne kwartalne odczyty EBITDA gotówkowa [PLN m]



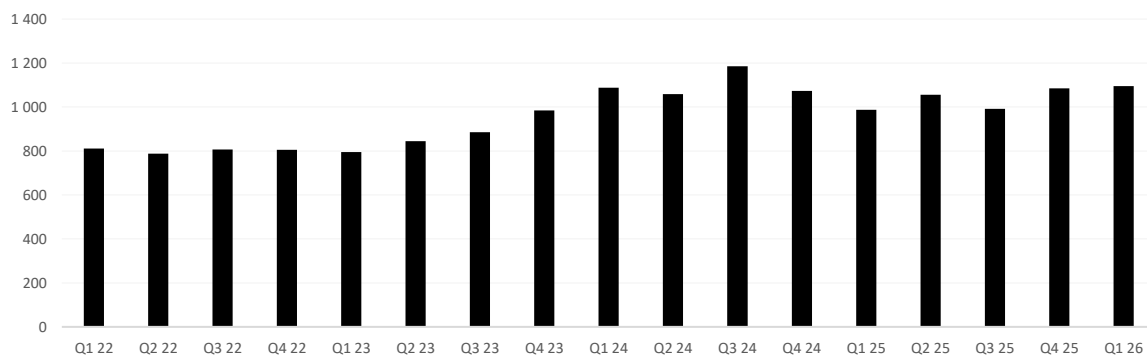
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Historyczny kwartalny indeks spłat rzeczywistych do planowanych [%]



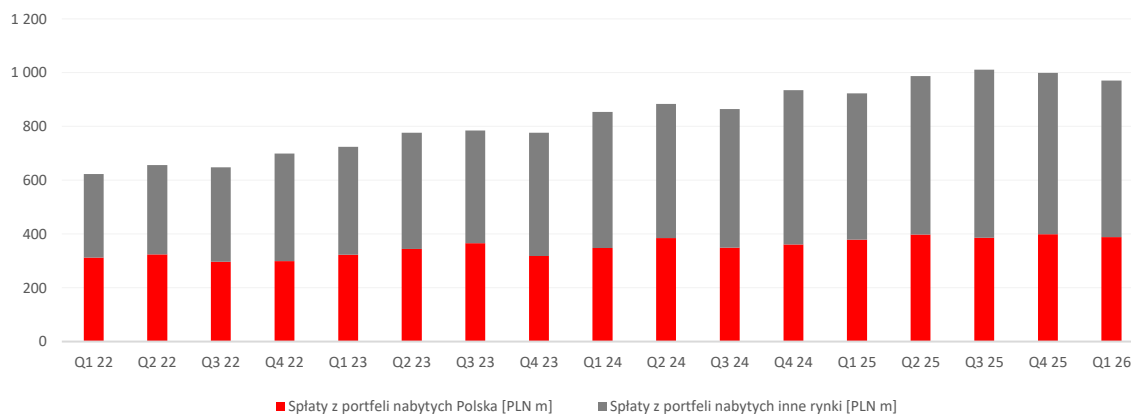
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Historyczne odczyty wyniku netto w ujęciu LTM [PLN m]



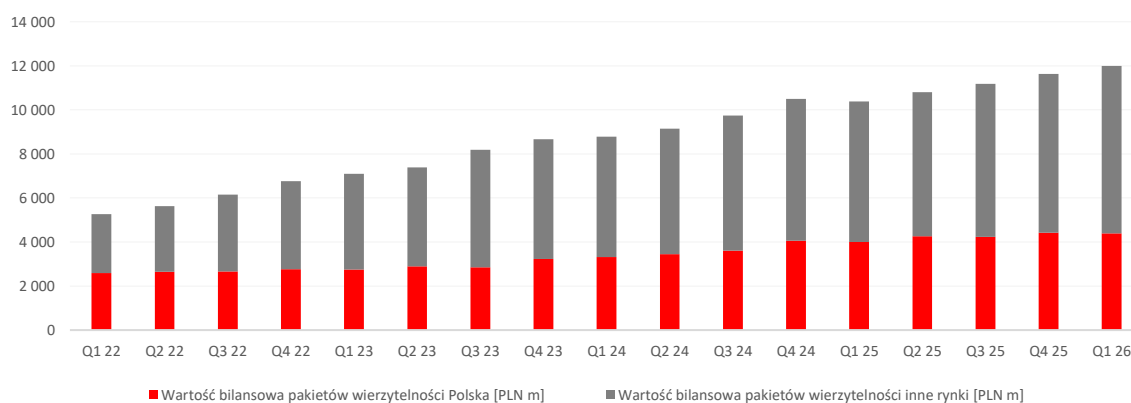
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Kwartalne spłaty z portfeli nabytych w podziale geograficznym: Polska oraz pozostałe rynki operacyjne [PLN m]



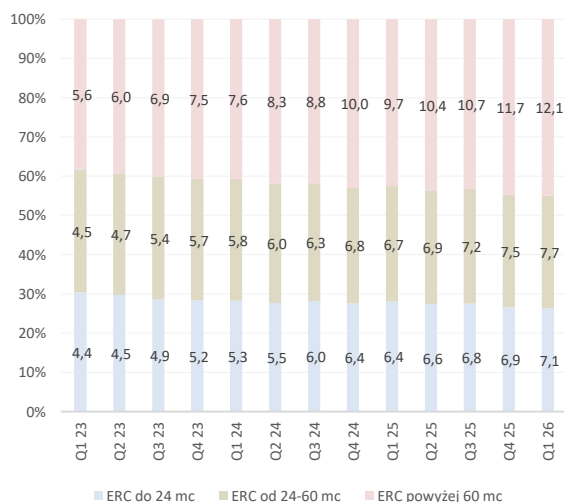
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wartość bilansowa pakietów wierzytelności w podziale geograficznym: Polska oraz pozostałe rynki operacyjne [PLN m]

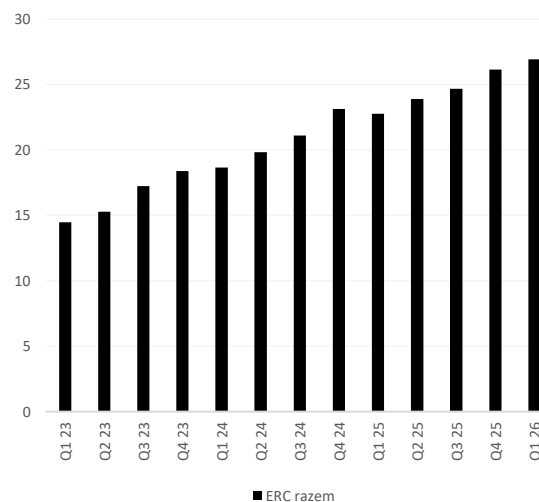


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Historyczna struktura ERC w podziale na okresy oczekiwaniach spłat [%; PLN mld]



Historyczne publikowane łączne szacunki ERC [PLN mld]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

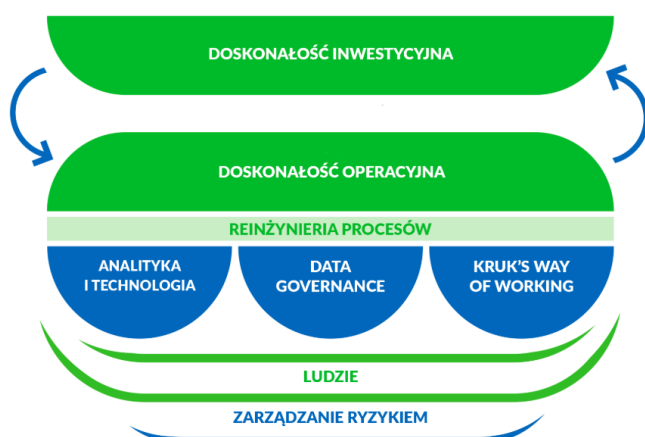
PLANOWANE ZMIANY W ORGANIZACJI

Spółka zasygnalizowała planowane zmiany organizacyjno-prawne. W średnim horyzoncie, tj. w H2 2027 roku, należy oczekiwać rozdzielenia działalności operacyjnej i inwestycyjnej. Zgodnie z deklaracjami zarządu Kruk ma pozostać spółką notowaną na GPW, jednocześnie uzyskując status Alternatywnej Spółki Inwestycyjnej (ASI). Zarząd deklaruje również kontynuację dotychczasowej polityki dywidendowej.

W ocenie władz spółki planowane zmiany powinny umożliwić bardziej efektywną realizację obecnej strategii obowiązującej do 2029 roku, a także przygotować organizację do dalszego zwiększania skali inwestycji po zakończeniu aktualnego okresu strategicznego.

Wybrane główne akcenty na które spółka zwraca uwagę w ramach bieżącej strategii

PLAN STRATEGICZNY NA LATA 2025–2029



Źródło: prezentacja spółki

Planowane nakłady na portfele wierzycelności w okresie 2025-2029



Źródło: prezentacja spółki

Bazowy scenariusz Kruka na najbliższe lata zakłada kontynuację wzrostu organicznego oraz koncentrację działalności na pięciu rynkach Unii Europejskiej: w Polsce, Rumunii, we Włoszech, Hiszpanii i Francji. Jednocześnie spółka sygnalizuje, że w średnim horyzoncie rozważa wejście na nowe, duże rynki zagraniczne, w szczególności do Wielkiej Brytanii oraz Stanów Zjednoczonych.

W strategii na lata 2025–2029 Kruk zakłada inwestycje o łącznej wartości ok. 15 mld PLN. W naszym scenariuszu bazowym prognozujemy nakłady na poziomie ok. 14,3 mld PLN, czyli o 4,8% niższym od celu strategicznego. W okresie od Q1 2025 do Q1 2026 spółka nabyła portfele wierzycelności o wartości 2,74 mld PLN, co odpowiada ok. 18,2% docelowej kwoty inwestycji przewidzianej w strategii.

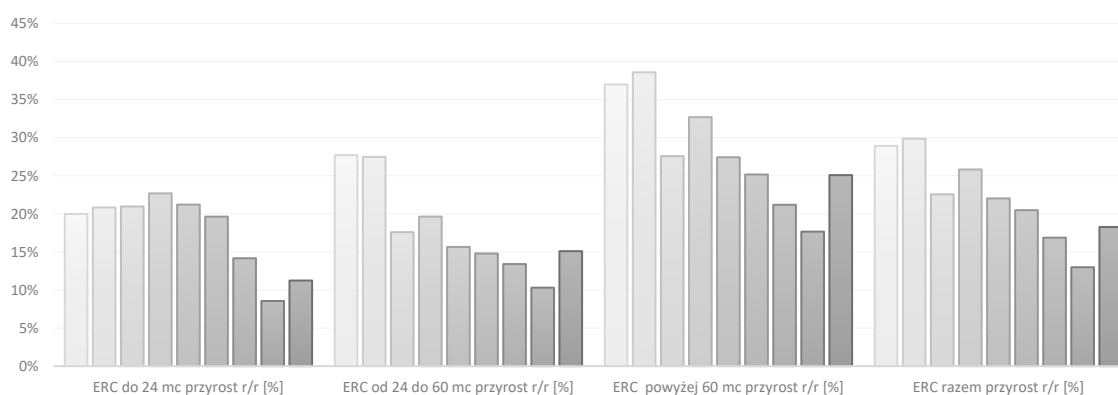
Zwracamy również uwagę na zapis strategii dotyczący możliwości rozszerzenia działalności inwestycyjnej. Spółka dopuszcza przeznaczenie ok. 200 mln PLN na inwestycje w inne klasy aktywów, w tym podmioty z sektora fintech oraz wybrane przedsięwzięcia typu start-up.

PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

Na 2026 rok zakładamy, że spółka przeznaczy na zakup nowych portfeli wierzytelności ponad 2,5 mld PLN (w 2025 roku było to 2,22 mld PLN). W kolejnych trzech latach prognozujemy średnioroczne inwestycje na poziomie ok. 3,2 mld PLN. Łącznie w okresie 2025–2029 nasz scenariusz bazowy zakłada nakłady na nowe portfele wierzytelności przekraczające 14,3 mld PLN, co oznacza poziom o 4,8% niższy od celu strategicznego wynoszącego 15 mld PLN.

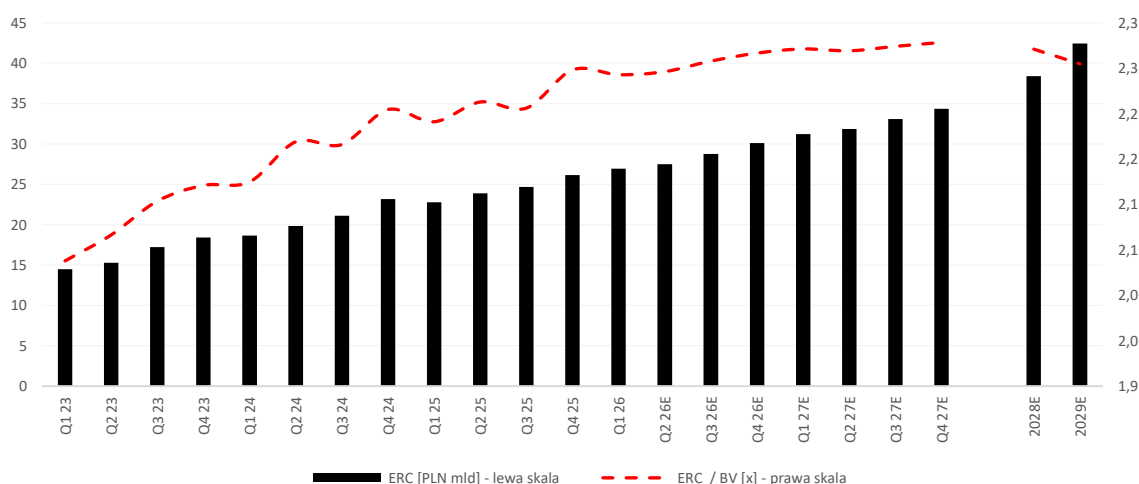
Na koniec Q1 2026 szacowana przez spółkę wartość niezdyktowanych oczekiwanych przyszłych wpływów (ERC) wyniosła 26,92 mld PLN, a wskaźnik ERC/wartość bilansowa portfeli kształtował się na poziomie 2,24x. Struktura ERC wskazuje, że w ciągu najbliższych 12 miesięcy Kruk oczekuje wpływów w wysokości 3,72 mld PLN, co oznacza wzrost o 12,4% względem wartości prezentowanej na koniec Q1 2025. W naszym scenariuszu bazowym zakładamy wpłaty od osób zadłużonych na poziomie 4,05 mld PLN w 2026 roku, wobec 3,92 mld PLN w 2025 roku. Łącznie w okresie 2025–2029 nasz model prognozuje wpływy na poziomie ok. 23 mld PLN.

Dynamika r/r szacunkowych przyszłych wpływów z pakietów wierzytelności - ERC



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

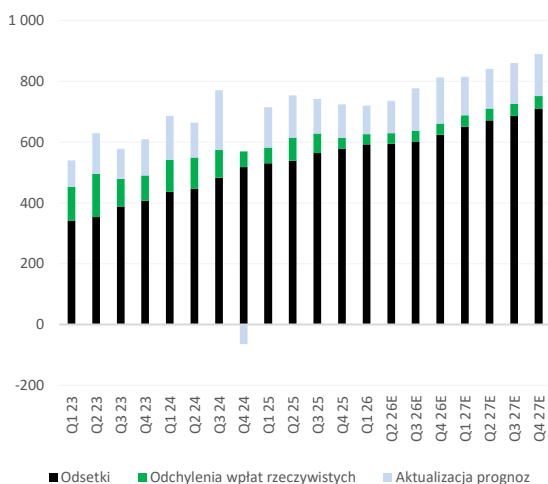
Przyjęta ścieżka wzrostu ERC na kolejne okresy i relacja do wartości bilansowej portfeli wierzytelności



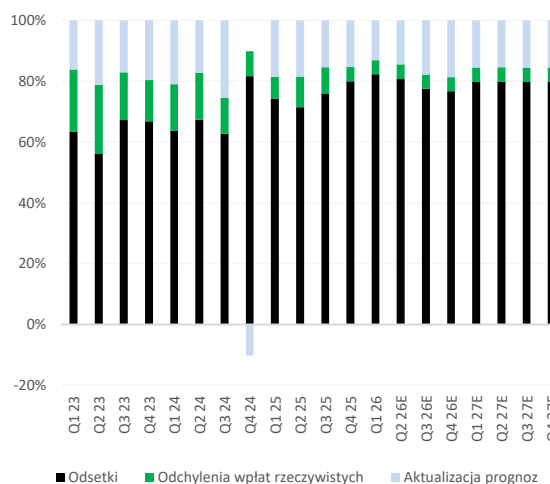
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W strukturze przychodów z pakietów wierzytelności na 2026 rok zakładamy wzrost przychodów odsetkowych, spadek przychodów wynikających z odchyłań wpłat od założeń oraz nieznacznie niższy poziom przychodów z aktualizacji prognoz wpływów. Prognoza na 2027 rok zakłada powrót do wzrostów w ujęciu r/r we wszystkich trzech komponentach przychodów z pakietów wierzytelności.

Historyczna i zakładana struktura przychodów z pakietów wierzytelności
[ujęcie kwartalne; PLN m]

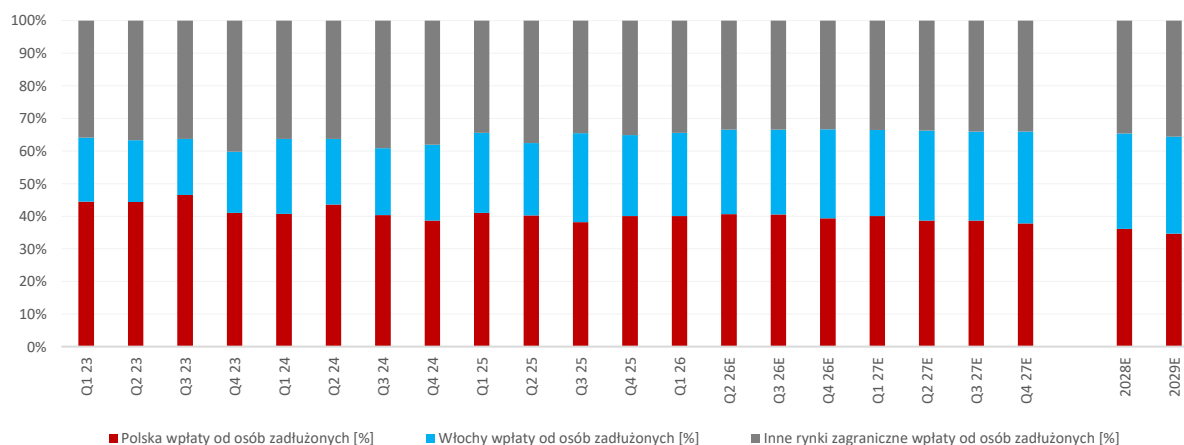


Historyczna i zakładana struktura przychodów z pakietów wierzytelności
[ujęcie kwartalne; %]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczna i zakładana struktura geograficzna wpłat od osób zadłużonych
[% łącznych wpłat dla pakietów wierzytelności]

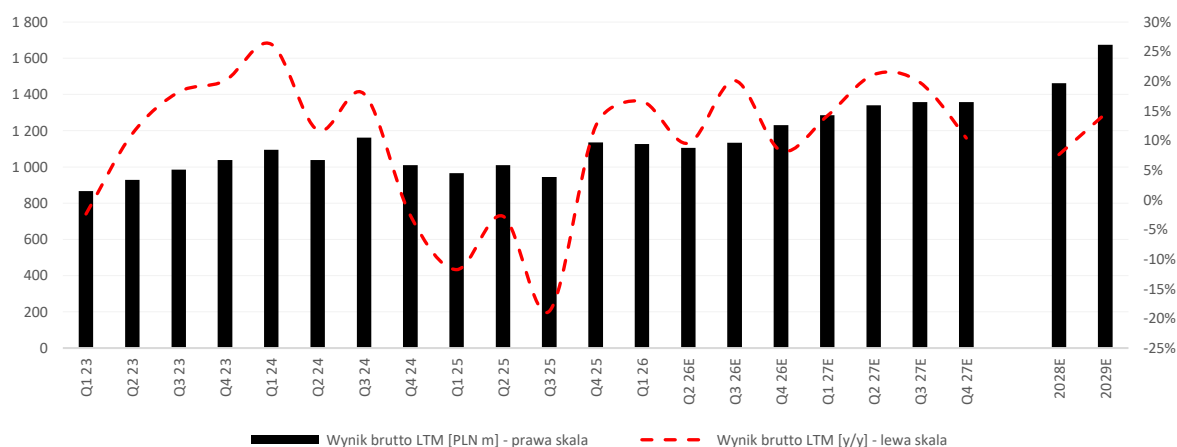


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W kolejnych kwartałach oczekujemy spadku kosztów operacyjnych w relacji do poziomu wpłat od osób zadłużonych. Relacja kosztów operacyjnych (bez amortyzacji) do wpłat wyniosła 39,5% w 2025 roku. W 2026 roku spodziewamy się spadku tego wskaźnika do ok. 38,7%. W kolejnych latach zakładamy, że Kruk utrzyma zdolność do dalszej poprawy efektywności operacyjnej mierzonej tym parametrem. Istotną rolę w realizacji tego scenariusza powinny odegrać inicjatywy związane z wdrażaniem nowych technologii. Dodatkowo przypominamy, że wyniki poprzednich kwartałów były obciążone relatywnie wysokimi kosztami postępowań sądowych w Hiszpanii.

Wzrost wyniku brutto w 2026 roku prognozujemy na poziomie 8,3% r/r, co oznacza bardziej konserwatywne założenie niż wynikałoby z parametrów programu motywacyjnego. W latach 2027–2029 średnioroczne tempo wzrostu wyniku brutto w naszym modelu wynosi 10,9%. Na poziomie wyniku netto zakładamy wzrost o 9,0% w 2026 roku. W latach 2027–2029 średnioroczne tempo wzrostu wyniku netto wynosi 9,6%.

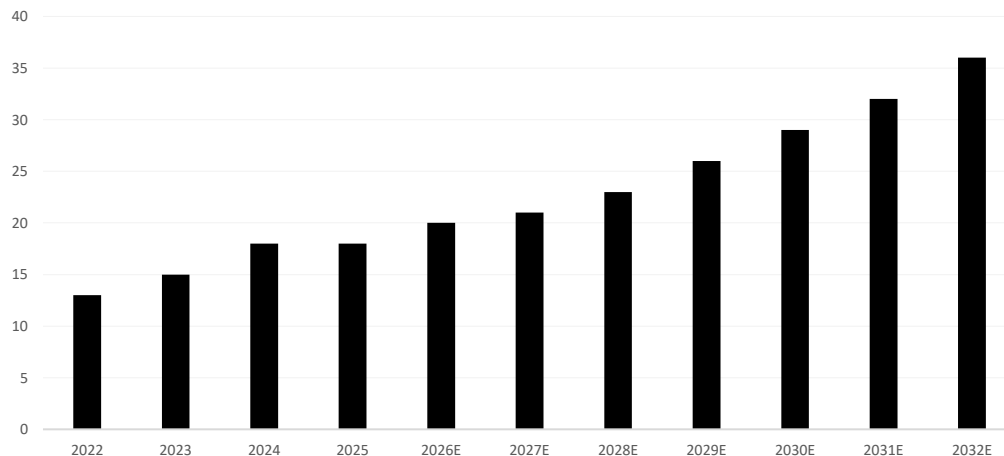
Historyczne odczyty i prognoza wyniku brutto [ujęcie LTM; PLN m]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wskaźnik dług netto/EBITDA gotówkowa na koniec Q1 2026 wynosił 2,6x. Nasza symulacja zakłada, że w kolejnych okresach wskaźnik ten może stopniowo rosnąć. W horyzoncie 2029 roku nie zakładamy jednak przekroczenia poziomu 3,0x, oczekując jego stabilizacji w okolicach 2,9x. W najbliższych latach spodziewamy się utrzymania wzrostu strumienia dywidend przeznaczanego dla akcjonariuszy. Przy bieżącym kursie rentowność dywidendy w latach 2027–2028 może, naszym zdaniem, wynieść ok. 5,3–5,8%.

Historyczne oraz zakładane przez nas przyszłe strumienie dywidend [PLN/akcję]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

RACHUNEK WYNIKÓW [PLN m]

	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Przychody	2 907,6	3 190,7	3 326,7	3 703,3	3 948,6	4 380,6	4 817,7
Nabyte pakiety wierzytelności	2 637,6	2 898,2	3 042,8	3 403,9	3 623,3	4 045,8	4 480,4
przychody odsetkowe + odch. wpłat	2 247,5	2 401,3	2 551,9	2 875,6	3 065,5	3 441,5	3 833,7
aktualizacja prognozy wpływów	390,1	496,9	490,9	528,3	557,8	604,3	646,7
Usługi windykacyjne	58,0	55,8	53,8	55,0	58,9	57,0	55,0
Pozostałe usługi	202,0	226,2	222,7	236,7	258,5	269,8	274,3
Inne przychody	10,0	10,4	7,3	7,7	7,9	8,0	8,1
EBITDA gotówkowa	2 373,6	2 664,7	2 762,0	3 131,0	3 449,5	3 845,9	4 282,9
EBITDA	1 474,9	1 643,2	1 759,2	1 966,1	2 098,5	2 374,4	2 647,6
Amortyzacja	-62,5	-65,4	-79,9	-91,8	-93,9	-98,6	-99,6
EBIT	1 412,4	1 577,8	1 679,2	1 874,3	2 004,7	2 275,9	2 548,0
Saldo finansowe	-402,0	-441,7	-449,0	-515,7	-542,2	-600,9	-651,1
Wynik brutto	1 010,4	1 136,1	1 230,3	1 358,6	1 462,4	1 675,0	1 896,9
Podatek dochodowy	63,9	-50,4	-46,7	-95,1	-102,4	-117,2	-151,8
Wynik netto dla akcjonariuszy	1 074,0	1 085,0	1 182,7	1 262,7	1 359,2	1 556,8	1 744,2
Koszty operacyjne (bez amortyzacji)	1 432,8	1 547,5	1 567,5	1 737,2	1 850,1	2 006,2	2 170,1
Koszty operacyjne (bez amortyzacji) / wpłaty	40,5%	39,5%	38,7%	38,0%	37,2%	36,4%	35,5%
Amortyzacja	62,5	65,4	79,9	91,8	93,9	98,6	99,6
EBITDA gotówkowa y/y	12,8%	12,3%	3,7%	13,4%	10,2%	11,5%	11,4%
EBIT y/y	6,4%	11,7%	6,4%	11,6%	7,0%	13,5%	12,0%
Wynik brutto y/y	-2,6%	12,4%	8,3%	10,4%	7,6%	14,5%	13,3%
Wynik netto y/y	9,1%	1,0%	9,0%	6,8%	7,6%	14,5%	12,0%
EBIT / Przychody	48,6%	49,5%	50,5%	50,6%	50,8%	52,0%	52,9%
Wynik brutto / Przychody	34,8%	35,6%	37,0%	36,7%	37,0%	38,2%	39,4%
Wynik netto / Przychody	36,9%	34,0%	35,6%	34,1%	34,4%	35,5%	36,2%
ROIC pre tax	14,1%	13,5%	12,6%	12,4%	11,8%	12,0%	12,2%
ROIC efektywny podatek	13,7%	13,0%	12,2%	11,8%	11,2%	11,4%	11,5%
ROIC podatek@19%	11,4%	10,9%	10,2%	10,0%	9,5%	9,7%	9,9%
ROE	25,8%	22,0%	20,6%	19,2%	18,2%	18,4%	18,2%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

BILANS [PLN m]

	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Środki pieniężne + ekwiwalenty	214,8	212,6	327,1	308,7	298,5	289,8	282,5
Należności handlowe	19,6	14,6	16,8	22,5	28,0	33,3	41,5
Pozostałe należności	52,5	60,4	66,3	88,6	110,2	131,0	163,3
Zapasy	12,6	9,4	11,6	13,0	15,8	19,7	21,7
Inwestycje	11 003,2	12 245,0	14 005,3	15 885,8	17 779,4	19 698,7	21 619,0
Rzeczowe aktywa trwałe	89,6	116,0	142,9	155,2	167,3	167,3	158,8
Wartość firmy	7,9	7,8	7,9	7,9	7,9	7,9	7,9
Inne wartości niematerialne	69,3	143,6	185,5	201,4	217,1	217,1	206,1
Pozostałe aktywa	179,4	222,8	174,6	174,6	174,6	174,6	174,6
Aktywa ogółem	11 648,9	13 032,2	14 938,2	16 857,6	18 798,9	20 739,5	22 675,2
Zobowiązania handlowe	231,8	213,0	249,5	259,2	276,4	295,7	313,2
Zobowiązania % (kredyty, obligacje, inne)	6 626,6	7 227,0	8 255,9	9 302,6	10 307,4	11 167,9	11 896,0
Pozostałe zobowiązania + rezerwy	261,8	265,7	264,0	270,5	275,4	282,4	289,6
Zobowiązania ogółem	7 120,2	7 705,7	8 769,4	9 832,3	10 859,2	11 746,0	12 498,7
Kapitał własny akcjonariuszy jedn. dominującej	4 529,0	5 326,1	6 168,3	7 024,8	7 939,1	8 992,9	10 176,0
Udziały niekontrolujące	-0,3	0,3	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Kapitał własny ogółem	4 528,7	5 326,5	6 168,9	7 025,4	7 939,7	8 993,4	10 176,5
Pasywa ogółem	11 648,9	13 032,2	14 938,2	16 857,6	18 798,9	20 739,5	22 675,2

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

CF [PLN m]

	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Zysk netto za okres	1 074,3	1 085,6	1 183,5	1 263,5	1 360,1	1 557,7	1 745,2
Amortyzacja RZAT+WNiP	62,5	65,4	79,9	91,8	93,9	98,6	99,6
Koszty finansowe netto	402,0	441,7	449,0	515,7	542,2	600,9	651,1
Zmiana stanu udzielonych pożyczek	-84,8	-109,4	-104,9	-87,6	-66,7	-15,9	-37,1
Zmiana stanu inwestycji pakiety wierzytelności	-1 882,6	-1 180,0	-1 595,4	-1 792,9	-1 827,0	-1 903,4	-1 883,3
Zmiana stanu należności handlowych	11,3	-2,9	-8,2	-27,9	-27,1	-26,1	-40,5
Zmiana stanu zobowiązań handlowych	4,2	-21,9	36,5	9,7	17,2	19,3	17,5
Inne	-86,0	14,8	-1,7	5,2	2,0	3,1	5,2
CF operacyjny	-499,1	293,3	38,7	-22,4	94,6	334,3	557,7
Wpływy z tytułu sprzedaży WNIP i RZAT	0,6	1,4	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
CapEx (RZAT+WNiP)	-43,2	-93,4	-134,9	-120,0	-121,6	-98,6	-80,0
Inne	6,2	8,0	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
CF inwestycyjny	-36,4	-83,9	-134,1	-120,0	-121,6	-98,6	-80,0
Zmiana zadłużenia %	1 126,7	562,6	1 012,8	1 046,7	1 004,9	860,4	728,1
Wypłata dywidendy	-347,8	-349,3	-387,6	-407,0	-445,8	-503,9	-562,1
Odsetki zapłacone	-492,7	-501,0	-459,9	-515,7	-542,2	-600,9	-651,1
Inne	75,7	76,0	44,7	0,0	0,0	0,0	0,0
CF finansowy	361,9	-211,6	209,9	124,0	16,9	-244,4	-485,1
CF razem	-173,7	-2,2	114,5	-18,5	-10,2	-8,7	-7,4
Środki pieniężne + ekwiwalenty eop	214,8	212,6	327,1	308,7	298,5	289,8	282,5

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WSKAŹNIKI OPERACYJNE / MNOŹNIKI RYNKOWE

	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Portfel wierzytelności [PLN m]	10 500	11 633	13 288	15 081	16 908	18 811	20 695
ERC [PLN m]	23 147	26 152	30 119	34 360	38 397	42 416	46 213
ERC / Portfel wierzytelności [%]	2,2x	2,2x	2,3x	2,3x	2,3x	2,3x	2,2x
Dług finansowy / (portfele + pożyczki) [%]	60%	59%	59%	59%	58%	57%	55%
Dług netto / EBITDA gotówkowa [x]	2,70x	2,63x	2,87x	2,87x	2,90x	2,83x	2,71x
Zakup portfeli [PLN m]	2 828	2 223	2 550	2 958	3 178	3 375	3 519
Zakup portfeli y/y [%]	-5%	-21%	15%	16%	7%	6%	4%
Wpłaty osób zadłużonych [PLN m]	3 536	3 920	4 046	4 569	4 974	5 517	6 116
Wpłaty osób zadłużonych y/y [%]	13%	10%	5%	12%	6%	12%	11%
EIR na portfelach [%]	19,6%	20,0%	19,4%	19,1%	18,1%	18,2%	18,3%
Odchylenia wpłat / wartość wpłat [%]	9,9%	5,7%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
DPS [PLN]	18	18	20	21	23	26	29
Payout ratio [%]	35%	33%	36%	34%	35%	37%	36%
Rentowność dywidendy [%]	4,1%	4,2%	5,0%	5,3%	5,8%	6,5%	7,3%
Kurs do obliczeń [PLN]	441,3	432,7	398,0	398,0	398,0	398,0	398,0
EV/EBITDA gotówkowa [x]	6,3x	5,8x	5,7x	5,3x	5,1x	4,8x	4,5x
EV/EBIT [x]	10,6x	9,8x	9,3x	8,9x	8,8x	8,2x	7,6x
P/E [x]	7,9x	7,7x	6,5x	6,1x	5,7x	5,0x	4,4x
P/BV [x]	1,9x	1,6x	1,3x	1,1x	1,0x	0,9x	0,8x

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:
Maciej Bobrowski

Dyrektor Wydziału, Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 208 14 12
e-mail: maciej.bobrowski@bdm.pl
strategia, przemysł, media/rozwijka/telekomunikacja

Krzysztof Pado

Zastępca Dyrektora, Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 208 14 32
e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl
oil&gas, budownictwo, materiały budowlane, deweloperzy

Anna Tobiasz

Analityk rynku akcji, Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 208 14 35
e-mail: anna.tobiasz@bdm.pl
biotechnologia/medycyna, handel (odzież)

Jakub Zamorski

Młodszy analityk rynku akcji, Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 208 14 39
e-mail: jakub.zamorski@bdm.pl

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:
Maciej Fink-Finowicki

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

Tomasz Grzeszczyk

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

Piotr Komorowski

tel. (022) 62-20-851
e-mail: piotr.komorowski@bdm.pl

Historia rekomendacji na temat spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	dzień publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
akumuluj	432,7	wznowienie	---	2026-06-24	11:48	398,0	136 625
redukuj	129,0	redukuj	100,0	13.11.2020	07:00	142,0	50 636
redukuj	100,0	kupuj	90,0	09.06.2020	07:00	117,0	51 452
kupuj	90,0	wznowienie	---	07.04.2020	08:00	73,15	43 514
kupuj	301,0	trzymaj	311,7	12.04.2018	09:36	237,0	59 741
trzymaj	311,7	akumuluj	320,1	12.09.2017	10:52	301,0	65 190
akumuluj	320,1	akumuluj	215,4	08.05.2017	15:35	290,0	61 514
akumuluj	215,4	trzymaj	182,4	10.06.2016		192	45 475
trzymaj	182,4	---	---	26.11.2015		188	48 213

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).
 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 Q2 2026*:			, 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	3	23%	0	0%
Akumuluj	4	31%	1	100%
Trzymaj	4	31%	0	0%
Redukuj	2	15%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

* - w serwisie informacyjnym BDM na stronie: <https://www.bdm.pl/analizy-i-informacje/analizy/historia-rekomendacji> raportujemy szczegółowe zestawienie historycznych rekomendacji wydanych przez BDM w okresie nie krótszym niż ostatnie dwanaście miesięcy, zawierające m.in. podstawowe informacje na temat przedmiotu analiz oraz sposobu i daty przekazania wspomnianych materiałów analitycznych.

INFORMACJE ORAZ ZASTRZEŻENIA DOTYCZĄCE CHARAKTERU MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

Niniejszy raport (dalej również: opracowanie, dokument, analiza, materiał analityczny) 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.

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

Dokument może być 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. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM.

Dokument został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

Data sporządzenia materiału: 2026-06-24.

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2026-06-24 (11:48 CET/CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2026-06-29.

Od momentu publikacji majątkowe prawa autorskie do niniejszego raportu przysługują BDM.

Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a BDM nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w raporcie lub jakichkolwiek elementów raportu. Opracowanie nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Raport, ani żadna jego kopia, nie mogą być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji raportu na stronach internetowych Emitenta, BDM lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

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 z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

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 uwzględniać, że struktura portfelową inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególne instrumenty 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.

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 nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą. Tym samym 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.

Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka 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.

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu informacyjnego GPW lub innych serwisów (m.in. Bloomberg). Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać wyczytane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

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. Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Sprawozdanie z wykazem rekomendacji o charakterze ogólnym opublikowanych w okresie nie krótszym niż ostatnie dwanaście miesięcy” zawierającym m.in. podstawowe informacje na temat przedmiotu analiz oraz sposobu i daty przekazania wspomnianych materiałów analitycznych. Przedmiotowe sprawozdanie znajduje się w serwisie informacyjnym BDM: <https://www.bdm.pl/analizy-i-informacje/analizy/historia-rekomendacji>

DODATKOWE INFORMACJE, KTÓRE MOGĄ WPŁYWAĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ SPORZĄDZONEGO MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

BDM aby zapobiec konfliktom interesów lub nimi zarządzić wyznaczył bariery organizacyjne wymagane z punktu widzenia prawnego i nadzorczego, których przestrzeganie jest monitorowane przez Wydział Compliance. Podstawowym dokumentem regulującym zarządzanie potencjalnym konfliktem interesu w BDM jest „Regulamin zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. BDM stosuje wypracowane mechanizmy aby konflikty interesów były zarządzane przez bariery prawne oraz administracyjne mające na celu ograniczenie przepływu informacji pomiędzy jednostkami organizacyjnymi / poszczególnymi osobami zatrudnionymi w BDM lub innymi osobami. W szczególności Wydział Analiz i Informacji jest oddzielony od Wydziału Bankowości Inwestycyjnej oraz od innych jednostek sprzedażowych BDM (m.in. Wydział Sprzedaży, Wydział Doradztwa).

Przyjęte rozwiązania organizacyjne w opinii BDM zapewniają, że przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe. Jednocześnie Zarząd BDM ma prawo przyznać analitykowi wynagrodzenie premiowe. 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 analitycznych (rozpoczęcia stałego monitoringu analitycznego przez analityka) są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz i Informacji.

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.”

Na dzień 2026-06-24:

- BDM oświadcza i zapewnia, że 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 nie 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 nie 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 nie 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.