

Navi Group SA – analiza spółki, 23 lipca 2014 r.

---

*Remigiusz Iwan dla Obligacje.pl*

## Podsumowanie

Navi Group do 2012 roku zajmowała się procesem odzyskiwania należności zarówno na rachunek własny, jak i klienta. W tymże roku grupa zdecydowała o sprzedaży posiadanych pakietów wierzytelności i koncentracji na odzyskiwaniu należności wyłącznie na zlecenie klientów. Łączna strata na sprzedaży posiadanych pakietów wyniosła prawie 5 mln zł (różnica między ceną sprzedaży, a kosztami zakupu i wydatkami sądowymi na odzysk). Jednym z skutków tych transakcji są: strata netto za 2012 i 2013 rok oraz ujemne kapitały własne grupy. Taka sytuacja (ujemne kapitały własne) powoduje, że majątek grupy nie pokrywa wszystkich jej zobowiązań.

Należy zauważyć, że m.in. dzięki sprzedaży pakietów wierzytelności grupie udaje się wypracowywać dodatnie przepływy gotówkowe z działalności operacyjnej, co pozwala zmniejszać zadłużenie finansowe. Pozytywnym jest również fakt wydłużania terminów zapadalności posiadanych obligacji, skutkiem czego spółka posiada dobrą płynność bieżącą.

Przed grupą stoi teraz zadanie wykazania, że rosnące salda wierzytelności w obsłudze przełożą się na dodatnie wyniki finansowe. Spółka – córka prowadząca główną działalność w ramach grupy: KANCELARIA PRAWNA NAVI LEX K. BROŃSKA I WSPÓLNICY SP.K., wypracowała w roku 2013 około 4 mln zł. zysku netto, należy jednak mieć na uwadze, że udział grupy Navi w tej spółce, a zarazem w jej zysku netto, wynosi 50%.

### Opis działalności grupy

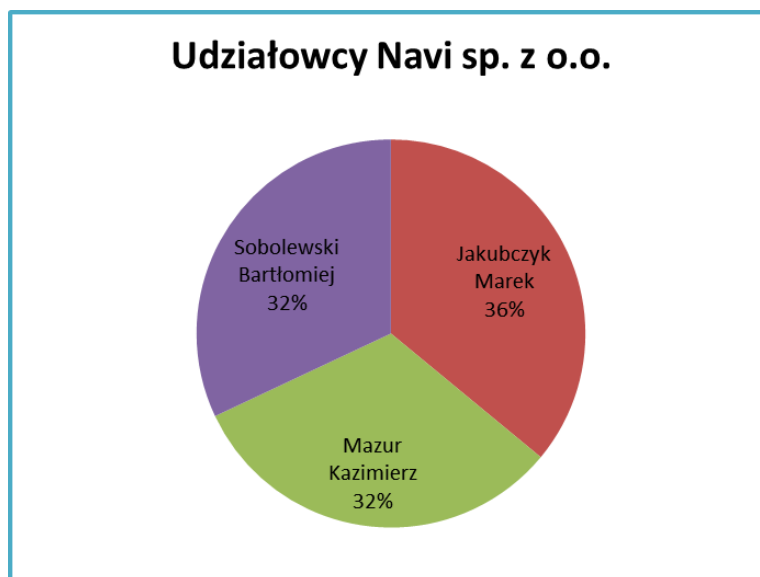
Przedmiotem działalności grupy kapitałowej Navi (poprzez spółki zależne) jest kompleksowa organizacja procesu inwestycyjnego dla podmiotów zewnętrznych:

- **Wycena portfeli wierzytelności** (blisko 200 portfeli wycenionych w latach 2012-2013),
- **Organizacja zakupu wierzytelności,**
- **Prowadzenie windykacji portfeli na rzecz podmiotów inwestujących w portfele wierzytelności masowych** (na koniec 2013 roku 840 tys. spraw o wartości nominalnej przekraczającej 3 mld. zł).

Do roku 2012 grupa również inwestowała w wierzytelności na własny rachunek, jednakże wtedy zdecydowano o modyfikacji strategii działania i koncentracji na usługach wyłącznie dla klientów zewnętrznych, a w konsekwencji o sprzedaży posiadanych portfeli wierzytelności. W dniu 15 stycznia 2013 r. sprzedano własny portfel wierzytelności, aktywa spółki GRAND BAYE CAPITAL sp. z o.o. (poprzednio NAVI FINANCE sp. z o.o.) inwestorowi zewnętrznemu w ramach zawartej umowy sprzedaży, co miało bezpośredni, negatywny wpływ na wynik finansowy (ale pozytywny na cash flow).

Navi Group S.A. pełni rolę zarządczą, organizacyjną oraz administracyjną podległych jednostek, wykonując działalność na rzecz podmiotów zależnych i z tego tytułu osiągając przychody (umowy holdingowe o zarządzanie, dywidendy z zysków). Działalność Navi Group S.A. jest wykonywana **wyłącznie na rzecz podmiotów zależnych Grupy Kapitałowej.**

Udziałowcami spółki dominującej są:



Źródło: raport roczny Navi Group S.A.

Zarząd stanowią:

- Bartłomiej Mateusz Sobolewski – Prezes,
- Mateusz Mazur – Wiceprezes,

czyli główni udziałowcy.

#### Struktura grupy kapitałowej.

NAVI GROUP SA jest Spółką dominującą Grupy Kapitałowej w skład, której na 31.12.2013 wchodziło sześć spółek:

- NAVI GROUP SA spółka dominująca,
- NAVI FINANCE INVESTMENT Sp. z o.o. **w likwidacji**, która zajmowała się nabywaniem i dochodzeniem pakietów wierzytelności masowych (spółka zależna w 100%),
- NAVI ASSET MANAGEMENT Sp. z o.o., świadcząca usługi doradztwa dla podmiotów inwestujących w portfele wierzytelności masowych (spółka zależna w 100%),

- NAVI SERVICES Sp. z o.o. **w likwidacji**, która świadczyła usługi polubownej windykacji wierzytelności oraz *back office* (spółka zależna w 100%),
- GRAND BAYE CAPITAL Sp. z o.o. **w likwidacji** (poprzednio NAVI FINANCE Sp. z o.o.) która zajmowała się nabywaniem i dochodzeniem pakietów wierzytelności masowych (spółka zależna w 100%),
- **KANCELARIA PRAWNA NAVI LEX K. BRÓŃSKA I WSPÓLNICY SP.K.**, zajmująca się obsługą prawną wierzytelności, (spółka zależna w 50%).

Zdecydowanie najważniejszą spółką w grupie jest KANCELARIA PRAWNA NAVI LEX K. BRÓŃSKA I WSPÓLNICY SP.K. Spółka ta prowadzi główną działalność operacyjną w grupie (obsługa prawna wierzytelności), a jej zysk netto w 2013 roku wyniósł 4,04 mln zł. Niestety na Navi Group przypada tylko 50% udziałów, więc tylko połowa zysku jest przynależna grupie kapitałowej. Wobec podmiotu grupa stosuje metodę konsolidacji pełnej, co oznacza, że 100% sprzedaży i poszczególnych pozycji przychodowych i kosztowych ujęte jest w rachunku wyników grupy, a dopiero wynik netto korygowany jest do % posiadanych udziałów.

### Analiza finansowa

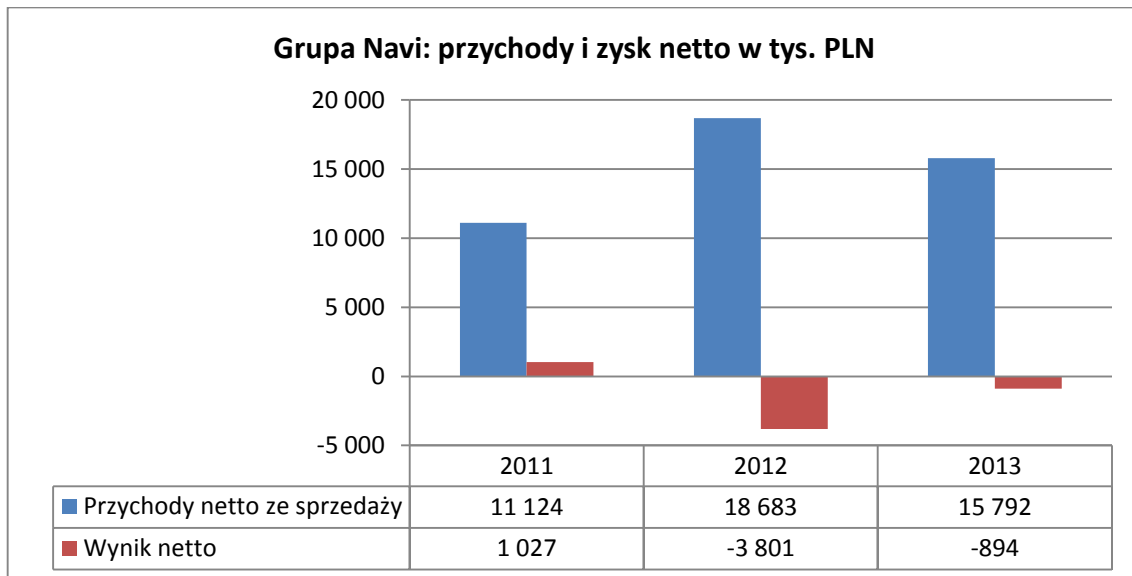
Przeprowadzając analizę finansową grupy Navi należy mieć na uwadze zmiany w strategii i działalności operacyjnej grupy, jakie miały miejsce w ostatnich latach. Pierwotnie grupa zajmowała się zarówno zakupem wierzytelności na własny rachunek i ich odzyskiem oraz prowadzeniem takiej samej działalności na rachunek (zysk i ryzyko) klienta. Grupa zajmuje się również wycenami portfeli wierzytelności oferowanych do zakupu. I tu występował potencjalny konflikt – jedna ze spółek grupy dokonywała wyceny pakietu wierzytelności dla klientów zewnętrznych, a druga startowała w przetargu na zakup tych wierzytelności.

W 2012 roku postanowiono sprzedać posiadane na własny rachunek wierzytelności i skoncentrować się wyłącznie na windykacji na zlecenie (na rachunek klienta). Sprzedaż wierzytelności wiązała się z dużymi odpisami (kosztami), co oznaczać może, że w przeszłości grupa „przeplącała” za pakiety lub zbyt optymistycznie ujmowała w księgach potencjalny z nich odzysk. Większość kosztów związanych ze sprzedażą portfela wierzytelności została zaksięgowana w 2012 roku, choć część również w 2013.

W efekcie, 2012 rok zakończył się wysoką stratą. W 2013 roku grupa również zanotowała stratę netto. Efektem tych strat są ujemne kapitały własne grupy.

### Przychody i rentowność

Przychody i zysk netto grupy prezentują się następująco:



Źródło: Skonsolidowane raporty roczne Navi Group S.A. za 2012 i 2013 rok.

Spadek przychodów ze sprzedaży w 2013 roku (-2,9 mln zł) związany był głównie z likwidacją segmentu odzysku wierzytelności na własny rachunek. Przychody z tytułu windykacji w 2012 roku wyniosły ok. 3 mln zł. Należy również pamiętać, że faktyczne przychody przynależne grupie Navi są istotnie niższe od zaprezentowanych. W rachunku wyników grupa wykazuje 100% przychodów spółek objętych konsolidacją pełną, podczas, gdy w spółce prowadzącej główną działalność operacyjną (Kancelaria prawna Navi Lex K. Brońska i wspólnicy) posiada 50% udziałów. Niestety brak informacji w raporcie rocznym, jaka konkretnie kwota przychodów przypada na ten podmiot.

Na straty notowane w 2012 roku (i po części w 2013) istotny wpływ mają odpisy związane z likwidacją segmentu wierzytelności na własny rachunek, których łączny koszt wg spółki to prawie 5 mln zł. „*Licząc najprościej, tj. od cen zakupu portfeli (bo mówimy tutaj o sześciu portfelach wierzytelności) oraz od kosztów związanych z procesem prawnym portfeli, straty na sprzedaży to łącznie 4,9 mln zł*” – to słowa wiceprezesa Mateusza Mazura, z wywiadu dla Obligacje.pl.

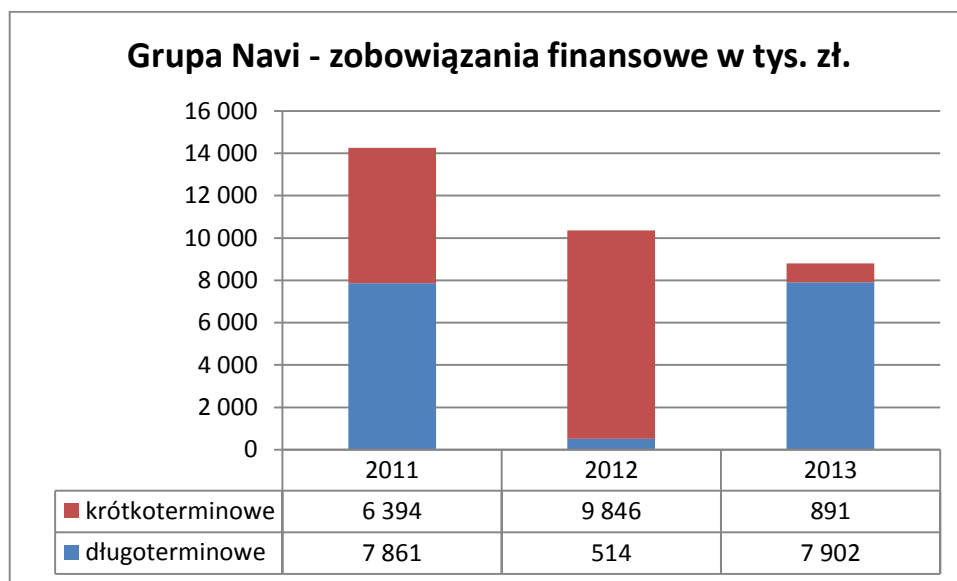
Brak szczegółowych danych, dotyczących segmentów sprzedaży i wyników na tych segmentach, powoduje, że głównym źródłem informacji odnośnie do perspektyw grupy, pozostają słowa prezesa spółki na temat aktualnej jej sytuacji: *„Na uwagę zasługuje fakt, iż w dwóch pierwszych kwartałach 2014 roku Grupa przyjęła do obsługi ponad 130 tys. spraw o wartości nominalnej powyżej 500 mln zł, zarządzając na dzień dzisiejszy ponad 3,6 mld zł oraz blisko 1 mln spraw (stan na maj 2014 roku), co z pewnością przełoży się na pozytywny wynik finansowy za rok 2014”* (źródło: raport roczny 2013). Z drugiej strony (z wywiadu dla Obligacje.pl z dnia 24.01.2014): *„Nie oczekujemy osiągnięcia dodatkich kapitałów w bieżącym roku”*.

Podsumowując, baza wierzytelności, którą zarządza grupa Navi, daje nadzieję przynajmniej na utrzymanie dotychczasowych przychodów lub nawet ich wzrost w stosunku do roku 2013. Po wyeliminowaniu kosztów jednorazowych, związanych ze sprzedażą portfeli wierzytelności, grupa ma potencjał do generowania dodatkich wyników finansowych. Niestety, skala tych wyników nie pozwoli na wypracowanie dodatkich kapitałów własnych na koniec 2014 roku, co oznacza, że grupa nadal będzie znajdować się w strefie podwyższonego ryzyka.

### Bilans, zadłużenie, płynność

Analizy płynności i zadłużenia nie sposób nie rozpocząć od wskazania na ujemne kapitały własne grupy, które na koniec 2012 roku wyniosły -2,7 mln zł, by na 31.12.2013 roku osiągnąć -3,6 mln zł. Taka sytuacja automatycznie powoduje, że wyliczanie wskaźników zadłużenia nie ma racji bytu. W związku z powyższym należy stwierdzić, że grupa całkowicie finansuje się kapitałami obcymi (obligacje, zobowiązania handlowe, itp.), a w przypadku zakończenia działalności (lub generowania dalszych strat) posiadane aktywa nie wystarczą na całkowitą spłatę zobowiązań. Dodajmy do tego stanowisko audytora w raporcie z badania sprawozdania finansowego grupy za 2013 rok: *„Naszym zdaniem, w przypadku wystąpienia wysokich strat finansowych w przyszłości, mogą wystąpić problemy z utrzymaniem płynności finansowej oraz może wystąpić konieczność dodatkowego wsparcia finansowego ze strony akcjonariuszy”*.

Warto jednak zauważyć, że wraz z reorganizacją, grupa skutecznie redukuje swoje zadłużenie finansowe oraz wydłuża terminy spłaty zobowiązań finansowych, co ma pozytywny wpływ na płynność.



Źródło: skonsolidowane raporty roczne Navi Group S.A. za 2012 i 2013 rok.

Na 31.12.2013 roku zdecydowana większość zadłużenia finansowego przypadła do spłaty w 2015 roku. Z kolei w 2014 grupa wyemitowała kolejną serię obligacji z terminem wykupu na 2016 rok.

Wszystkie zobowiązania z tytułu obligacji na dzień sporządzenia analizy wyglądają następująco:

Seria obligacji	Wartość emisji	Oprocentowanie	rentowność brutto (20.07.2014)	Termin wykupu
NAV0216	2.000	8,72%	9,03%	10.02.2016
NAV0515	2.000	8,72%	7,94%	25.05.2015
NAV0915	3.660	9,19%	9,18%	16.09.2015

Źródło: Strona internetowa: gpwcatalyst.pl

Efektym wydłużania terminów zapadalności zadłużenia spółki jest w miarę spokojna sytuacja grupy w zakresie płynności bieżącej:

	2011	2012	2013
wskaźnik bieżącej płynności	1,67	0,80	1,55

Źródło: raport roczny Navi Group S.A. za 2013 rok.

Wskaźnik płynności znacznie powyżej 1 oznacza, że aktywa obrotowe z nawiązką pokrywają zobowiązania bieżące. Wydaje się, że przynajmniej do czasu spłaty zapadających w 2015 roku obligacji grupa nie powinna mieć problemów z regulowaniem zobowiązań.

Podsumowując, o ile sytuacja grupy Navi w zakresie płynności bieżącej prezentuje się zadowalająco, to dużym cieniem na kondycję grupy kładą się ujemne kapitały własne. Gdyby wszyscy wierzyciele zażądali spłaty swoich należności, grupa znalazłaby się w poważnych kłopotach. Póki co, wierzyciele z dużą dozą zaufania podchodzą do działalności grupy, zakładając, że osiągnie ona trwałą rentowność, która pozwoli na odbudowę ujemnych kapitałów. W czasach, gdy pojawiają się pierwsze rysy na – dotychczas uważanej za bardzo bezpieczną – branży wierzycielności, należałoby oczekiwać od grupy większej szczegółowości prezentowanych raportów finansowych oraz częstszej komunikacji z rynkiem na temat aktualnej sytuacji grupy.