

Grupa Ferratum – ANALIZA, 12 maja 2014 r.

Remigiusz Iwan dla Obligacje.pl

Grupa Ferratum – analiza, raport roczny 2013.

Grupa Ferratum ma swoją siedzibę w Finlandii. Głównym akcjonariuszem i CFO grupy jest Jorma Jokel. Jego historia jest dosyć ciekawa (podaję na podstawie prospektu emisji obligacji A1). W wieku 16 lat założył firmę kurierską opartą na gońcach rowerowych, w wieku dwudziestu kilku lat założył agencję rekrutacyjną, która łącznie wygenerowała 25 mln EUR sprzedaży, którą to w 2004 roku sprzedał funduszowi private equity.

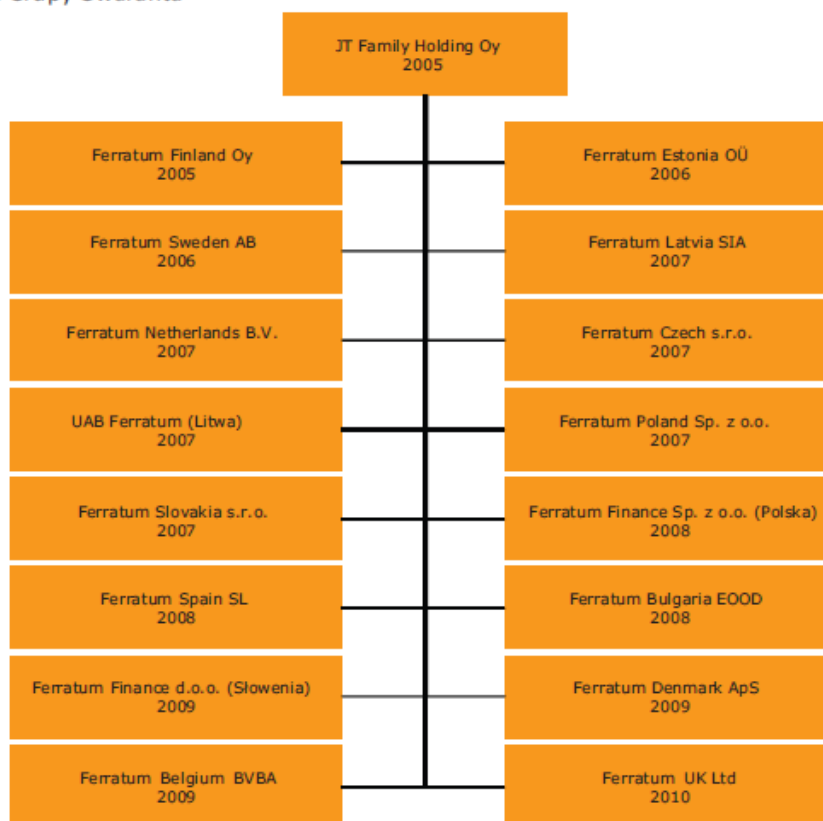
Wreszcie w 2005 roku Jorma Jokel założył spółkę **JT Family Holding OY**, jako niezależną spółkę prywatną, specjalizującą się w udzielaniu „szybkich” mikropożyczek na krótki okres.

Model działania

Spółką matką dla wszystkich innych jest JT Family Holding OY (JT, JT Family, Ferratum – na potrzeby tej analizy), która posiada udziały w spółkach zależnych. Spółka-matka, plus spółki zależne tworzą grupę Ferratum. Dla każdego kraju, w którym grupa otwiera działalność, powstaje **nowa spółka celowa**, z minimalnym kapitałem założycielskim, będąca 100% własnością JT Family. Dodatkowo JT zakłada spółki celowe do pozyskiwania finansowania (np. Ferratum Capital Poland SA w Polsce – emitent obligacji), **jednocześnie gwarantując** spłatę zobowiązań.

Dla przykładu na początku 2011 roku grupa kapitałowa prezentowała się następująco:

Tabela 3 Struktura Grupy Gwaranta



Źródło: dokument informacyjny obligacji serii A1.

Opis działalności, historia

Grupa Ferratum zatrudnia obecnie ponad 300 pracowników w ponad 20 krajach. Jak już wspomniano powyżej, podstawowym biznesem spółki jest udzielanie mikropożyczek (50-2000 EUR) na krótki czas (średnio 33 dni). Dodatkowo w 2012 roku grupa uzyskała licencję bankową na Malcie i stopniowo w działalności, tam gdzie to możliwe, stara się ją wykorzystywać (np. w Polsce).

W swojej działalności grupa udziela pożyczek głównie przez Internet i telefony komórkowe. Analiza ryzyka pożyczkodawców nie jest rozbudowana, wykorzystuje bardziej statystyczne prawdopodobieństwa grupy, niż zdolność kredytową poszczególnych osób. Chodzi o to,

że przy gigantycznych kosztach pożyczek dla klientów, nawet kilkanaście (kilkadziesiąt) procent nie spłaconych w terminie pożyczek nie jest problemem.

W Polsce krótką pożyczkę (maks. 2000 PLN na 60 dni, do spłaty 3050 PLN, RRSO 1212%) można zaciągnąć tu:

<https://www.ekspreskasa.pl>,

natomiast korzystając z Ferratum banku poniżej można zaciągnąć +Pożyczkę (2000 PLN na rok, do spłaty w ratach razem 4000, RRSO 328%):

<https://www.ferratum.pl/>.

W każdym kraju, w którym spółka planuje rozpocząć działalność, najpierw rozpoczynany jest proces analizy potencjału rynku, analizy prawnej i jeżeli rynek dobrze rokuje, następuje testowy start, a dopiero na koniec właściwe rozpoczęcie działalności. Jeżeli po pewnym czasie od uruchomienia działalności kraj nie przynosi oczekiwanych dochodów, spółka wychodzi z danego rynku (np. ostatnio z Belgii). Dość powiedzieć, że według informacji z 2011 roku, grupa do 2014 roku chciała działać w około 50 krajach, a działa w nieco ponad 20. Jednakże te 20 krajów, w których firma funkcjonuje, powodują, że ryzyko działalności jest zdywersyfikowane.

Obligacje, finansowanie działalności

Finansowy model działania polega głównie na pozyskiwaniu długu w formie emisji obligacji poprzez spółki celowe specjalnie do tego powołane. **Gwarantem spłaty obligacji** pozostaje spółka matka grupy Ferratum, JT Family. Środki pozyskane z emisji obligacji przekazywane są w formie pożyczki do spółki matki, która „dystrybuuje” je dalej (w tym zapewne do Polski, ale już do właściwej spółki udzielającej pożyczek). Główne rynki gdzie grupa pozyskała finansowanie to Polska i Niemcy.

W Polsce obecnie spółka posiada następujące zadłużenie z tytułu wyemitowanych obligacji (w PLN):

Emitent	Kod obligacji	Oprocentowanie	Aktualne %	Wartość emisji	Data wykupu	Okres do wykupu
FERRATUM CAPITAL POLAND	FRR0514	zmienne	10,20%	28.000.000	23.05.2014	0,00
FERRATUM CAPITAL POLAND	FR30514	zmienne	9,20%	6.235.000	29.05.2014	0,00
FERRATUM CAPITAL POLAND	FRR0614	stałe	11,00%	6.565.000	18.06.2014	0,10
FERRATUM CAPITAL POLAND	FRR0615	zmienne	9,20%	10.380.000	18.06.2015	1,10
				51.180.000		

Dotychczas w Polsce spółka z sukcesem wykupiła dwie emisje obligacji: A2 oraz A4, na łączną kwotę 6.3 mln PLN.

Jak widać, większa część zadłużenia przypada do spłaty w obecnym miesiącu (maj 2014). Dodajmy, że wg raportu rocznego na dzień 31.12.2013, grupa posiadała 17,5 mln EUR (ponad 70 mln PLN) środków pieniężnych i ich ekwiwalentów. Było to między innymi efektem emisji, o której poniżej.

Warto zwrócić uwagę na emisję na rynek niemiecki, która miała miejsce w październiku 2013 roku w kwocie 25 mln EUR (oprocentowanie 8%). Celem emisji jest m.in. rozpoczęcie działalności na rynku niemieckim i rumuńskim. Co jest również istotne (oprócz kwoty), to fakt, że emisja zakończyła się powodzeniem (przed terminem) oraz otrzymała **rating instytucji Creditreform: BBB-**, co oznacza poziom inwestycyjny. Warto również zwrócić uwagę, że obligacje zostały wyemitowane na stosunkowo długi okres pięciu lat.

Wyniki finansowe grupy Ferratum

Na skutek przedstawionego modelu finansowania nie ma sensu rozpatrywanie wyników spółki celowej – emitenta obligacji na rynku Catalyst, czyli Ferratum Capital Poland SA. (jedynie poza sprawdzeniem, że nie generuje ona niepotrzebnych kosztów – w Polsce można uznać, że nie generuje). Spółka celowa emituje obligacje i następnie środki z emisji pożyczka spółce matce, która następnie pożyczka je spółkom córkom prowadzącym działalność biznesową. Terminy spłat pożyczek do spółki celowej (w Polsce Ferratum Capital Poland) są ustawione pod terminy wykupu obligacji. W rachunku wyników spółki celowej główną pozycją są zatem odsetki uzyskane od udzielonej pożyczki do JT Family (przychody) i odsetki od wyemitowanych obligacji (koszty).

Zatem cała analiza finansowa powinna mieć miejsce na poziomie wyników skonsolidowanych grupy.

Wyniki grupy audytowane są przez PricewaterhouseCoopers (PWC). Od 2013 roku grupa prezentuje wyniki wg IFRS.

Uproszczona sytuacja finansowa grupy na 31.12.2013 roku wygląda następująco (grupa raportuje w EUR, dane na PLN przeliczone po kursie 4,1472):

	2013 (tys. EUR)	2012 (tys. EUR)	2013 (tys. PLN)	2012 (tys. PLN)	Zmiana w EUR	Zmiana w PLN	Zmiana w %
Przychody	€ 58.198	€ 48.913	241.359	202.852	€ 9.285	38.507	19%
Zysk operacyjny	€ 7.328	€ 8.573	30.391	35.554	-€ 1.245	-5.163	-15%
Zysk brutto	€ 3.888	€ 6.236	16.124	25.862	-€ 2.348	-9.738	-38%
Należności - pożyczki	€ 44.683	€ 37.923	185.309	157.274	€ 6.760	28.035	18%
Gotówka i ekwiwalenty	€ 17.528	€ 2.670	72.692	11.073	€ 14.858	61.619	556%
Aktywa łącznie	€ 71.762	€ 46.473	297.611	192.733	€ 25.289	104.879	54%
Zobowiązania długoterminowe	€ 26.417	€ 21.149	109.557	87.709	€ 5.268	21.847	25%
Zobowiązania krótkoterminowe	€ 29.666	€ 12.163	123.031	50.442	€ 17.503	72.588	144%
Kapitał własny	€ 15.678	€ 13.160	65.020	54.577	€ 2.518	10.443	19%

Co rzuca się w oczy, to pomimo wzrostu przychodów ze sprzedaży o 38 mln PLN (odsetki i opłaty z udzielonych pożyczek), nastąpił spadek zysku brutto o 9,7 mln PLN (z 25,8 mln PLN w 2012 roku do 16,1 w 2013). Automatycznie w związku z tym spadły wskaźniki rentowności grupy:

	2013	2012	Zmiana w p.p
<i>Stopa zysku operacyjnego</i>	13%	18%	-5%
<i>Stopa zysku brutto</i>	7%	13%	-6%
<i>Rentowność brutto kapitałów</i>	25%	47%	-23%

Znacząco wzrosły zobowiązania Ferratum (94 mln PLN) oraz jej suma bilansowa (104,9 mln PLN), wynikało to z emisji obligacji na rynek niemiecki w październiku 2013 roku w kwocie 25 mln EUR. Należy zauważyć, że środki z emisji na 31.12.2013 w znacznej mierze pozostały na rachunkach bankowych (72 mln PLN, wzrost o 61,6 mln r/r), co może mieć związek z aktualnymi wykupami obligacji w Polsce. Pozostała część wzrostu pasywów sfinansowała wzrost ilości (wartości) udzielanych pożyczek (28 mln PLN).

Zobowiązania finansowe na 31.12.2013

Zobowiązania odsetkowe zanotowały znaczny wzrost (102 mln PLN) wynikający ze wspomnianej emisji obligacji na rynek niemiecki. Po skorygowaniu o dostępną gotówkę, wzrost zobowiązań odsetkowych na 31.12.2013 wynosi 40 mln PLN. Dodajmy, że wzrost należności z tytułu pożyczek w tym samym czasie wyniósł 28 mln PLN (większość długu przeznaczona na udzielanie nowych pożyczek), a kwota ok. 12 mln PLN zwiększyła saldo pozostałych należności (niestety w raporcie nie ma wyjaśnienia, co się na nie składa).

	2013 (tys. EUR)	2012 (tys. EUR)	2013 (tys. PLN)	2012 (tys. PLN)	Zmiana w EUR	Zmiana w PLN	Zmiana w %
Zobowiązania odsetkowe	€ 45.782	€ 21.232	189.867	88.053	€ 24.550	101.814	116%
<i>długoterminowe</i>	€ 26.244	€ 20.779	108.839	86.175	€ 5.465	22.664	26%
<i>krótkoterminowe</i>	€ 19.538	€ 453	81.028	1.879	€ 19.085	79.149	4213%
Zobow. odsetkowe minus gotówka	€ 28.254	€ 18.562	117.175	76.980	€ 9.692	40.195	52%

Zadłużenie odsetkowe w wysokości 190 mln PLN jest oczywiście wysokie zarówno w stosunku do przychodów (241 mln PLN), jak i zysku brutto (16 mln PLN). W przypadku wypracowywania w przyszłości podobnego wyniku spółka nie zebrałaby środków na spłatę zadłużenia, należy jednak stwierdzić, że finansowanie pozyskane zostało na cele zwiększenia kapitału obrotowego i ewentualną jego spłatę bez refinansowania należy rozpatrywać właśnie w tym kontekście. Fakt udzielania pożyczek na średnio 33-dniowy termin pozwala dość elastycznie przy zmniejszeniu liczby nowo udzielanych pożyczek uzyskać gotówkę na spłatę zobowiązań.

Podsumowując, wyniki finansowe spółki w 2013 roku pomimo wzrostu przychodów, uległy pogorszeniu. Chociaż nadal oczywiście są dodatnie i pozwalają na dalszy rozwój, martwi – jak zawsze w takich przypadkach – pytanie czy sytuacja jest jednorazowa, czy jest początkiem dłuższego trendu.

Wydaje się, że główną przyczyną słabszych wyników jest wzrost pożyczek nie spłacanych w terminie, a dokładniej wzrost poziomu rezerw na te pożyczki (spółka w bilansie wykazuje udzielone pożyczki pomniejszone o rezerwy).

Tabela. Wiekowanie udzielonych pożyczek oraz utworzone rezerwy:

The ageing analysis of these loan receivables is as follows:

	31-Dec-2013			31-Dec-2012		
	GBV	Impairments	NBV	GBV	Impairments	NBV
Not due	17,768,761	(1,314,774)	16,453,987	14,956,826	(1,545,716)	13,411,111
1-90 days due	11,770,407	(3,106,821)	8,663,586	14,565,909	(3,977,500)	10,588,409
91-180 days due	10,992,578	(4,067,267)	6,925,311	7,804,882	(3,593,694)	4,211,188
> 181 days due	41,839,702	(29,199,218)	12,640,485	19,739,446	(10,026,655)	9,712,791
	82,371,449	(37,688,079)	44,683,369	57,067,064	(19,143,565)	37,923,498

Źródło: raport grupy za 2013 rok.

Jak widać, istotnie wzrosła wartość pożyczek przeterminowanych ponad 181 dni, jak również poziom pokrycia rezerwami ewentualnego braku ich spłaty (z 51% w 2012 do 70% w 2013). Również dla całości udzielonych pożyczek poziom pokrycia rezerwami wzrósł z 34% do 46%.

Podsumowanie, szanse, zagrożenia

Jak często bywa w przypadku emitentów obligacji na rynku Catalyst, trudno jednoznacznie ocenić grupę Ferratum.

Z jednej strony mamy dużą międzynarodową grupę kapitałową o zdywersyfikowanym regionalnie ryzyku, stale zwiększającą przychody i wykazującą zyski. Stabilny zarząd, w skład którego wchodzi główny właściciel. Kluczowi pracownicy otrzymują udziały w spółce matce, co zwiększa ich przywiązanie do grupy oraz motywację do powiększania wyników. Grupa w 2012 roku otrzymała licencję bankową, co pozwala jej wprowadzać nowe produkty i rozpocząć działalność na rynkach wymagających takiej licencji. Sukcesem niewątpliwie jest emisja obligacji na rynek niemiecki w wysokości 25 mln EUR i otrzymanie ratingu inwestycyjnego BBB-.

Z drugiej strony, pomimo rozwoju, w wynikach za 2013 rok obserwujemy spadek zysków grupy, który m.in. uwidacznia się również w spadku cen obligacji na rynku polskim (z poziomów 101-102 do 100%) oraz niemieckim.

Ceny obligacji Ferratum na rynku niemieckim



Bliższa analiza wskazuje, że:

- W Niemczech najniższa cena 92% miała miejsce w dniu (27.03.2014), kiedy grupa opublikowała raport o przesunięciu na późniejszy termin publikacji wyników rocznych (ze względu na dłuższe dostosowywanie wyników 2012 roku do standardu IFRS). Prawdopodobnie inwestorzy obawiali się o jakość wyniku za 2013 rok. Po publikacji raportu (11.04.2014) z wynikami, ceny obligacji osiągnęły poziom 96%.
- W Polsce na 30.06.2013 w portfelu Copernicus Fundusz Dłużnych Papierów Korporacyjnych obligacje Ferratum stanowiły 2064 tys. PLN. Wiemy, że Fundusz w związku z problemami musiał wyprzedawać aktywa. Na 31.12.2013 obligacje Ferratum stanowiły tylko 7 tys. PLN. Nie można wykluczyć, że spadki cen związane były z wyprzedawaniem obligacji na rynku Catalyst.

Kolejnym mankamentem jest działalność na rynku dość wątpliwym etycznie (udzielanie pożyczek na wysoki procent). Wiele krajów, w tym Polska, dąży do uregulowania tego rynku i wyeliminowania z niego takiej działalności. Sprawia to, że grupa nieustannie musi monitorować ryzyko prawne i dostosowywać się do zmian z niego wynikających.

Jak często w przypadku spółek emitujących obligacje, kwota zadłużenia grupy Ferratum jest istotnie wysoka w stosunku do przychodów i kapitałów. Pewnym pocieszeniem może być fakt, że największy dług do spłaty, czyli zobowiązanie z tytułu emisji obligacji na rynek niemiecki na 25 mln EUR, przypada **w październiku 2018 roku**. Można oczekiwać, że przynajmniej do tego momentu grupa ma ułatwione zadanie w zakresie obsługi zadłużenia.

Przy 9,20% oprocentowania dla obligacji zapadających w przyszłym roku mamy do czynienia z grupą, która jest w rozwiniętej fazie działalności, zwiększa sprzedaż, przynosi zyski. Ferratum posiada rating dla wyemitowanych na rynek niemiecki obligacji na poziomie inwestycyjnym BBB-, nadany przez Creditreform. Wyniki są badane przez PricewaterhouseCoopers. W Polsce obligacje Ferratum są między innymi w portfelach funduszy długu korporacyjnego Agio Capital i subGO Obligacje 1.

Porównując do aktualnie lub niedawno prowadzonych nowych emisji obligacji (firmy mniejsze lub w początkowej fazie rozwoju) i pamiętając o czynnikach ryzyka, wydaje się, że w przypadku Ferratum mamy do czynienia z dość korzystnym stosunkiem zysk/ryzyko.

Źródła:

W analizie wykorzystano między innymi:

- *raporty roczne i okresowe grupy, w tym wyniki 2013 roku,*
- *prospekt emisyjny obligacji A1 z 2011 roku,*
- *informacje o emisjach ze strony GPW Catalyst,*
- *informacje o notowaniach obligacji na rynku niemieckim: <http://www.boerse-frankfurt.de/en/bonds/ferratum+bond+13+18+DE000A1X3VZ3/chart>*
- *sprawozdania finansowe funduszu Copernicus Dłużnych Papierów Korporacyjnych na 30.06.2013 oraz 31.12.2013 oraz pozostałych funduszy długu.*
- *strony internetowe spółek Ferratum.*