

## Grupa kapitałowa BEST – analiza, 19 września 2017 r.

---

*Remigiusz Iwan dla Obligacje.pl*

*Autor prowadzi bloga [rynekobligacji.com](http://rynekobligacji.com)*

### ***O grupie BEST***

Od 2002 roku głównym przedmiotem działalności grupy BEST jest nabywanie na własny rachunek portfeli wierzytelności i odzysk tych wierzytelności.

Grupa specjalizuje się przede wszystkim w dochodzeniu wierzytelności bankowych, chociaż w ostatnich miesiącach BEST coraz chętniej kupuje wierzytelności spoza sektora. Strategia działania zakłada w pierwszej kolejności odzysk poprzez windykację polubowną (ustalenie harmonogramu spłat), jeżeli taka strategia zawodzi, stosowana jest windykacja prawna.

Grupa należy do czołówki firm windykacyjnych w Polsce, na koniec I półrocza 2017 wartość nominalna portfeli w zarządzaniu wynosiła dla BEST 14,1 mld zł, a składało się na nią 1,5 mln zarządzanych wierzytelności.

Głównym rynkiem działalności BEST jest Polska, jednak w kwietniu bieżącego roku spółka poinformowała o założeniu spółki celowej we Włoszech, a następnie o dokonaniu pierwszych transakcji zakupu wierzytelności na tamtejszym rynku.

Większościowym akcjonariuszem spółki i jej prezesem jest Krzysztof Borusowski.

### ***Grupa BEST – wydarzenia w I półroczu 2017***

Wygląda na to, że agresywna postawa GetBack w zakresie zakupu portfeli wierzytelności w pewien sposób zwiększyła dynamikę działań na rynku wierzytelności. Nie inaczej jest i w przypadku grupy BEST.

Grupa w tym okresie była aktywna na rynku polskim, dokonując **rekordowych inwestycji w nowe portfele wierzytelności**. Łącznie w I półroczu 2017 roku wydała na ten cel blisko 150 mln zł, o 76 proc. więcej niż w analogicznym okresie poprzedniego roku. Jednocześnie grupa odnotowała rekordowe spłaty z tytułu wierzytelności, w I półroczu 2017 spłaty należne grupie BEST wyniosły blisko 110 mln zł, o 25 proc. więcej niż rok wcześniej.

Po wielu latach przygotowań, w tym nieudanej próbie wejścia na rynki zagraniczne przez próbę przejęcia Kredyt Inkaso, grupa **zainicjowała działalność na rynku wierzytelności we Włoszech** (utworzona spółka BEST Capital Italy, w której BEST ma 51 proc. udziałów) i dokonała pierwszych zakupów portfeli wierzytelności o wartości nominalnej ponad 150 mln euro (zakup nastąpił w II półroczu 2017).

Być może intensyfikacja działań możliwa jest także dzięki **ukończeniu prac nad autorskim systemem grupy – SIGMA**. System ten ma usprawnić i uczynić bardziej efektywnym proces dochodzenia wierzytelności, a prace nad nim trwały kilka lat. Od 2017 roku wydatki związane z modernizacją i obsługą systemu zaliczone są do kosztów, a nie powiększają aktywów (wartości niematerialnych) spółki, w rachunku wyników pojawi się również amortyzacja systemu.

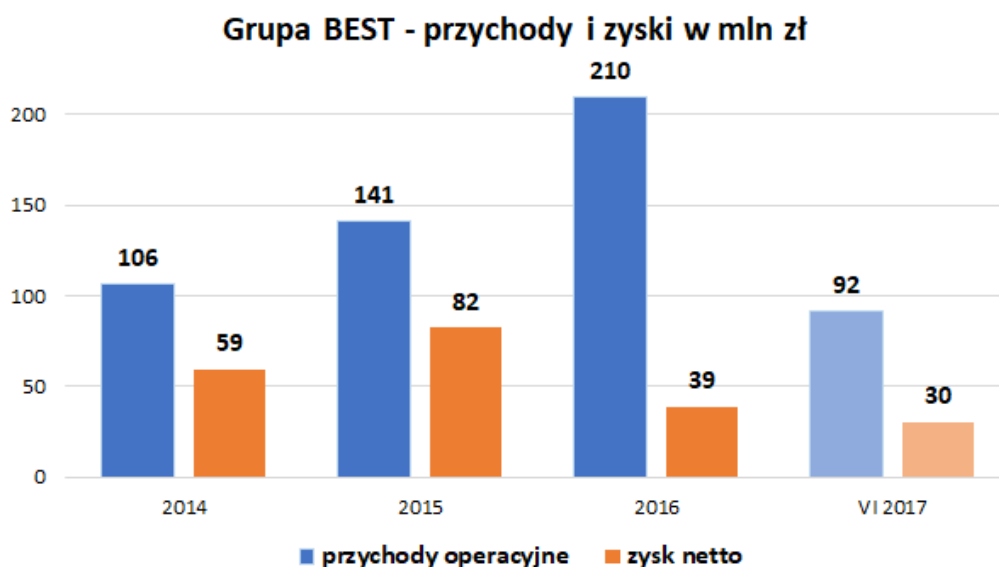
Grupa BEST była bardzo aktywna na rynku finansowym. W I półroczu 2017 pozyskała 150 mln zł i 7,6 mln euro z **emisji obligacji** (spłacając 10 mln zł), dokonała również **podwyższenia kapitałów własnych** o wartość 19 mln zł poprzez emisję akcji do funduszu zarządzanego przez Quercus TFI.

Wreszcie BEST ogłosił **wezwanie na akcje Kredyt Inkaso**. Główny akcjonariusz KI (fundusze Waterland) nie odpowiedziały na wezwanie, ale w jego wyniku spółka przekroczyła próg 33 proc. udziałów w akcjonariacie tej spółki.

Jaki wpływ miały wymienione działania miały na wyniki spółki?

#### **Grupa BEST – wyniki finansowe i wskaźniki**

Analizę wyników tradycyjnie rozpoczynamy od spojrzenia na przychody i zyski grupy. Tak prezentują się wyniki za lata 2014-2016 oraz za I półrocze 2017 roku.

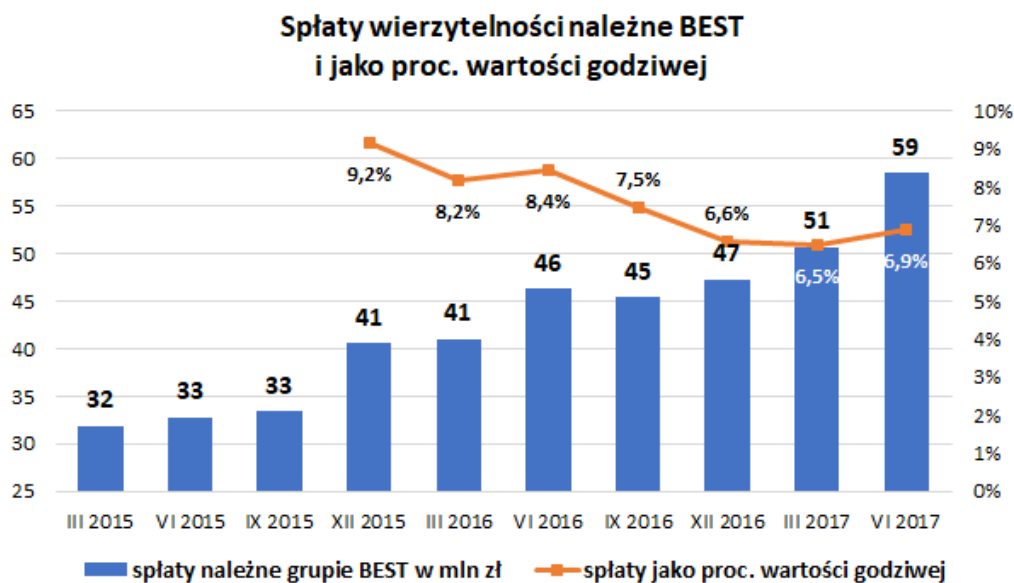


Źródło: sprawozdania finansowe spółki.

Wyraźnie widać, że przychody I półrocza 2017 roku stanowią mniej niż połowę ubiegłorocznych, a dokładnie mówiąc są o 21 proc. niższe niż w I półroczu 2016 roku. Główna przyczyna tego stanu rzeczy, to ujemna aktualizacja wyceny posiadanych pakietów wierzytelności (-18 mln zł) wobec przeciwnej tendencji w I półroczu 2016 (+16 mln zł).

W efekcie zysk netto w kwocie 30 mln zł okazał się o 31 proc. niższy niż rok wcześniej. Wprawdzie całkiem nieźle wygląda on w zestawieniu z zyskiem za cały 2016 rok (39 mln zł), ale należy pamiętać, że w tamtym okresie BEST dokonał jednorazowego odpisu inwestycji w Kredyt Inkaso, o wartości 69 mln zł.

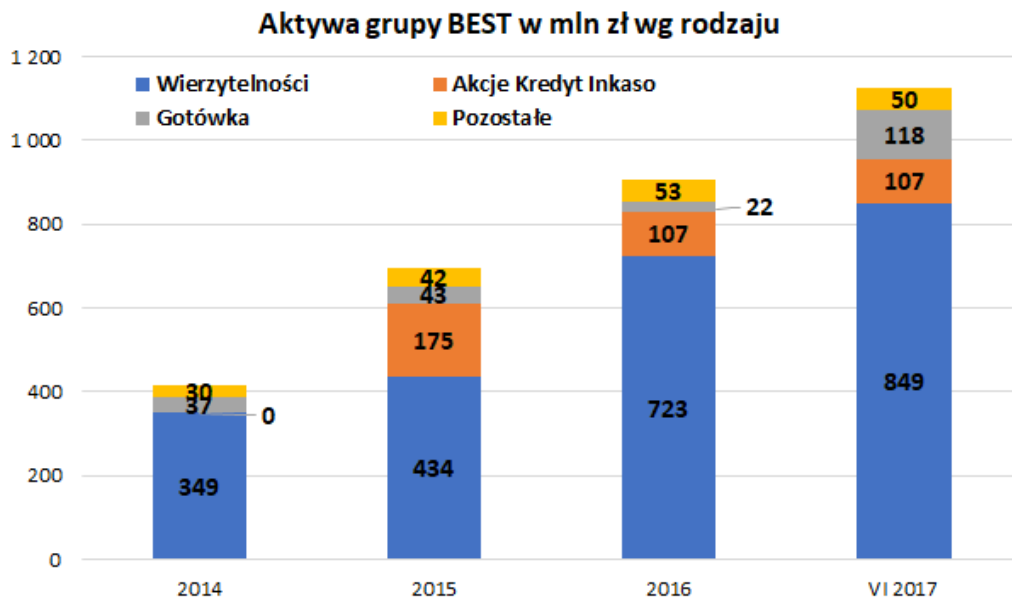
W poprzednim omówieniu wyników zastanawialiśmy się, czy słaby I kwartał 2017 roku stanowi początek dłuższej passy, czy to zdarzenie jednorazowe. Patrząc na wartość spłat z portfeli wierzytelności i odnosząc ją do wartości godziwej posiadanych portfeli wierzytelności, wydaje się, że sytuacja BEST nieco się poprawiła – w II kwartale 2017 roku wzrosły zarówno spłaty z portfeli, jak i ich efektywność (mierzona jako procent wartości godziwej).



Źródło: sprawozdania finansowe spółki.

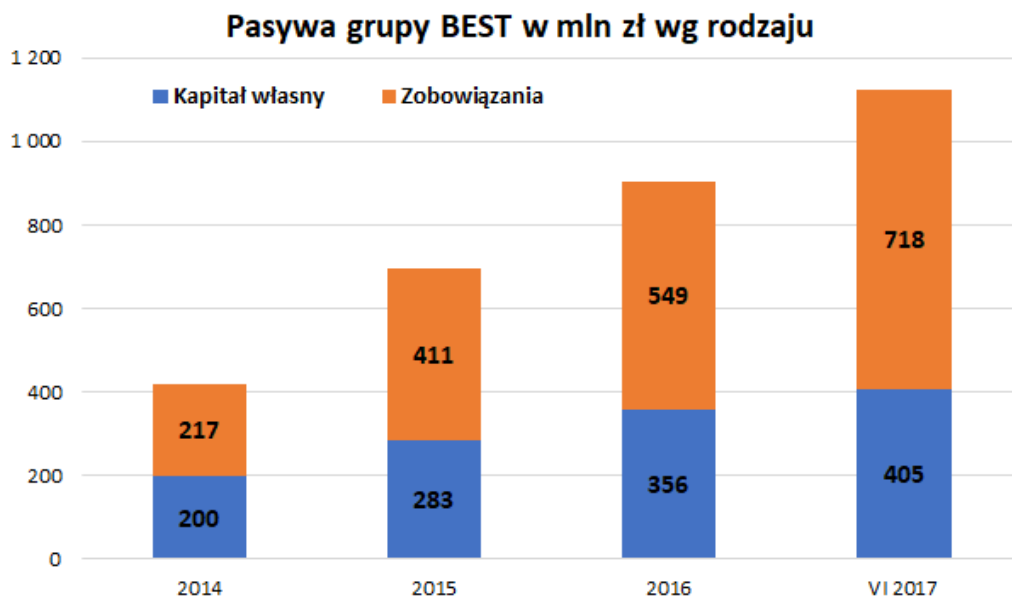
### **Aktywa i pasywa grupy BEST**

Największą pozycję aktywów BEST stanowią oczywiście wierzytelności, zwraca uwagę również wysoki poziom gotówki na koniec czerwca 2017 roku, który może być związany z późniejszymi inwestycjami na rynku włoskim.



Źródło: sprawozdania finansowe spółki.

Po stronie pasywów (źródła finansowania majątku) sytuacja grupy BEST prezentuje się następująco.



Źródło: sprawozdania finansowe spółki.

Pomimo wzrostu kapitałów, osiąganemu dzięki pozostawianiu zysków w spółce i nowej emisji akcji, zobowiązania spółki charakteryzuje znacznie szybszy wzrost. I tak, na koniec 2014 roku ich udział w sumie bilansowej (czyli popularny wskaźnik zadłużenia) wynosił 0,52,

by rok później wzrosnąć do 0,59, na koniec 2016 roku osiągnąć 0,61, a obecnie wynosi 0,64. Tak jak wspomniałem na wstępie, widoczna jest tendencja firm windykacyjnych do coraz bardziej odważnych działań.

BEST w kowenantach dla wyemitowanych obligacji definiuje i oblicza wskaźnik zadłużenia dzieląc dług odsetkowy netto przez kapitały własne.

Podmiot i okres sprawozdawczy	Pragma Inkaso IH 2017	Get Back IQ 2017	Kredyt Inkaso IH 2017	BEST IH 2017	Kruk IQ 2017	Fast Finance IH 2017	GPM- Vindexus IQ 2017
Skonsolidowane kapitały własne	66.719	442.912	270.617	405.126	1.317.511	74.248	140.234
Zobowiązania odsetkowe	149.898	1.008.217	503.964	698.803	1.581.367	26.924	56.020
Środki pieniężne	5.603	65.612	110.551	117.622	148.200	13.121	12.053
Dług netto	144.295	942.605	393.413	581.181	1.433.167	13.803	43.967
<b>Poziom wskaźnika zadłużenia</b>	<b>2,16</b>	<b>2,13</b>	<b>1,45</b>	<b>1,43</b>	<b>1,09</b>	<b>0,19</b>	<b>0,31</b>

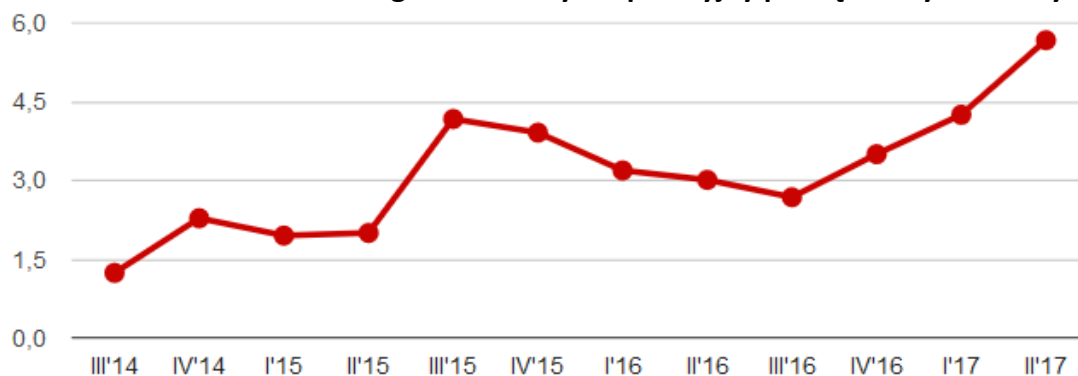
Źródło: sprawozdanie finansowe spółki.

Tak wyliczony wskaźnik plasuje BEST w środku stawki i znajduje się znacznie poniżej poziomu zapisanego w warunkach emisji obligacji (poziom graniczny to 2,5).

Będąc przy zadłużeniu odsetkowym – blisko 700 mln zł długu odsetkowego podzielone jest w następujący sposób: 588 mln zł stanowią zobowiązania z tytułu emisji obligacji, 73 mln zł to kredyty bankowe (BZ WBK, ING Bank Śląski i BPI Bank Polskich Inwestycji), a 36,5 mln zł stanowi pożyczka od akcjonariuszy. Zdecydowana większość zobowiązań (523 mln zł) ma charakter długoterminowy.

Dług odsetkowy rośnie w sposób wyraźny, zyski grupy za ostatnie 12 miesięcy obciążone są odpisem wartości z tytułu posiadanych akcji KI, a zatem nie wykazują takiej dynamiki. A to z kolei powoduje, że dług netto grupy mógłby zostać spłacony w coraz dłuższym okresie.

#### Wskaźnik zadłużenia finansowego netto vs zysk operacyjny powiększony o amortyzację



Źródło: Obligacje.pl.

I to nie jest oczekiwany rezultat. Dla porównania Kruk i GetBack (na danych za I kwartał 2017) swoje zadłużenie są w stanie spłacić w ciągu 3-4 lat.

Na koniec jeszcze spojrzenie na kurs akcji spółki, tutaj wygląda, że akcjonariusze nie widzą powodów do większego niepokoju.



Choć warto pamiętać, że zaledwie nieco ponad 2 proc. akcji spółki znajduje się w wolnym obrocie, a mniejsza liczba akcji dostępna do handlu może wpływać na efektywność wyceny BEST.

### ***Podsumowanie***

Podobnie jak pozostali liderzy branży, grupę BEST charakteryzuje dynamiczny rozwój. Grupa dokonuje kolejnych rekordowych zakupów pakietów wierzytelności, rozwija działalność na nowych rynkach (Włochy). Działania te przekładają się na rosnące i rekordowe spłaty wierzytelności przez dłużników.

Szybki rozwój wymaga większego finansowania, a to (pomimo emisji akcji na 19 mln zł i pozostawiania zysków w spółce) oparte jest przede wszystkim na zaciąganiu zobowiązań finansowych – emisjach obligacji oraz zaciąganiu kredytów bankowych.

Obecny poziom zadłużenia, chociaż wykazuje tendencję rosnącą, nie powinien, póki co, wywoływać przesadnego zaniepokojenia obligatariuszy. Poziom zadłużenia jest rozsądny czy to w stosunku do kapitałów własnych, czy sumy bilansowej i daleko mu do kowenantów ustalonych w warunkach emisji obligacji.

Odpis dokonany w 2016 roku na akcje Kredyt Inkaso ciąży grupie pod kątem analizy efektywności prowadzonej działalności. Zainwestowane w KI środki prawdopodobnie przynosiłby znacznie lepszą stopę zwrotu, gdyby pozostały w BEST i finansowały zakupy nowych portfeli wierzytelności.

Jednakże patrząc na terminy spłat zobowiązań finansowych i harmonogram planowanych odzysków z tytułu posiadanych wierzytelności, obecnie bezpieczeństwo obligatariuszy spółki wydaje się akceptowalne.

---

Niniejszy dokument nie stanowi ani oferty ani zaproszenia do subskrypcji lub zakupu dowolnych instrumentów finansowych i nie powinien być traktowany jako oferta sprzedaży lub zakupu papierów wartościowych. Ten dokument został przygotowany i zaprezentowany wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowany lub dalej dystrybuowany jakimkolwiek osobom trzecim.

Autor niniejszej Analizy nie jest powiązany w żaden sposób z Emitentem. Treść Analizy jest tylko i wyłącznie wyrazem osobistych poglądów jej Autora i nie stanowi rekomendacji w rozumieniu przepisów Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. z 2005 r. nr 206, poz. 1715). Obligacje.pl oraz Autor Analizy nie ponoszą jakiegokolwiek odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podejmowane na jej podstawie.

Prawa autorskie i własności intelektualnej – zastrzeżone. Wykorzystanie w publikacjach w całości lub fragmentach bez zgody Obligacje.pl Sp. z o.o. – zabronione.

Portal Obligacje.pl został zarejestrowany jako dziennik w Rejestrze Dzienników i Czasopism prowadzonym przez Sąd Okręgowy w Warszawie, Wydział VII Cywilny Rejestrowy pod numerem PR 19271.

#### **Konflikt interesów**

Obligacje.pl Sp. z o.o. zaznacza, że łączy ją z Emitentem umowy o współpracy, wobec czego należy uznać, że może występować konflikt interesów. Jednocześnie zwraca się uwagę, że autor powyższej analizy nie jest w żaden sposób powiązany z Emitentem, ale jest związany stałą współpracą z Obligacje.pl.