

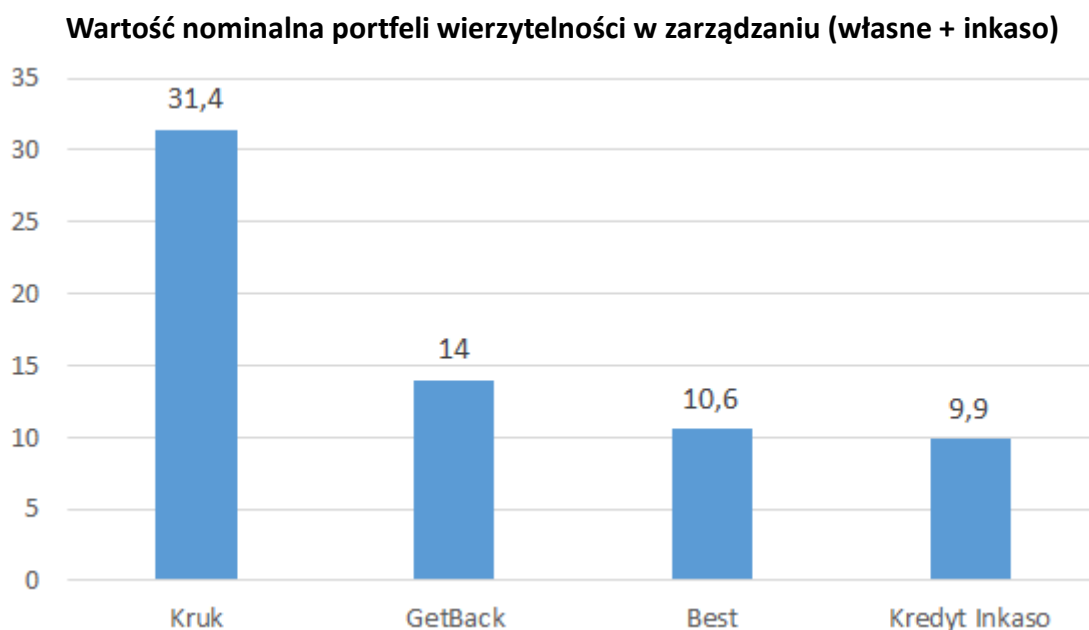
GetBack – analiza, 3 października 2016 r.

Remigiusz Iwan dla Obligacje.pl

Autor prowadzi bloga rynekobligacji.com

Przegląd wyników grupy GetBack po sześciu miesiącach 2016 roku

GetBack rozwija się w fantastycznym tempie. Pod względem wartości nominalnej portfeli w zarządzaniu już jest drugą firmą windykacyjną w Polsce. Aktywa w zarządzaniu grupy (czyli pakiety wierzytelności) na koniec 2015 roku wynosiły 14 mld zł. Tak prezentuje się porównanie wartości portfeli wybranych spółek zarządzających wierzytelnościami na koniec 2015 roku.



Źródło: prezentacja GetBack.

Model biznesowy grupy opiera się na zakupach portfeli przez fundusze własne, obsługę klientów globalnych, zarządzanie funduszami zewnętrznymi. Grupa wprowadziła również pilotażowy projekt pożyczek rehabilitacyjnych.

Główny rynek działania GetBack to Polska, ale od 2014 roku grupa rozwija również działalność w Rumunii. Grupa przede wszystkim kupuje portfele z branży finansowej (57 proc.) oraz telekomunikacyjnej (33 proc.).

Rynek obrotu wierzytelnościami znajduje się w ciągłej fazie wzrostu, a wspierają go takie czynniki jak: podatek bankowy od aktywów, zwiększenie opłat na BFG, które „zachęcają” banki do pozbywania się niepracujących aktywów.

Jeszcze do niedawna grupa GetBack wchodziła w skład holdingu kontrolowanego przez Leszka Czarneckiego. Od 15 czerwca 2016 r. podmiotem bezpośrednio dominującym dla grupy GetBack i właścicielem 100 proc. akcji spółki jest DNLD Sp. z o.o. (d. Emest Investments Sp. z o.o.). W zarządzie tej spółki są Konrad Kąkolewski i Paweł Trybuchowski – członkowie zarządu GetBack. Właścicielem DNLD jest zagraniczny podmiot DNLD HOLDINGS B.V., więc w tym momencie urywa się trop, kto jest większościowym udziałowcem w GetBack, a taka informacja może mieć istotną wartość dla obligatariuszy.

Z raportu finansowego GetBack można wyczytać: *Cena sprzedaży wszystkich akcji spółki wyniosła 825 mln zł. W dniu 15 czerwca 2016 r. nastąpiła także zapłata pierwszej transzy ceny sprzedaży w wysokości 515 mln zł [...]. W wyniku nabycia przez kupującego wszystkich akcji spółki, trzech członków zarządu spółki posiada pośrednio niekontrolujący udział w kapitale zakładowym spółki i jednocześnie w/w członkowie zarządu nie posiadają łącznie udziału kontrolującego.*

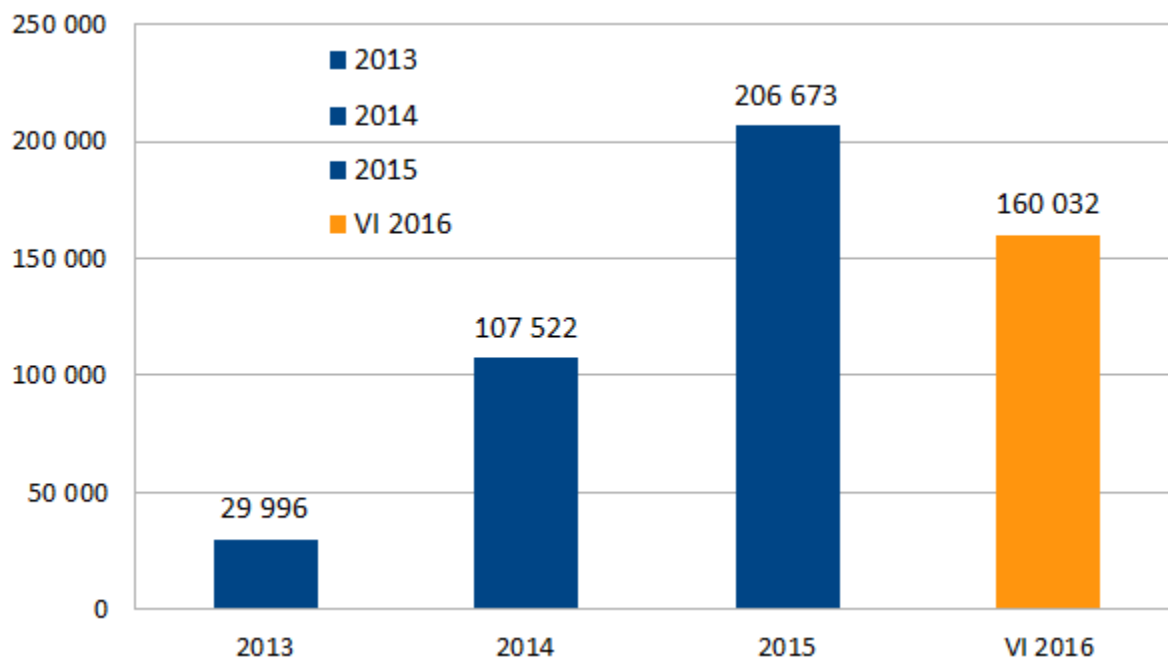
Analiza finansowa

GetBack to firma nastawiona na zdecydowany, dynamiczny rozwój, działająca bardzo odważnie w zakresie finansowania swojej działalności. Ma to przełożenie na rachunek wyników – grupa generuje fantastyczne wzrosty i na poziomie sprzedaży i na poziomie zysku netto. Ma to też swoje gorsze strony, widoczne w analizie bilansu, wzrost ten dokonywany jest przede wszystkim poprzez finansowanie obce.

Przychody i wyniki

Dynamiczny rozwój, zakupy nowych portfeli wierzytelności, wprowadziły GetBack na drugie miejsce w Polsce pod kątem wielkości portfeli w zarządzaniu.

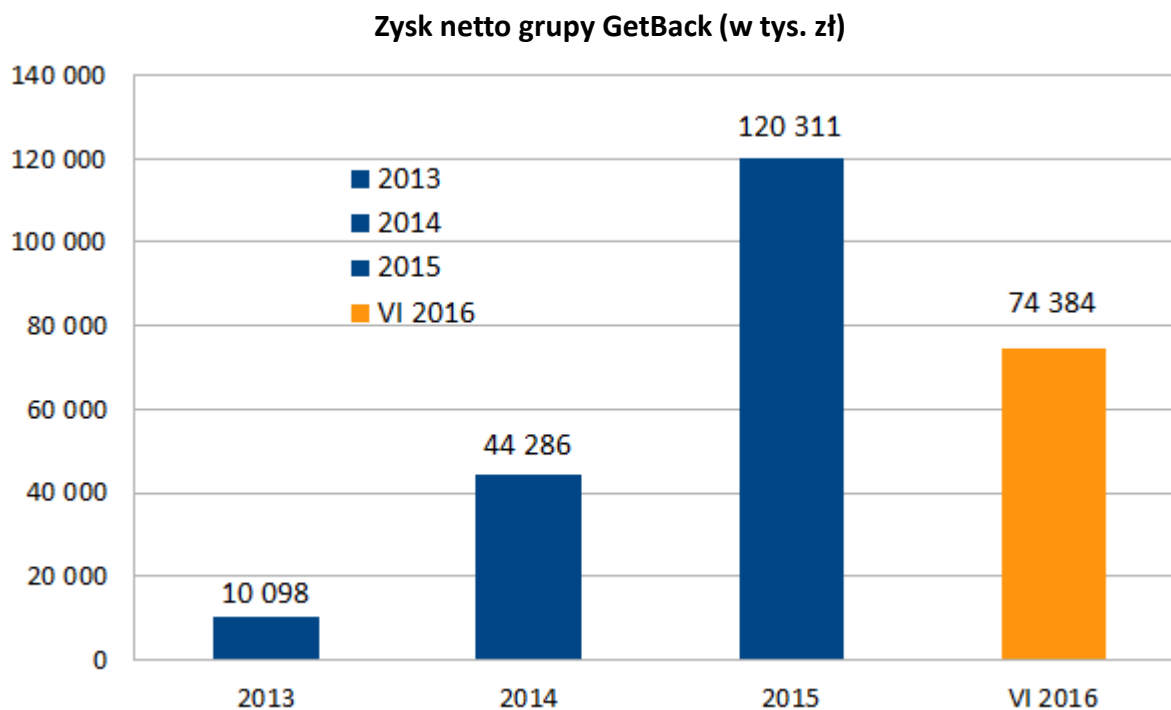
Przychody ze sprzedaży grupy GetBack (w tys. zł)



Źródło: raporty finansowe grupy.

Dla porównania przychody grupy Best w I półroczu 2016 wyniosły 116 mln zł. Co ciekawe, grupa GetBack podaje, że w tym okresie wpłaty od osób zadłużonych wyniosły imponujące 155 mln zł (Best wskazuje, że spłaty należne grupie wyniosły 87 mln zł). Patrząc pod tym kątem wygląda na to, że grupa GetBack charakteryzuje się dobrą efektywnością w zakresie odzyskiwania należności od klientów.

I rzeczywiście, wypracowany zysk netto potwierdza wysoką efektywność grupy.



Źródło: raporty finansowe grupy.

Dla porównania w I półroczu 2016 grupa Best wypracowała 43,8 mln zł zysku netto, a bez odpisu na wartość akcji Kredyt Inkaso, zysk konkurenta wyniósłby około 70 mln zł. Należy jasno stwierdzić, GetBack prezentuje bardzo dobre wyniki dystansując konkurentów.

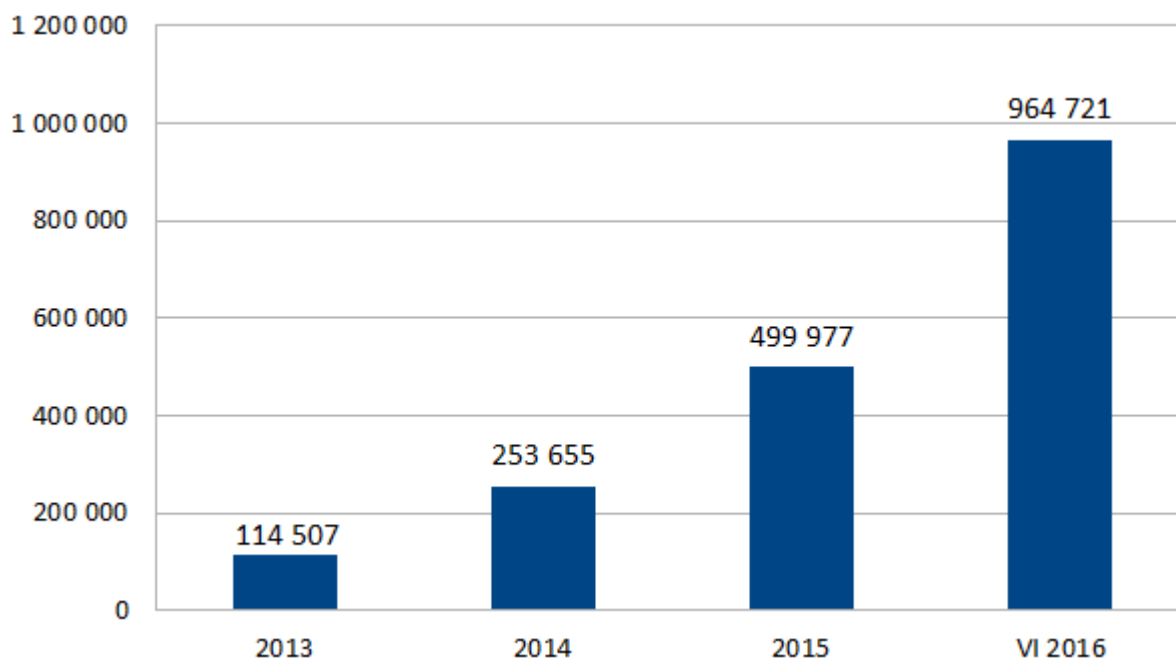
I w tym momencie zaczynają się różnice, o ile w przypadku Bestu można stwierdzić, że grupa jest w stanie spłacać zadłużenie z wypracowanych zysków, to w przypadku GetBack, przy 74 mln zł zysku w I półroczu 2016, zadłużenie krótkoterminowe grupy przekroczyło 630 mln zł i nie jest możliwe, aby było spłacane z wypracowywanych zysków, musi być zastępowane nowym długiem. O tym w analizie bilansu poniżej.

Analiza bilansu

Analiza bilansu pokazuje, jak bardzo GetBack nastawiony jest na dynamiczny rozwój.

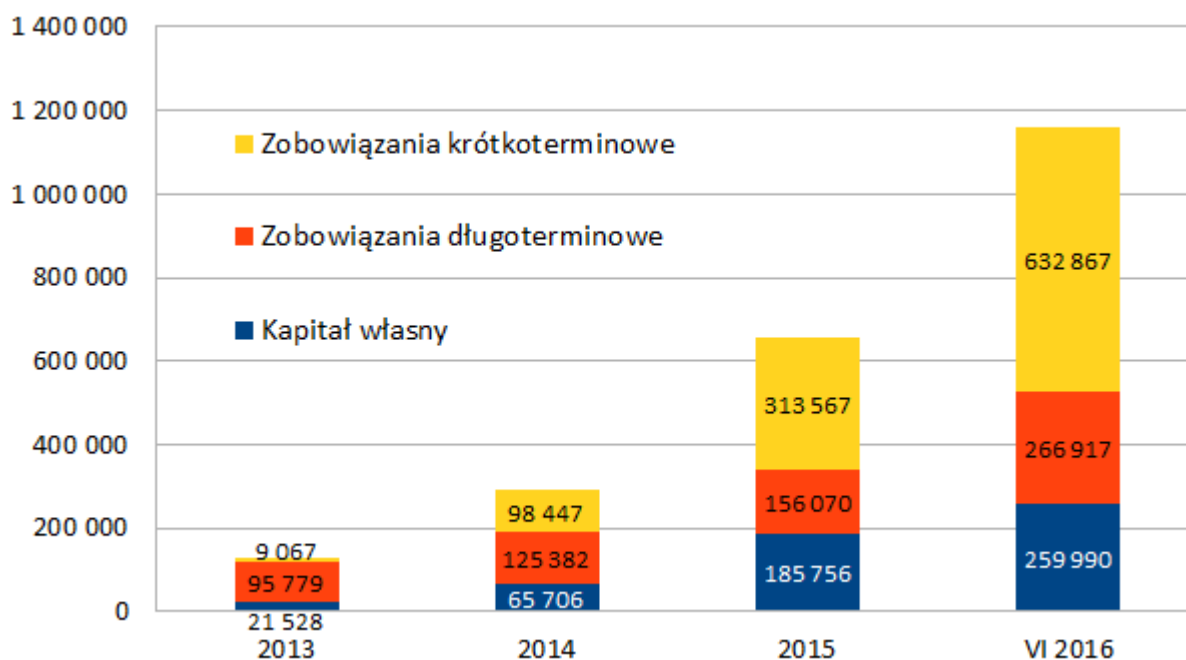
Spójrzmy na aktywa pracujące grupy, czyli na wartość godziwą posiadanych bezpośrednio lub pośrednio wierzytelności.

**Inwestycje w fundusze sekurtywacyjne, własne portfele,
jednostki stowarzyszone (w tys. zł)**



Źródło: raporty finansowe grupy, obliczenia własne.

Ponad 450 mln złotych wzrostu aktywów w I połowie 2016 roku musiało zostać w jakiś sposób sfinansowane, sprawdźmy jak tego grupa dokonała.



Źródło: raporty finansowe grupy, obliczenia własne.

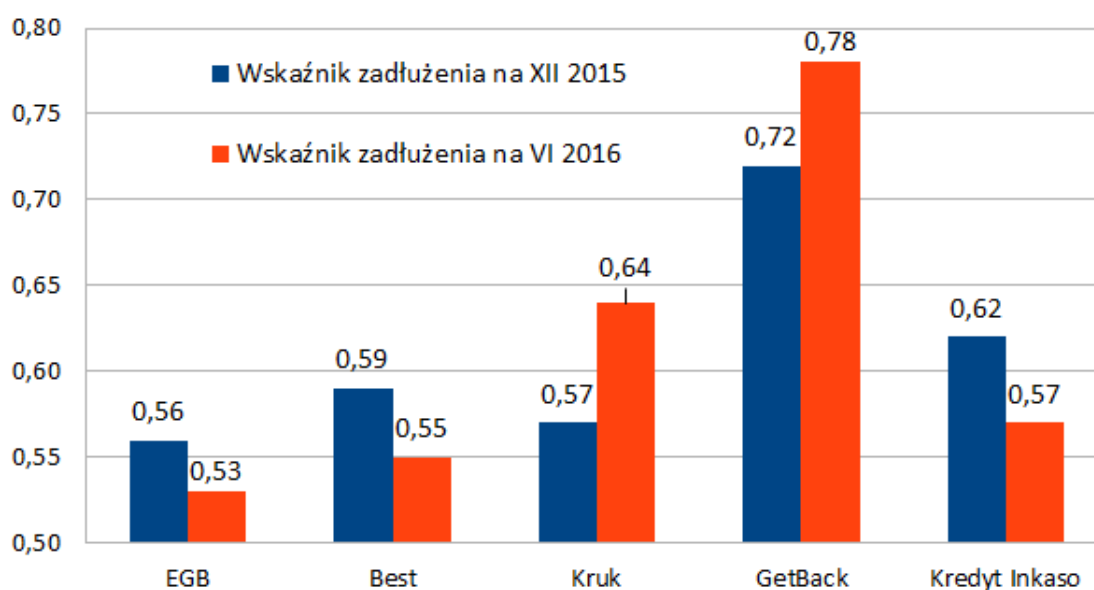
Zdecydowanie wyróżnia się wzrost zobowiązań krótkoterminowych, a co ciekawe, za nim kryje się nie tylko wzrost zobowiązań z tytułu obligacji, ale przede wszystkim z tytułu zobowiązań za zakupione pakiety (wzrost ten wyniósł 250 mln zł w skali I półrocza 2016). Z jednej strony odroczone terminy płatności są pozytywną informacją (zaufanie sprzedającego wobec GetBack), z drugiej strony zapewne te zobowiązania trzeba spłacić w miarę krótkim terminie, co zresztą może potwierdzać wyjątkowa aktywność grupy w zakresie plasowania obligacji korporacyjnych w ostatnim czasie. Wg serwisu Obligacje.pl (z 23 września), w samym wrześniu 2016 GetBack wyemitował obligacje korporacyjne na łączną kwotę 131 mln zł.

Z pewnością wysokie zadłużenie krótkoterminowe nie jest informacją, wobec której inwestujący w obligacje korporacyjne powinni przechodzić obojętnie, zwłaszcza, że również nie mamy wiedzy, kto głównie obejmuje nowe emisje obligacji grupy. Warto dodać, że GetBack z reguły plasuje nowe obligacje o stosunkowo krótkich terminach zapadalności (dwa lata, czasami rok) wobec konkurentów, którzy starają się wydłużać zapadalność zobowiązań.

Dopóki nowe emisje są łatwe w uplasowaniu, grupa może spokojnie działać, jeżeli sytuacja rynkowa dramatycznie się pogorszy, zobowiązania krótkoterminowe mogą okazać się pewnego rodzaju zagrożeniem dla stabilnego działania grupy.

Niejako potwierdzeniem analizy bilansu jest porównanie wskaźnika zadłużenia dla firm windykacyjnych. Wskaźnik zadłużenia pokazuje w jakim stopniu firmy te finansują się kapitałem obcym, zarówno kredytami, obligacjami, jak i zobowiązaniami handlowymi. W tym porównaniu GetBack wygląda zdecydowanie najmniej korzystnie.

Porównanie wskaźników zadłużenia

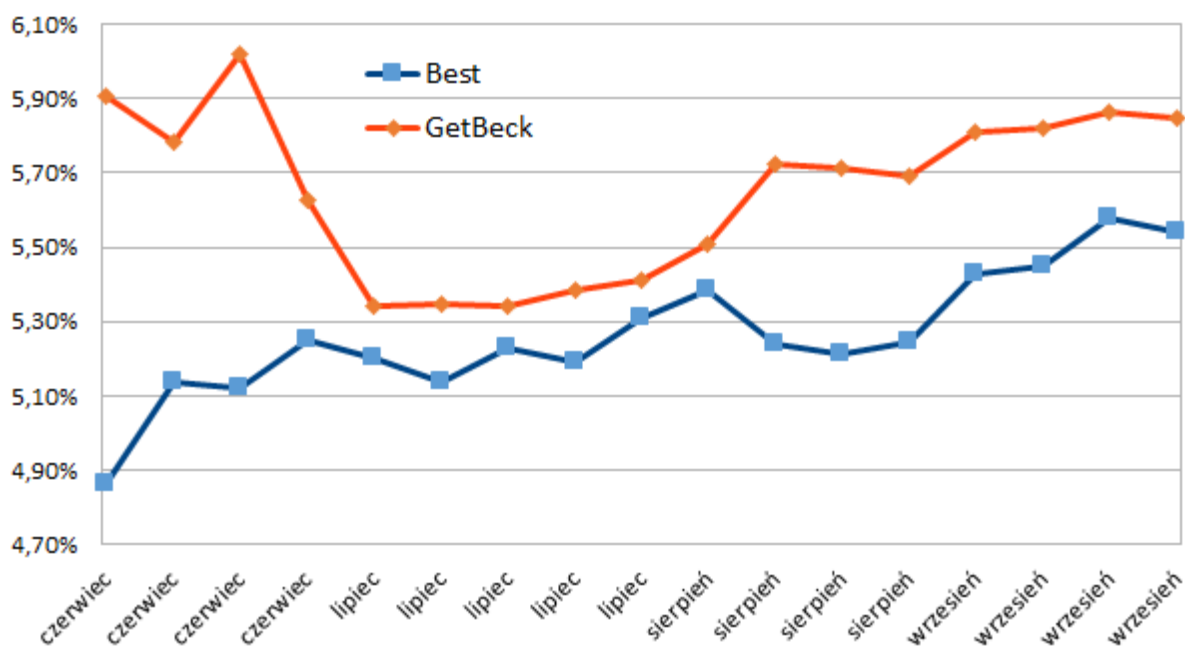


Źródło: wskaźnik wyliczany przez Obligacje.pl.

Podsumowując, GetBack to firma, która założyła, że rynek wierzytelności rozwija się dynamicznie i przez najbliższe lata nadal tak będzie i pod to założenie realizuje raczej agresywną strategię zakupów portfeli wierzytelności. O ile scenariusz ten będzie realizowany, spółka ma szansę na osiąganie większych od konkurencji zysków, właśnie dzięki agresywnemu wykorzystaniu kapitału obcego. Natomiast w przypadku zmiany trendu, czy uwarunkowań rynkowych w zakresie finansowania, to właśnie GetBack może być jedną z pierwszych spółek, która negatywnie odczuje tę zmianę.

Na koniec porównanie średnich rentowności brutto (YTM brutto) notowanych na rynku Catalyst obligacji GetBack z Best. Jak widać, pomimo dynamicznego rozwoju grupy, inwestujący w obligacje korporacyjne nieznacznie lepiej wyceniają obligacje Best, być może częściowo właśnie ze względu na strukturę bilansu, ale znaczenie może mieć również fakt, że akcje Best notowane są na Giełdzie Papierów Wartościowych.

Porównanie rentowności obligacji Best i GetBack



Źródło: GPW Catalyst.

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.