

GetBack – analiza, 10 kwietnia 2017 r.

Remigiusz Iwan dla Obligacje.pl

Autor prowadzi bloga rynekobligacji.com

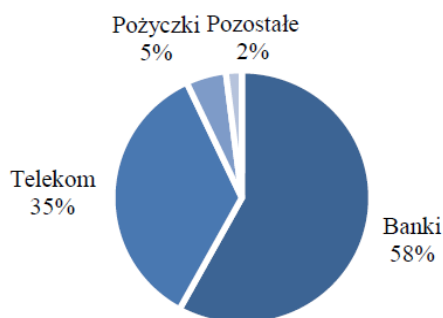
Przegląd wyników grupy GetBack po wynikach 2016 r.

Agencje ratingowe przyznały grupie oceny oznaczające wystarczającą zdolność do obsługi zobowiązań w warunkach stabilnej sytuacji makroekonomicznej, co potwierdza poniższa analiza.

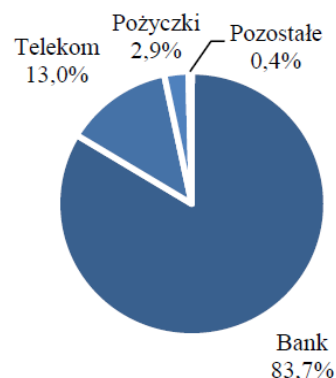
Grupa GetBack nabywa pakiety wierzytelności i dochodzi ich zapłaty na własny rachunek oraz zarządza zewnętrznymi portfelami wierzytelności w ramach zarządzania sekurytyzowanymi wierzytelnościami funduszy inwestycyjnych.

Nabywane portfele wierzytelności pochodzą głównie z branży finansowej (przede wszystkim nieterminowo płacone kredyty i pożyczki) oraz branży telekomunikacyjnej (nieopłacone rachunki za świadczone usługi telekomunikacyjne).

Portfele własne



Portfele zarządzane na rzecz zewnętrznych NS FIZ



Źródło: raporty finansowe spółki.

GetBack działa na rynku od 2012 roku. Do połowy 2016 roku spółka należała do grupy Getin Holding, a 15 czerwca 2016 roku za 825 mln zł (515 mln zł płatne „od ręki”, 310 mln zł w terminie 18 miesięcy) została zakupiona przez spółkę (obecnie DNLD Sp. z o.o.) będącą własnością konsorcjum funduszy, z mniejszościowym udziałem członków zarządu GetBack, Konrada Kąkolewskiego, Pawła Trybuchowskiego i Mariusza Brysika. W marcu 2017 roku DNLD zapłaciło pozostałą cenę zakupu za udział w GetBack.

Głównym udziałowcem DNLD, sprawującym pośrednią kontrolę nad spółką, są fundusze zarządzane przez Abris Capital Partners. Poprzez DNLD prezes Konrad Kąkolewski posiada pośredni udział w GetBack w wysokości 1,56 proc., Paweł Trybuchowski posiada pośredni udział w wysokości 1,56 proc. oraz Mariusz Brysik w wysokości 0,78 proc.

Głównym rynkiem działalności GetBack jest Polska, od 2014 roku grupa działa również w Rumunii.

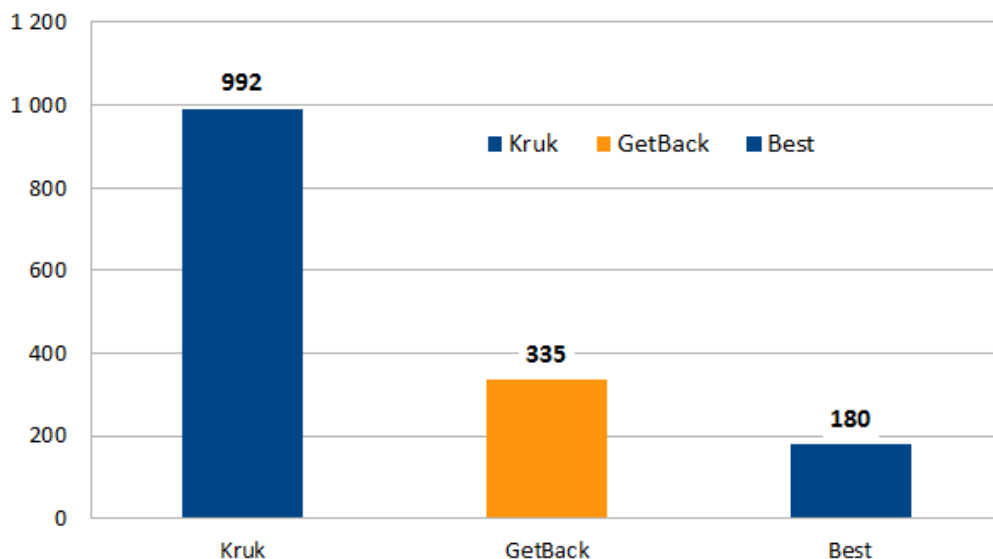
Dla przypomnienia, model biznesowy grupy kapitałowej GetBack opiera się na następujących filarach:

- „portfele własne” – **zakup i obsługa portfeli wierzytelności na własny rachunek**, tj. wierzytelności nabytych zarówno przez GetBack, jak i przez fundusze z grupy kapitałowej GetBack,
- „klienci affluent” – **zarządzanie (samodzielnie lub wspólnie z innym podmiotem) portfelami wierzytelności niestandardyzowanych sekurytyzacyjnych funduszy inwestycyjnych** zamkniętych, opartych na ubezpieczeniowych funduszach kapitałowych („UFK”) lub opartych na klientach indywidualnych, którzy bezpośrednio nabyli certyfikaty inwestycyjne funduszy inwestycyjnych zamkniętych o wartości nie mniejszej niż równowartość w złotych 40 tys. EUR;
- „klienci globalni” – **wspólne inwestowanie przez Emitenta wraz z podmiotami spoza grupy (głównie inwestorami zagranicznymi) w certyfikaty wybranych funduszy inwestycyjnych** z siedzibą w Polsce w celu zakupu portfeli wierzytelności przez te fundusze, a następnie zarządzanie tymi portfelami samodzielnie przez emitenta lub wspólnie z innym serwisem;
- „pożyczki rehabilitacyjne” – pilotażowy projekt skierowany do osób zadłużonych, które regularnie przez 12 miesięcy spłacają swoje zadłużenie, umożliwiając **spłacenienie z pożyczki udzielonej im przez spółkę z grupy kapitałowej GetBack zaległego zadłużenia wobec wierzycieli.**

Na koniec 2015 roku GetBack zarządzał portfelami wierzytelności o łącznej wartości nominalnej 14 mld zł, 31 grudnia 2016 roku wartość nominalna wzrosła do kwoty 19,4 mld zł – to wzrost o 39 proc.

Grupa stała się w okresie pięciu lat od rozpoczęcia działalności drugim podmiotem działającym na polskim rynku zarządzania wierzytelnościami pod względem osiągniętych odzysków z portfeli wierzytelności.

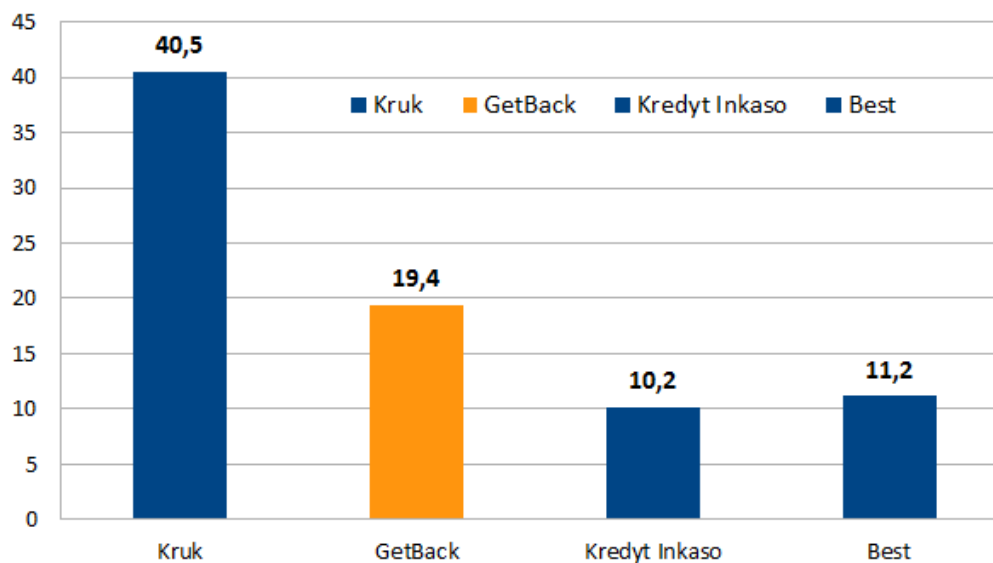
Pod kątem spłat na portfelach GetBack w odniesieniu do największych konkurentów prezentuje się następująco (w mln zł):



Źródło: raporty finansowe spółek.

W przypadku Best 180 mln zł to spłaty należne grupie Best (ważone udziałem w funduszach), natomiast łączne spłaty wyniosły 227 mln zł.

A tak wygląda wartość nominalna obsługiwanych przez spółki spraw (w mld zł):



Źródło: raporty finansowe spółek.

W przypadku Kruka i GetBack dane pochodzą z końca 2016 roku, dla Best dane dotyczą stanu na 30 września 2016 roku, natomiast w przypadku Kredyt Inkaso dane dotyczą końca 2015 roku.

Powyższe dane i wykresy pokazują, że GetBack rzeczywiście bardzo szybko dołączył do grona największych firm z branży wierzytelności. W dalszej części analizy sprawdzę, jaki wpływ te wzrosty wywarły na wyniki finansowe grupy.

Jeszcze w części opisowej warto odnotować następujące wydarzenia:

- Poszerzenie w 2016 roku zarządu grupy o osoby z doświadczeniem w windykacji (Anna Paczuska), finansach (Marek Patuła, Bożena Solska), czy w zagadnieniach prawnych (Mariusz Brysik),
- Otrzymanie przez grupę ratingów kredytowych od EuroRating (poziom BB) i Standard&Poors (poziom B). Szczególnie fakt otrzymania ratingu od międzynarodowej agencji zasługuje na uznanie.
- Uzyskanie w marcu 2017 roku finansowania bankowego w kwotach po 50 mln zł od Alior Bank i Raiffeisen Bank Polska,
- Podjęcie przez Walne Zgromadzenie Spółki decyzji o publicznej emisji akcji.

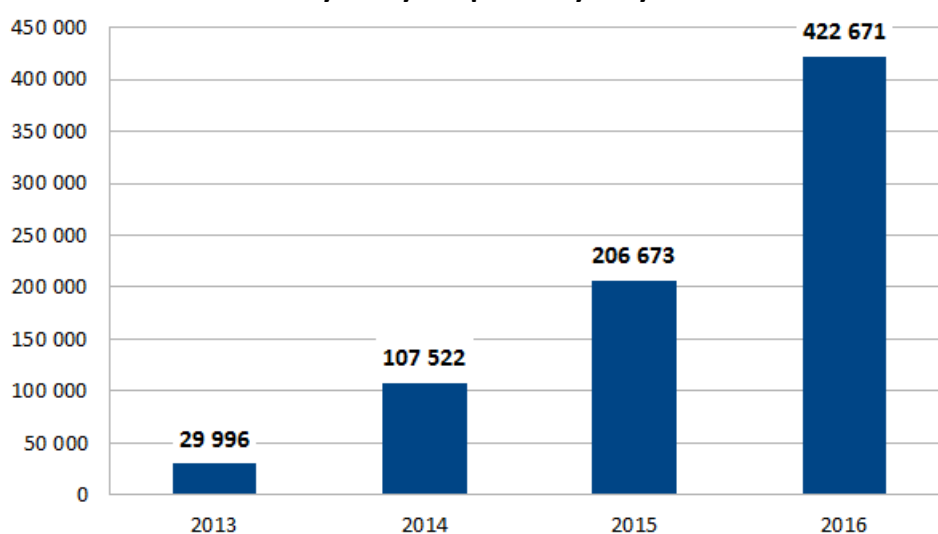
Analiza finansowa grupy GetBack

Raport finansowy za 2016 rok został zbadany przez renomowanego audytora Deloitte i otrzymał opinię "bez zastrzeżeń".

Przychody i zyski

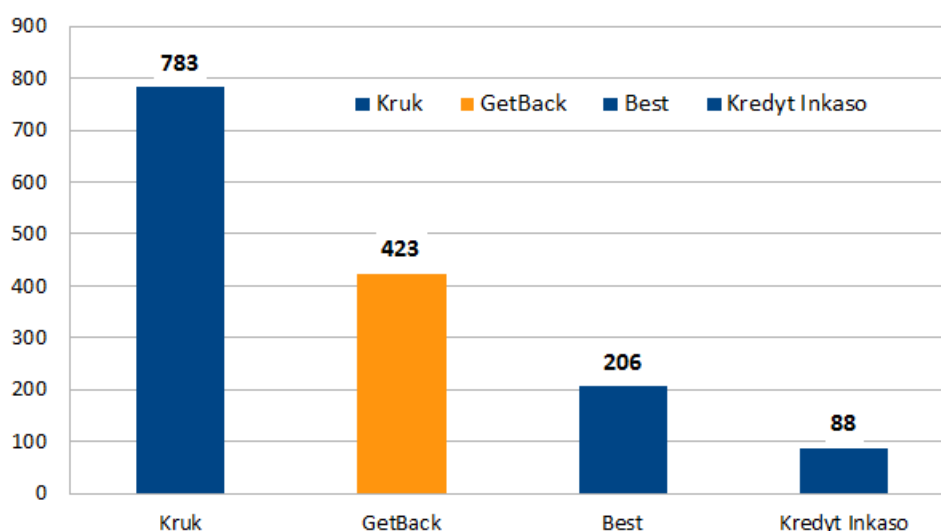
Przychody grupy GetBack dynamicznie rosną z roku na rok i, biorąc pod uwagę rosnący portfel wierzytelności w zarządzaniu, nie jest to zaskoczenie

Przychody ze sprzedaży w tys. zł



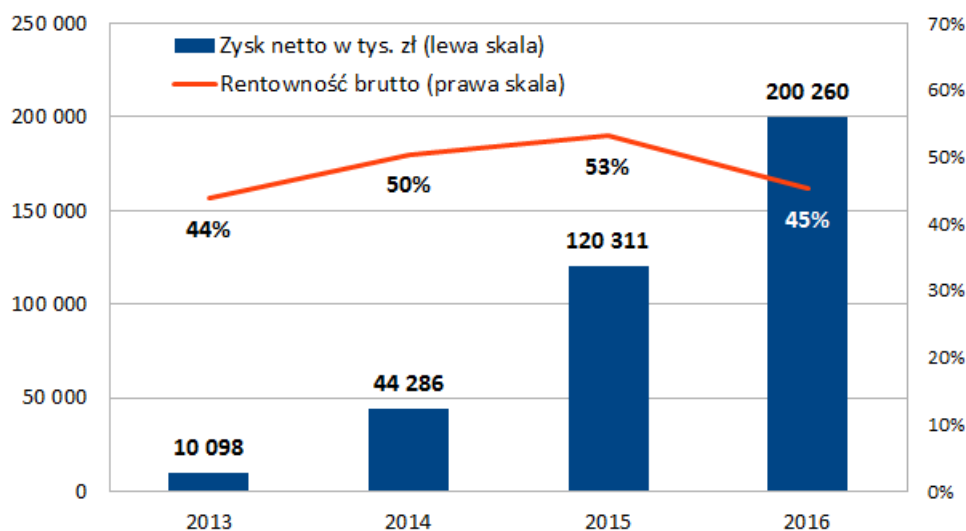
Źródło: raporty finansowe spółki.

Porównując do konkurencji, widać wyraźnie, że grupa "przeskoczyła" pod tym kątem i Best (dane za okres 01.10.2015-30.09.2016) i Kredyt Inkaso (dane za 2016 rok, ale nie jest to typowy rok obrotowy), dane w mln zł:



Źródło: raporty finansowe spółek.

Grupie udaje się utrzymywać wysoką efektywność prowadzonej działalności, co powoduje, że dynamicznie rosną również jej zyski netto:

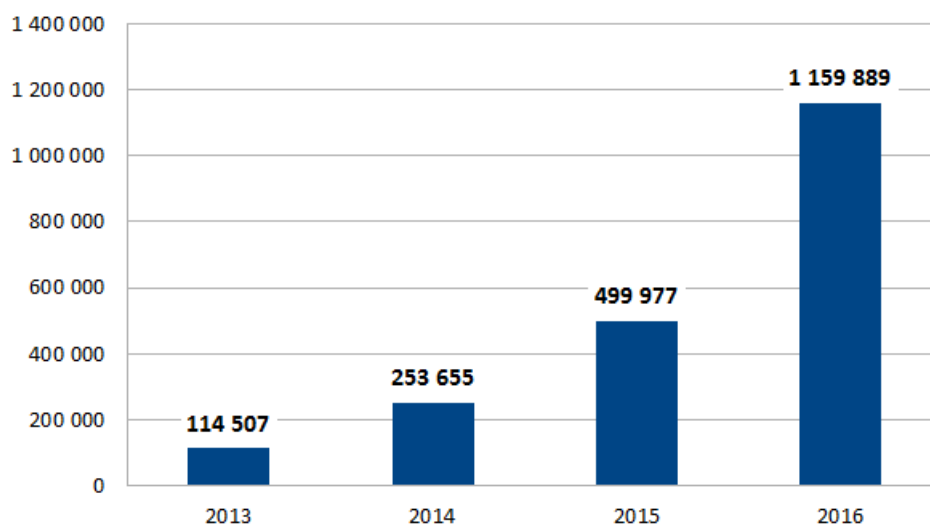


Źródło: raporty finansowe spółki.

W zakresie zysku netto porównanie do konkurencji również wygląda dla GetBack bardzo korzystnie. Kruk w 2016 roku zarobił netto 249 mln zł, Best 89 mln zł (01.10.2015-30.09.2016), a Kredyt Inkaso 14 mln zł. Pod kątem przychodów, rentowności i zysków grupa GetBack z pewnością nie ma się czego wstydzić.

Analiza bilansu

Księgowa wartość posiadanych portfeli wierzytelności oraz certyfikatów inwestycyjnych w funduszach sekurytyzacyjnych wzrosła w 2016 roku o 660 mln zł (dane w tys. zł):

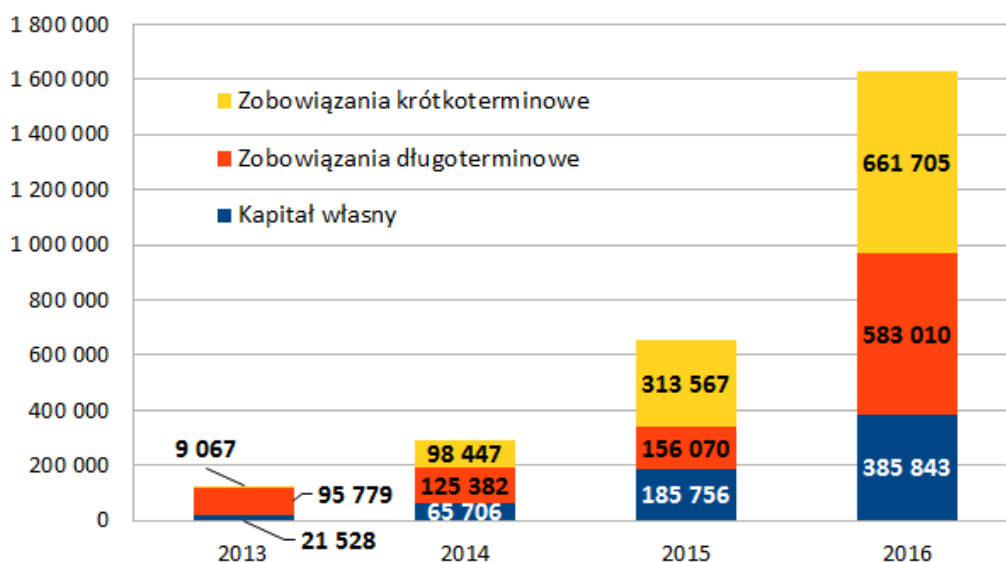


Źródło: raporty finansowe spółki.

Aktywa te stanowią 71 proc. sumy bilansowej. Ponieważ zysk netto grupy wyniósł 200 mln zł, jasne jest, że tak duże nakłady na nowe portfele w znacznym stopniu musiały zostać sfinansowane długiem zewnętrznym. I rzeczywiście, z komunikatów podawanych przez GetBack wyłania się obraz spółki w znaczący sposób finansującej się prywatnymi emisjami obligacji korporacyjnych.

Przekaz płynący ze spółki jest stosunkowo prosty. Model biznesowy stosowany przez GetBack jest skuteczny, powoduje, że rentowność osiągnięta przez spółkę jest nieprzeciętnie wysoka więc należy maksymalnie wykorzystywać dźwignię finansową, czyli możliwości zadłużania się.

W efekcie otrzymujemy strukturę finansowania majątku, która z punktu widzenia obligatariuszy nie jest optymalna:

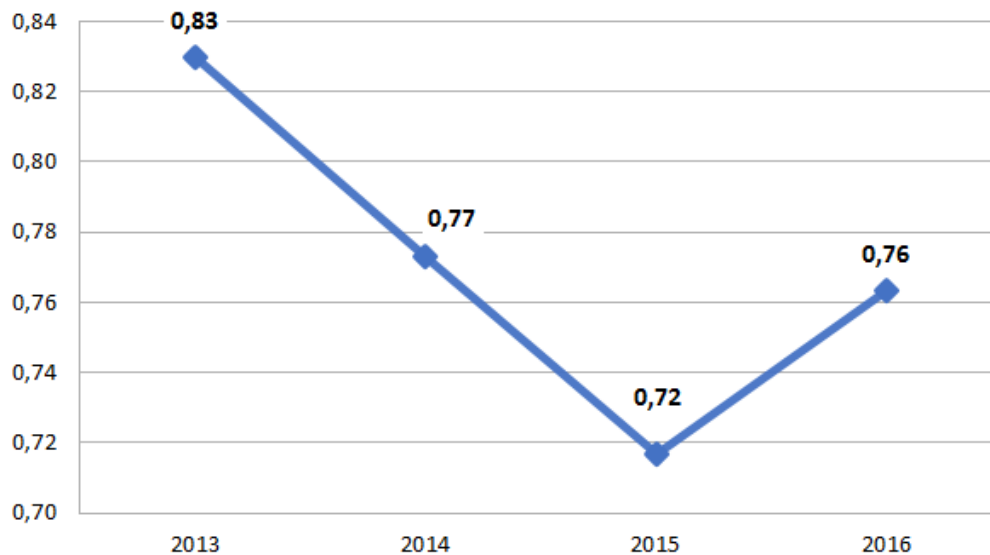


Źródło: raporty finansowe spółki.

Z pewnością obligatariusze są bardziej zadowoleni, gdy widzą, że portfele wierzytelności finansowane są przez kapitały własne spółek, a w drugiej kolejności przez zadłużenie długoterminowe. W przypadku GetBack dominującą pozycję bilansu stanowi dług krótkoterminowy.

Ale są też pewnego rodzaju pozytywne sygnały. Na koniec czerwca 2016 roku wartość zobowiązań krótkoterminowych wynosiła 633 mln zł więc przez kolejne pół roku przyrosły w niewielkim stopniu. Do tego spółka łąda moment zapewne wystartuje z publicznymi emisjami obligacji, które najprawdopodobniej pozytywnie wpłyną na zapadalność zadłużenia. Wreszcie, również na ten rok planowana jest emisja nowych akcji, która z kolei powinna mieć pozytywny wpływ na wskaźnik zadłużenia.

A będąc przy wskaźniku zadłużenia, który jest pochodną powyższego wykresu, to jego poziom w kolejnych okresach wygląda tak:

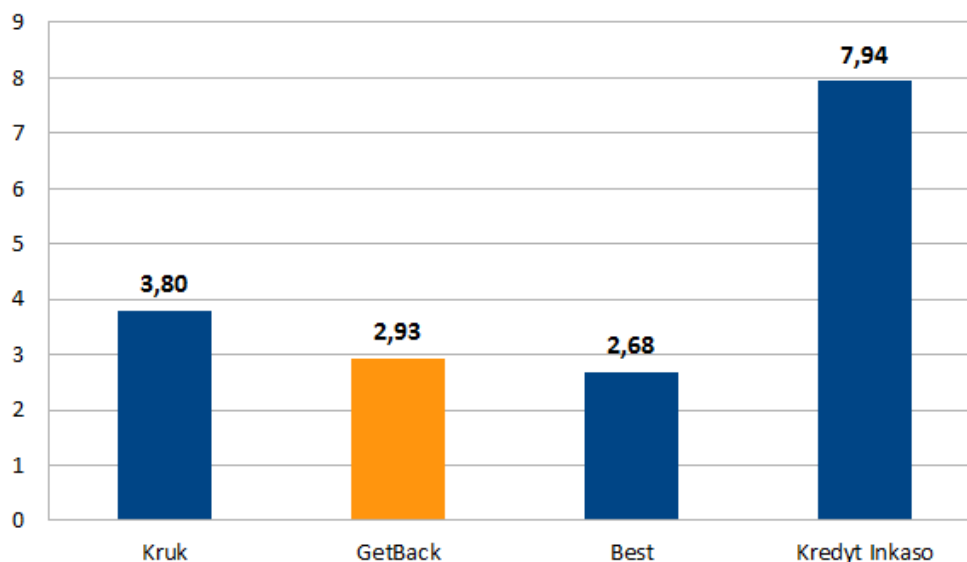


Źródło: obliczenia własne na podst. raportów finansowych spółki.

Dla porównania, na koniec 2016 roku wskaźnik zadłużenia Kruka wynosił 0,6, dla Kredyt Inkaso 0,62, a dla Best 0,55. Ze względu na przyjęty model dynamicznego rozwoju, wydaje się, że nawet po emisji nowych akcji wskaźnik zadłużenia GetBack będzie znajdował się na poziomach wyższych od konkurentów.

Na szczęście poziom zadłużenia w stosunku do sumy bilansowej, czy kapitałów, to chyba jedyna obecnie bolączka GetBack. W kontekście zadłużenia warto spojrzeć w jakim przeciętnie czasie przy założeniu powtarzalności wyników może ono zostać spłacone.

Mówi nam o tym wskaźnik *dług netto do EBITDA*, czyli zadłużenie finansowe pomniejszone o środki pieniężne podzielone przez nadwyżkę finansową wypracowywaną przez spółkę. Takie porównanie wygląda następująco:



Źródło: obliczenia własne na podst. raportów finansowych spółek.

I w tym aspekcie GetBack wypada całkiem przyzwoicie (im niższy poziom wskaźnika, tym szybciej spółka jest w stanie spłacić swoje zadłużenie finansowe). Dług finansowy netto mógłby przez spółkę zostać spłacony w niecałe trzy lata.

A na koniec 2016 roku dług odsetkowy spółki stanowiły przede wszystkim wyemitowane obligacje korporacyjne, była to kwota 805 mln zł (839 mln zł na 27.02.2017). Z ciekawostek, z prospektu emisyjnego obligacji wynika, że Haitong Bank (oferujący obligacje w ramach oferty publicznej) w grudniu 2016 roku zakupił obligacje easyDEBT NS FIZ (podmiot z grupy GetBack) na kwotę 105 mln zł.

Według stanu na koniec roku znaczna część wyemitowanych obligacji przypadała do wykupu w 2017 roku:

Warunki oraz harmonogram spłat zobowiązań z tytułu dłużnych papierów wartościowych:

Zobowiązania z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych (rok zapadalności)	31.12.2016		31.12.2015	
	średnia stopa procentowa %	wartość bilansowa	średnia stopa procentowa %	wartość bilansowa
2016	-	-	5,99%	131 826
2017	5,53%	407 528	6,92%	15 589
2018	5,88%	195 899	-	-
2019	5,84%	188 941	5,79%	106 118
2020	6,23%	12 531	-	-
Razem		804 899		253 533

Należy jednak zauważyć, że dług ten jest szybko zastępowany, dość powiedzieć, że w samym marcu GetBack wyemitował obligacji na kwotę ponad 260 mln zł.

Podsumowanie

GetBack rozwija się dynamicznie, z roku na rok imponująco rośnie wartość posiadanych przez grupę pakietów wierzytelności, a w ślad za nimi wartość spłat, co przekłada się na wzrost przychodów i zysku netto. Wygląda na to, że spółka pod względem wielkości wskoczyła na drugie miejsce wśród polskich windykatorów (za Krukiem).

Wzrosty finansowane są przede wszystkim rosnącym zadłużeniem, będącym efektem wielu emisji obligacji. Wskaźnik zadłużenia grupy znajduje się na poziomach wyższych niż u konkurencji. Również struktura zadłużenia odbiega od optymalnej z punktu widzenia obligatariuszy, dominuje to o charakterze krótkoterminowym. Na wysoki wskaźnik zadłużenia grupa ma odpowiedź w postaci planowanej emisji akcji, na strukturę zadłużenia lekarstwem mają być publiczne emisje obligacji.

Bardzo dobre wyniki finansowe powodują z kolei, że kolejna miara wskaźników – zdolność do obsługi zadłużenia – wypada w przypadku GetBack całkiem przyzwoicie w porównaniu do konkurencji.

Agencje ratingowe przyznały grupie oceny oznaczające wystarczającą zdolność do obsługi zobowiązań w warunkach stabilnej sytuacji makroekonomicznej, co potwierdza powyższa analiza. Zakładając utrzymanie się dobrej i stabilnej sytuacji w gospodarce, można zakładać, że wyniki grupy będą nadal na ścieżce wzrostu.

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.

Serwis 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 również – niezależnie – podpisał umowę o współpracy z Emitentem i jest związany stałą współpracą z Obligacje.pl.