

GetBack – analiza, 27 czerwca 2017 r.

Remigiusz Iwan dla Obligacje.pl

Autor prowadzi bloga rynekobligacji.com

Przegląd wyników grupy GetBack po wynikach za I kw. 2017 r.

Grupa Getback **nabywa pakiety wierzytelności i dochodzi ich zapłaty na własny rachunek oraz zarządza zewnętrznymi portfelami** wierzytelności. Głównym rynkiem działalności grupy jest Polska.

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

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 została zakupiona przez spółkę będącą własnością konsorcjum funduszy (jego liderem są fundusze Abris), z mniejszościowym udziałem członków zarządu Getback, Konrada Kąkolewskiego, Pawła Trybuchowskiego i Mariusza Brysika.

Obecnie Getback rozpoczął publiczną emisję akcji, z której zamierza pozyskać 400-500 mln zł.

Niniejszy update poprzedzono przeglądem wydarzeń w grupie od momentu zakończenia I kwartału 2017 roku. W grupie wydarzenia następują bardzo dynamicznie, dlatego samo spojrzenie na historyczne wyniki to trochę za mało. Dalsza część to omówienie sytuacji spółki i jej wyników finansowych, na podstawie danych z raportu za I kwartał 2017 roku oraz prospektu emisyjnego akcji.

Wydarzenia związane z grupą Getback w okresie kwiecień-czerwiec 2017 roku

Grupa Getback jest bardzo aktywna na każdym polu działalności i operacyjnym i finansowym. Poniżej zestawienie wybranych interesujących wydarzeń z ostatnich trzech miesięcy:

Emisje obligacji:

- uplasowanie publicznej emisji obligacji na kwotę 60 mln zł (04/2017),
- uplasowanie publicznej emisji obligacji dla instytucji na kwotę 79,3 mln zł (05/2017),
- uplasowanie publicznej emisji obligacji na kwotę 40 mln zł (06/2017),

Łącznie w ramach publicznych ofert obligacji spółka uplasowała już 179,3 mln zł z programu ustalonego do kwoty 300 mln zł. Dodatkowo plasowała kolejne prywatne emisje obligacji, a także zawarła z bankiem BGŻ BNP Paribas umowę kredytu na kwotę 30 mln zł.

Emisje akcji:

- Komisja Nadzoru Finansowego (KNF) zatwierdziła prospekt emisyjny dla publicznej emisji akcji spółki, a 19 czerwca 2017 roku prospekt został przez spółkę opublikowany. Z emisji akcji Getback zamierza pozyskać 400-500 mln zł. Ewentualne pozyskanie takiej kwoty będzie w praktyce oznaczało podwojenie kapitałów własnych spółki i poprawę wielu istotnych dla obligatariuszy wskaźników finansowych.

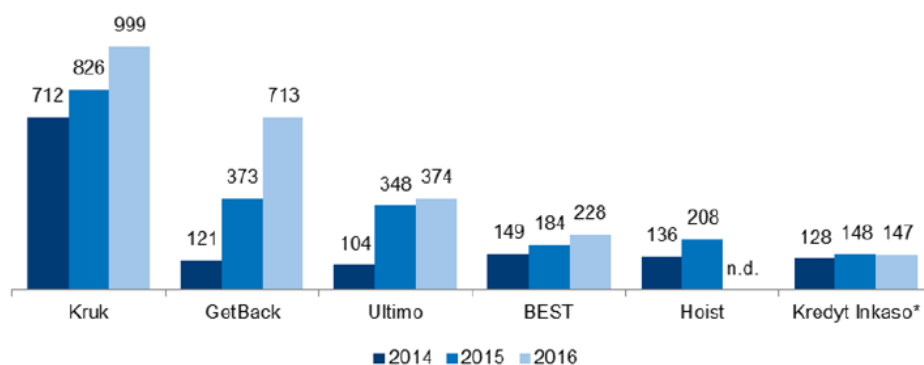
Inne wydarzenia:

- podpisanie umowy na zakup akcji EGB Investments za kwotę 207,5 mln zł (30.05.2017),
- wypowiedzenie umowy zlecenia zarządzania częścią portfela inwestycyjnego Open Finance Wierzytelności Detalicznych Niestandaryzowanego Sekurytyzacyjnego Funduszu Inwestycyjnego Zamkniętego ("OFWD"). W wyniku rozliczenia wynagrodzenia grupa Getback będzie się domagać zwrotu z tytułu zasądzonych kosztów zastępstwa procesowego, które na dzień publikacji komunikatu wynoszą około 102 mln zł (05.06.2017).

Wyniki Getback, informacje z prospektu emisyjnego

Przegląd danych dotyczących grupy rozpoczniemy od pokazania tempa jej rozwoju w porównaniu do konkurencji, nie ma drugiej firmy, której wartości odzysków rosłyby tak szybko, jak Getback:

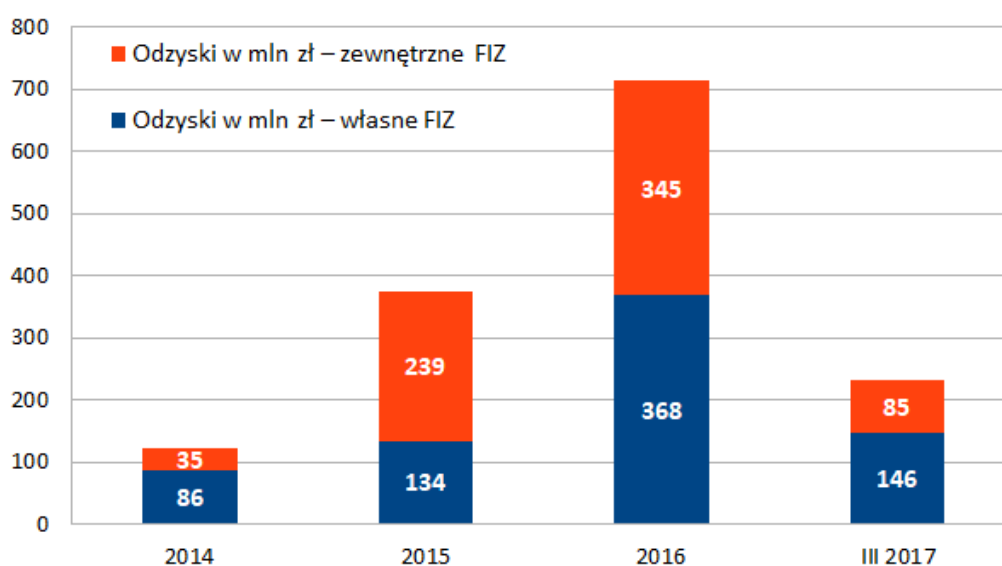
Wartość odzysków brutto wybranych spółek zarządzania wierzytelnościami w latach 2014-2016 (mln PLN)



Kontynuując tak dynamiczny wzrost (a wiele na to wskazuje, biorąc pod uwagę emisję akcji), rzeczywiście cel, który sobie postawił Getback (lider rynku w Polsce w 2019 roku) wydaje się możliwy do osiągnięcia.

Patrząc na powyższy wykres w kontekście Getback, warto również zwrócić uwagę na jeszcze jeden jego aspekt. Grupa, działając w strukturach holdingu Getin, nie miała dostępu do dużych kapitałów pozwalających na inwestycje w portfele wierzytelności na własny rachunek, co wymuszało na niej określoną strategię działalności.

Spójrzmy najpierw na poniższy wykres, rozbijający wartość odzysków brutto Getback na fundusze inwestycyjne zamknięte (FIZ) będące własnością grupy i takie, którymi grupa tylko zarządza:



Źródło: sprawozdania finansowe spółki.

Pierwsza faza skokowego wzrostu odzysków grupy została osiągnięta dzięki zarządzaniu zewnętrznymi funduszami. Był to rok 2015 – okres, gdy Getback działając w ramach grupy kapitałowej Getin, miał ograniczony dostęp do finansowania. Wtedy grupa wyspecjalizowała się w zarządzaniu zewnętrznymi funduszami (nie wymagającymi angażowania dużych kapitałów), a ich udział w odzyskach grupy w 2015 roku wynosił 64 proc.

Kolejny, 2016 rok, kiedy grupa działała już na swój rachunek, to wiele prywatnych emisji obligacji, pozyskanie znacznych środków finansowych z tych emisji (oraz generowanie zysków) i w efekcie wzrost dostępnych do inwestycji funduszy. W rezultacie odzyski wierzytelności z własnych funduszy przekroczyły wartość odzysków funduszy zewnętrznych, osiągając 52 proc. udziału.

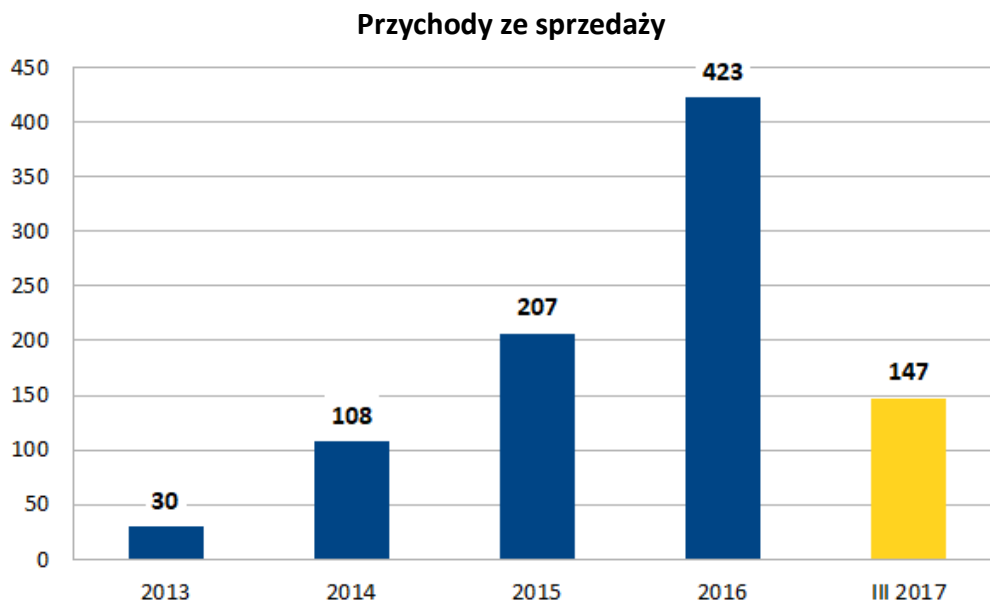
W obecnym roku, biorąc pod uwagę dalsze emisje obligacji oraz prowadzoną emisję akcji, można zakładać, że taki trend będzie utrzymywał się dalej. Na koniec marca udział własnych FIZ-ów w odzyskach wyniósł 63 proc.

Wyniki finansowe grupy Getback

W kontekście analizy wyników finansowych należy pamiętać, że dynamiczny rozwój spółki powoduje, że obraz, który opisujemy na dany dzień (w tym przypadku na 31 marca 2017 roku), bardzo szybko się zmienia. Warto również pamiętać, że ewentualny sukces emisji akcji i pozyskanie zakładanych 400-500 mln zł spowoduje podwojenie kapitałów własnych grupy, co będzie miało istotne konsekwencje dla jej sytuacji bilansowej (i płynnościowej również).

Przychody i zyski

Przychody grupy w I kwartale 2017 roku wyniosły 147 mln zł, stanowiąc 35 proc. przychodów całego 2016 roku.

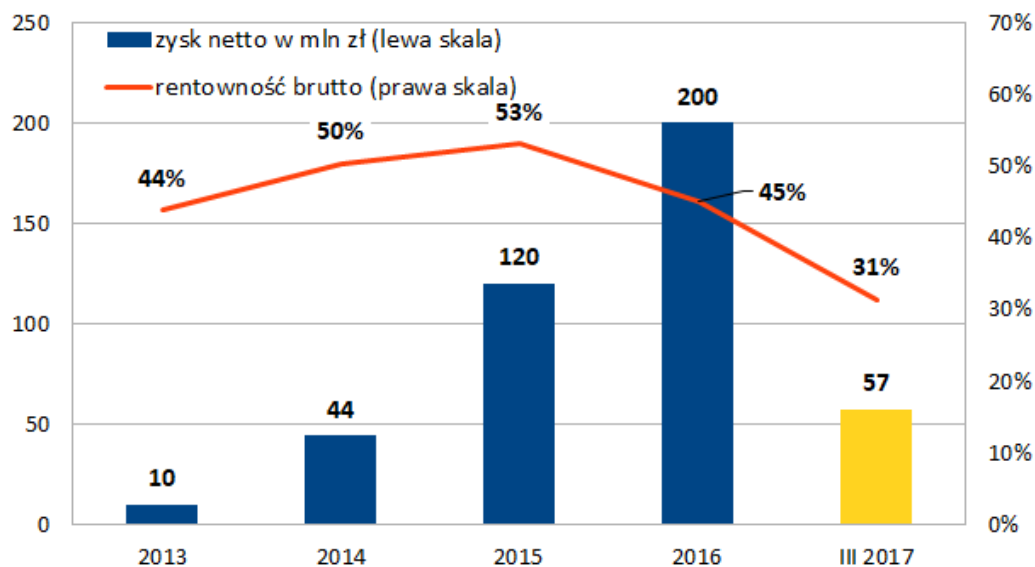


Źródło: sprawozdania finansowe spółki.

Z uwagi na dynamiczny rozwój grupy, porównanie do I kwartału 2016 roku wydaje się niecelowe.

Zysk netto grupy Getback w I kw. 2017 wyniósł 57 mln zł, co stanowi 29 proc. przychodów całego 2016 roku, a więc zysk netto nie rósł proporcjonalnie do wzrostu przychodów. Efekt tego jest widoczny w spadku rentowności i jest to na pewno temat do dalszej obserwacji. Zwłaszcza, że zysk netto I kw. tego roku był podwyższony przez ujemny podatek dochodowy.

Zysk netto i rentowność

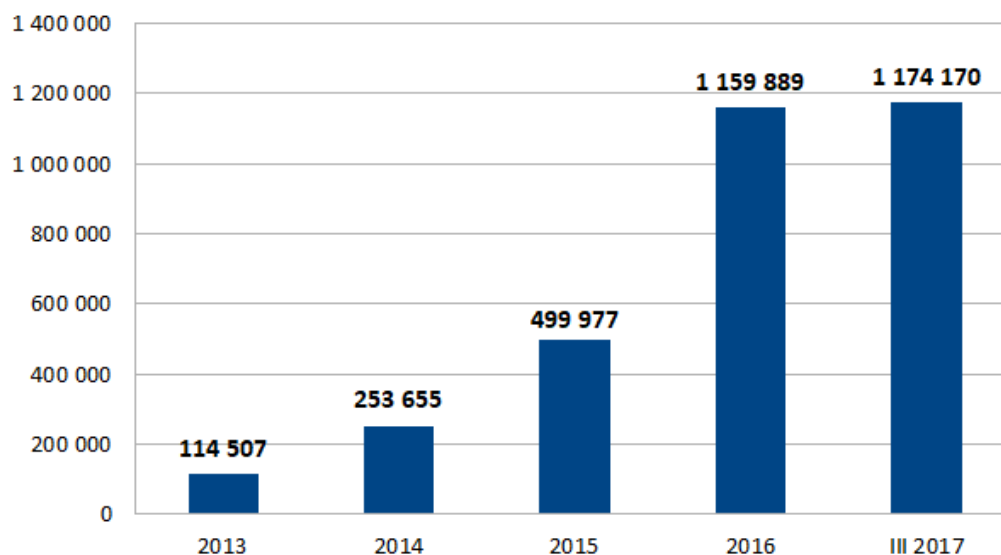


Źródło: sprawozdania finansowe spółki.

Analiza bilansu grupy Getback

W I kw. 2017 roku wartość posiadanych portfeli wierzytelności niewiele się zmieniła.

Inwestycje w fundusze sekurtywizacyjne, własne portfele, jednostki stowarzyszone w tys. zł

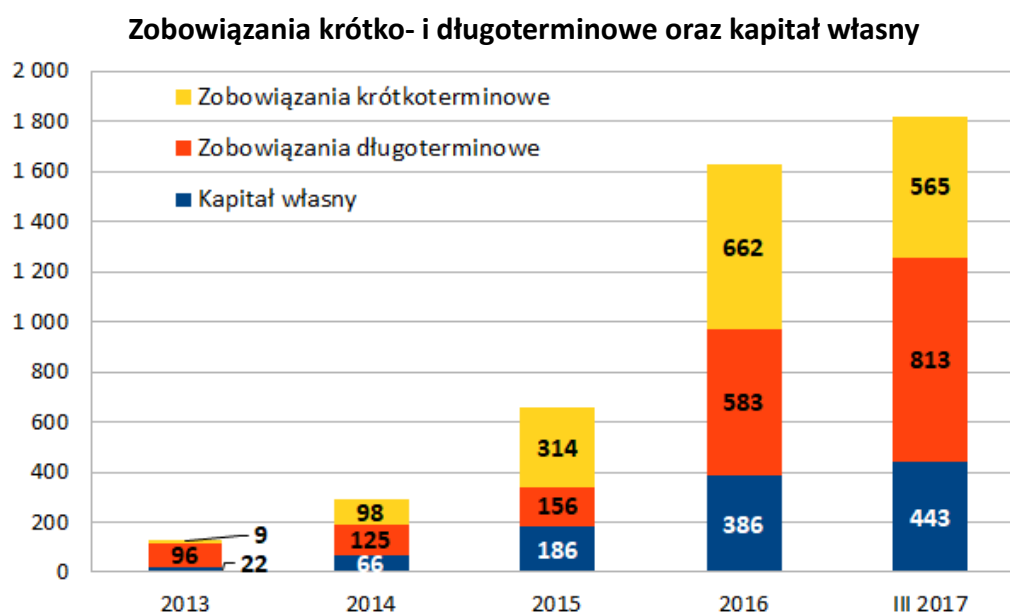


Źródło: sprawozdania finansowe spółki.

Wzrost sumy bilansowej grupa "zawdzięcza" zwiększeniu się pozycji należności z tytułu dostaw i usług z 270 mln zł do 443 mln zł, który grupa tłumaczy następująco:

*Na zwiększenie poziomu należności z tytułu dostaw i usług największy wpływ miały należności z tytułu **sprzedaży wierzytelności** oraz należności z tytułu faktur za zarządzanie portfelami inwestycyjnymi, obejmującymi portfele wierzytelności funduszy inwestycyjnych zamkniętych.*

Po stronie pasywów już na koniec marca widać pewien postęp w strukturze terminowej zadłużenia, spadła wartość zobowiązań krótkoterminowych.



Źródło: sprawozdania finansowe spółki.

Zrealizowane w II kw. 2017 roku publiczne emisje obligacji, czy trwająca właśnie emisja akcji, powinny pozytywnie wpłynąć na strukturę zadłużenia w kolejnych okresach.

Na 31 marca 2017 roku na łączna kwota zadłużenia grupy z tytułu obligacji, kredytów i pożyczek wynosiła 1 mld zł, z tego 512 mln zł (tj. 51,2 proc.) reprezentowane było przez zadłużenie o zmiennej stopie procentowej.

W zakresie pozostałych zobowiązań, te wobec grupy kapitałowej LC Corp B.V. (grupa Leszka Czarneckiego, w tym Getin) na 31 grudnia 2016 r. wynosiły, odpowiednio, 225 mln zł z tytułu nabycia pakietów wierzytelności oraz 42 mln zł z tytułu nabycia certyfikatów inwestycyjnych w FIZ-ach. Z tego zobowiązania o wartości 223 mln zł są zobowiązaniami oprocentowanymi. Harmonogram ich spłat wygląda następująco: 131 mln zł w 2017 r.; 75 mln zł w 2018 r.; pozostałe w kolejnych latach. Zobowiązania wobec grupy kapitałowej LC Corp B.V. są związane z nabyciem pakietów wierzytelności przez Universe 3 NSFIZ dnia 25 września 2015 r. i 27 kwietnia 2015 r. oraz nabyciem certyfikatów inwestycyjnych Debito NSFIZ 16 grudnia 2016 r.

Grupa Getback – przegląd wybranych wskaźników

Wskaźnik ogólnego zadłużenia po pierwszym kwartale znajduje się na typowych dla Getback poziomach.

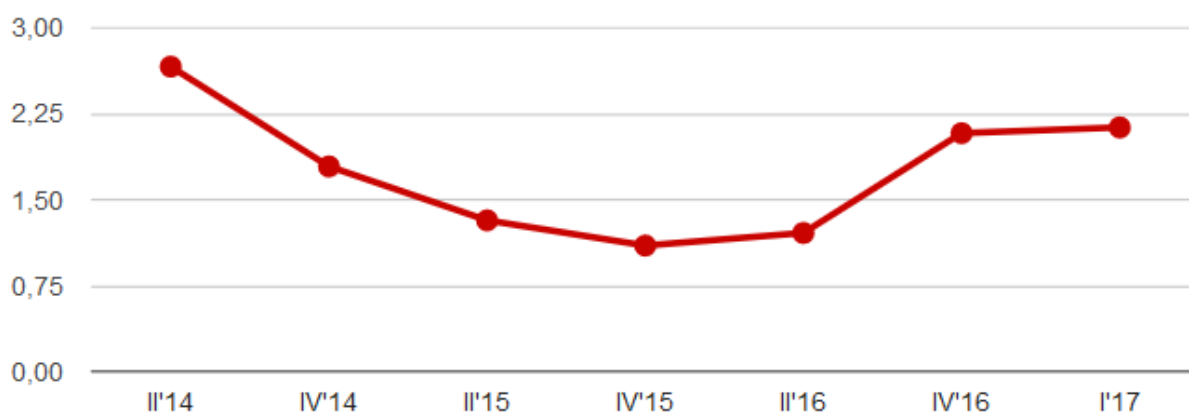


Źródło: Obligacje.pl.

Z jednej strony, rosnące zyski oraz potencjalne znaczne wpływy z emisji akcji wpływają (wpłyną) na obniżenie tego wskaźnika, z drugiej jednak, Getback nieustannie zaciąga nowy dług na inwestycje w kolejne pakiety wierzytelności, czy też zakup firm działających w branży. Zatem w dłuższej perspektywie można zapewne spodziewać się, że wskaźnik ten nadal będzie na stosunkowo wysokich (w porównaniu do konkurencji) poziomach, zwłaszcza uwzględniając fakt, że Getback ma ambicję zostać liderem na rynku wierzytelności w Polsce.

Drugim parametrem, który warto obserwować jest wskaźnik zadłużenia finansowego netto vs kapitał własny. W warunkach publicznych emisji obligacji wskaźnik ten określany jest jako **Wskaźnik Finansowy 1** (stosunek zadłużenia finansowego netto do skonsolidowanych kapitałów własnych grupy eEmitenta pomniejszonych o sumę skonsolidowanej wartości firmy) i nie może być wyższy niż 2,5x. A tak wygląda jego wartość obecnie.

Wskaźnik zadłużenia finansowego netto vs kapitał własny



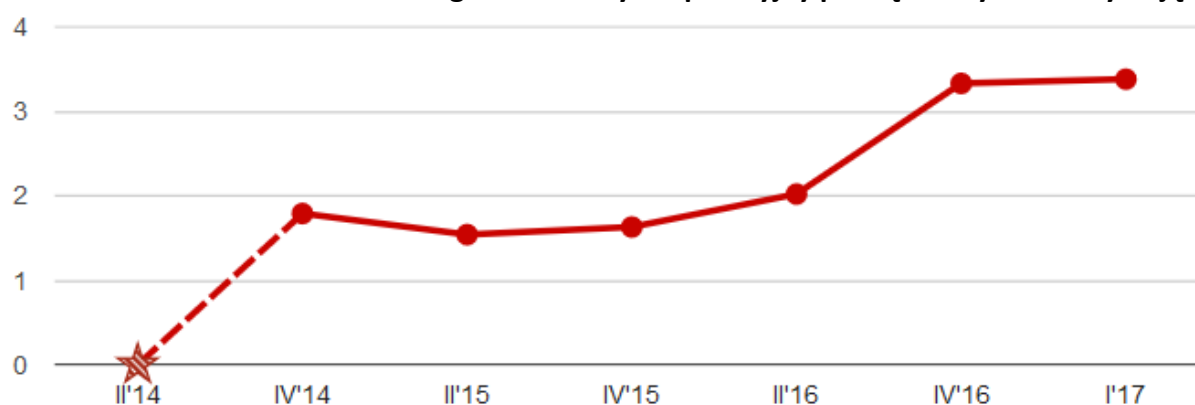
Źródło: Obligacje.pl.

Oczywiście, po emisji akcji w tym przypadku również zanotujemy spadek wartości tego wskaźnika, natomiast jego poziom docelowy w dłuższym terminie zależy od polityki finansowej grupy.

W warunkach publicznych emisji obligacji mamy jeszcze jeden wskaźnik, którego wartości grupa nie może naruszyć. Jest to **Wskaźnik Finansowy 2**, rozumiany jako stosunek zadłużenia finansowego netto do skonsolidowanej wartości EBITDA grupy z okresu poprzedzających 12 miesięcy. Ten wskaźnik zgodnie z warunkami emisji **nie może być wyższy niż 4,0x**.

Bardzo zbliżony w konstrukcji jest poniższy wskaźnik wyliczany przez portal Obligacje.pl.

Wskaźnik zadłużenia finansowego netto vs zysk operacyjny powiększony o amortyzację



Źródło: Obligacje.pl.

W tym przypadku również powinien nastąpić przynajmniej chwilowy spadek wartości tego wskaźnika, chociażby dlatego, że wpływy z emisji akcji pomniejszą wartość zadłużenia finansowego netto.

Podsumowując, wydarzenia w grupie Getback dzieją się tak szybko, że analizowanie wyników I kw. 2017 roku można określić mianem analizy historycznej.

Z punktu widzenia obligatariusza ważne jest, że wraz ze wzrostem zadłużenia grupy rosną odzyski z wierzytelności (w tym szczególnie z tych zarządzanych przez własne FIZ), a w ślad za tym rosną zyski netto i kapitały własne grupy. A to z kolei pozwala na ustabilizowanie wskaźnika zadłużenia.

Rozpoczęcie przez Getback programu publicznych emisji obligacji spowodowało zobowiązanie się grupy do nie przekraczania granicznych wartości wskaźników zadłużenia finansowego do kapitałów, czy zadłużenia finansowego netto do EBITDA. A to, przy założeniu że zadłużenie finansowe grupy będzie nadal rosnąć wraz ze wzrostem skali działalności grupy, wymusza na Getback wzrost kapitałów własnych (emisja akcji) oraz wzrost wyników finansowych.

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.