

GetBack – analiza, 27 kwietnia 2016 r.

Remigiusz Iwan dla Obligacje.pl

Autor prowadzi bloga rynekobligacji.blogspot.com

Podsumowanie

GetBack S.A. prowadzi działalność polegającą na windykacji wierzytelności własnych, windykacji na zlecenie oraz windykacji portfeli wierzytelności w ramach zarządzania sekurytyzowanymi wierzytelnościami funduszy inwestycyjnych. Grupa działa przede wszystkim na rynku polskim, a od 2014 roku również w Rumunii. Posiadane portfele wierzytelności dotyczą przede wszystkim wierzytelności banków wobec osób fizycznych. Spółka należy do liderów branży windykacyjnej w Polsce.

Grupę cechuje dynamiczny, niewiarygodny wręcz wzrost skali biznesu. GetBack został założony w 2012 roku z kapitałem zakładowym 4 mln zł. Dwa lata później Idea Bank (pośrednio) kupił spółkę za 250 mln zł, a po kolejnych dwóch latach (w marcu 2016 roku) Idea Bank podał informację o podpisaniu warunkowej umowy sprzedaży 100 proc. akcji GetBack za 825 mln zł. Zapewne wzrost ten w sporej części grupa zawdzięcza kompetentnemu zarządowi, dobrze przyjętej strategii, a być może pewien udział w takim wzroście ma fakt pozostawania w grupie spółek Leszka Czarneckiego i nabywania oraz zarządzania wierzytelnościami spółek z tej grupy (Getin Holding, Getin Noble Bank).

Mocne strony grupy to również dynamiczny wzrost skali biznesu przy zachowaniu wysokiej rentowności sprzedaży (oraz rentowności kapitałów). Przynależność do większej grupy finansowej to również łatwiejszy dostęp do finansowania rosnącego biznesu.

Mankamentem z punktu widzenia obligatariuszy jest korzystanie przez GetBack z wysokiej dźwigni finansowej. Grupa w większości finansuje się kapitałami obcymi. Z jednej strony umożliwia to dynamiczne wzrosty, które obecnie obserwujemy, z drugiej, w przypadku większego kryzysu finansowego, grupa narażona będzie na ryzyko utraty płynności w większym stopniu niż konkurencyjna z branży. Pytanie o dostęp do finansowania ma szczególne znaczenie w momencie zrealizowania sprzedaży GetBack poza grupę spółek powiązanych z Leszkiem Czarneckim.

Historia GetBack

GetBack prowadzi działalność od 2012 roku. Od początku głównym (pośrednim poprzez LC Corp BV) 60-proc. udziałowcem firmy był Leszek Czarnecki, większościowy udziałowiec między innymi Getin Holding, Getin Noble Bank, LC Corp i innych podmiotów. Pozostałe akcje spółki objęli również członkowie jej zarządu, a kapitał zakładowy wyniósł 4 mln zł. Już w pierwszym roku działalności (czyli 2012) spółka osiągnęła zysk 1,5 mln zł (w 2013 było to 10 mln zł, a w 2014 roku 44 mln zł).

W 2014 roku akcje GetBack od LC Corp BV (podmiot kontrolowany przez Leszka Czarneckiego), Merlya Holding Limited oraz Pawła Trybuchowskiego, Konrada Kąkolewskiego i Radosława Stęfuraka zakupiła Idea Expert, spółka zależna od Idea Banku, który z kolei jest kontrolowany przez Getin Holding. Kwota transakcji wyniosła 250 mln zł (z możliwością zwiększenia o 20 mln zł).

Obecnie GetBack wystawiony jest na sprzedaż. Zgodnie z komunikatem Idea Banku w marcu 2016 roku została podpisana z Emest Investments sp. z o.o. warunkowa umowa sprzedaży 100 proc. akcji za 825 mln zł. Dla porównania, wartość rynkowa Kruka to 3,3 mld zł, Bestu 293 mln zł, a Kredyt Inkaso 280 mln zł.

Akcje GetBack nie są notowane na giełdzie, natomiast dwie serie obligacji od marca 2016 roku notowane są na rynku Catalyst, dzięki czemu spółka publikuje raporty finansowe.

Przedmiot działalności

GetBack działa na rynku przeterminowanych wierzytelności, a podstawowe obszary jej działalności stanowią:

- zakup wierzytelności na własny rachunek,
- zarządzanie wierzytelnościami innych podmiotów,
- obsługa prawna.

Spółka działa głównie na rynku polskim, a od 2014 również na rynku rumuńskim. Na koniec 2015 roku w grupie zatrudnionych było 708 osób, z tego w GetBack S.A. zatrudnione były 532 osoby, w jej kancelarii prawnej 82 osoby, a w spółce w Rumuni 94 osoby.

Po szybkim wzroście, obecnie GetBack można zaliczyć do jednego z największych graczy na polskim rynku windykacji. Stało się to między innymi dzięki przyjętemu modelowi biznesowemu, który oprócz zakupu wierzytelności na własny rachunek, zakłada również zarządzanie obcymi portfelami wierzytelności oraz dopuszcza konsorcja zakupowe portfeli wierzytelności.

Za sprawozdaniem finansowym grupy GetBack:

Model biznesowy Grupy Kapitałowej opiera się na trzech filarach:

- I portfele własne** – zakup i obsługa portfeli wierzytelności na własny rachunek, tj. wierzytelności nabytych zarówno przez GetBack, jak i przez fundusz z grupy kapitałowej GetBack,
- I klienci affluent** – zarządzanie (samodzielnie lub wspólnie z innym podmiotem) portfelami wierzytelności niestandardizowanych sekurytyzacyjnych funduszy inwestycyjnych zamkniętych opartych na ubezpieczeniowych funduszach kapitałowych (UFK),
- I klienci globalni** – pozyskiwanie inwestorów zagranicznych oraz budowanie konsorcjów, (a w wybranych przypadkach także udział w inwestycjach) w celu zakupu portfeli wierzytelności przez niestandardizowane sekurytyzacyjne fundusze inwestycyjne zamknięte, a następnie zarządzanie tymi portfelami samodzielnie lub wspólnie z innym serwiserem.

Udział segmentów **klienci affluent** oraz **klienci globalni** w przychodach sprzedaży grupy w 2015 roku wyniósł 40 proc.

W portfelu własnym, jak i w portfelach zarządzanych na rzecz zewnętrznych funduszy, dominują wierzytelności z sektora bankowego (odpowiednio 57 proc. i 82 proc.). Drugim istotnym sektorem jest telekomunikacja (33 proc. i 14 proc.).

Łączna wartość nominalna zarządzanych przez spółkę wierzytelności na 31 grudnia 2015 r. wynosiła **14,0 mld zł**, przy 1006 tys. spraw w obsłudze. Wg danych z raportu „Wielkość polskiego rynku wierzytelności” (2015 rok), nominalna wartość wierzytelności masowych, znajdująca się w portfelach podmiotów zarządzających wierzytelnościami, wyniosła 62 mld zł.

W skład grupy GetBack wchodzi między innymi Kancelaria Prawna GetBack Mariusz Brysik sp. k., która prowadzi obsługę prawną spraw windykacyjnych oraz fundusz easyDEBT NS FIZ – głównie poprzez niego GetBack nabywa pakiety na własny rachunek.

W kontekście ewentualnej zmiany właściciela grupy warto zaznaczyć, że pewna część przychodów (i zysków) generowana jest dzięki współpracy ze spółkami związanymi z Leszkiem Czarneckim. Dla przykładu: „w pierwszej połowie 2015 roku spółka dokończyła proces zakupu portfela wierzytelności od Getin Noble Bank S.A. przy udziale międzynarodowego inwestora – PRA Group. W wyniku tej transakcji Spółka została serwiserem portfela wierzytelności o wartości nominalnej **1,1 mld zł**. Z kolei na przełomie marca i kwietnia 2015 spółka została serwiserem innego pakietu wierzytelności zakupionego od Getin Noble Bank S.A. o wartości **1,1 mld PLN**.”

Zarząd, audytor

Zarząd spółki stanowią prezes Konrad Kąkolewski (jest również prezesem notowanego na Catalist Hussar Gruppa), Paweł Trybuchowski i Michał Synoś.

Pan Konrad Kąkolewski pracował m.in. w KPMG, Banku Handlowym (Citibank Handlowy), w latach 2003-2005 prowadził projekty restrukturyzacji i był doradcą prezesa zarządu w PZU Życie. Posiada również bogate wykształcenie, m.in. dyplom ACCA Brytyjskiego Stowarzyszenia Biegłych Rewidentów.

Pan Michał Synoś m.in. w latach 2007-2015 pełnił funkcję Kontrolera Finansowego, a następnie dyrektora finansowego w Intrum Justitia, wiodącej w Europie grupie związanej z usługami zarządzania należnościami.

Pan Paweł Trybuchowski m.in. współpracował z wyżej wymienioną firmą Intrum Justitia, gdzie w roku 2005 objął stanowisko dyrektora operacyjnego. W latach 2007-2008 pełnił funkcję wiceprezesa zarządu odpowiedzialnego za pion operacyjny (COO) w Ultimo Sp. z o. o. Od 1 września 2008 r. do 31 grudnia 2011 r. pełnił funkcję prezesa zarządu w Kancelarii Corpus Iuris Sp. z o. o.

Doświadczenie i kompetencje osób zarządzających grupą GetBack można ocenić jako bardzo dobre.

Wyniki grupy GetBack za 2015 rok audytowane były przez renomowany podmiot – Deloitte Polska. Sprawozdanie grupy otrzymało opinię „bez zastrzeżeń”. Sprawozdanie za 2014 rok badane było przez Capital Audit i otrzymało pozytywną opinię, ze zwróceniem uwagi na niepewność dotyczącą szacunków przyjętych do wyceny w wartości godziwej nabytych wierzytelności.

Analiza finansowa

Wstęp

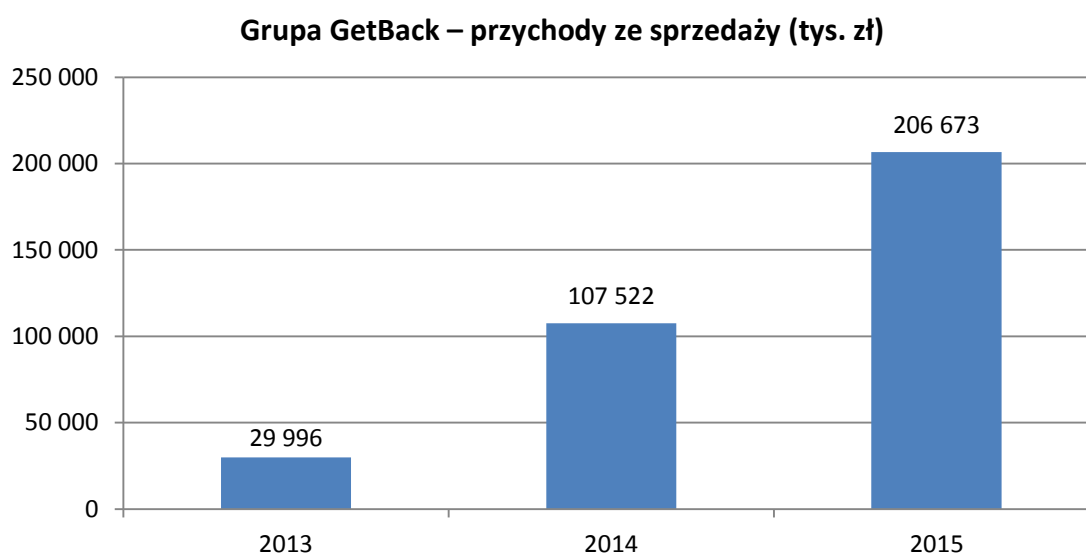
Branża windykacyjna nie jest prosta do oceny finansowej, a do tego grupa GetBack nie jest notowana na giełdach akcji, co powoduje, że jej sprawozdania finansowe nie są tak bogate w treść. Powyższe powoduje, że z pewną ostrożnością należy podchodzić do wniosków z analizy.

W analizie pozwolę sobie na porównania skali i wskaźników do chyba najbardziej popularnych wśród inwestorów indywidualnych spółek z branży – Kruk i Best.

Ze względu na istotne różnice w kwotach podatku dochodowego w roku 2014 (9,9 mln zł podatku) i 2015 (-10,3 mln zł podatku) dla czytelnego obrazu rentowności grupy w analizie posługujemy się zyskiem brutto.

Przychody i zyski

Grupa działa od połowy 2012 roku, tak więc dysponujemy trzema pełnymi okresami do analizy. W tym czasie przychody GetBack prezentują się następująco:



Źródło: sprawozdania finansowe emitenta.

Dla porównania, w 2015 roku przychody ze sprzedaży grupy Kruk wyniosły 611 mln zł, a BEST zaraportował 141 mln zł.

W przychodach z działalności grupa wyodrębnia następujące segmenty:

- I segment inwestycji w wierzytelności w Polsce**, obejmujący działalność polegającą na lokowaniu środków w portfele wierzytelności z wykorzystaniem funduszy sekurytyzacyjnych (np. easyDebt NSFIZ, Open Finance FIZAN, Universe 3 NSFIZ),
- I segment inwestycji w wierzytelności w Rumunii**, obejmujący działalność polegającą na lokowaniu środków w portfele wierzytelności przez spółkę GetBack Recovery Srl.,
- I segment zarządzania wierzytelnościami**, obejmujący działalność polegającą na obsłudze wierzytelności własnych oraz funduszy inwestycyjnych, a także usługi windykacji na zlecenie w imieniu innych podmiotów prowadzone przez GetBack S.A.,

I segment usług prawnych, który obejmuje reprezentowanie spółek grupy w postępowaniu sądowym i egzekucyjnym oraz świadczenie usług podmiotom zewnętrznym w zakresie doradztwa prawnego i zastępstwa procesowego w sprawach cywilnych i gospodarczych przez Kancelarię Prawną GetBack Mariusz Brysik sp. k.

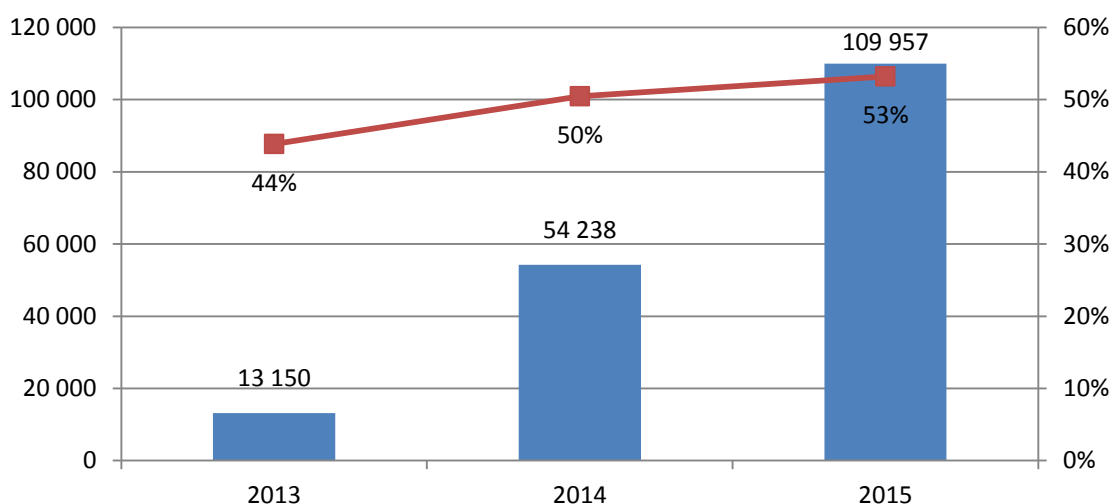
Można przyjąć, że całość przychodów pochodzi z rynku polskiego. Na rynku rumuńskim grupa zaraportowała ujemne przychody, prawdopodobnie będące efektem przeszacowania wartości posiadanego portfela.

W strukturze sprzedaży rośnie udział przychodów z serwisowanych portfeli wierzytelności – w 2015 roku wyniósł 40 proc. (60 proc. to przychody z portfeli własnych), wobec 12 proc. rok wcześniej.

Niestety, w przypadku przychodów grupy brakuje precyzyjnych informacji, jaką ich część stanowią przeszacowania wartości wierzytelności i których portfeli (segmentów) dotyczyły. W nocie do przychodów można przeczytać, że w 2015 roku zmiana wartości szacunkowych wyniosła 8341 tys. zł.

W ślad za rosnącymi przychodami, równie dynamicznie rosną zyski grupy, imponująco prezentuje się osiągnięta rentowność brutto:

Grupa GetBack – skonsolidowany zysk brutto (tys. zł) i rentowność brutto (w proc.)



Źródło: sprawozdania finansowe emitenta.

Dla porównania, grupa Kruk w 2015 roku zaraportowała 210 mln zł zysku brutto, a grupa Best 71 mln zł. W zakresie zysku wg segmentów, największy zysk brutto (98 mln zł, czyli prawie 90 proc. całkowitego zysku) grupa zaraportowała w segmencie inwestycji w wierzytelności w Polsce. Należy jednak zauważyć, że prawie całe koszty finansowe (12 mln zł, głównie odsetki od obligacji) zostały alokowane do segmentu zarządzania wierzytelnościami, jest to o tyle interesujące, że środki z obligacji zazwyczaj przeznaczane są na zakupy nowych portfeli wierzytelności, a także sama spółka informuje, że: „zakup portfeli finansowany jest przez grupę przede wszystkim ze środków pozyskiwanych z emisji obligacji”.

Bilans

Aktywa grupy GetBack prezentują się następująco:

Aktywa grupy GetBack (tys. zł)			
(w tys. zł)	2013	2014	2015
Aktywa trwałe	3 209	71 890	100 484
<i>w tym inwestycje w jedn. stowarz.</i>	<i>0</i>	<i>65 469</i>	<i>77 180</i>
Aktywa obrotowe	123 165	217 645	554 909
Portfele wierzytelności	114 507	188 186	422 292
Należności z tyt. dostaw	191	5 019	74 567
Należności z tyt. podatków	135	96	4
Pozostałe należności	199	6 887	3 905
RMK czynne	377	606	2 850
Środki pieniężne	7 756	16 851	51 291
Aktywa ogółem	126 374	289 535	655 393

Źródło: sprawozdania finansowe emitenta.

Inwestycje w jednostki stowarzyszone dotyczą inwestycji w certyfikaty funduszu OMEGA Wierzytelności NSFIZ, których GetBack posiada 20 proc. całości. Wg komunikatu Kredyt Inkaso, aktywa funduszu (zarządzanego przez Altus TFI, a serwisowanego przez KI i GetBack) stanowią wierzytelności w kwocie ok. 2 mld zł, nabyte od Getin Noble Banku.

Główną pozycję aktywów grupy stanowią nabyte portfele wierzytelności. Z 422 mln zł na koniec 2015 roku, 344 mln zł stanowią wierzytelności zakupione od banków, 49 mln zł to rachunki telekomunikacyjne, reszta to pożyczki gotówkowe pozabankowe i pakiety mieszane. 33,6 mln zł stanowią wierzytelności dotyczące rynku rumuńskiego.

Pasywa grupy GetBack (tys. zł)

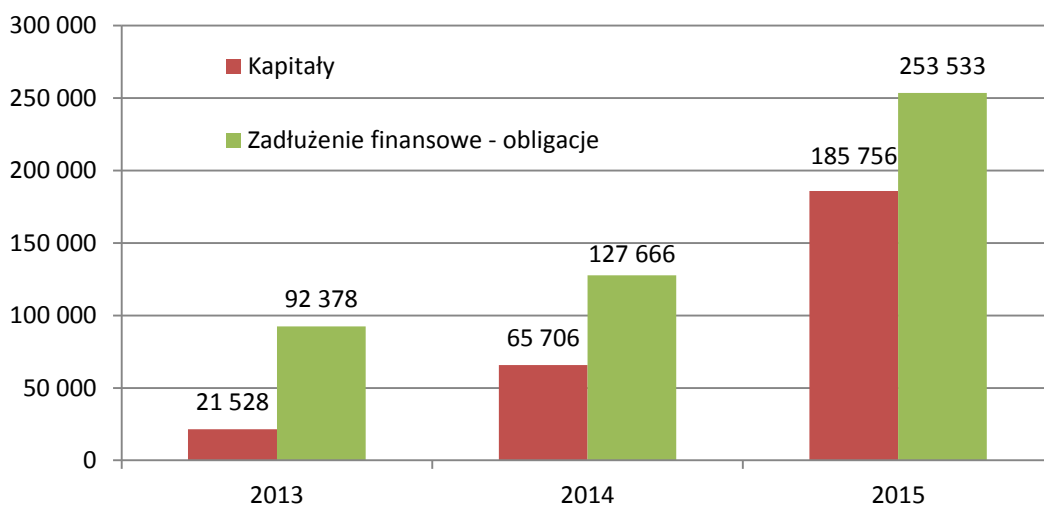
(w tys. zł)	2013	2014	2015
Kapitał własny	21 528	65 706	185 756
Zobowiązania długoterminowe	95 779	125 382	156 070
Podatek odroczony	2 924	12 619	
Obligacje	91 859	111 676	121 576
Leasingi	996	1 087	1 947
Inne zobowiązania	0		32 547
Zobowiązania krótkoterminowe	9 067	98 447	313 567
Obligacje	519	15 990	131 957
Zobow. z tytułu dostaw	625	72 180	172 577
Leasingi	0	652	825
Kredyty i pożyczki	7 134	5 133	0
Zobow. z tytułu podatków	0	92	655
Zobow. pracownicze	789	4 400	7 539
Rezerwy	0	0	14
Pasywa ogółem	126 374	289 535	655 393

Źródło: sprawozdania finansowe emitenta.

Grupa GetBack stosuje agresywną politykę finansowania aktywów. Głównymi źródłami finansowania są wyemitowane obligacje (253 mln zł na koniec 2015 roku) oraz zobowiązania z tytułu dostaw i usług, na które składają się przede wszystkim zobowiązania z tytułu nabycia pakietów wierzytelności (127 mln zł).

Poziom zadłużenia z tytułu obligacji w porównaniu do kapitałów zaprezentowano na poniższym rysunku, choć warto dodać, że na koniec 2015 roku grupa posiadała 51 mln zł środków pieniężnych, co oczywiście obniża zadłużenie netto.

GetBack – zadłużenie finansowe vs kapitały własne



Źródło: sprawozdania finansowe emitenta.

Więcej przy analizie wskaźnikowej.

Wskaźniki

Przy inwestowaniu w obligacje najważniejsze jest, aby firma nie zbankrutowała przed oddaniem pożyczonych jej środków. Interesują nas zatem spółki prowadzące zrównoważoną politykę finansową, posiadające rozsądne zadłużenie i dobrą płynność.

Płynność i zadłużenie grupy GetBack

wskaźniki płynności i zadłużenia	2013	2014	2015
wskaźnik zadłużenia	0,83	0,77	0,72
płynność bieżąca	13,58	2,21	1,77
płynność gotówkowa	0,86	0,17	0,16

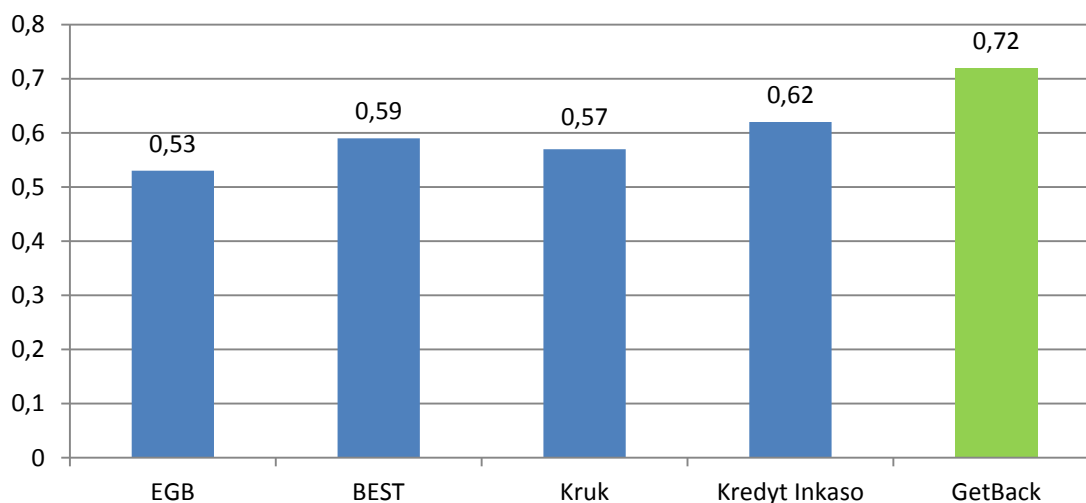
Źródło: obliczenia własne na podst. sprawozdań finansowych emitenta.

GetBack prezentuje model charakterystyczny dla spółek Leszka Czarneckiego (np. MW Trade), polegający na wykorzystaniu wysokiej dźwigni finansowej. Mimo rosnących w niewiarygodnym wręcz tempie wyników finansowych grupy, wskaźnik zadłużenia istotnie odbiega od porównywanych tutaj Kruka i Best. Na koniec 2015 roku w grupie GetBack zaledwie 28 proc. aktywów było finansowanych kapitałami własnymi, podczas, gdy w Kruk było to 43 proc. (wskaźnik zadłużenia 0,57), a w Best 41 proc. (wskaźnik zadłużenia 0,59).

Taka (agresywna) polityka finansowania możliwa jest, gdy można liczyć na wsparcie grupy kapitałowej, wg raportu finansowego na koniec 2015 roku zobowiązania GetBack wobec podmiotów powiązanych wynosiły 221 mln zł wobec 27 mln zł należności. Wykorzystanie wysokiej dźwigni sprzyja osiąganiu ponadprzeciętnych wyników, ale czyni spółkę bardziej podatną na skutki ewentualnego kryzysu na rynkach finansowych.

Porównanie wskaźnika zadłużenia wybranych firm zaprezentowano na poniższym wykresie.

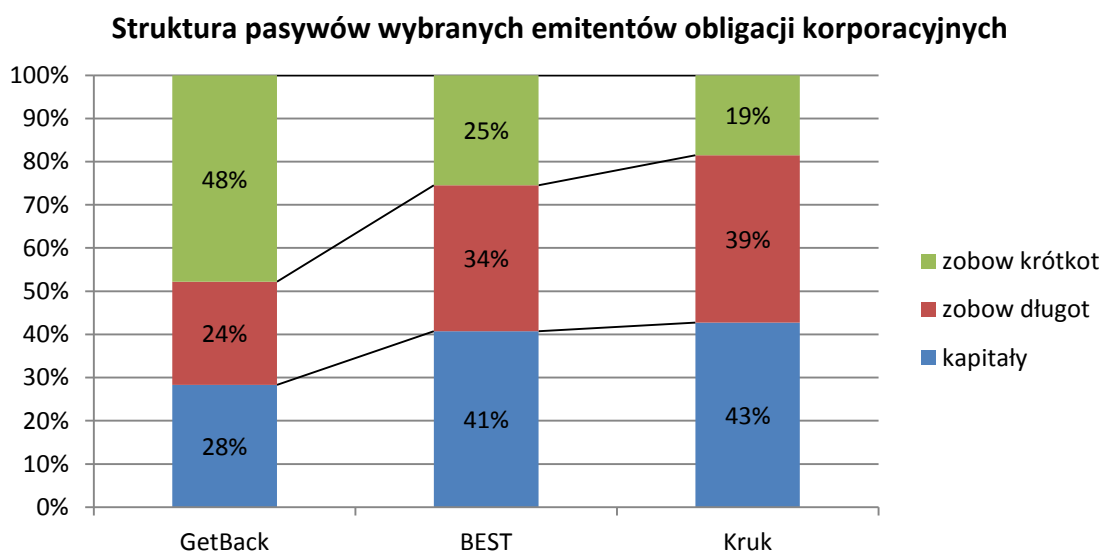
Wskaźniki zadłużenia wybranych firm windykacyjnych



Źródło: obliczenia własne na podst. sprawozdań finansowych emitentów.

Posiadane portfele wierzytelności grupa księguje w aktywach obrotowych (podobnie jak konkurencja), co sprawia, że wskaźnik płynności bieżącej w wysokości 1,77 znajduje się na właściwych poziomach. Jednak, dla porównania, wskaźniki płynności Best (2,21) i Kruk (5,28) wskazują na bardziej ostrożną politykę zarządzania finansami.

Na poziomie płynności również widać agresywną politykę grupy. Na koniec 2015 roku zobowiązania krótkoterminowe GetBack stanowiły prawie połowę sumy bilansowej, podczas, gdy w Best było to 25 proc., a w Kruk 18,5 proc. Sposób w jaki spółki finansują swoje aktywa pokazano na poniższym rysunku.



Źródło: sprawozdania finansowe emitentów.

Jest jeden „sektor”, w którym GetBack nie ma sobie równych i jest to rentowność prowadzonej działalności. Przy znacznie mniejszych kapitałach w stosunku do Best (na koniec 2015 roku 185 mln zł vs 283 mln zł), GetBack w 2015 roku zarobił brutto 110 mln zł, przy 71 mln zł konkurencji.

Rentowność kapitału własnego wyniosła dla grupy GetBack 64,77 proc., podczas gdy dla Kruka 28,77 proc., a dla Bestu 33,02 proc. O ile GetBack będzie w stanie osiągnąć powtarzalność obecnych wyników, będzie to usprawiedliwieniem dla gorszych w porównaniu do konkurencji wskaźników zadłużenia i płynności i być może pozwoli na dorównanie wskaźnikami konkurencji.

Podsumowanie

Grupa GetBack w błyskawicznym tempie wskoczyła do „pierwszej ligi” firm windykacyjnych w Polsce. Oprócz takich atutów jak kompetentna kadra menadżerska i przyjęty model biznesowy, zapewne pomógł spółce fakt obecności w większej grupie finansowej – łatwiejszy dostęp do finansowania i zakupu oraz serwisowania portfeli wierzytelności.

Konsekwencją agresywnych wzrostów jest mniej asekuracyjna, w porównaniu do konkurencji, polityka zarządzania zadłużeniem i płynnością. Jak dotąd obrona droga się sprawdza, a grupa radzi sobie z wyzwaniami związanymi z gwałtownym wzrostem organizacji.

Należy jednak zauważyć, że obligacje GetBack notowane na rynku Catalyst oferują wyższe rentowności od największych konkurentów (Best i Kruk), co jest zapewne efektem korzystania z wysokiej dźwigni finansowej.

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 ani nie jest związany stałą współpracą z Obligacje.pl.