

## Kredyt Inkaso – analiza, 21 lutego 2017 r.

*Remigiusz Iwan dla Obligacje.pl*

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

### Podsumowanie

Grupa Kredyt Inkaso od 2001 roku działa na rynku wierzytelności. Początki to nabywanie wierzytelności od firm telekomunikacyjnych. Z biegiem czasu grupa zaczęła nabywać wierzytelności z sektora bankowego, w tym wierzytelności z tytułu niespłaconych kredytów hipotecznych.

Ponad 80 proc. przychodów Kredyt Inkaso osiąga z zakupów wierzytelności na własny rachunek, pozostałą część stanowią przychody z tytułu zarządzania wierzytelnościami na zlecenie, a także z usług prawnych.

Zdecydowana większość przychodów grupy pochodzi z rynku polskiego (80 proc.), kolejnym rynkiem jest Rumunia (15 proc.), a pozostałe grupa osiąga z rozwijanych rynków w Bułgarii, Rosji i Chorwacji.

Do 2015 roku grupa kontrolowana była przez fundusze inwestycyjne. Wówczas jej konkurent – grupa Best – odkupiła pakiet akcji od głównego udziałowca, kontrolowanego przez Roberta Buchajskiego funduszu Agio RB FIZ, stając się największym udziałowcem Kredyt Inkaso (32,99 proc. akcji). Celem spółek było połączenie i osiągnięcie z tego tytułu korzyści skali, a także rozwój działalności na rynkach zagranicznych. Na początku 2016 roku doszło do zerwania rozmów o połączeniu (oficjalny powód to brak zgody co do parytetu wymiany akcji) i wzajemnych oskarżeń (i procesów sądowych) na linii Best-Kredyt Inkaso. Wkrótce pojawił się fundusz private equity Waterland, który ogłosił wezwanie i uzyskał większościowy udział w akcjonariacie Kredyt Inkaso. Konflikt pomiędzy akcjonariuszami wydaje się dobiegać końca.

O ile sytuacja właścicielska wygląda na wyjaśnioną, to dotychczasowe spory (według zarządu Kredyt Inkaso) wywarły negatywny wpływ na osiągnięte przez grupę wyniki finansowe. Z jednej strony spadek reputacji miał wpływ na wypowiedzenie kilku umów o zarządzanie portfelami wierzytelnościami przez fundusze Trigon, a sam konflikt przyczynił się do zwiększonej rotacji pracowników (w tym kadry managerskiej). Spółka miała również utrudnione możliwości pozyskiwania nowego finansowania, czyli w praktyce inwestycji w nowe pakiety wierzytelności.

W efekcie, w bieżącym roku obrotowym (rok obrotowy trwa dla spółki od 01.04.2016 do 31.03.2017) Kredyt Inkaso odnotowuje spadające przychody i zyski i zmuszona była dokonać przeszacowania (obniżenie wartości) posiadanych pakietów wierzytelności.

W konsekwencji wskaźnik zadłużenie finansowe netto/EBITDA znajduje się obecnie na poziomach znacznie wyższych niż u konkurencji. Wg grupy, czynniki stojące za pogorszeniem wyników miały charakter w znacznym stopniu jednorazowy i już ustąpiły, dlatego warto bacznie obserwować kolejne raporty finansowe spółki.

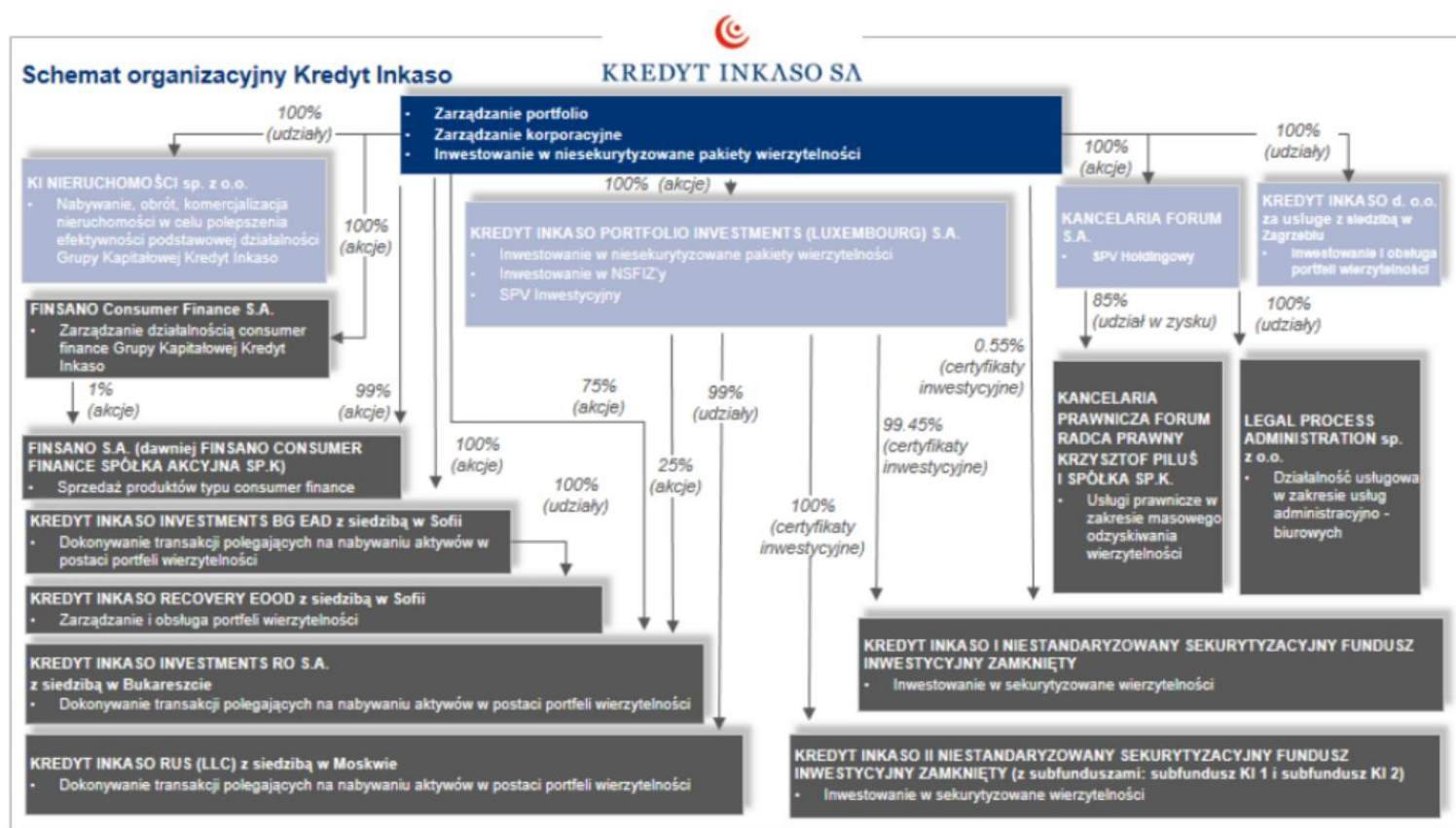
Na szczęście dla obligatariuszy inne wskaźniki istotne z punktu widzenia wierzycieli, czyli wskaźniki zadłużenia i płynności, znajdują się na rozsądnych poziomach i w połączeniu z gotówką trzymaną przez Kredyt Inkaso na rachunkach, nie zwiastują większych problemów płynnościowych w najbliższych okresach.

## O spółce

Przedmiotem działalności grupy Kredyt Inkaso jest nabywanie pakietów wierzytelności uznanych przez pierwotnych wierzycieli (banki, firmy telekomunikacyjne) za trudne do odzyskania i dochodzenie zapłaty od dłużników we własnym zakresie, przede wszystkim na drodze prawnej, przy współpracy z wyspecjalizowaną kancelarią prawniczą. Przychody z tytułu wpłat od dłużników w roku obrotowym 2015/16 stanowiły blisko 80 proc. całkowitych przychodów spółki. Pozostałą część stanowią przychody z działalności prawniczej oraz z tytułu zarządzania wierzytelnościami na zlecenie. Działalność operacyjna grupy prowadzona jest poprzez podmioty zależne, w tym fundusze inwestycyjne zamknięte, które są kontrolowane przez spółkę z siedzibą w Luxemburgu.

Głównym rynkiem działalności grupy jest Polska, jednak od 2013 roku rozwija działalność również na rynkach zagranicznych. Pewną część przychodów osiąga w Rumunii, dodatkowo rozwijając działalność w Bułgarii, Rosji i Chorwacji.

Schemat organizacyjny grupy prezentuje się następująco.



Grupa nabywa wierzytelności przede wszystkim od banków oraz firm ubezpieczeniowych i telekomunikacyjnych. Kredyt Inkaso posiada również kompetencje w segmencie odzysku wierzytelności z tytułu niespłaconych kredytów hipotecznych. Średnia wartość nominalna nabywanych wierzytelności wynosi około 7 tys. zł.

### ***Historia spółki***

Grupa powstała w 2001 roku, swój pierwszy pakiet wierzytelności nabywając od PTC SA, działającej pod marką handlową ERA. W 2007 roku grupa zadebiutowała na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. W 2013 roku rozpoczęła działalność w Rumunii, Bułgarii i Rosji.

### ***Akcje spółki, zarząd, udziałowcy, auditor***

Jak już wspomniano, od 2007 roku akcje grupy notowane są na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Kapitalizacja grupy obecnie wynosi około 300 mln zł.



Akcjonariat spółki prezentuje się następująco:



Historia zmian w akcjonariacie to temat na długą opowieść. W skrócie, w 2015 roku inny emitent obligacji – spółka Best, zakupiła od funduszu Agio RB FIZ, kontrolowanego przez Roberta Buchajskiego 29,4 proc. udziałów w Kredyt Inkaso, następnie zwiększając stan posiadania do 32,99 proc. Celem strategicznym było połączenie obydwu podmiotów i uczynienie z nich kluczowego gracza na rynku polskim, a zarazem wykorzystanie know-how Kredyt Inkaso w rozwoju działalności poza granicami kraju.

Rozmowy były już w zaawansowanej fazie, inwestorom zostały przedstawione prezentacje dotyczące planu połączenia i strategii połączonych spółek, gdy nagle doszło do zerwania rozmów. Oficjalnym powodem zerwania współpracy, podanym przez zarząd Kredyt Inkaso, stał się brak porozumienia co do wyceny spółek (parytet wymiany akcji).

W efekcie powyższego, na początku 2016 roku rozpoczął się konflikt, powstały między innymi spory co do składu zarządu i rady nadzorczej. Best oskarżył zarząd Kredyt Inkaso o nieprawidłowości przy sporządzaniu sprawozdań finansowych. Wiele ze sporów trafiło na drogę sądową. Best, posiadając największy, blisko 33 proc., udział w akcjonariacie, nie był jednak zdolny do skutecznej zmiany zarządu Kredyt Inkaso, czyli wpływu na działalność operacyjną spółki.

Pod koniec lipca 2016 roku na scenie pojawił się fundusz private equity Waterland, który ogłosił wezwanie na zakup akcji Kredyt Inkaso. Na wezwanie odpowiedziały fundusze inwestycyjne i emerytalne, znajdujące się w akcjonariacie Kredyt Inkaso i w efekcie wezwania fundusz WPEF VI Holding V B.V. stał się największym akcjonariuszem spółki, przejmując pakiet 61 proc. udziałów. Sprawy właścicielskie zostały w tym momencie uregulowane (jeden główny akcjonariusz), natomiast część wcześniejszych konfliktów nadal jeszcze toczy się w sądzie.

Waterland jest niezależnym funduszem private equity, wywodzącym się z Holandii, działającym od 1999 roku. Biura firmy znajdują się w Belgii (Antwerpia), Holandii (Bussum), Niemczech (Monachium i Düsseldorf) i w Polsce (Warszawa). Obecnie Waterland zarządza inwestycjami o wartości ponad 4 mld euro.

Według zarządu Kredyt Inkaso, konflikt z Best wpłynął negatywnie na wizerunek spółki, ale również na osiągnięte wyniki operacyjne, czemu przyjrzymy się w analizie finansowej.

Prezesem zarządu spółki od 2012 roku jest Paweł Szewczyk, wcześniej (2001-2012) między innymi był członkiem zarządu spółki Cersanit I Sp. z o.o. Wiceprezesem zarządu spółki od listopada 2016 roku jest Piotr Podłowski, w Kredyt Inkaso pracujący od 2010 roku, wcześniej jako dyrektor pionu finansowego i główny księgowy.

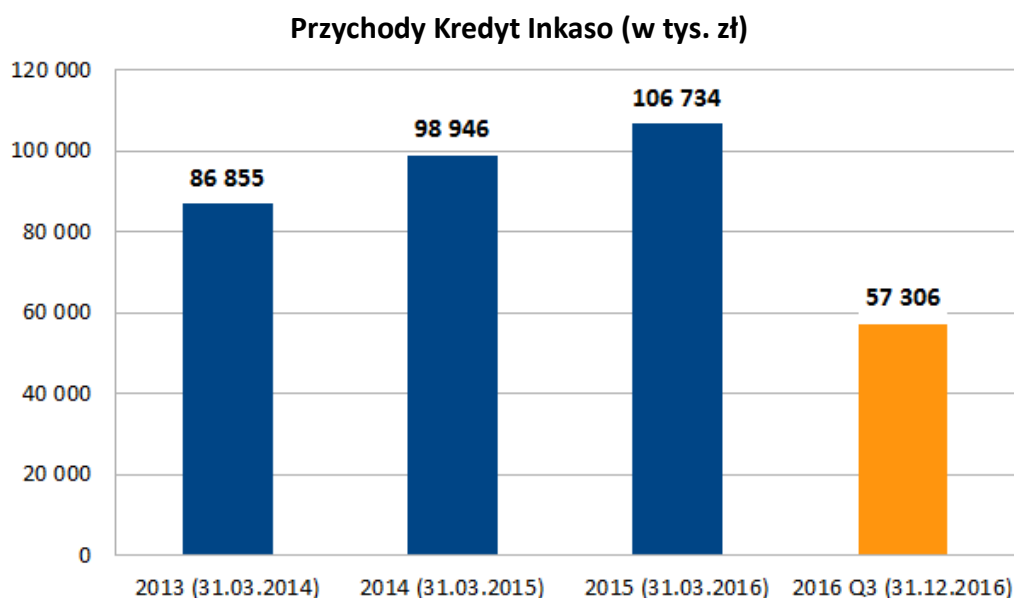
Sprawozdanie finansowe za rok obrotowy 2015-2016 (rok finansowy trwa w spółce od 01.04.2015 do 31.03.2016) audytowane było przez Grant Thornton Frąckowiak i otrzymało opinię "bez zastrzeżeń" (ale spółka dokonała kilku korekt błędów dotyczących lat poprzednich). Sprawozdanie za I półrocze roku 2016-2017 poddane zostało przeglądowi przez Deloitte Polska i również audytor nie zgłosił żadnych uwag. Powyższe ("brak zastrzeżeń") może mieć znaczenie w kontekście uwag co do rzetelności sprawozdań finansowych, zgłaszanych przez grupę Best.

---

## Analiza finansowa

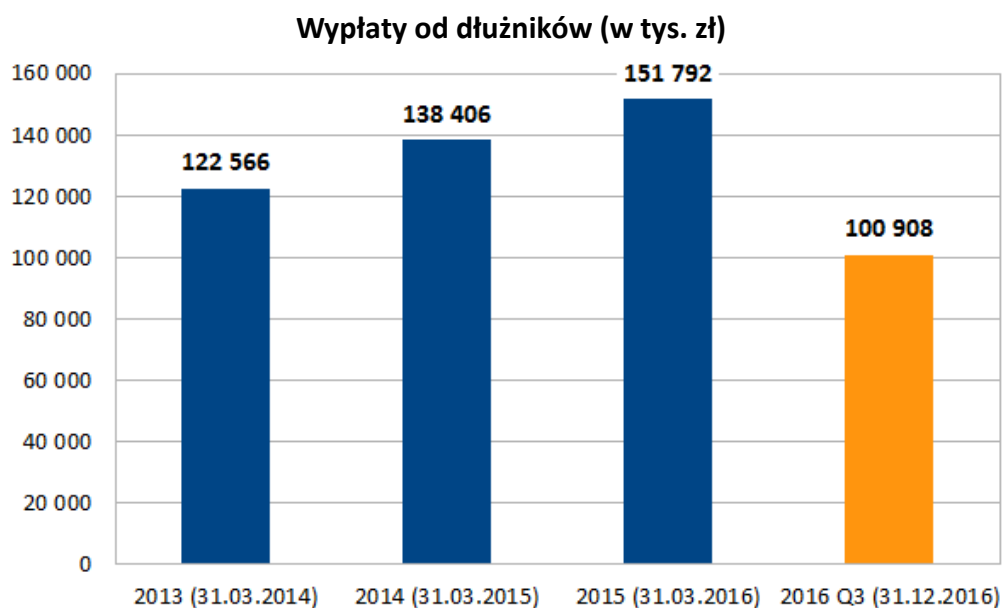
### *Przychody i zyski*

Przez kolejne lata spółka rozwijała się w sposób zrównoważony. Obecny rok obrotowy niestety przyniósł odwrócenie tego trendu, przychody po III kwartałach stanowią zaledwie 54 proc. przychodów całego poprzedniego roku obrotowego. Dla porównania po III kwartałach poprzedniego roku obrotowego przychody grupy wyniosły 70 mln zł.



Źródło: sprawozdania finansowe spółki.

Przychód bieżącego roku obrotowego wygląda zatem bardzo słabo, warto jednak zauważyć, że spółka prezentuje przychody netto, czyli pomniejszone o koszty z nimi związane, takie jak amortyzacja pakietów wierzytelności, czy przeszacowanie ich wartości. W bieżącym roku spółka dokonała aktualizacji wartości posiadanych pakietów o 12,6 mln zł (o tyle pomniejszyła przychody), co wcześniej nie miało miejsca. O realnym biznesie spółki lepiej świadczą wpłaty od dłużników, które prezentują się następująco:



Źródło: sprawozdania finansowe spółki.

Po dziewięciu miesiącach roku obrotowego 2016/17 wpłaty od dłużników stanowią 66,5 proc. wpłat całego poprzedniego roku, co nie wygląda aż tak źle.

Spadek wartości wpłat od dłużników i co za tym idzie konieczność przeszacowania wartości posiadanych pakietów, grupa tłumaczy przede wszystkim konfliktem z Best, a w efekcie podwyższonym wskaźnikiem rotacji pracowników, także kadry menedżerskiej; dużym poziomem niepewności, co do przyszłości spółki i wstrzymaniem części nakładów na pakiety.

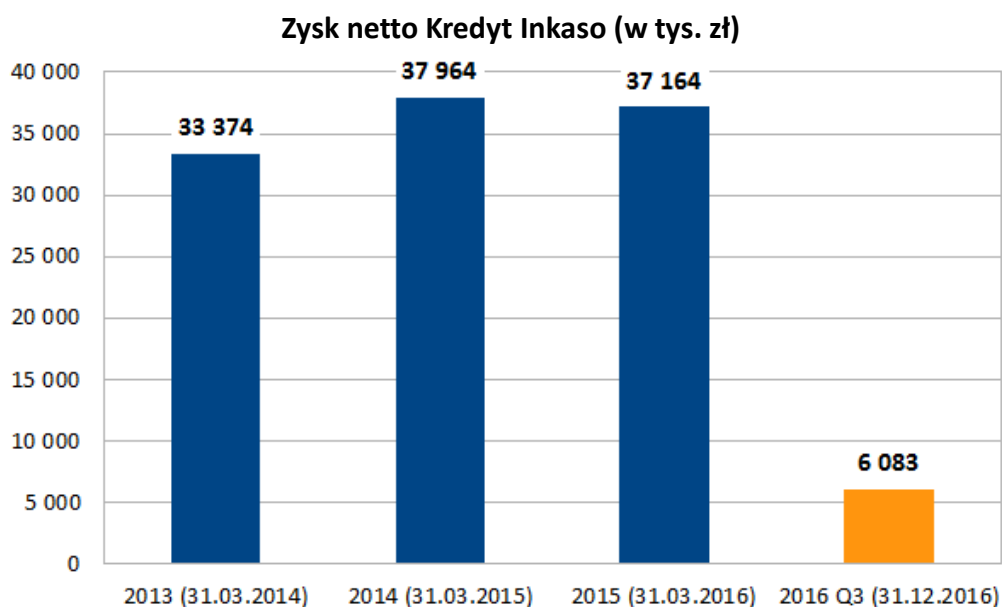
Również, wg spółki, efektem konfliktu i oskarżeń kierowanych ze strony Bestu pod adresem spółki, było wypowiedzenie przez fundusze Trigon (Trigon Profit XIV, XV, XVI) oraz Agio Wierzytelności Plus 2 NS FIZ, umów zarządzania portfelami wierzytelności oraz umów o obsługę prawną, co oczywiście również ma wpływ na osiągnięte przez grupę przychody. Z tego tytułu Kredyt Inkaso pozwala grupę Best o zasądzenie odszkodowania w kwocie 60,7 mln zł.

Będąc jeszcze przy przychodach, spółka zasadniczo dzieli je na dwa segmenty, segment obrotu wierzytelnościami (portfele zakupione na własny rachunek) i zarządzania wierzytelnościami (na zlecenie kontrahentów). Jak wspomniano na wstępie analizy, przychody z segmentu obrotu

wierzytelnościami mają dominującą rolę i w pierwszych III kwartałach roku obrotowego wyniosły 52,4 mln zł, podczas, gdy segment zarządzania wierzytelnościami przyniósł 9,5 mln zł przychodu (4,5 mln zł zostało przypisane do przychodów "funkcji korporacyjnych").

I kończąc wątek osiągniętych przychodów, około 80 proc. pochodzi z rynku polskiego, 15 proc. z rumuńskiego, 5 proc. z pozostałych.

Efekt wcześniej omówionych zawirowań mocno widoczny jest na wyniku netto grupy, który po III kwartałach wynosi 6 mln zł, wobec 25,7 mln zł w analogicznym okresie rok wcześniej.



Źródło: sprawozdania finansowe spółki.

Należy pamiętać, że wynik netto bieżącego roku pomniejszony jest o 12,6 mln zł aktualizacji wyceny pakietów wierzytelności. Dodatkowo, zarząd Kredyt Inkaso zapewnia, że większość powodów spadków przychodów miała charakter jednorazowy i przyczyny te już nie istnieją. Warto zatem obserwować rozwój sytuacji, ale póki co nie można mówić o sytuacji zagrożenia patrząc na wyniki z punktu widzenia obligatariuszy spółki.

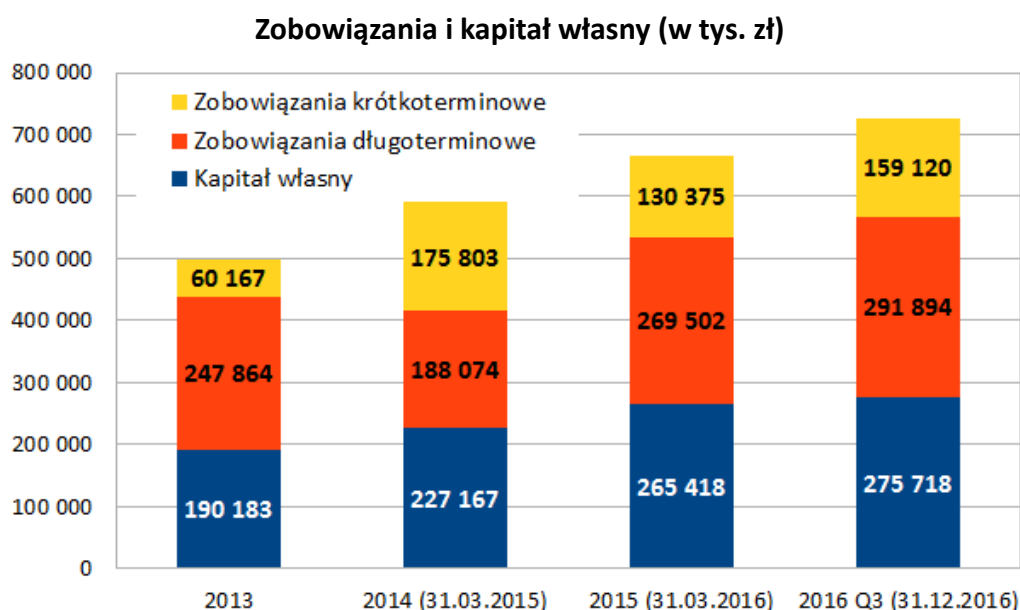
### ***Analiza bilansu***

Wprawdzie główny udział w aktywach grupy posiadają nabyte wierzytelności (stanowią 70 proc. aktywów, 508,7 mln zł), to same aktywa można określić jako różnorodne. Dalsze 10 proc. aktywów stanowią inwestycje w jednostkach stowarzyszonych i pozostałe długoterminowe aktywa finansowe. Są to między innymi posiadane certyfikaty w funduszach Trigon i jednostki funduszy inwestycyjnych. Kolejne 9 proc. aktywów stanowi posiadana gotówka, spółka konsekwentnie utrzymuje na rachunkach istotne środki pieniężne (na koniec 2016 roku było to 65,8 mln zł).



Pewną wartość bilansową (2 proc.) stanowią również nieruchomości inwestycyjne (nieruchomości przejmowane w ramach działalności windykacyjnej) oraz wartości niematerialne i prawne (2 proc.).

Aktywa spółki finansowane są w następujący sposób:



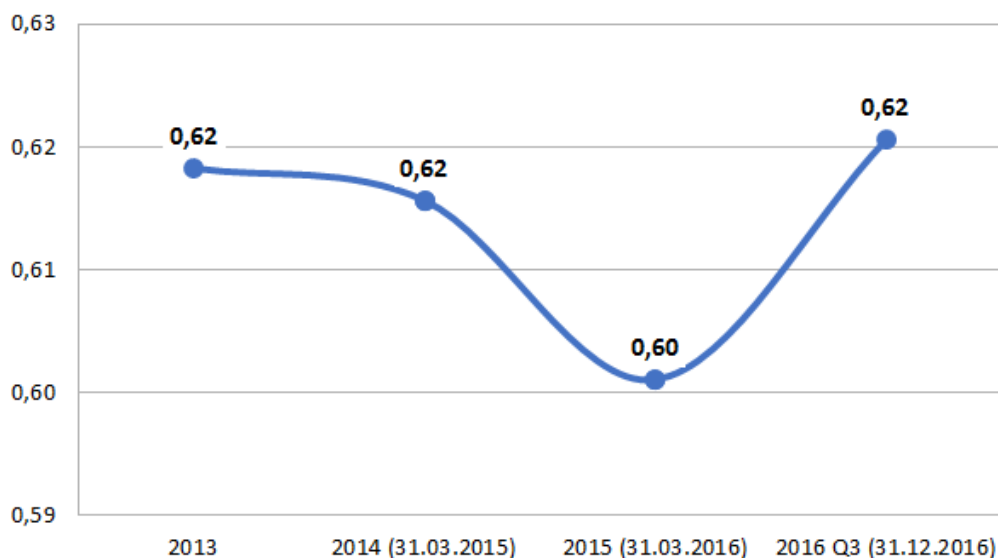
Źródło: sprawozdania finansowe spółki.

Pozytywnym jest fakt pozostawiania przez Kredyt Inkaso zysków w spółce (nie wypłacania dywidendy), dzięki temu źródła finansowania spółki są dobrze zdywersyfikowane. Niepokojącym zjawiskiem jest natomiast wzrost zobowiązań spółki, za którym nie idzie w parze wzrost wyników. Jest wręcz przeciwnie.

Głównym źródłem finansowania spółki są wyemitowane obligacje korporacyjne. Na koniec 2016 roku w łącznej wartości zobowiązań 451 mln zł, dług odsetkowy stanowił 91 proc. (411 mln zł), w tym dług z tytułu wyemitowanych obligacji korporacyjnych wynosił około 370 mln zł. Dla porównania na koniec marca 2016 dług oprocentowany wynosił 351 mln zł, tak więc również w tym przypadku widać wzrost zadłużenia, który nie przekłada się na lepsze wyniki.

Na szczęście, mimo wzrostu zadłużenia, dzięki pozostawianiu zysków w spółce, podstawowy wskaźnik interesujący inwestujących w obligacje korporacyjne Kredyt Inkaso, czyli wskaźnik zadłużenia, pozostaje na stabilnym i akceptowalnym poziomie.

### Wskaźnik zadłużenia Kredyt Inkaso



Źródło: sprawozdania finansowe spółki.

Sposób księgowania przez firmy windykacyjne posiadanych pakietów wierzytelności, czyli w aktywach krótkoterminowych (niezależnie od faktycznego terminu ich odzysku) sprawia również, że wskaźniki płynności grupy wyglądają poprawnie. Pomimo tego zastrzeżenia warto przypomnieć, że spółka posiada spore środki pieniężne na rachunkach bankowych, a także notuje solidne spłaty z posiadanych portfeli. Wydaje się, że nie ma powodu do zmartwień o sytuację płynnościową spółki.

Spadek wyników ma natomiast duże przełożenie na wskaźniki pokazujące w jakim czasie spółka jest w stanie spłacić swoje zadłużenie z osiągniętych zysków. Wskaźnik Zadłużenie finansowe netto/EBITDA na koniec 2015 roku znajdował się w okolicach 4 (w cztery lata spółka była w stanie spłacić zadłużenie finansowe z generowanej EBITDA), natomiast na koniec 2016 roku wyniósł już blisko 8. Jest to wartość wymagająca poprawy. W przypadku Best wskaźnik znajduje się poniżej 3, a dla Kruka wynosi poniżej 5.

Podsumowując, o ile w zakresie płynności czy poziomu zadłużenia sytuacja Kredyt Inkaso nie budzi większych zastrzeżeń, to warto obserwować kolejne sprawozdania finansowe grupy i realizację deklaracji zarządu, że pogorszenie wyników związane było ze zdarzeniami jednostkowymi, z których większość już ustąpiła.

---

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. oraz autora powyższej analizy nie łączą z Emitentem umowy czy porozumienia o współpracy, wobec czego należy uznać, że nie istnieje również konflikt interesów. Nie można jednak wykluczyć, że tego rodzaju umowy lub porozumienia pojawią się w przyszłości.