

Grupa kapitałowa BEST – analiza, 19 września 2016 r.

Remigiusz Iwan dla Obligacje.pl

Autor prowadzi bloga rynekobligacji.com

Podsumowanie

BEST istnieje od 1994 roku i jest pierwszą firmą z branży finansowej (oprócz banków) notowaną na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Od 2003 roku grupa koncentruje się na zarządzaniu wierzytelnościami, przede wszystkim kupowanymi od banków. Działalność operacyjna prowadzona jest w dwóch w pełni kontrolowanych funduszach BEST I i BEST II oraz współkontrolowanym funduszu BEST III. Wyniki finansowe grupy systematycznie rosną.

Na 30 czerwca 2016 r. dług netto (zobowiązania finansowe minus posiadana gotówka) grupy BEST wynosi **363 mln zł**. Zdecydowaną większość zadłużenia stanowią zobowiązania z tytułu wyemitowanych obligacji korporacyjnych. Pierwsze z obligacji zapadają dopiero na początku 2018 roku.

Wartość wierzytelności w funduszach BEST I i BEST II oraz 50-proc. udział w funduszu BEST III mają w bilansie BEST wartość **552 mln zł**, a w pierwszej połowie 2016 roku spłaty z portfeli wierzytelności należne grupie wyniosły 87 mln zł. Do tego wartość rynkowa posiadanych przez BEST akcji Kredyt Inkaso przekracza **100 mln zł**.

Można stwierdzić, że aktywa spółki z nawiązką pokrywają jej zadłużenie finansowe.

Zachowując ostrożność wobec rynku obligacji korporacyjnych, zarządzanie finansami w grupie BEST oceniam bardzo pozytywnie. Można powiedzieć, że spłaty zapadających w przyszłości obligacji grupa jest w stanie dokonać z działalności operacyjnej – spłata nie zależy od sukcesów nowych emisji obligacji. Chociaż nowe emisje niewątpliwie umożliwią dalszy szybki rozwój grupy.

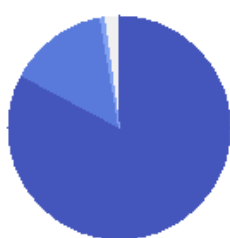
Wśród czynników ryzyka inwestycji w obligacje BEST, należy wymienić nieudaną (patrząc na dzień dzisiejszy) inwestycję w zakup akcji Kredyt Inkaso. Istnieje ryzyko dokonania przez BEST kolejnych odpisów na wartość inwestycji, do tego Kredyt Inkaso wytoczyło BEST proces, w którym domaga się odszkodowania w wysokości 60 mln zł.

Spółka BEST została utworzona w 1994 roku. Jej początek to działalność w systemie sprzedaży ratalnej i dystrybucji produktów kredytowych. W latach 1998-2001 przez pewien okres BEST był częścią grupy BRE Banku. W latach 2002-2003 firma została wykupiona przez obecnych właścicieli, zakończyła działalność w zakresie pośrednictwa finansowego, a skoncentrowała się na windykacji i zarządzaniu wierzytelnościami, wtedy też nabyła pierwsze portfele wierzytelności.

Obecnie głównym przedmiotem działalności grupy BEST jest nabywanie na własny rachunek portfeli wierzytelności i odzysk tych wierzytelności. Grupa specjalizuje się przede wszystkim w dochodzeniu **wierzytelności bankowych**. Strategia działania zakłada w pierwszej kolejności odzysk poprzez windykację polubowną (ustalenie harmonogramu spłat), jeżeli taka strategia zawodzi, stosowana jest windykacja prawna.

W 2015 roku BEST zakupił pakiet 32,99 proc. akcji grupy Kredyt Inkaso (spółka działająca w tej samej branży) za kwotę 171,2 mln zł, z zamiarem połączenia spółek. Cena jednej akcji w transakcji wyniosła około 40 zł. Połączenie nie doszło do skutku, a cena akcji Kredyt Inkaso na giełdzie wynosi 24 zł. Potencjalne skutki finansowe dla BEST zostaną omówione w analizie finansowej.

Głównym akcjonariuszem spółki BEST jest Krzysztof Borusowski. Zaledwie 2,5 proc. akcji znajduje się w wolnym obrocie.



Akcjonariat: BEST SA (C)Stooq

■ Krzysztof Borusowski (82.96%)
■ Marek Kucner (14.46%)
■ TFI Quercus SA (0.16%)

Krzysztof Borusowski jest jednocześnie prezesem spółki. Jego doświadczenie zawodowe wygląda niezwykle interesująco. Pracę zawodową zaczynał w 1990 r. w Ministerstwie Prywatyzacji, gdzie między innymi brał udział w przygotowaniu pierwszej w Polsce publicznej oferty akcji (prywatyzacja

pilotażowa spółek: Tonsil, Exbud, Krosno, Kable i Próchnik). Pracował jako manager w firmie J. Schroder Wagg & Co. Limited/Schroder Polska Sp. z o.o. oraz jako konsultant w Bain & Company Inc. w Bostonie. W 2002 r. zakończył z sukcesem projekt polegający na zbudowaniu grupy finansowej wokół Dominet SA, obejmujący zakup Cuprum Banku SA i wprowadzenie inwestora finansowego z grupy Merrill Lynch. Od 2002 roku związany jest z grupą BEST.

Wiceprezes Marek Kucner również związany jest z grupą BEST już od 2002 roku. Wcześniej między innymi w latach 1996–1999 pracował w Reuters Polska Sp. z o.o., gdzie zajmował się zarządzaniem ryzykiem w departamencie skarbowym w bankach.

Barbara Rudziks – członek zarządu – od 2009 roku związana z Grupą. Od 1998 r. związana z sektorem finansowym. Karierę zawodową rozpoczęła w GE Money Bank (obecnie Bank BPH) w Departamencie Windykacji.

Jacek Zawadzki – członek zarządu – 20 lat doświadczenia w branży IT, przez 15 lat pracował w GE Money Bank (od programisty do dyrektora działu IT). Od 2013 roku w BEST odpowiada za zarządzanie pionem IT. Grupa obecnie kończy wdrożenie nowego systemu do zarządzania wierzytelnościami – SIGMA, koszt tego systemu sięga 10 mln zł.

Kompetencje zarządu można określić jako odpowiednie.

Audytorem grupy BEST jest renomowana firma KPMG, sprawozdania finansowe grupy otrzymują opinie „bez zastrzeżeń”.

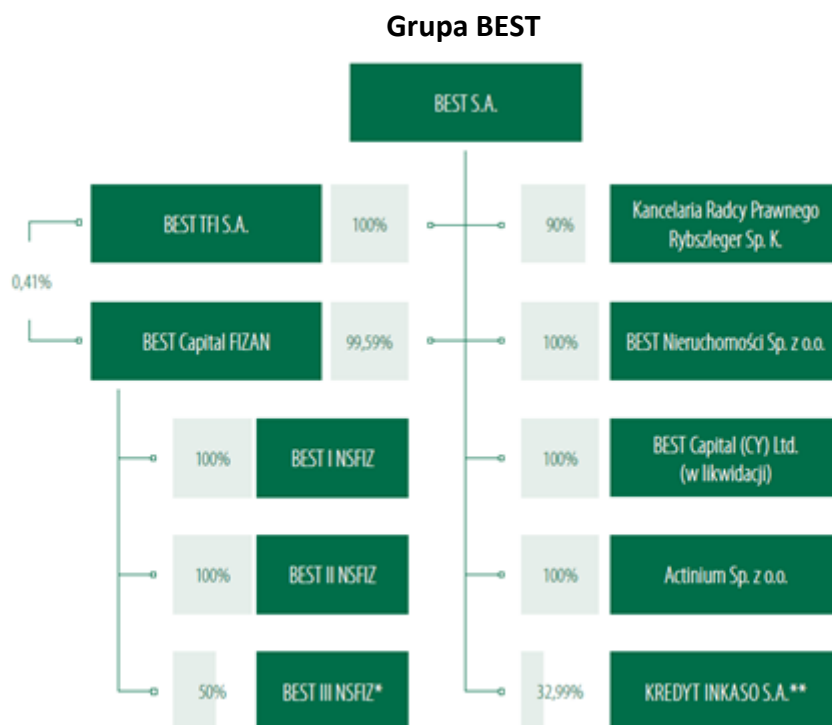
Spółka notowana jest na Giełdzie Papierów Wartościowych już ponad 18 lat (od 1997 roku) i była pierwszą spółką (spoza banków) na giełdzie z branży finansowej. Kapitalizacja giełdowa spółki za ostatnie 10 lat prezentuje się następująco (w mln zł):

Kapitalizacja grupy BEST w mln zł



Skład grupy, przedmiot działalności

W skład grupy BEST wchodzi następujące podmioty, przy czym najbardziej istotne w działalności operacyjnej są te po lewej stronie grafiki:



Źródło: raport finansowy emitenta.

Oprócz BEST jako spółki dominującej istotne znaczenie dla wyników grupy mają Fundusze Inwestycyjne Zamknięte: BEST I NSFIZ, BEST II NSFIZ i BEST III NSFIZ. To właśnie poprzez te fundusze (ze względów podatkowych) BEST zakupuje portfele wierzytelności i prowadzi windykację tych wierzytelności. Warto zwrócić uwagę, że BEST III jest wspólnym przedsięwzięciem BEST i Hoist Finance.

Według stanu na dzień 30 czerwca 2016 roku liczba obsługiwanych przez grupę wierzytelności wynosiła 936 tys., a ich łączna wartość nominalna to 10,9 mld zł. A rozkład wierzytelności pomiędzy poszczególne fundusze wygląda następująco.

Wartość wierzytelności w poszczególnych funduszach BEST

Nazwa	Udział GK BEST	Liczba wierzytelności (tys. szt.)	Wartość nominalna wierzytelności (mld zł)
BEST I NSFIZ	100%	290	4,6
BEST II NSFIZ	100%	228	2,9
BEST III NSFIZ	50%	418	3,4

Źródło: raporty finansowe grupy.

Zdecydowana większość (9,3 mld zł z 11 mld zł) to wierzytelności wobec klientów indywidualnych, pozostałe 1,7 mld zł to wierzytelności wobec firm. Oprócz zarządzania portfelami wierzytelności należącymi do funduszy sekurytyzacyjnych, BEST prowadzi również obsługę wierzytelności na rzecz innych instytucji.

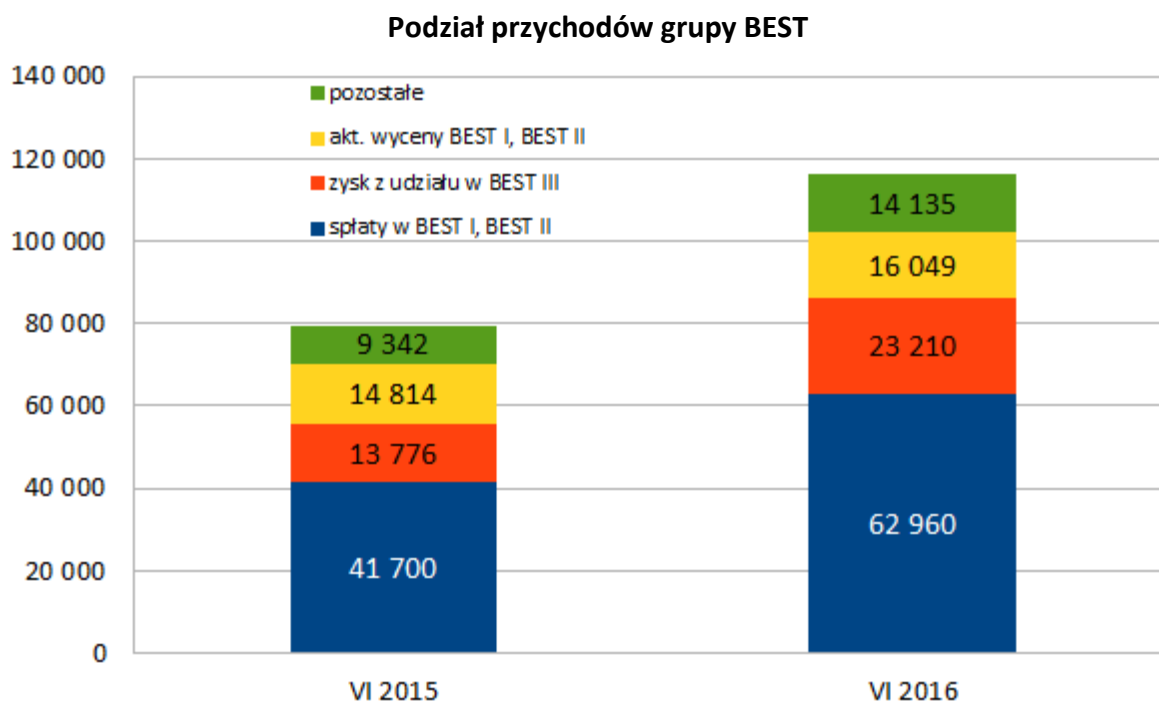
Analiza finansowa

Przychody i zyski

Grupa BEST zdecydowaną większość przychodów osiąga z tytułu zarządzania wierzytelnościami kupowanymi na własny rachunek. Na te przychody składają się:

- spłaty z tytułu posiadanych portfeli wierzytelności w funduszach BEST I i BEST II,
- zysk z udziału w funduszu BEST III (kontrolowany w 50 proc., więc BEST nie zalicza spłat w tym funduszu do przychodów).
- aktualizacji wyceny wierzytelności w funduszach BEST I i BEST II.

Porównanie tych wartości dla I półrocza 2016 r. z analogicznym okresem roku 2015 wygląda następująco:

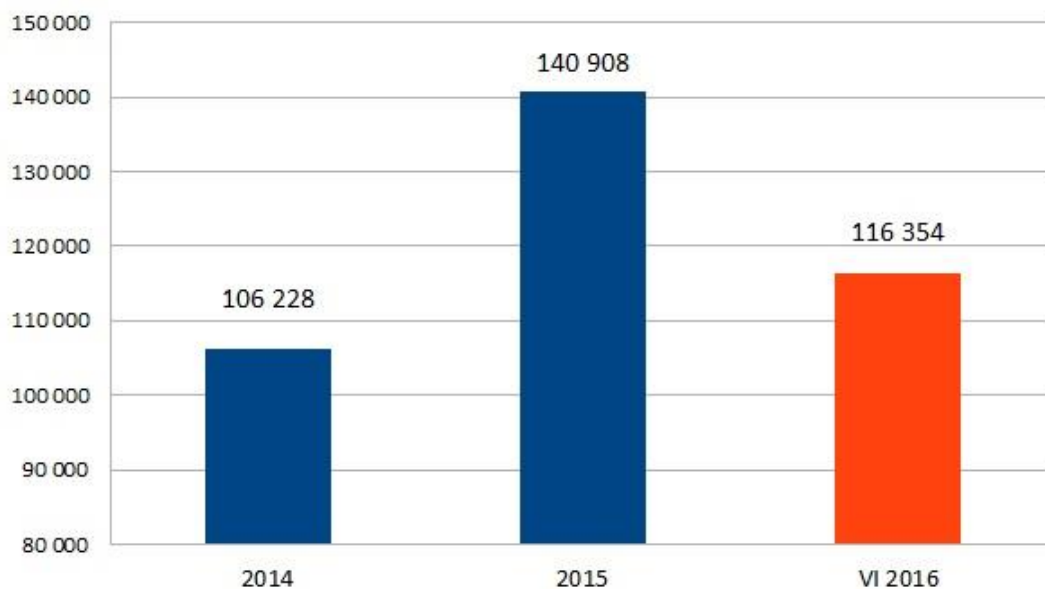


Źródło: obliczenia własne na podstawie raportów emitenta.

W I półroczu 2016 r. przychody grupy wzrosły z 79,6 mln zł rok wcześniej do 116,3 mln zł, potwierdzając wzrostowy trend w zakresie spłat portfeli. Warto dodać, że zysk z udziału w funduszu BEST III też, choć w sposób pośredni, powiązany jest ze spłatami długów do tego funduszu.

116 mln zł przychodów w I półroczu 2016 r. to więcej niż wartość przychodów osiągnięta przez BEST w 2014 roku i ponad 80 proc. wyniku roku 2015.

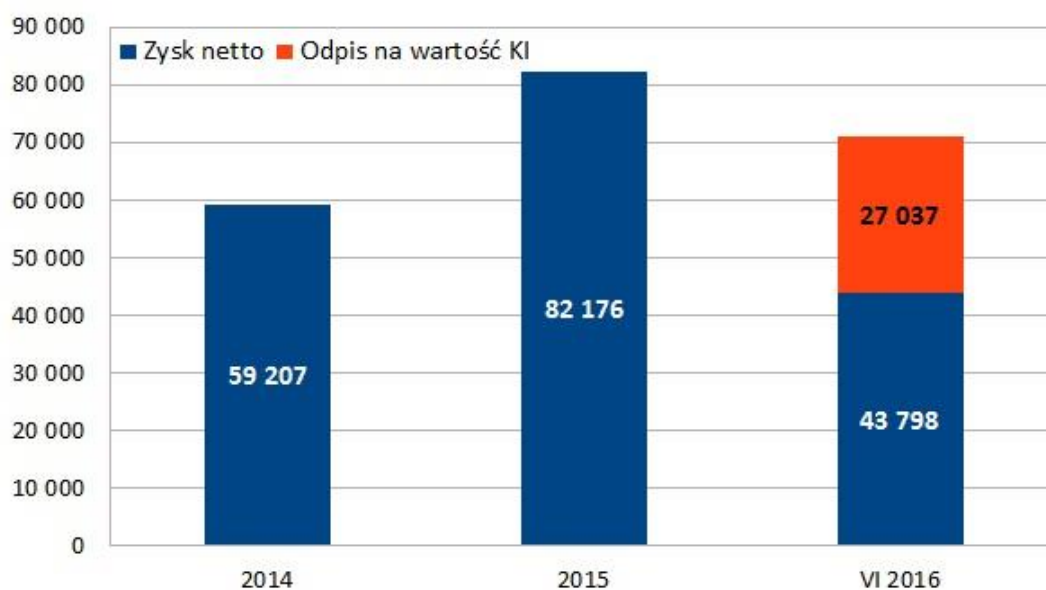
Przychody grupy BEST



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów emitenta.

Widać, że biznes BESTu ciągle rośnie, w dalszej części spróbujemy sprawdzić, co napędza ten wzrost, czy kredyty, czy też wypracowane zyski i kapitały. Pozostając jeszcze przy wynikach, spójrzmy na zysk netto generowany przez grupę BEST:

Zyski netto grupy BEST



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów emitenta.

BEST potrafi dobrze zarabiać na posiadanych pakietach wierzytelności. I półrocze 2016 roku zaburzone jest poprzez utworzenie odpisu na spadek wartości posiadanych akcji w Kredyt Inkaso, o czym jeszcze będzie w dalszej części analizy.

Podsumowując, w zakresie podstawowego biznesu spółce nie można nic zarzucić. Rosną spłaty z posiadanych portfeli wierzytelności, rosną więc i przychody spółki, a w konsekwencji zyski. Na II półrocze BEST zapowiada uruchomienie nowego systemu zarządzania należnościami SIGMA, który powinien dać dodatkowy bodziec do jeszcze lepszych wyników w kolejnych okresach.

Analiza bilansu

Bilans grupy BEST prezentuje się następująco:

	2014	2015	2016 06
rzeczowe aktywa trwałe i WniP	14 314	20 684	27 547
nieruchomości inwestycyjne	9 747	8 220	8 226
udziały w jednostkach stowarzyszonych	0	174 953	152 757
udziały w jednostkach współkontrolowanych	98 143	97 127	114 677
nabyte wierzytelności	251 013	337 102	437 534
pozostałe należności	2 973	9 934	14 028
środki pieniężne	37 455	43 194	55 293
pozostałe	3 248	2 894	2 836
Aktywa razem:	416 893	694 108	812 898
Kapitał własny	199 835	282 961	364 487
Zobowiązania	217 058	411 147	448 411
<i>w tym finansowe</i>	<i>198 299</i>	<i>400 150</i>	<i>418 762</i>
Pasywa razem:	416 893	694 108	812 898

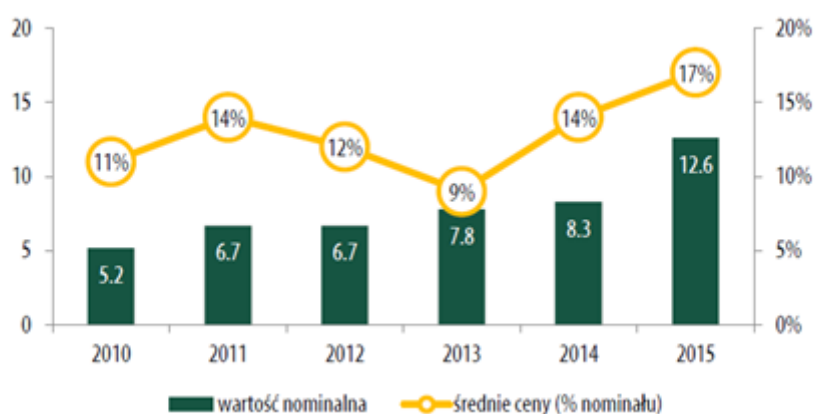
Źródło: obliczenia własne na podstawie raportów emitenta.

Na koniec czerwca 2016 roku 68 proc. aktywów stanowią wierzytelności posiadane przez BEST I i BEST II (pozycja nabyte wierzytelności) oraz przez BEST III (pozycja udziały w jednostkach współkontrolowanych). Kolejne blisko 19 proc. aktywów to udziały w jednostkach stowarzyszonych (czyli posiadane akcje Kredyt Inkaso), łącznie więc 87 proc. aktywów spółki zaangażowanych jest pośrednio lub bezpośrednio w wierzytelności.

Dodając do tego wysoki poziom gotówki (55 mln zł, 7 proc. aktywów) otrzymujemy bardzo dobry obraz aktywów spółki, niepracujące pozycje stanowią znikomą część aktywów. Warto również zauważyć systematyczny wzrost aktywów osiągany między innymi poprzez zakupy kolejnych portfeli wierzytelności. W 2015 roku przez fundusze BEST nabył 15 pakietów wierzytelności o łącznej wartości nominalnej 897 mln zł. Z kolei w pierwszej połowie 2016 roku nakłady na portfele wyniosły 64,7 mln zł.

Będąc przy zakupach portfeli wierzytelności bankowych warto zauważyć, że prawdopodobnie w związku z podatkiem od aktywów bankowych rośnie ich podaż przez banki, jednak rosną również ich ceny transakcyjne, co może mieć wpływ na osiągnięte w przyszłości przez grupę wyniki.

Podaż nominalna portfeli bankowych oraz średnie ich ceny transakcyjne



Źródło: raporty finansowe emitenta.

Ten pozytywny obraz aktywów grupy BEST psuje nieco, patrząc z dzisiejszej perspektywy, nieskutecznie przeprowadzona próba przejęcia kontroli nad konkurencyjną spółką Kredyt Inkaso.

W 2015 roku BEST wydał 171 mln zł na przejęcie 32,99 proc. akcji w Kredyt Inkaso z zamiarem połączenia się ze spółką. Obie firmy ustaliły już plan połączenia, niestety w pewnym momencie strony odstąpiły od negocjacji, a obecnie pozostali akcjonariusze Kredyt Inkaso sprzedali swoje udziały funduszowi Waterland, który obecnie ma 61 proc. akcji Kredyt Inkaso. Przy stosunkowo dużej, jak na BEST, kwocie inwestycji, BEST został akcjonariuszem mniejszościowym spółki i obecnie nie ma wpływu na jej działalność operacyjną.

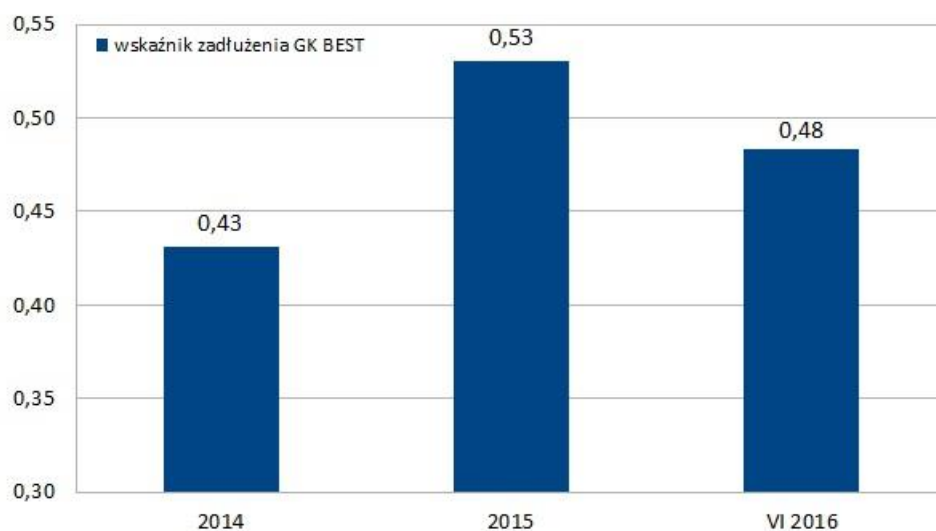
Wycena giełdowa pakietu akcji Kredyt Inkaso posiadanego przez BEST na dziś wynosi 103,7 mln zł, wobec wyceny w księgach BEST w kwocie 152,7 mln zł, tak więc istnieje ryzyko konieczności dokonania dalszych istotnych odpisów przez BEST na tę inwestycję. Dodatkowo, w sierpniu 2016 r. BEST otrzymał od Kredyt Inkaso wezwanie do zapłaty 60,7 mln zł tytułem naprawienia szkody związanej z wypowiedzeniem Kredyt Inkaso przez fundusze z grupy Trigon i Agio umów o zarządzanie portfelami wierzytelności.

Analiza pasywów spółki

Pomimo znaczącego wzrostu aktywów BEST, związanego z zakupem udziałów w Kredyt Inkaso, grupie udało zachować się zadowalającą strukturę finansowania. Było to możliwe dzięki przeznaczaniu wypracowanych zysków na kapitały własne oraz nowej emisji akcji skierowanej do głównych udziałowców w kwocie 36,5 mln zł w 2016 roku.

W efekcie wskaźnik zadłużenia liczony jako stosunek zobowiązań pomniejszonych o środki pieniężne do sumy bilansowej znajduje się na poziomie uznawanym za poprawny.

Wskaźnik zadłużenia BEST



Źródło: obliczenia własne na podstawie raportów finansowych spółki.

BEST oblicza również wskaźnik zadłużenia rozumiany jako stosunek długu odsetkowego pomniejszonego o środki pieniężne do kapitałów własnych. Tak wyliczony wskaźnik wynosi 1 i jest niższy od takich konkurentów jak Kruk czy Kredyt Inkaso.

Wskaźnik zadłużenia obliczony przez BEST

Podmiot i okres sprawozdawczy	Pragma Inkaso	Kruk	Kredyt Inkaso	BEST	Fast Finance	GPM-Vindexus
	IQ 2016	IH 2016	IH 2016	IH 2016	IH 2016	IQ 2016
Skonsolidowane kapitały własne	62.692	888.918	274.621	364.487	66.356	134.155
Zobowiązania odsetkowe	110.636	1.323.938	332.331	418.762	45.042	32.867
Środki pieniężne	4.741	137.816	38.668	55.293	7.279	16.496
Dług netto	105.895	1.186.122	293.663	363.469	37.763	16.371
Poziom wskaźnika zadłużenia	1,69	1,33	1,07	1,00	0,57	0,12

Źródło: raporty finansowe grupy.

Struktura finansowania grupy jest odpowiednia, przejdźmy zatem do analizy zadłużenia finansowego.

Zobowiązania finansowe grupy BEST

Zobowiązania finansowe	2014	2015	VI 2016
Obligacje	197 759	326 192	375 145
Pożyczki	0	73 002	36 503
Kredyty	0	0	6 000
Leasing finansowy	540	956	1 114
Razem	198 299	400 150	418 762
długoterminowe	184 782	231 940	334 199
krótkoterminowe	13 517	168 210	84 563

Źródło: raporty finansowe grupy.

Głównym źródłem finansowania zewnętrznego grupy BEST są obligacje korporacyjne. W 2015 roku nastąpił wyraźny wzrost zobowiązań finansowych grupy, w tym zobowiązań z tytułu obligacji. Związek wzrostu zobowiązań finansowych z inwestycją w akcje Kredyt Inkaso wydaje się oczywisty. Obligacje nie są jednak jedyną formą finansowania. Dla jasności dodajmy, że równolegle spółka zaciągnęła pożyczki u akcjonariuszy w kwocie 73 mln zł, z czego połowa w 2016 roku została spłacona, a spłata pozostałej części 36,5 mln zł została przesunięta na 2017 rok. Jednocześnie w marcu 2016 roku grupa dokonała podwyższenia kapitałów własnych przez emisję akcji o wartości 36,5 mln zł, akcje zostały objęte przez prezesa i wiceprezesa zarządu grupy BEST.

W zobowiązaniach grupy na koniec czerwca 2016 r. pojawił się również kredyt zaciągnięty w BZ WBK, którego limit wynosi 24 mln zł.

Warto również spojrzeć na obligacje wyemitowane przez BEST:

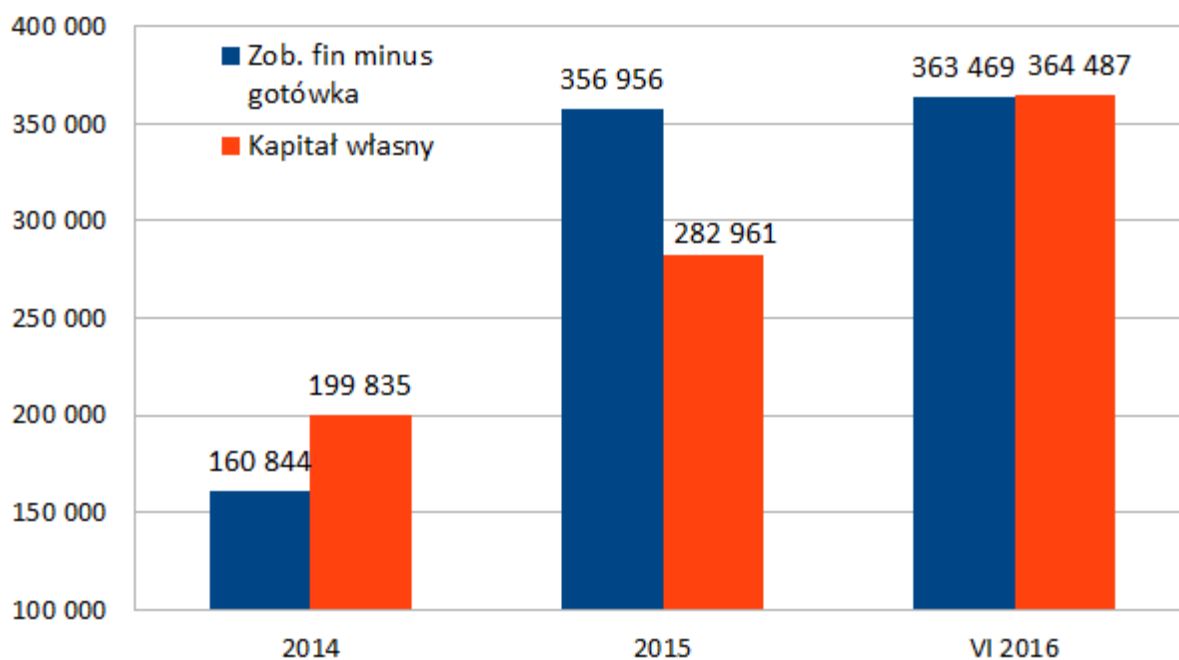
Seria	Kod Catalyst	Wartość (w mln zł)	Data wykupu
N	wykupione	17,0	2016-09
C*	BS20118	30,0	2018-01
K1	BST0418	45,0	2018-04
K2	BST1018	50,0	2018-10
O	BST1218	6,8	2018-12
K3	BST0319	35,0	2019-03
L2	BSL0320	40,0	2020-03
K4	BST0320	20,0	2020-03
L3	BST0520	50,0	2020-05
P	BST0720	4,6	2020-07
L1	BST0820	60,0	2020-08
Q1		20,0	2021-01
Razem:		378,4	

Źródło: raporty finansowe grupy.

Warto zauważyć, że najbliższa konieczność spłaty zobowiązań przypada dla grupy BEST dopiero na początku 2018 roku, przez kolejne kilkanaście miesięcy brak jest obciążeń finansowych. Daje to na pewno duży komfort w zarządzaniu finansami grupy.

Trzeba również dodać, że pierwsza do wykupu seria BS20118 zapewnia kupującemu najwyższą rentowność inwestycji ze wszystkich obligacji grupy BEST, podczas gdy regułą jest sytuacja odwrotna. Być może wynika to z faktu, że emitentem obligacji nie jest sam BEST tylko fundusz BEST II, ale warto zauważyć, że fundusz ten odpowiada za dużą część biznesu grupy.

Na koniec jeszcze wykres potwierdzający, że wzrost zadłużenia grupy (skorygowany o gotówkę) ma pokrycie w rosnących kapitałach:



Źródło: raporty finansowe emitenta.

Podsumowując, BEST nieustannie się rozwija, generuje coraz lepsze wyniki finansowe.

Głównymi aktywami grupy są wierzytelności oraz udziały w Kredyt Inkaso, którego aktywami również są wierzytelności. Udział aktywów niezwiązanych z podstawowym biznesem grupy jest marginalny. Aktywa grupy finansowane są poprzez rosnące kapitały własne (efekt wypracowywanych zysków), pożyczki od osób zarządzających oraz obligacje korporacyjne. Zarówno niski wskaźnik zadłużenia, jak i osiągnięte wyniki finansowe pozwalają grupie ubiegać się o kolejne emisje obligacji, jednak warto zauważyć, że nawet brak takich emisji nie powinien być przeszkodą w dalszym rozwoju grupy BEST.

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.