

e-Kancelaria Grupa Prawno-Finansowa SA – analiza spółki, 9 czerwca 2014 r.

Remigiusz Iwan dla Obligacje.pl

eKancelaria to grupa finansowa, obecna na rynku wierzytelności już od 10 lat. Posiada dość mocny segment odzysku wierzytelności na zlecenie. Od 2011 roku rozpoczęła inwestycje w wierzytelności na własny rachunek. Grupa sukcesywnie pozyskuje do odzysku kolejne wierzytelności, zarówno na rachunek klienta, jak i własny. Łączna wartość wierzytelności, którymi grupa zarządza to, wg prezesa eKancelarii, już ponad 3 mld PLN.

Niestety, rosnące wolumeny posiadanych wierzytelności nie przekładają się w większe wpływy gotówkowe z ich odzysku (tych wierzytelności posiadanych przez grupę) oraz większe wpływy z prowizji za odzysk (tych zarządzanych na zlecenie klientów). Można powiedzieć, że jest wręcz przeciwnie, wpływy gotówkowe maleją. Powstaje pytanie o trafność doboru zakupionych na własny rachunek portfeli wierzytelności bądź skuteczność prowadzonej windykacji.

Na to wszystko nakłada się rosnące zadłużenie i rosnące koszty finansowe od zadłużenia. O ile, zakładając „rolowanie” posiadanego zadłużenia z tytułu obligacji, grupa może dalej swobodnie funkcjonować, to dalsza kontynuacja trendu wzrastającego zadłużenia, które nie przynosi efektu ekonomicznego (spadek „realnych”, gotówkowych przychodów) może mieć negatywne konsekwencje dla grupy w przyszłych okresach.

Kursy akcji spółki eKancelaria na giełdzie wydają się również nie podzielać entuzjazmu prezesa spółki co do świetlanej przyszłości grupy.

Grupa finansuje się obligacjami, organizując wiele emisji na małe kwoty. Wydaje się, że emisje te obejmowane są głównie przez inwestorów indywidualnych. Dzięki temu grupa nie podlega ocenie, rekomendacjom wydawanym przez instytucje finansowe. W związku z powyższym obowiązek oceny ryzyka inwestycji w obligacje spółki spoczywa całkowicie na inwestorze i warto to ryzyko dokładnie przeanalizować.

Opis grupy

e-Kancelaria Grupa Prawno-Finansowa S.A. – to podmiot dominujący w Grupie Kapitałowej eKancelaria.

Działalność grupy opiera się na dwóch filarach:

- **Odzysk należności na zlecenie klienta (podstawowa działalność),**
- **Odzysk należności zakupionych na własny rachunek (szerzej od 2011 roku),**

Pozostała działalność ma marginalne znaczenie.

Wg grupy, łączna wartość portfela wierzytelności, jakimi zarządza e-Kancelaria wynosi ponad 3 mld zł (suma wierzytelności zakupionych na własny rachunek i przekazanych w zarządzanie). Grupa jest liderem obsługi spraw sektora B2B w ramach windykacji na zlecenie (20 tysięcy klientów). Jest również partnerem dla instytucji finansowych i korporacji obsługujących sektor B2C (kilkudziesięciu klientów, pośród których znajdują się najwięksi gracze na polskim rynku).

W skład grupy na 31.12.2013 roku wchodziły:

- e-Kancelaria Grupa Prawno-Finansowa S.A. – *podmiot dominujący*
- Kancelaria Prawna Miśko-Pawłowska i Wspólnicy Sp. k. – *80% udziałów,*
- Debt Collection System e-Kancelaria M. Pawłowski Grupa komandytowa sp. k. – *80%,*
- Centralny Rejestr Długów Giełda Wierzytelności Sp. z o.o. – *100%,*
- UNIFUND Niestandaryzowany Sekurytyzacyjny FIZ – *100%.*

Największe znaczenie ma UNIFUND, jego wartość (a dokładnie oszacowana wartość wierzytelności, które posiada) na 31.12.2013 stanowi 23,5 mln. PLN, czyli ok 44% aktywów grupy, pozostałe podmioty mają raczej nieistotny wpływ na bilans i rachunek wyników grupy.

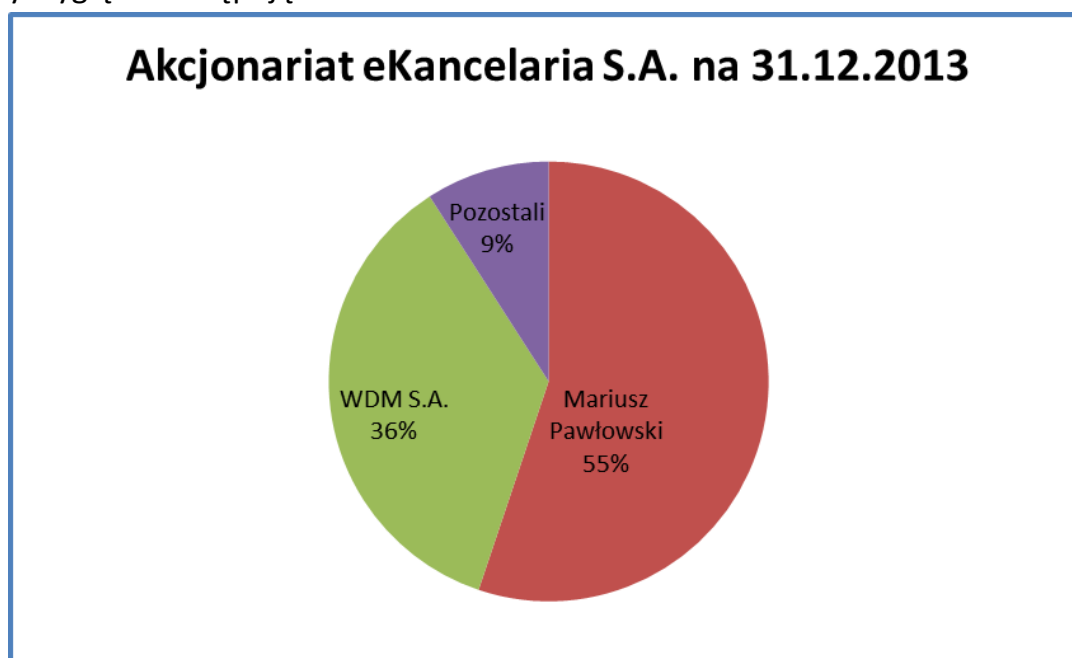
Ponadto Grupa Kapitałowa posiada zaangażowanie kapitałowe w następujących podmiotach:

- Revenue Niestandaryzowany Sekurytyzacyjny FIZ – 2%.

W 2013 roku grupa zakupiła certyfikaty w w/w funduszu za 175 tys. PLN, na koniec 2013 roku ich wartość została przeszacowana do kwoty 4.218 tys. PLN (wartość godziwa).

e-Kancelaria Grupa Prawno-Finansowa SA notowana jest na głównym rynku Warszawskiej Giełdy Papierów Wartościowych, jej kapitalizacja to obecnie 23,8 mln PLN (dla porównania kapitalizacja Fast Finance to 49 mln PLN, P.R.E.S.C.O. 93 mln PLN, Best 164 mln PLN, Kruk 1,62 mld. PLN).

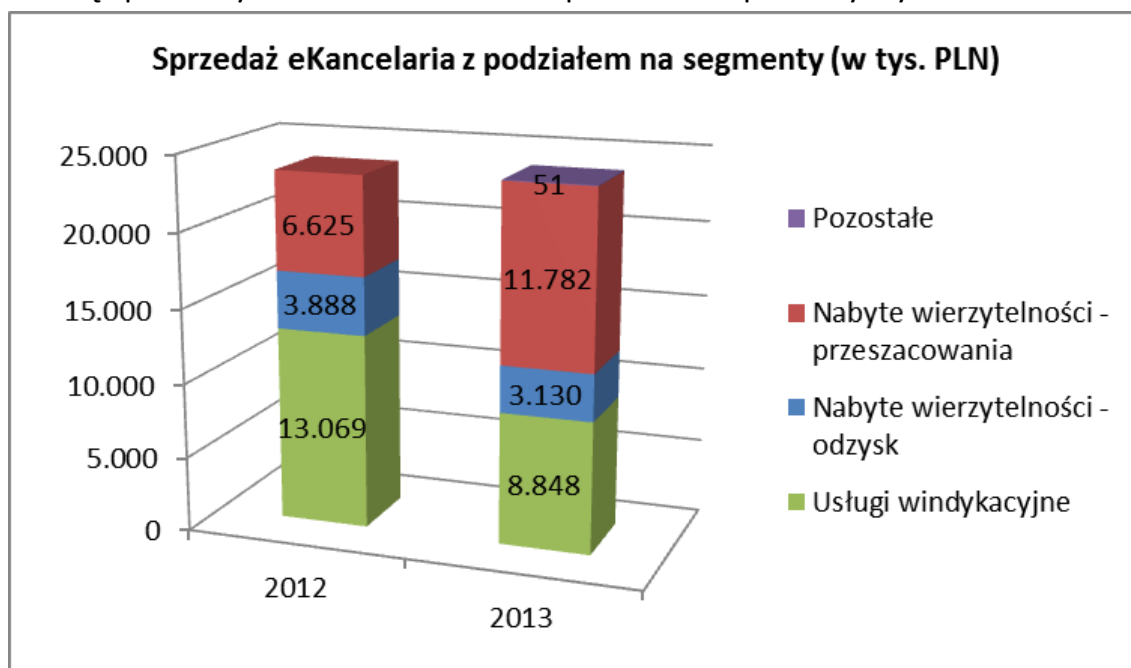
Głównym właścicielem spółki jest Mariusz Pawłowski, a pełna struktura właścicielska grupy wygląda następująco:



Segmenty sprzedaży, sprzedaż vs pozostałe przychody

Jak już wspomniano, główny przedmiot działalności grupy stanowi odzysk wierzytelności na zlecenie klienta, jak i na rachunek własny. Przy czym na rachunek własny oznacza odzysk wierzytelności posiadanych przez spółkę eKancelaria oraz poprzez UniFund NS FIZ, którego spółka posiada certyfikaty, a któremu przekazała wierzytelności zakupione w 2011 i częściowo w 2012 roku.

Strukturę sprzedaży w latach 2012 – 2013 przedstawia poniższy wykres:



Chociaż przychody ogółem nieznacznie wzrosły (+200 tys. PLN, z 23,6 do 23,8 mln PLN), to należy zauważyć pogorszenie ich struktury. Spadła bowiem wartość faktycznie odzyskanych wierzytelności (tych na własny rachunek) z 3,89 do 3,13 mln PLN oraz spadły przychody z windykacji na zlecenie (z 13,07 do 8,84 mln PLN). Jedynym segmentem, który zanotował istotny wzrost, było przeszacowanie wartości wierzytelności będących w posiadaniu grupy do ich wartości godziwej, jako oczekiwanego odzysku w przyszłości. Bez tego zabiegu przychody grupy w 2013 to zaledwie 12 mln PLN vs 17 mln PLN w 2012 roku.

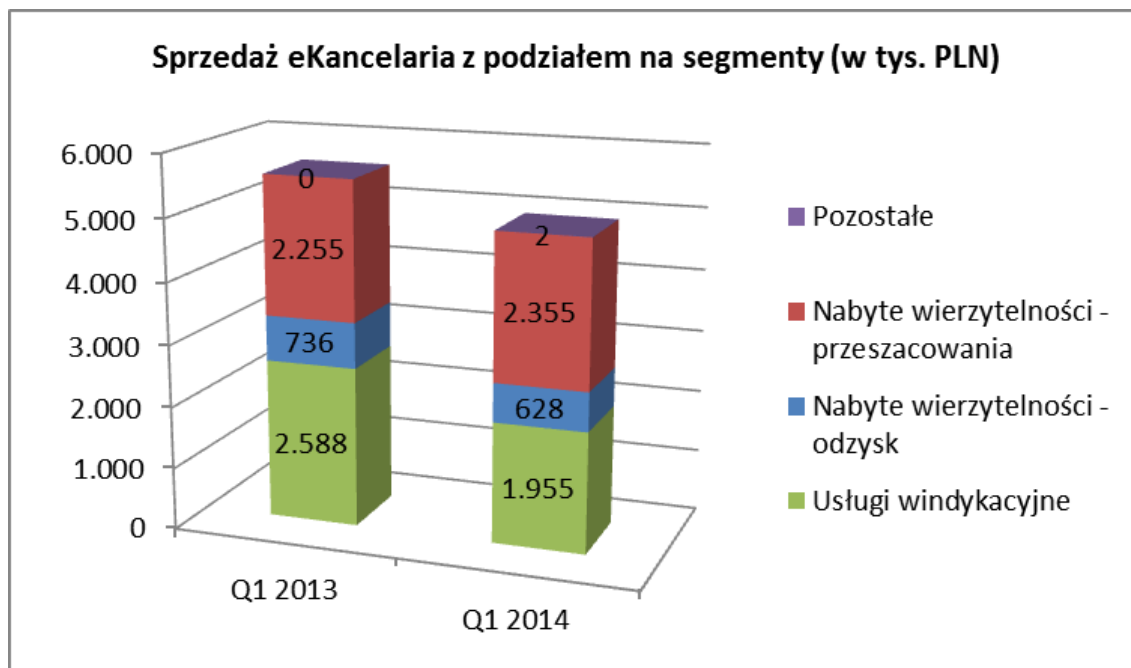
Skupmy się zatem na pozycji która wykazała największy wzrost, czyli przeszacowaniach (prezentowanych w rachunku wyników jako pozostałe przychody operacyjne).

Należy zauważyć, że biegły rewident (4audyt sp. z o.o.) w swojej opinii zwrócił uwagę, że takie przeszacowanie, określone jako prognoza zdyskontowanych wpływów z tytułu windykacji obejmujące zwykle okres 10 lat, obarczone jest **„istotnym ryzykiem realizacji zakładanych wpływów”**. Należy zwrócić również uwagę, że jest to drugi audytor, który wyraża takie obawy, poprzedni audytor (biegly.pl kancelaria biegłych rewidentów sp. z o.o.) wyraził podobne obawy (**„realizacja kasowa zysku jest rozłożona w czasie i obciążona ryzykiem”**).

Dodajmy do tego, że największe wartościowo zakupy wierzytelności na własny rachunek (ponad 93 mln PLN kupione za 18 mln PLN dzięki emisjom obligacji) miały miejsce w 2011 roku, a wg prezesa spółki największe odzyski dokonuje się w ciągu pierwszego roku od zakupu.

Niepokoï również fakt, że wartość faktycznie odzyskanych wierzytelności pomiędzy 2012 a 2013 rokiem spadła z 3,89 do 3,13 mln PLN, podczas gdy wartość godziwa inwestycji (portfela wierzytelności) w księgach spółki wzrosła z 27,7 do 43 mln PLN. Oznacza to spadającą efektywność odzysku (lub niesłuszne przeszacowanie w górę wartości posiadanych wierzytelności).

Niestety spojrzenie na wyniki I kwartału 2014 w porównaniu do analogicznego kwartału w 2013 nie poprawia obrazu sytuacji w zakresie sprzedaży.



Realna sprzedaż nadal wykazuje tendencję spadkową, a wynik „utrzymywany” jest poprzez przeszacowania odnośnie oczekiwanych wpływów w przyszłości.

Analiza wyników, struktura bilansu

Wydaje się, że najważniejsze obszary w analizie finansowej grupy to zyskowność oraz zadłużenie (płynność) i na tym skupimy się w analizie.

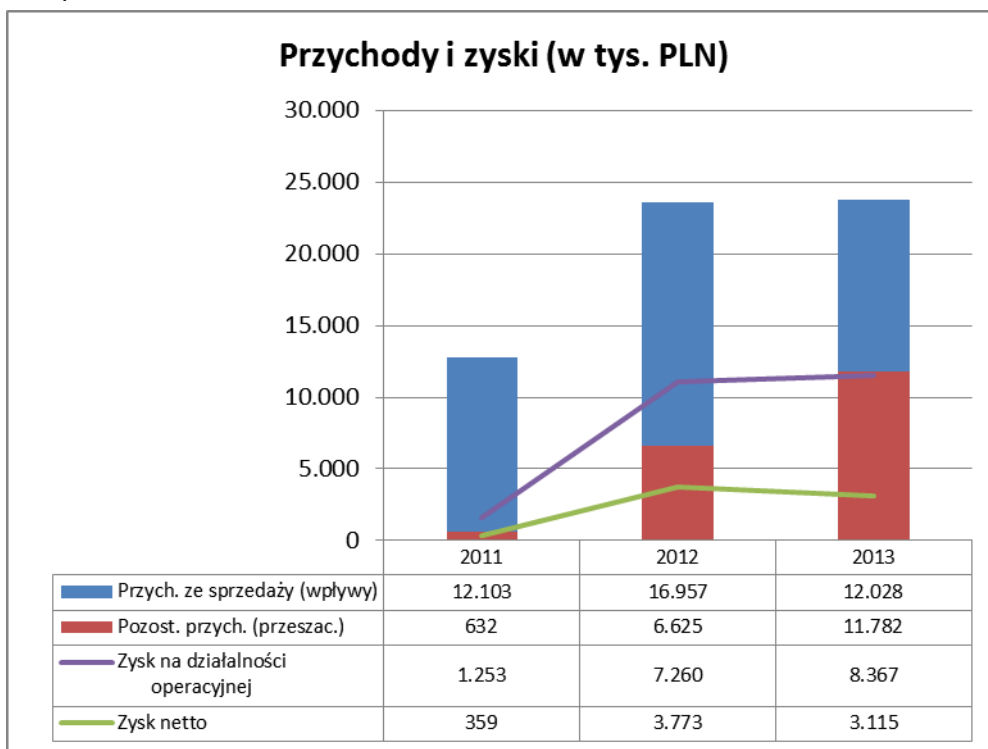
Analiza zyskowności

W 2013 roku grupa zanotowała wzrost rentowności operacyjnej do 35%, również rentowność netto, pomimo spadku, ukształtowała się na przyzwoitym poziomie 13%.

	2011	2012	2013
Rentowność działalności operacyjnej	9,8%	30,8%	35,1%
Rentowność netto	2,8%	16,0%	13,1%

Jak już wspomniano wcześniej, w analizie rentowności należy mieć na uwadze fakt, że znaczną część (i rosnącą) w przychodach ze sprzedaży mają przychody wynikające z przeszacowania wartości nabytego portfela wierzytelności do wartości godziwej. Przychody te wynikają z prognozowanych wpływów z odzysku wierzytelności w przyszłości i mogą odznaczać się ryzykiem ich zamiany w faktycznie wyegzekwowaną gotówkę.

Wartość pozostałych przychodów (przeszacowań) w 2013 roku przekroczyła kwotę zysku z działalności operacyjnej (bez nich spółka zanotowałaby stratę na tej działalności).



Zadłużenie, obligacje

Należy podkreślić, że grupa poczyniła wiele w celu poprawy struktury finansowania, przesuając coraz większą część zadłużenia z krótkoterminowego na długoterminowe. Daje to pewien komfort dla płynności i łatwiejszą możliwość rolowania zadłużenia.

Jednakże, jeżeli grupa wykazuje 3 mln PLN zysku netto rocznie, przy prawie 12 mln PLN sprzedaży pochodzącej z przeszacowań (bezgotówkowej), to, w dużym uproszczeniu (zakładając, że większość kosztów wiąże się z wydatkami gotówki), jasne jest, że potrzebuje wzrastającego finansowania zewnętrznego do zachowania płynności.

Im dłużej taka sytuacja będzie miała miejsce (ujemne przepływy z działalności operacyjnej), tym sytuacja finansowa grupy może bardziej się pogarszać. Należy również zauważyć, że grupa jest już mocno zadłużona w relacji do kapitałów i sprzedaży, mimo że sposób prezentacji danych działa na korzyść grupy. Chodzi o wykazywanie zakupionych wierzytelności w wartości godziwej, a nie np. w wartości nominalnej zakupionych wierzytelności.

Poniższa tabela pokazuje strukturę pasywów i wzrost zadłużenia grupy.

	2011	2012	2013	Q1 2014
Kapitał zakładowy (tys. PLN)	5.338	10.933	14.009	14.563
Długoterminowe zobow. finansowe (tys. PLN)	1.800	16.415	23.418	25.947
Krótkoterminowe zobow. finansowe (tys. PLN)	9.166	7.720	11.307	10.394
Pasywa ogółem (tys. PLN)	24.451	37.895	53.753	56.035
Wskaźnik zadłużenia	78,2%	71,1%	73,9%	74,0%
zobow. finansowe do kapit.	2,05	2,21	2,48	2,50
zobow. finansowe do sumy bilansowej	0,45	0,64	0,65	0,65

Wskaźniki zadłużenia wskazują raczej na niewielką przestrzeń do dalszego zwiększania zadłużenia przez grupę.

Obecnie grupa na rynku Catalyst posiada następujące serie obligacji.

Nazwa	Rodzaj oprocent.	Wartość emisji	Data wykupu	Okres do wykupu (lata)
EKA1014	zmienne	4.972.000	29.10.2014	0,3
EKA1214	zmienne	3.370.000	17.12.2014	0,5
EKA0215	stałe	4.300.000	26.02.2015	0,7
EKA0515	stałe	1.750.000	06.05.2015	0,9
EKA0715	zmienne	1.462.000	11.07.2015	1,1
EKA1115	stałe	3.588.000	06.11.2015	1,4
EKA1215	zmienne	4.245.000	04.12.2015	1,5
EKK1215	zmienne	1.000.000	23.12.2015	1,5
EKA0616	stałe	2.300.000	27.06.2016	2,0
EKA0816	zmienne	2.813.000	19.08.2016	2,2
EKA1016	zmienne	2.280.000	17.10.2016	2,3
Łącznie:		32.080.000		

Przegląd składów portfeli na 31.12.2013 funduszy długu korporacyjnego, pokazuje, że tylko jeden z funduszy tej kategorii posiadał obligacje eKancelarii o wartości 0,67 mln zł.

Pozostałe informacje dotyczące grupy:

EX-DEBT S.A

W lipcu 2012 roku eKancelaria zakupiła od WDM Capital S.A. akcje stanowiące ok. 49,99% udziału w KZ i głosach na WZ spółki EX-DEBT S.A. za **kwotę 1,82 mln PLN**.

„W opinii Zarządu Emitenta nabycie znaczącego pakietu akcji spółki EX-DEBT S.A. wpłynie w sposób pozytywny na dalszą działalność operacyjną Spółki, m.in. poprzez zacieśnienie współpracy pomiędzy dotychczasowym znaczącym kontrahentem Emitenta a Spółką (EX-DEBT S.A. wraz z podmiotem zależnym EX-DEBT Partners S.A. udzielały pożyczek oraz obejmowały kolejne serie obligacji Spółki na łączną kwotę kilku milionów złotych)”.

5 kwietnia 2013 r. eKancelaria dokonała sprzedaży akcji spółki EX-DEBT S.A. na rzecz Mariusza Pawłowskiego (prezes i główny udziałowiec eKancelarii) za **610 tys. PLN**, realizując stratę w wysokości **2,8 mln PLN** (na koniec 2012 roku udziały w EX-DEBT zostały przeszacowane w górę, stąd strata w 2013 roku wyższa niż kwota zakupu). Interesujący wynik jak na dziewięć miesięcy od zakupu do sprzedaży akcji i biorąc pod uwagę, że mamy do czynienia z podmiotami w pewien sposób powiązanymi (grupa WDM).

Zmiana audytora, zastrzeżenia do raportu finansowego grupy

W latach 2009-2010 eKancelaria i jego poprzednik prawny, Spółka Komandytowa, w zakresie badania sprawozdań finansowych współpracowali z firmą „Accord’ab” Biegli Rewidenci Spółka z o.o. Kluczowym biegłym rewidentem przeprowadzającym badania była Teresa Sadowska. W związku ze zmianą zatrudnienia przez Teresę Sadowską, w kolejnych okresach sprawozdawczych Spółka korzystała z usług Biegły.pl Kancelaria Biegłych Rewidentów sp. z o.o., z którym od 2012 r. współpracuje Teresa Sadowska. Sprawozdanie finansowe za 2013 rok zostało zbadane przez 4Audytyt Sp. z o.o. – Krzysztofa Pierścionka.

Zarówno poprzedni („powyższe prognozy obarczone są ryzykiem”) jak i obecny („istotne ryzyko realizacji zakładanych wpływów”) audytor zwracają uwagę na ryzyko związane z przeszacowaniem wartości nabytych przez grupę wierzytelności.

Dodatkowo, w opinii za 2013 rok audytor zwraca uwagę na wysoki poziom zadłużenia grupy – współczynnik zadłużenia grupy wyniósł 0,74 (74% majątku finansowane jest kapitałem obcym).

Pragnę dodać, że grupa wykazuje zakupione należności w cenie zakupu (następnie korygowanej do wartości godziwej), w branży istnieją podmioty (np. Fast Finance), które wykazują należności w wartości nominalnej (czyli 100% należności, a nie np. 20% ceny zakupu), jednocześnie w pasywach tworząc rezerwy na brak odzysku części tych należności. Gdyby eKancelaria stosowała taką metodę księgowania, wskaźnik zadłużenia grupy znajdowałby się na dużo gorszym poziomie.

Audytora do raportu rocznego za 2013 rok zgłosił jeszcze kilka zastrzeżeń, głównie odnośnie do nie utworzenia odpisów na niektóre należności, do spółka odniosła się bezpośrednio w raporcie rocznym.

Kurs akcji

Kurs akcji eKancelarii na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie wydaje się odzwierciedlać rosnącą niepewność inwestorów, co do możliwości generowania większych zysków przez grupę.

