

Grupa kapitałowa BEST – analiza, 22 maja 2016 r.

Remigiusz Iwan dla Obligacje.pl

Autor prowadzi bloga rynekobligacji.com

Analiza wyników Best po I kwartale

Spółka Best została utworzona w 1994 roku. W latach 2002-2003 została wykupiona przez obecnych właścicieli i 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 ich odzysk. Grupa specjalizuje się przede wszystkim w dochodzeniu **wierzytelności bankowych**, chociaż w ostatnich miesiącach coraz chętniej kupuje wierzytelności spoza tego sektora.

Strategia działania zakłada w pierwszej kolejności odzysk poprzez windykację polubowną (ustalenie harmonogramu spłat). Jeżeli taka strategia zawodzi, stosowana jest windykacja prawna.

Grupa należy do czołówki firm windykacyjnych w Polsce. Na koniec I kwartału 2017 wartość nominalna portfeli w zarządzaniu wynosiła dla Bestu 13,4 mld zł. Dla porównania, na koniec 2016 roku wartość portfeli zarządzanych przez Kruka wynosiła 40,5 mld zł, a przez Getback 19,4 mld zł.

Głównym rynkiem działalności Bestu jest Polska, jednak w kwietniu bieżącego roku spółka poinformowała o założeniu spółki celowej we Włoszech. Będzie to pierwszy zagraniczny rynek dla Bestu.

Większościowym akcjonariuszem spółki, a jednocześnie jej prezesem, jest Krzysztof Borusowski. Kurs akcji, czyli wartość rynkowa spółki, znajduje się w trendzie wzrostowym, chociaż wyniki za I kwartał 2017 roku spowodowały korektę wyceny spółki.



Best prowadzi działalność operacyjną przez trzy fundusze inwestycyjne zamknięte: BEST I NS FIZ, BEST II NS FIZ i BEST III NS FIZ. BEST I i BEST II w 100 proc. należą do spółki, natomiast BEST III jest wspólnym przedsięwzięciem z Hoist Finance – obie firmy mają po 50 proc. udziałów.

Best posiada również 32,99 proc. akcji konkurenta – Kredyt Inkaso.

Sprawozdanie finansowe grupy za 2016 rok zostało zbadane przez KPMG i otrzymało opinię „bez zastrzeżeń”.

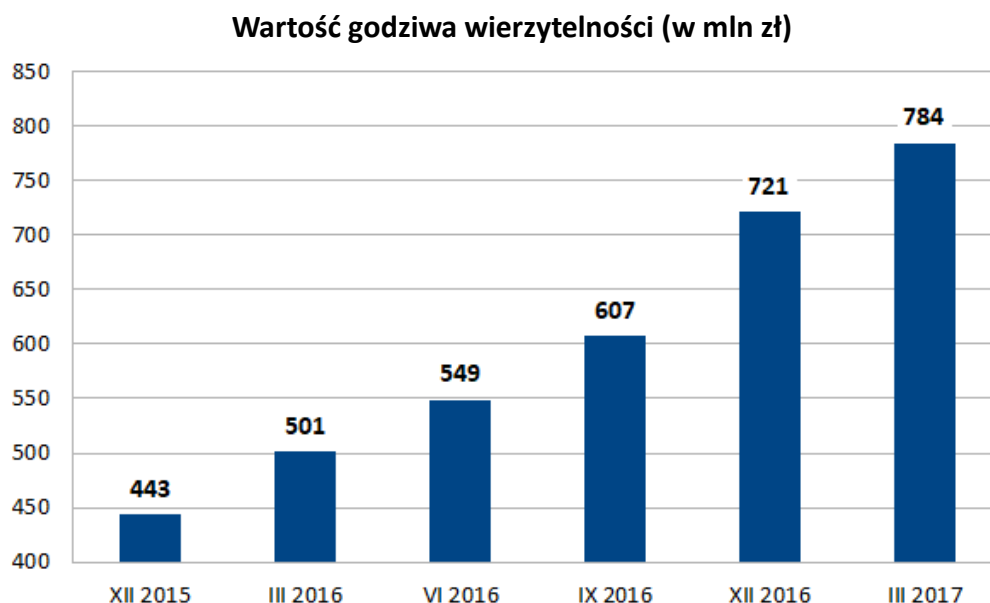
Analiza finansowa

Przychody i zyski

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

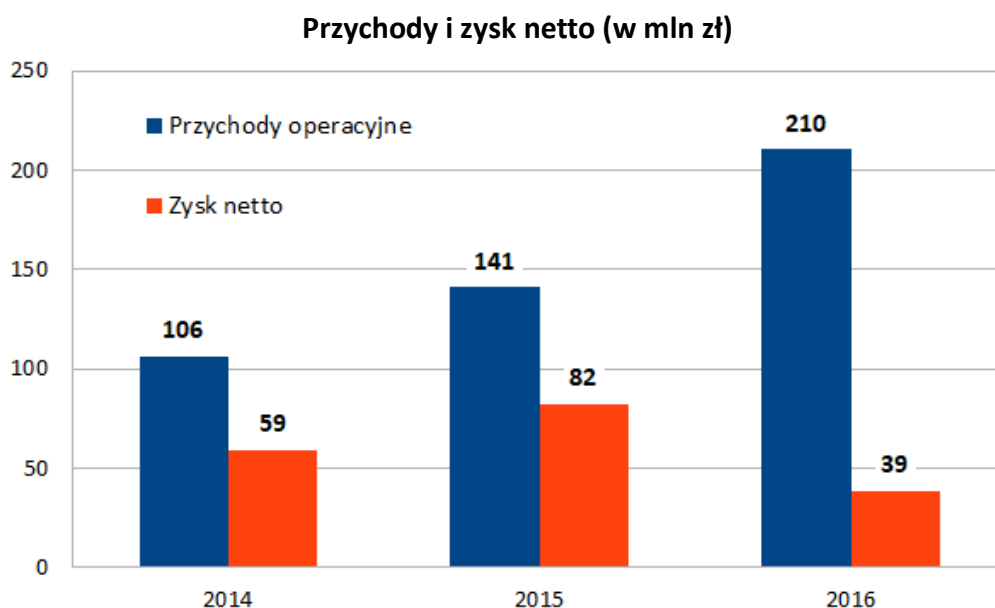
- spłaty z tytułu posiadanych portfeli wierzytelności w funduszach Best I i Best II,
- zysk z udziału w funduszu Best III (kontrolowany w 50 proc., więc Best nie zalicza spłat w tym funduszu do przychodów),
- aktualizacji wyceny wierzytelności w funduszach Best I i Best II.

Ostatnie lata to bardzo dobry okres dla branży windykacyjnej. Spółki reinwestują zyski w zakup kolejnych portfeli wierzytelności. W przypadku Bestu wartość godziwa posiadanych portfeli wierzytelności prezentuje się następująco:



Źródło: sprawozdania finansowe spółki.

W efekcie większej wartości portfela rosną spłaty wierzytelności przez dłużników, co z kolei powoduje, że rosną przychody większości spółek z branży. Podobnie jest również w przypadku Bestu.



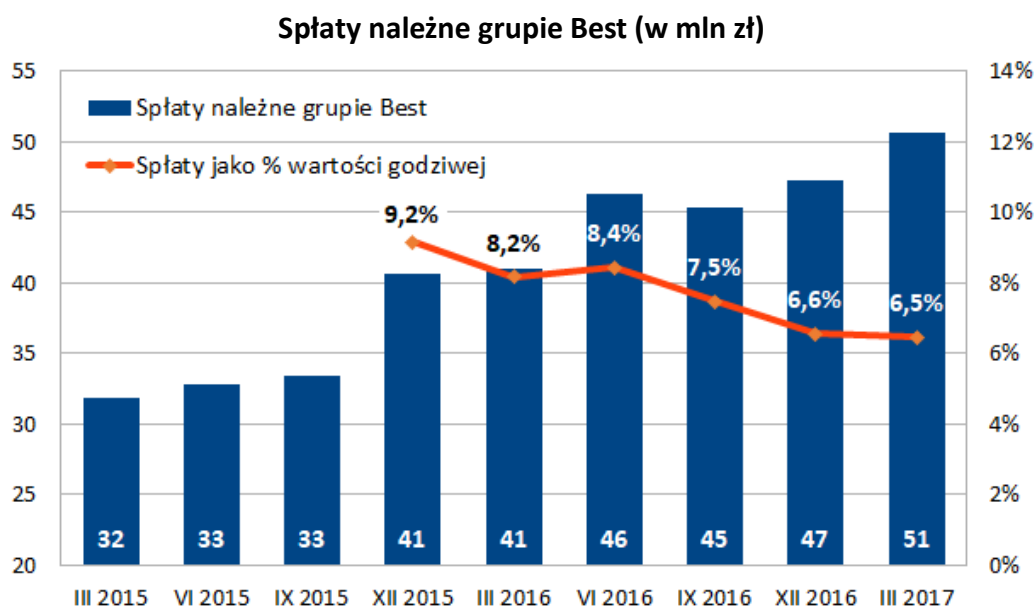
Źródło: sprawozdania finansowe spółki.

O ile przychody grupy dynamicznie rosną, to 2016 rok przyniósł spadek zysku netto. Nie jest to jednak dużym zaskoczeniem.

W 2015 roku Best zakupił akcje Kredyt Inkaso. Spółki prowadziły rozmowy o połączeniu, jednak ostatecznie do tego połączenia nie doszło. Wartość akcji w księgach Bestu prezentowana była w cenie nabycia, ostatecznie jednak w wyniku niedojścia połączenia do skutku, została zaktualizowana do wartości 25 zł na akcję. Efektem tego było zanotowanie przez Best 69,2 mln zł straty finansowej na wycenie udziałów w Kredyt Inkaso. Gdyby nie to nietypowe zdarzenie, wynik netto spółki wyniósłby 108 mln zł i potwierdzałby wzrostowy trend.

Jest jednak jeszcze jeden element, który trudniej wytłumaczyć zdarzeniem jednorazowym. Mianowicie w I kwartale 2017 roku przychody grupy wyniosły 35,8 mln zł wobec 56 mln zł rok wcześniej, a zysk netto grupy wyniósł 6,2 mln zł, podczas gdy rok wcześniej było to 34,2 mln zł. O ile zasadniczy składnik przychodów, czyli spłaty wierzytelności przez dłużników, kontynuował ścieżkę wzrostową (wykres poniżej), to na 31 marca 2017 roku Best dokonał aktualizacji wyceny wierzytelności, co pomniejszyło w I kwartale 2017 roku przychody o 14 mln zł, wobec zysku na aktualizacji wyceny w kwocie 9 mln zł rok wcześniej.

Grupa nie tłumaczy tego w opisie do wyników, w tabeli podane jest, że ujemna wycena wynika z „realizacji przepływów z wierzytelności”. Przygotowałem zestawienie uwzględniające wpływy z tytułu odzysku wierzytelności i ich prezentację jako procent wartości godziwej posiadanych wierzytelności.



Źródło: sprawozdania finansowe spółki.

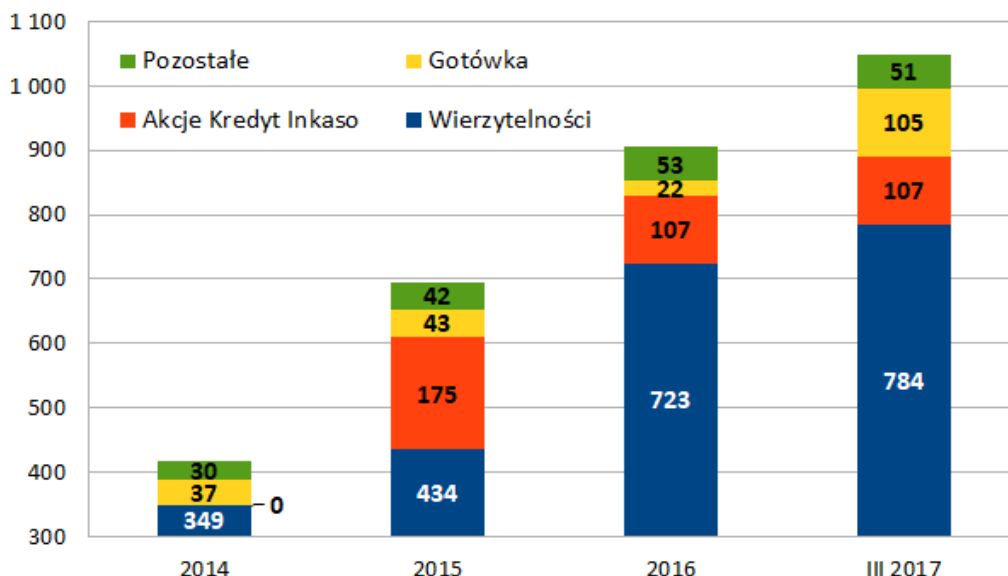
Uwaga – procent spłat za 2015 rok dotyczy roku jako całości, kolejne okresy liczone są kwartalnie.

Wykres potwierdza, że kwartalne spłaty wierzytelności należne grupie stopniowo rosną, natomiast nie rosną tak szybko, jak prezentowana wcześniej wartość godziwa portfela wierzytelności posiadanego przez spółkę. Jasne jest, że zakupione portfele nie pracują optymalnie od pierwszego dnia od nabycia, jednak dłuższy okres stagnacji we wpływach z tytułu wierzytelności pokazuje, że być może właśnie spadek efektywności odzysku jest przyczyną dokonania korekty wartości godziwej posiadanych przez grupę wierzytelności. Z pewnością jest to parametr, który warto obserwować w kolejnych okresach.

Analiza bilansu

Na koniec I kwartału 2017 roku suma bilansowa grupy Best przekroczyła 1 mld zł (dokładnie wyniosła 1,05 mld zł). Po stronie aktywów wzrost sumy bilansowej uwidocznił się w rosnącej wartości pozycji „Nabyte wierzytelności” (675 mln zł), a także w saldzie gotówki (105 mln zł), jako efekcie zrealizowania w I kwartale dwóch emisji obligacji korporacyjnych. Wzrost aktywów tym razem w niewielkim stopniu został sfinansowany kapitałem własnym, wzrosły przede wszystkim zobowiązania finansowe (z tytułu obligacji) oraz zobowiązania z tytułu zapłaty za zakupione pakiety.

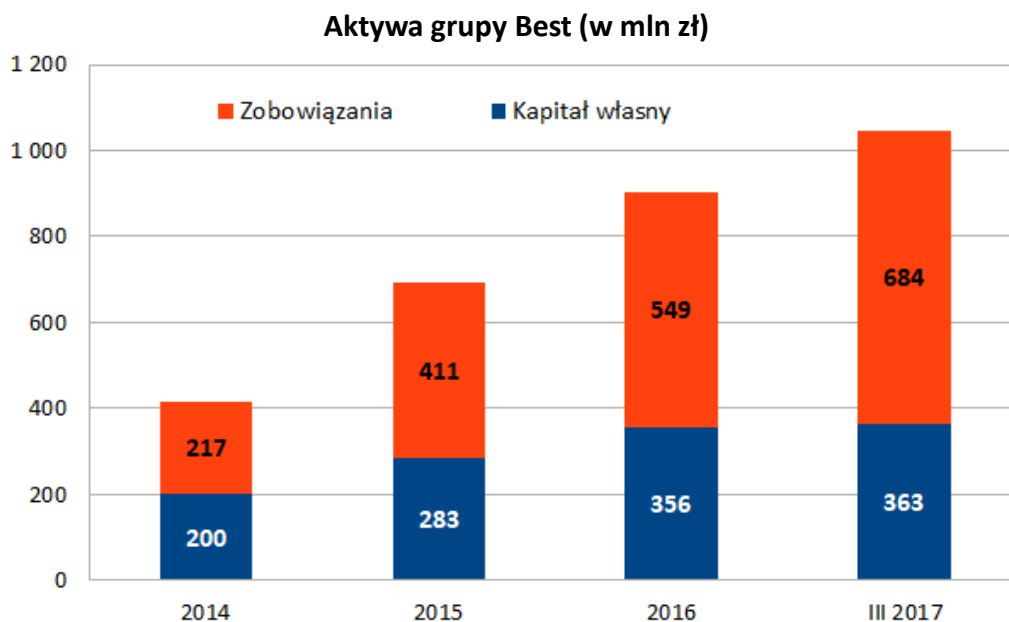
Aktywa grupy Best (w mln zł)



Źródło: sprawozdania finansowe spółki.

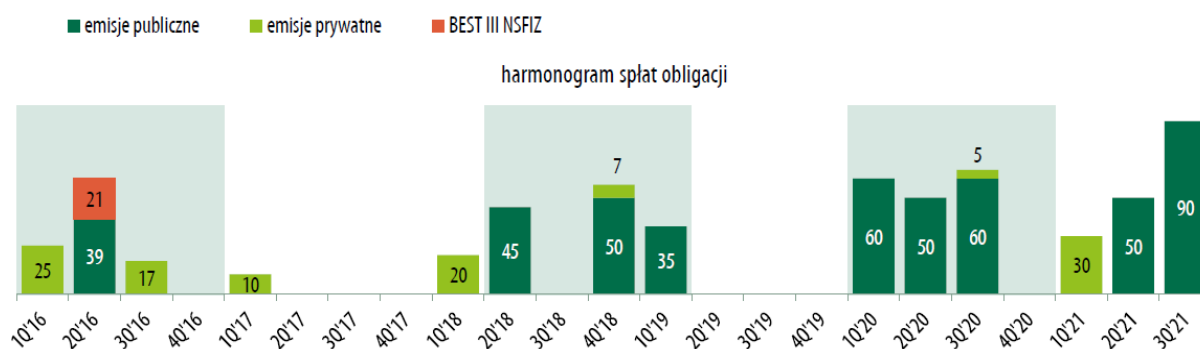
Sercem aktywów są nabyte wierzytelności, które obecnie generują spłaty na poziomie 50 mln zł kwartalnie. Do tego Best posiada udziały w Kredyt Inkaso, co do których, po nieudanym połączeniu spółek, może rozpatrywać różne scenariusze, np. ich sprzedaż. Dodatkowo na koniec pierwszego kwartału 2017 roku grupa posiadała ponad 100 mln zł gotówki, z tym, że znaczna jej część już po zakończeniu kwartału została spożytkowana na zapłatę za zakupione pakiety wierzytelności.

Spójrzmy na pasywa, które pokazują nam w jaki sposób aktywa spółki są finansowane.



Źródło: sprawozdania finansowe spółki.

Wzrost sumy bilansowej w przeważającej mierze pokrywany jest przez wzrost zobowiązań, w których z kolei dominują zobowiązania finansowe (obligacje korporacyjne i kredyty). Zobowiązania odsetkowe na 31 marca 2017 roku wynosiły 581 mln zł (497 mln zł to obligacje, 46 mln zł to kredyty bankowe, 37 mln zł to pożyczki od udziałowców, 1 mln zł to leasingi). Warto podkreślić, że zapadalność obligacji nadal zapewnia spółce raczej spory komfort, np. w bieżącym roku nie zapadają już żadne obligacje spółki.



Źródło: sprawozdanie finansowe spółki.

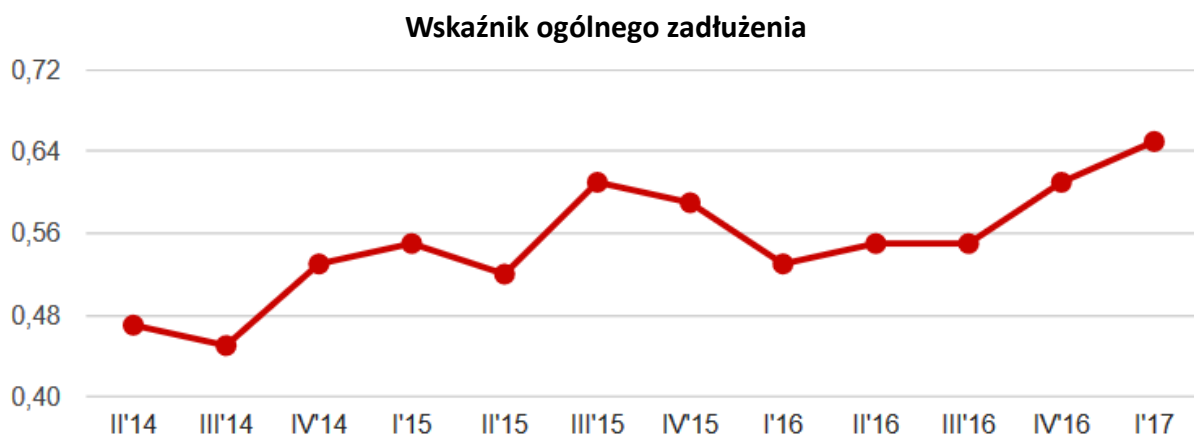
Pomimo istotnego wzrostu zadłużenia, nie można jednak stwierdzić, że Best jest spółką zbytnio zadłużoną, o czym zresztą sam przypomina w raporcie za I kwartał 2017 roku, wyliczając wskaźnik zadłużenia (dług netto/kapitały własne):

Podmiot i okres sprawozdawczy	Get Back 31.12.2016	Pragma Inkaso 31.12.2016	BEST 31.03.2017	Kredyt Inkaso 31.12.2016	Kruk 31.03.2017	Fast Finance 31.12.2016	GPM- Vindexus 31.12.2016
Skonsolidowane kapitały własne	385.843	69.535	362.960	275.718	1.317.511	70.076	138.827
Zobowiązania odsetkowe	872.146	130.751	581.290	411.428	1.581.367	37.688	57.138
Środki pieniężne	70.407	10.040	105.278	65.822	148.200	5.224	8.082
Dług netto	801.739	120.711	476.012	345.606	1.433.167	32.464	49.056
Poziom wskaźnika zadłużenia	2,08	1,74	1,31	1,25	1,09	0,46	0,35

Źródło: sprawozdanie finansowe spółki.

Przykład Getback pokazuje, że można prowadzić jeszcze bardziej agresywną politykę finansową, jednak im większa skala zadłużenia, tym większego znaczenia nabiera rentowność prowadzonej działalności, czyli zdolność do wypracowywania zysków.

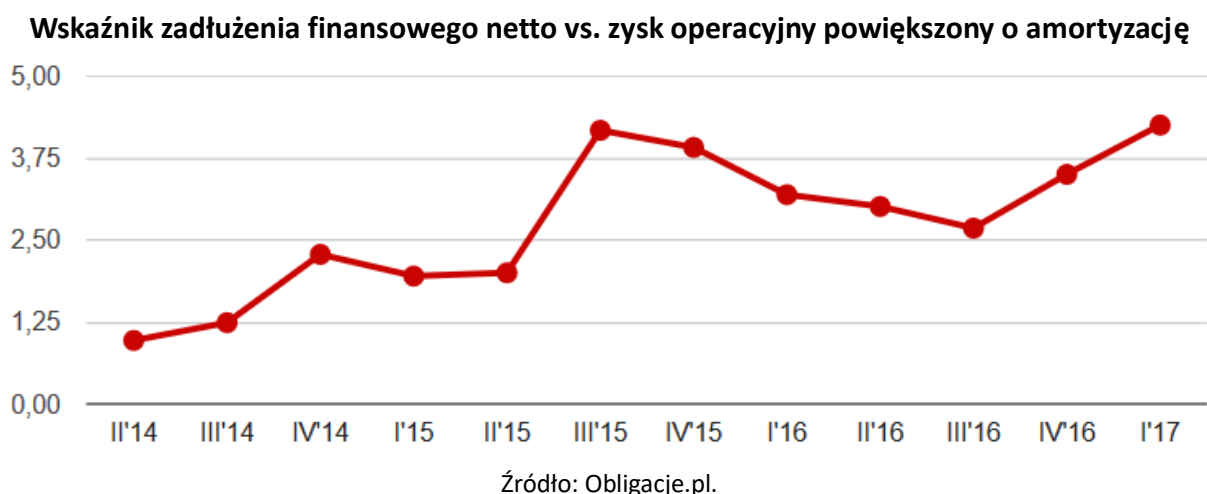
Spójrzmy jeszcze na klasycznie wyliczany wskaźnik ogólnego zadłużenia, rozumiany jako udział zobowiązań w sumie bilansowej (czyli w ilu procentach grupa finansuje się zobowiązaniami).



Źródło: Obligacje.pl.

I tu również widoczna jest tendencja wzrostowa wskaźnika zadłużenia, 0,65 to rekordowy poziom na przestrzeni ostatnich kilku lat. Spółka, starając się zachować równowagę pomiędzy kapitałami a zobowiązaniami, oprócz przeznaczania zysków na kapitały własne dokonała w maju bieżącego roku podwyższenia kapitału własnego emitując akcje o wartości 19 mln zł, które w całości objął fundusz Quercus Multistrategy.

A rosnące zadłużenie i pewnego rodzaju zastój w generowanych wynikach finansowych powodują, że spółka obecnie na spłatę zadłużenia finansowego netto potrzebowałaby ponad cztery lata.



Podsumowanie

2016 rok pod wieloma względami był dla Bestu rekordowy. Grupa zanotowała spłaty z portfeli w wysokości 180 mln zł (139 mln zł rok wcześniej), zainwestowała 258 mln zł na zakup portfeli wierzytelności o łącznej wartości nominalnej 2,3 mld zł (trzy razy więcej niż w 2015 roku). Skonsolidowany zysk na działalności operacyjnej wzrósł w ubiegłym roku do poziomu 134 mln zł wobec 88 mln zł w 2015 roku.

Jednak nie wszystko grupie udało się w 2016 roku. Zysk netto spadł w tym okresie do 39 mln zł wobec 82 mln zł w 2015 roku. Za spadek zysku odpowiada przede wszystkim zdarzenie jednorazowe z 2016 roku, w postaci odpisu 69 mln zł na spadek wartości posiadanych przez grupę akcji Kredyt Inkaso. Z kolei 2017 rok rozpoczął się od spadku zysków, będącego efektem przeszacowania wartości posiadanych portfeli wierzytelności. Niestety, przyczyny tego stanu rzeczy i prognozy na kolejne kwartały raport za I kwartał 2017 roku nie podaje.

Efektom spadku zysków jest wolniejszy przyrost kapitałów własnych spółki. Zestawiając to z rekordowymi zakupami nowych portfeli wierzytelności, finansowanym długiem zewnętrznym, mamy do czynienia z pogorszeniem wskaźników zadłużenia i obsługi długu.

Sytuacja finansowa i płynnościowa grupy cały czas wygląda bardzo poprawnie. Nadal, przy założeniu braku większych inwestycji w pakiety wierzytelności, jest zdolna do spłaty posiadanego zadłużenia z wypracowywanych nadwyżek finansowych.

Jednakże wyniki I kwartału 2017 roku pozostawiły pierwszą rysę na dotychczas wręcz modelowo rosnącym biznesie Bestu. Kolejne kwartały pokażą, na ile był to przypadek jednostkowy, a na ile zmiana tendencji.

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.