

Kancelaria Medius – analiza, 1 grudnia 2016 r.

*Remigiusz Iwan dla Obligacje.pl*

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

## Kancelaria Medius – analiza finansowa

Kancelaria Medius działa w branży zarządzania wierzytelnościami od 2011 roku. Głównym przedmiotem działalności jest zakup pakietów wierzytelności (przede wszystkim z branży pożyczek poza bankowych) na własny rachunek i późniejszy odzysk tych wierzytelności. Akcje spółki od 2012 roku notowane są na rynku giełdowym NewConnect, a obecna kapitalizacja Kancelarii wynosi około 88 mln zł.

W 2016 roku w strukturze akcjonariatu spółki zaszły istotne zmiany i obecnie podmiotem, który posiada największy udział w kapitale spółki jest TFI Trigon, a pełna struktura wygląda następująco:



MM Investments to spółka kontrolowana przez Magdalenę Mierzwicką, żonę prezesa Kancelarii Medius, Michała Imiołka.

Od 2015 roku spółka rozwija działalność w Hiszpanii poprzez spółkę Medius Collection S.L. Do końca września 2016 roku na tym rynku spółka zakupiła pakiety o łącznej wartości nominalnej 12 mln euro, a po dniu bilansowym zakupiła portfel o wartości nominalnej 6,2 mln euro.

I właśnie hiszpańska spółka ma coraz większe znaczenie dla analizy bieżących wyników Kancelarii Medius. Należy mieć na uwadze, że Medius nie tworzy ona obecnie grupy kapitałowej, co ma następujące konsekwencje:

- I w bilansie Kancelaria Medius wykazuje posiadane udziały w Medius Collection, należności wobec tej spółki oraz udzielone jej pożyczki. **Nie wykazuje** w bilansie posiadanych przez Medius Collection aktywów (pakiety wierzytelności), czy pasywów (zobowiązania). Gdyby sporządzane było sprawozdanie skonsolidowane, rozliczenia między spółkami zostałyby z bilansu wyłączone, a znalazłyby się w nim właśnie aktywa takie jak posiadane przez spółkę hiszpańską pakiety wierzytelności,

- I w rachunku wyników Kancelaria Medius pokazuje przychody z odsetek od udzielonych Medius Collection pożyczek, natomiast **nie pokazuje** wyników osiąganych przez hiszpańską spółkę. W sprawozdaniu skonsolidowanym przychody z tytułu odsetek byłyby wyłączone, natomiast pojawiłyby się w nim przychody i zyski (lub straty) osiągnięte przez Medius Collection.

Podsumowując, obecnie na podstawie sprawozdania finansowego nie mamy wiedzy, co się dzieje w Medius Collection, czy osiąga zyski, czy straty.

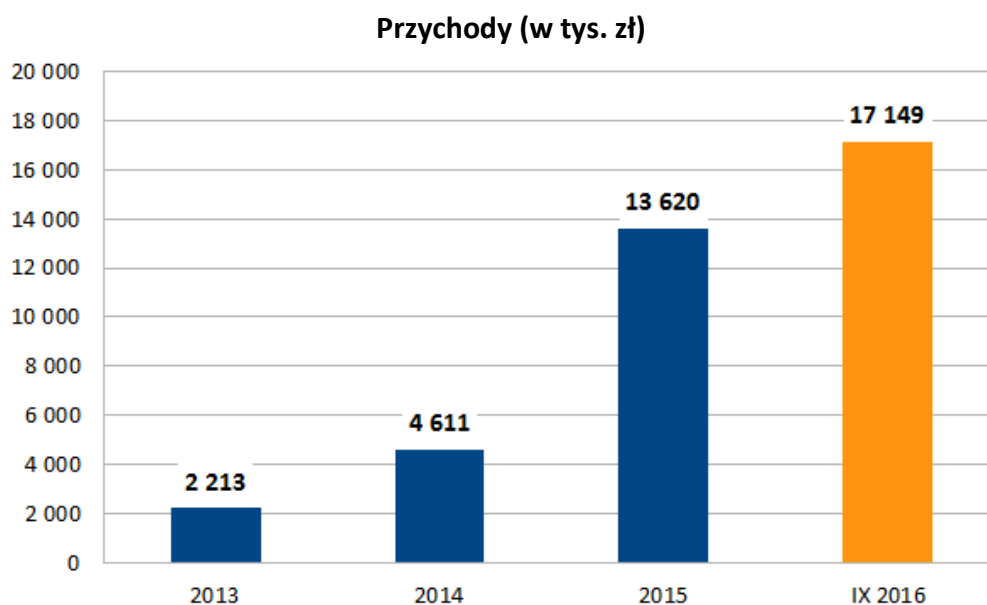
Dlaczego to jest ważne? Ponieważ na koniec września zaangażowanie Kancelarii Medius w finansowanie spółek powiązanych (czyli spółki hiszpańskiej) wynosiło 8,6 mln zł, a po wrześniu Kancelaria Medius udzieliła spółce hiszpańskiej kolejnych pożyczek w kwocie 7,8 mln zł. Można zatem szacować, że zaangażowanie Medius w Medius Collection przekracza 16 mln zł, co stanowi około 70 proc. kapitałów własnych spółki.

Przy takiej wartości zaangażowania inwestorzy mają prawo wiedzieć (i obowiązek pytać), jak wygląda biznes w Hiszpanii, bo od jego powodzenia może zależeć spłata wyemitowanych obligacji.

Przy powyższym założeniu przechodzimy do analizy wyników finansowych spółki.

### ***Przychody i zyski***

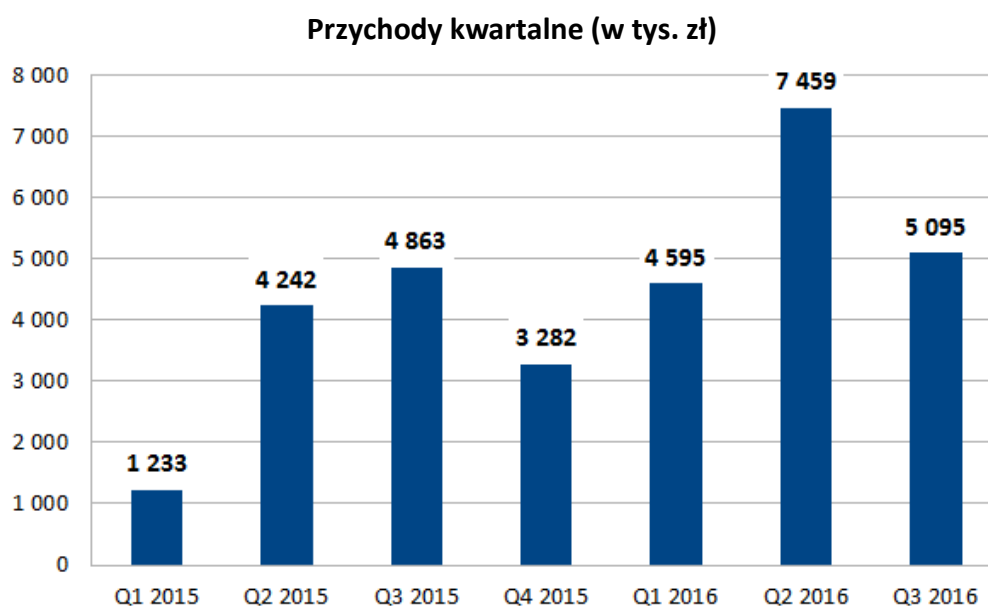
Przychody Kancelarii Medius prezentują się następująco:



Źródło: sprawozdania finansowe spółki.

Pod pojęciem przychodów spółka raportuje spłaty dłużników na posiadanych portfelach obligacji. Widoczny jest zatem trend wzrostowy spłat, w III kwartały 2016 roku przekroczyły wartość z całego 2015 roku. Nie jest to oczywiście zaskoczeniem, zważywszy na rozwój spółki – emisje akcji i obligacji w ostatnich okresach.

Nieco mniej cukierkowo (ale i tak dobrze) sytuacja wygląda, gdy spojrzymy na przychody w ujęciu kwartalnym:



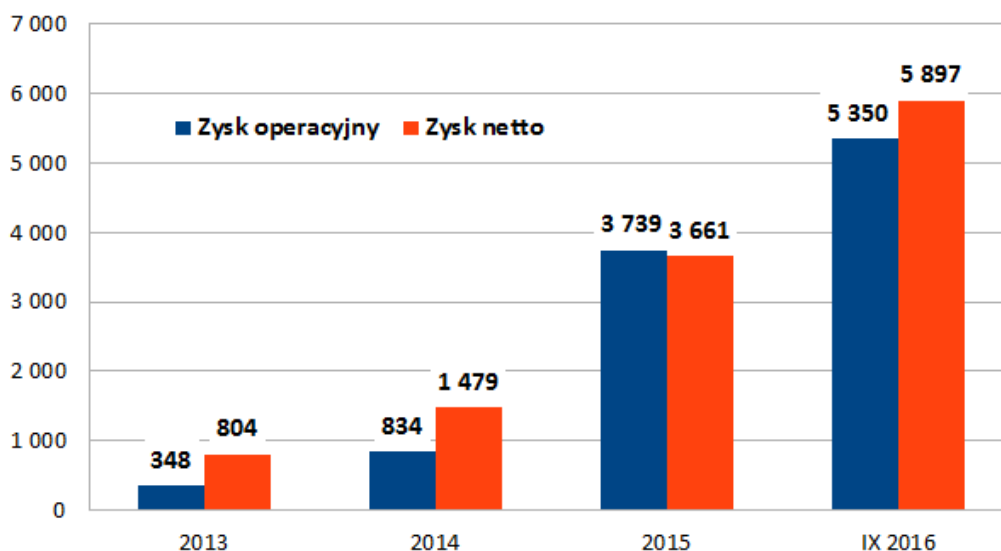
Źródło: sprawozdania finansowe spółki.

Widać, że wyśmienity wynik 2016 roku to efekt doskonałego drugiego kwartału, pozostałe kwartały (szczególnie III kwartał 2016) nie charakteryzują się już tak wysoką dynamiką. W porównaniu widoczny jest również efekt niskiej bazy z I kwartału 2015 roku. Warto obserwować wyniki spółki w kolejnych okresach, przy rosnącej wartości portfela wierzytelności, spłaty powinny systematycznie wzrastać, brak wzrostów może być sygnałem ostrzegawczym.

W kontekście omówienia na wstępie, należy pamiętać, że przychody wyżej wykazane nie obejmują spłat osiągniętych przez spółkę w Hiszpanii. Zgodnie z informacją od prezesa Kancelarii, Michała Imiołka, wyniki roczne za 2016 rok będą już podlegały konsolidacji i spółka w Hiszpanii będzie podlegała badaniu biegłego rewidenta. Konsolidacja wyników powinna wpłynąć na wzrost wartości przychodów ze sprzedaży (grupy) Kancelarii Medius.

Można zakładać, że wzrost skali działalności i wzrost przychodów powinien mieć pozytywny wpływ na osiągnięte zyski i tak rzeczywiście jest.

Zysk operacyjny i zysk netto (w tys. zł)



Źródło: sprawozdania finansowe spółki.

Zysk operacyjny, w pewnym uproszczeniu, to zysk osiągnięty na spłatach z portfeli pomniejszonych o koszty z nimi związane i koszty operacyjne spółki. Zysk netto uwzględnia również saldo przychodów i kosztów finansowych, w których z jednej strony znajdują się koszty odsetek od obligacji, a z drugiej strony przychody z tytułu przeszacowania posiadanych portfeli wierzytelności i odsetek naliczanych spółce z Hiszpanii.

W tym miejscu należy zauważyć, że w III kwartale spółka dokonała przeszacowania portfela wierzytelności na 3 mln zł (zysk), bez tej operacji wynik 2016 roku nie byłby tak imponujący. Z drugiej strony, przeszacowania wartości posiadanych portfeli to standardowa procedura w branży windykacyjnej i o ile jest wykonywana rzetelnie, posiada pełne uzasadnienie.

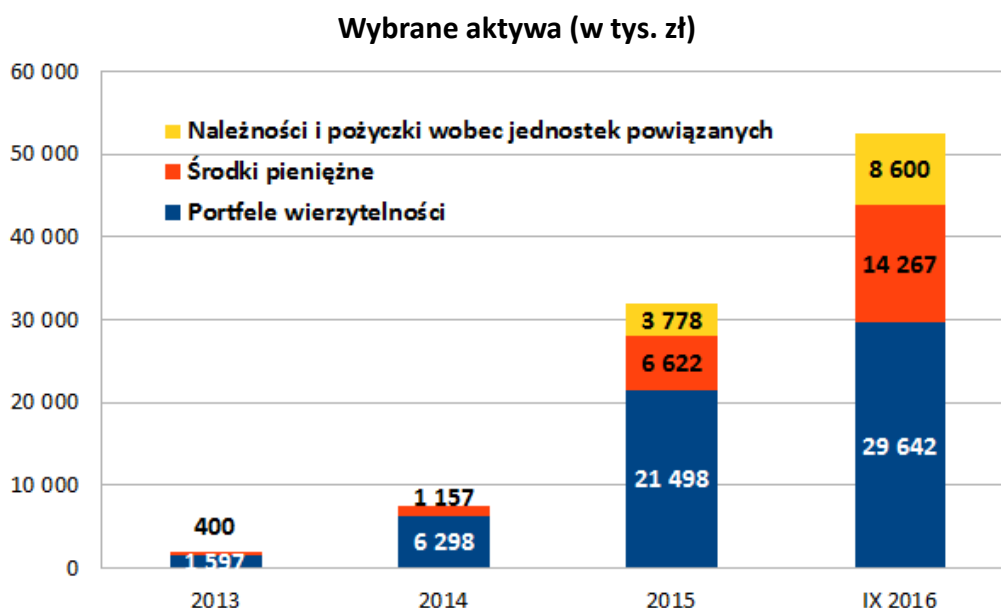
Tutaj również należy się uwaga, że nie znamy wyników spółki w Hiszpanii (nie są konsolidowane), jedyną informacją, którą można znaleźć na ten temat, jest wywiad prezesa Imiołka udzielony redakcji Obligacje.pl, w którym stwierdził, że spółka osiągnęła rentowność wcześniej niż zakładano.

Przy wyżej wymienionych zastrzeżeniach, wyniki Kancelarii Medius można ocenić jako pozytywne.

## Analiza bilansu

### Aktywa

Suma bilansowa spółki na koniec września 2016 roku wyniosła 56 mln zł. Do najważniejszych pozycji aktywów na ten dzień należały:



Źródło: sprawozdania finansowe spółki.

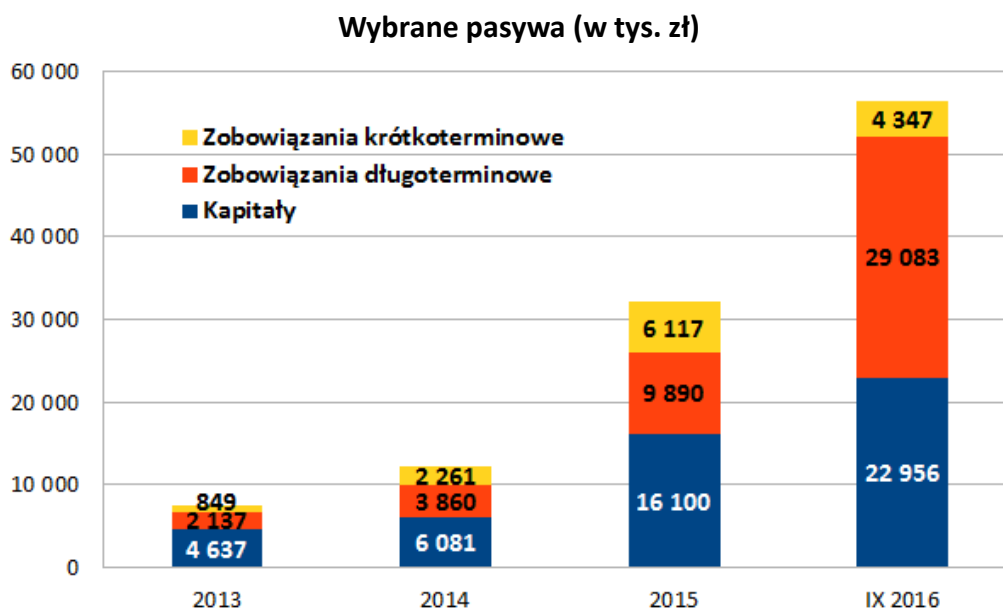
Rośnie wartość portfela wierzytelności w Polsce (w 2016 roku Kancelaria nabyła wierzytelności o wartości nominalnej 36 mln zł), rosną również należności wobec spółki w Hiszpanii, z których to środków Medius Collection kupuje portfele wierzytelności na tamtejszym rynku (do 30 września 2016 roku kupiła wierzytelności o wartości nominalnej 12 mln euro).

Po rekordowej emisji obligacji w lipcu 2016 roku (15 mln zł) Kancelaria dysponowała znacznymi środkami pieniężnymi, jednakże już po dniu bilansowym (30 września 2016) udzieliła spółce w Hiszpanii kolejnych pożyczek na kwotę 7,8 mln zł z przeznaczeniem na zakup portfeli wierzytelności.

Patrząc na wielkość już udzielonego finansowania do Medius Collection, które wg powyższych danych przekracza 16 mln zł (dla porównania kapitał własny Kancelarii Medius wynosi 23 mln zł), jasne jest, że spółka w Hiszpanii ma coraz większe znaczenie dla sytuacji finansowej grupy i jak najszybciej powinna zostać objęta konsolidacją.

## Pasywa

Aktywa spółki finansowane są kapitałami własnymi i zobowiązaniami, w których zdecydowanie dominują zobowiązania z tytułu obligacji (31,3 mln zł). Podział zobowiązań wygląda następująco:



Źródło: sprawozdania finansowe spółki.

I można określić go jako stosunkowo bezpieczny, zobowiązania krótkoterminowe stanowią najmniejszy udział w strukturze pasywów, a z poprzednich wykresów wynika, że w całości miały pokrycie w posiadanych przez spółkę środkach pieniężnych.

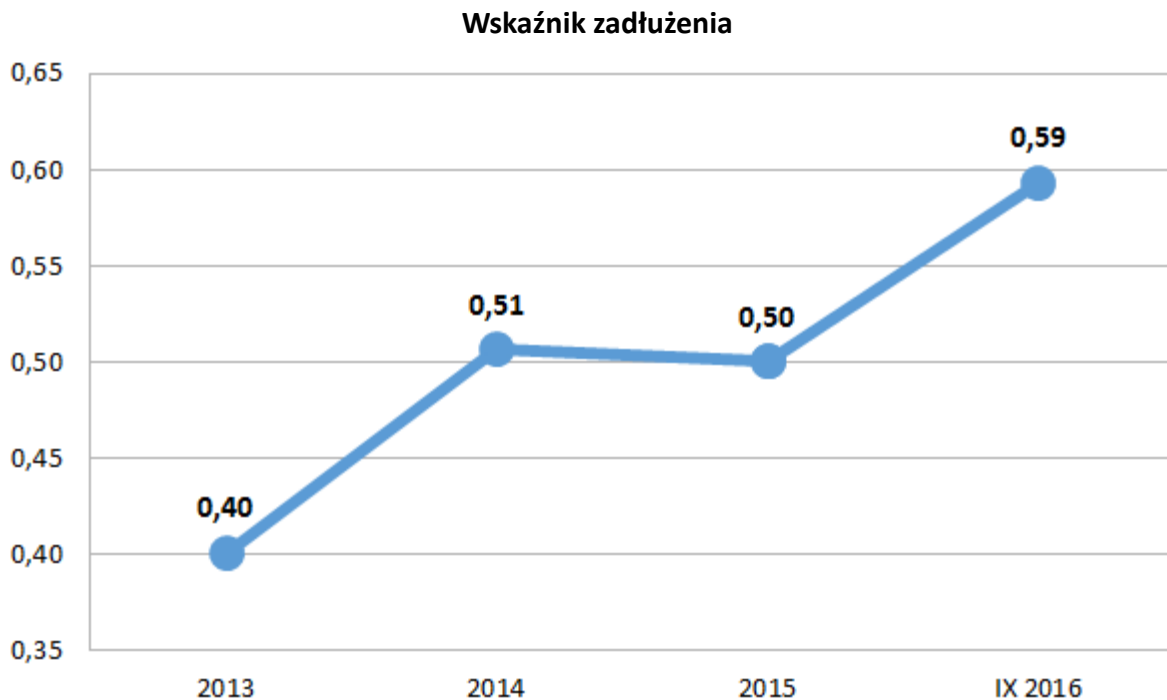
Zadłużenie z tytułu obligacji Kancelarii Medius wygląda następująco:

Obligacje							
Lp.	Seria	Wartość	Oprocentowanie	Długość trwania	Data przydziału	Data wykupu	Zabezpieczenie
1	E	2 603 200,00 zł	8,5%	24 m-ce	17-lut-2015	17-lut-2017	Tak
2	F	3 492 500,00 zł	8%	24 m-ce	02-cze-2015	02-cze-2017	Tak
3	G	3 182 000,00 zł	7,5%	24 m-ce	22-paź-2015	22-paź-2017	Tak
4	H	7 000 000,00 zł	7,3%	24 m-ce	22-lut-2016	22-lut-2018	Tak
5	I	15 000 000,00 zł	7,1%	36 m-cy	14-lip-2016	14-lip-2019	Tak

Źródło: raport finansowy spółki.

Widać tendencję do obniżania ponoszonych kosztów odsetkowych, a także wydłużania okresu zapadalności obligacji, co również jest pozytywne. Ponownie należy zauważyć, że spłata obligacji, szczególnie ostatnio wyemitowanej serii I, może zależeć nie tylko od osiągniętych przez Kancelarię wyników w Polsce, ale również w Hiszpanii.

Analizując wskaźniki finansowe tradycyjnie zaczniemy od istotnego z punktu widzenia obligatariuszy wskaźnika zadłużenia.

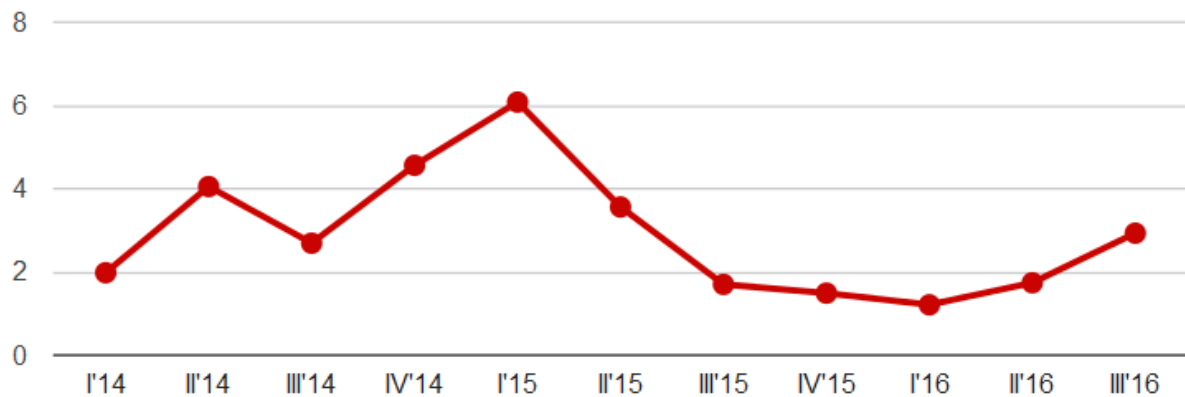


Źródło: sprawozdania finansowe spółki.

A ten, w związku z dynamicznym rozwojem spółki, wykazuje tendencję rosnącą, jednakże nie docierając jeszcze do poziomów ostrzegawczych.

Zestawiając go z dobrą sytuacją płynnościową spółki (ze względu na wykazywanie wierzytelności w aktywach krótkoterminowych nie ma co nawet analizować wskaźników płynności) wydaje się, że struktura finansowania spółki jest na obecnym etapie rozwoju odpowiednia.

Potwierdza to również poniższy wskaźnik, wg którego spółka w niecałe trzy lata (2,93) jest w stanie z generowanego zysku spłacić posiadane zadłużenie finansowe.

**Wskaźnik zadłużenia finansowego netto vs. zysk operacyjny powiększony o amortyzację**

Źródło: Obligacje.pl.

Podsumowując, Kancelaria Medius intensywnie się rozwija, rosną przychody i zyski spółki. Jednocześnie sytuacja finansowa spółki nie budzi większych zastrzeżeń. Warto jednak mieć na uwadze, że wszystkie wnioski zawarte w niniejszej analizie mają zastosowanie przy założeniach, że dokonywane przez Kancelarię Medius przeszacowania wiarytelności odzwierciedlają ich wartość godziwą oraz że działalność w Hiszpanii jest (lub okaże się) rentowna.



---

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.