

Grupa Kapitałowa BEST S.A.

Niniejszy raport kredytowy przedstawia sytuację finansową Grupy BEST S.A. (grupa, GK, spółka) po wynikach za 3Q17 pod kątem zdolności obsługi zadłużenia.

- GK BEST jest jednym z największych polskich windykatorów. Na koniec 3Q17 spółka zarządzała portfelem o bilansowej wartości 895 mln zł co plasowało spółkę na trzecim miejscu wśród notowanych windykatorów – za Krukiem (3,2 mld zł) i GetBack (2,0 mld zł).
- W 2017 r. BEST wygenerował 238 mln zł spłat, wobec 180 mln zł w 2016 r. Łączne oczekiwane spłaty z posiadanych portfeli na koniec 3Q17 szacowane są na blisko 2 mld zł, z czego 1,3 mld zł do realizacji w najbliższych 5 latach. W 2017 r. spółka zainwestowała w nowe portfele rekordowe 301 mln zł wobec 258 mln zł rok wcześniej.
- Zadłużenie netto BEST na koniec 3Q17 wynosiło 632 mln zł i implikowało wskaźnik długu netto do kapitałów własnych na poziomie 1,5x – zdecydowanie poniżej kowenantu 2,5x. Kowenant na tym poziomie ustanowiony jest na wszystkich seriach obligacji, których warunki są publiczne. Obligacje stanowiły 83% zadłużenia spółki na koniec 3Q17. Po dacie bilansowej spółka wykupiła obligacje serii C, oraz wyemitowała T1 i T2 i obecne zadłużenie netto może przekraczać 700 mln zł.
- W naszym przekonaniu ze względu na występującą w spółce lukę płynności (niedopasowanie tenoru finansowania do okresu spłat z portfela) przynajmniej część obligacji zapadających w 2020 r. i później będzie musiała być refinansowana. Ponadto spółka będzie sięgać po nowe finansowanie celem zakupów nowych portfeli.
- W ostatniej emisji publicznej BEST oferował inwestorom marżę 3,5% ponad WIBOR 3M za obligacje o 4-letnim tenorze. Na początku 2017 r. przy emisji o tej samej skali windykator uplasował 4,5-letnie papiery z marżą 3,3%. Biorąc pod uwagę, że obligacje spółki zapadające po 2019 r. notowane są z dyskontem, następne emisje mogą oferować oprocentowanie wyższe od ostatniej emisji.
- W ostatnich latach istotnie wzrosła konkurencja na rynku zakupów portfeli wierzycelności, głównie bankowych, co doprowadziło do silnego wzrostu cen. BEST aktywnie poszukuje okazji na innych rynkach i w 9M17 dwukrotnie zwiększył udział wierzycelności pozabankowych w swoim portfelu – do 12%.
- W 2017 r. BEST rozpoczął działalność na rynku włoskim inwestując do tej pory 12 mln EUR w zakupy portfeli. Rynek włoski ze względu na jego wielkość wielokrotnie przekraczającą rynek polski, oraz oczekiwania, że włoskie banki będą wyprzedawać swoje portfele NPL, uważany jest za perspektywiczny.

PROFIL SPÓŁKI:

Jeden z wiodących windykatorów na polskim rynku, rozpoczynający ekspansję zagraniczną.

Outstanding obligacji:

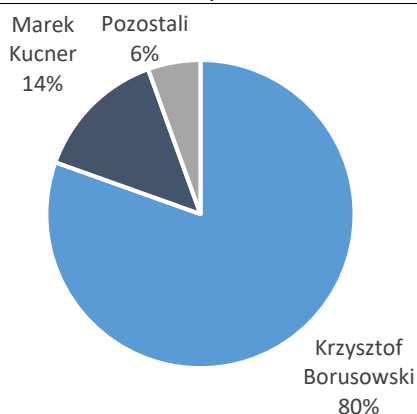
| Seria | m zł | YTM |
|-------------|------------|------|
| BST0418 | 45 | 5,1% |
| BST1018 | 50 | 4,7% |
| BST1218 | 7 | 3,9% |
| BST0319 | 35 | 5,5% |
| BSTL320 | 40 | 5,5% |
| BST0320 | 20 | 5,5% |
| BST0520 | 50 | 5,3% |
| BST0720 | 5 | 5,7% |
| BST0820 | 60 | 5,5% |
| X1* | 32 | n.d. |
| BST0121 | 20 | 5,3% |
| BST0321 | 10 | 5,3% |
| BST0421 | 50 | 5,7% |
| BST0821 | 30 | 5,2% |
| BST0921 | 60 | 5,5% |
| T2 | 30 | n.d. |
| BST0622 | 60 | 5,6% |
| BST0922 | 56 | 5,6% |
| Suma | 659 | |

* emisja w EUR, przeliczona na PLN

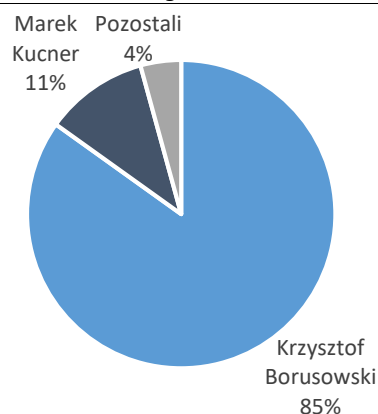
Opis spółki

GK BEST jest jedną z największych firm windykacyjnych w Polsce. Spółka została założona w 1994 r. i była liderem rynku sprzedaży ratalnej i świadczyła usługi pośrednictwa kredytowego. W 1997 r. miał miejsce jej debiut giełdowy. W 2002 r. spółka została przejęta przez obecnych dwóch głównych akcjonariuszy i przeszła reorganizację operacyjną i finansową i od tamtej pory działa na rynku wierzytelności. Na koniec 3Q17 spółka zarządzała portfelem wierzytelności o nominalnej wartości 15 mld zł. W przeciągu poprzedzających 12 miesięcy grupa BEST uzyskała 198 mln zł przychodów, z czego 91% pochodziło z inwestycji w wierzytelności. Spółka uzyskuje ponadto przychody z zarządzania funduszem sekurytyzacyjnym prowadzonym wraz z Hoist Finance. Grupa wypracowała zysk netto LTM (12 miesięcy zakończone 3Q17) 16,5 mln zł implikując marżę netto 8% (a wyłączając odpis na akcjach Kredyt Inkaso z 4Q16 – zysk netto 59 mln zł i marżę 30%).

Wykres: Akcjonariat. Udział w kapitale



Wykres: Akcjonariat. Udział w głosach



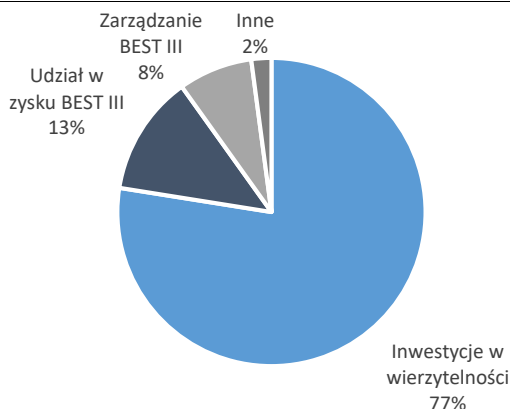
Źródło: Dane spółki

Źródło: Dane spółki

GK BEST prowadzi działalność na rynku wierzytelności poprzez kilka podmiotów zależnych i współzależnych. W skład podmiotów operacyjnych grupy wchodzi:

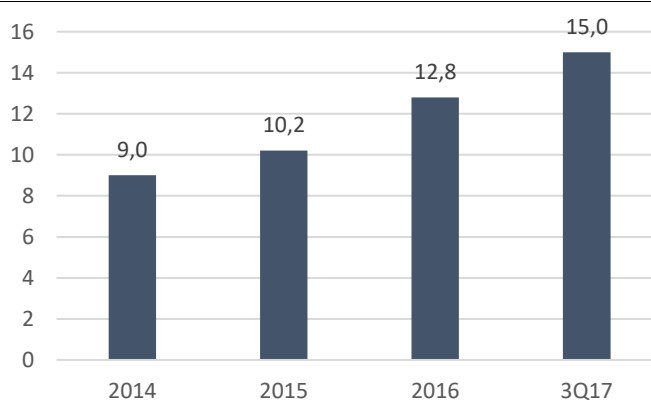
- Fundusze sekurytyzacyjne BEST I NSFIZ, BEST II NSFIZ i BEST IV NSFIZ – fundusze należące do grupy w 100% i stanowiące trzon działalności operacyjnej.
- Fundusz sekurytyzacyjny BEST III NSFIZ – fundusz założony został przy współpracy z Hoist Finance. Obydwa podmioty posiadają 50% udziałów w funduszu. BEST uzyskuje przychody z zarządzania wierzytelnościami funduszu, oraz z udziału w generowanych przez fundusz zyskach. Dystrybucja zysku prowadzona jest przez konsekwentne wykupywanie certyfikatów wyemitowanych przy założeniu funduszu. Fundusz konsolidowany jest metodą praw własności.
- BEST Capital Italy S.r.l. – spółka sekurytyzacyjna specjalnego przeznaczenia powołana w 2017 r. celem ekspansji na rynek włoski. BEST posiada 51% udziałów w podmiocie i konsoliduje go metodą pełną. Pozostałe udziały należą bezpośrednio do dwóch głównych akcjonariuszy BEST. Zgodnie ze strukturą nadwyżki środków generowane przez podmiot przekazywane są do inwestorów, obejmujących papiery emitowane przez podmiot – obecnie jedynym inwestorem pośrednio jest GK BEST.
- Kredyt Inkaso – spółka stowarzyszona. BEST posiada 33% udziału w spółce i nie posiada decydującego wpływu na działalność operacyjną spółki. Inwestycja w Kredyt Inkaso stanowi 9% bilansu BEST poprzez konsolidację metodą praw własności.

Wykres: Struktura przychodów LTM



Źródło: Dane spółki

Wykres: Nominalna wartość wierzytelności* (mld zł)



*uwzględnia wierzytelności zarządzane przez BEST III NSFIZ
Źródło: Dane spółki

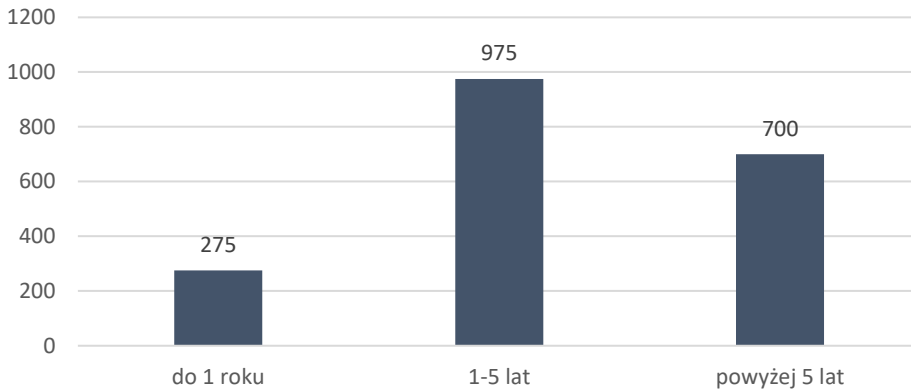
Portfele wierzytelności

GK BEST inwestuje w portfele wierzytelności detaliczne, korporacyjne oraz hipoteczne na rynku polskim. W 2017 r. spółka rozpoczęła działalność na rynku włoskim kupując pierwsze portfele wierzytelności. Grupa nie prowadzi obecnie działalności w zakresie inkaso, dlatego zdecydowana większość nabywanych wierzytelności nie była przez nią serwisowana. Większość portfeli w posiadaniu spółki to wierzytelności bankowe, jednakże w obliczu narastającej konkurencji na rynku zakupów portfeli wśród polskich windykatorów spółka stopniowo zwiększa zakupy portfeli z innych segmentów. Na koniec 3Q17 portfele bankowe stanowiły 88% wierzytelności zarządzanych przez spółkę, wobec 95% jeszcze w 2015 r. Intensywna konkurencja na rynku zakupów była również katalizatorem decyzji o ekspansji zagranicznej – tą ścieżką podążają również pozostali główni gracze na rynku.

Nominalna wartość portfela wierzytelności zarządzanego przez BEST na koniec 3Q17 wynosiła 15 mld zł. Wierzytelności o nominalnej wartości 11,6 mld zł należą bezpośrednio do BEST, 3,4 mld zł natomiast do BEST III w którym spółka posiada 50% udziałów. Uwzględniając proporcjonalny udział spółki w portfelu wierzytelności, nominalna wartość portfela przynależnego grupie BEST wynosiła 13,3 mld zł.

Szacowane nominalne spłaty z portfeli, ważone prawdopodobieństwem (ERC) portfeli bezpośrednio należących do BEST na koniec 3Q17 wynosiły 1,7 mld zł, co implikowało oczekiwaną spłatę 14% nominalnej wartości portfela. Wartość ta uległa podwyższeniu w stosunku do końca 2016 r. (13%) i 2015 r. (9%). Wartość bilansowa portfela wierzytelności BEST na koniec 3Q17 wynosiła 791 mln zł co stanowiło 6,9% nominału posiadanych wierzytelności. Tutaj również obserwowany jest wzrost w stosunku do poprzednich okresów – na koniec 2016 r. stosunek wynosił 6,5%, na koniec 2015 r. natomiast 4,8%. Uwzględniając proporcjonalny udział w BEST III na koniec 3Q17 ERC wynosiło 1 950 mln zł, z czego spłaty 275 mln zł spółka oczekiwała w następnych 12 miesiącach. ERC w przeciągu najbliższych 5 lat implikują oczekiwane spłaty ok. 240 mln zł rocznie z obecnie posiadanego portfela.

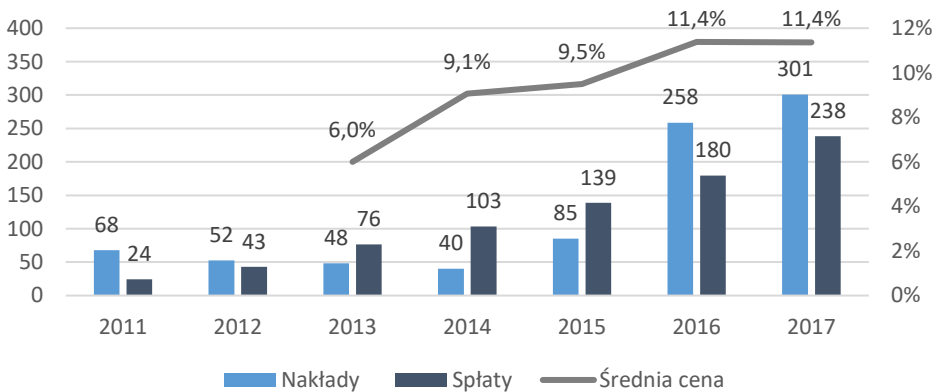
Wykres: ERC przynależne BEST (mln zł)



Źródło: Dane spółki

W całym 2017 r. grupa BEST uzyskała 238 mln zł spłat z portfeli wierzytelności, w tym samym czasie przeznaczyła 301 mln zł na nabycie kolejnych portfeli. Średnia cena płacona przez spółkę za nominal wierzytelności w 2017 r. wyniosła 11,4% czyli tyle samo co w 2016 r., jednakże zauważalna jest tendencja wzrostu ceny w miarę zwiększania akcji inwestycyjnej. W kalkulacji uwzględniono BEST III NSFIZ proporcjonalnie do udziałów grupy, Zestawienie nie uwzględnia nakładów ponoszonych przez Kredyt Inkaso, ani wartości inwestycji w tę spółkę.

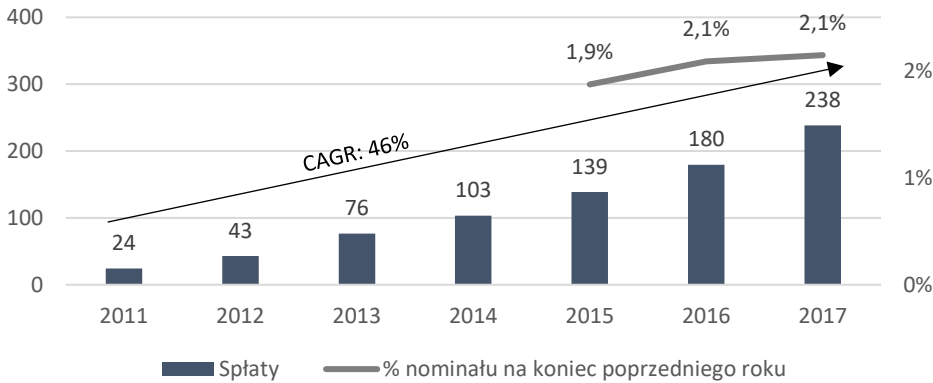
Wykres: Nakłady na i spłaty z portfela wierzytelności należnego BEST (mln zł)



Źródło: Dane spółki, obliczenia własne Michael/Ström DM

Spłaty z portfeli w 2017 r. wyniosły rekordowe 238 mln zł (wzrost o 33% r/r). W stosunku do wartości nominalnej portfela wierzytelności na koniec 2016 r. stanowiły one 2,1%. Portfele wierzytelności generują w spółce najwyższe spłaty w okresie od 2 do 3 lat od zakupu, dlatego można oczekiwać, że wzmożona akcja inwestycyjna lat 2016-17 powinna przełożyć się na dalszą poprawę generowanych spłat z portfeli w najbliższych okresach sprawozdawczych.

Wykres: Spłaty w stosunku do nominalnej wartości portfela na koniec poprzedniego roku (mln zł)



Źródło: Dane spółki, obliczenia własne Michael/Ström DM

Strategia

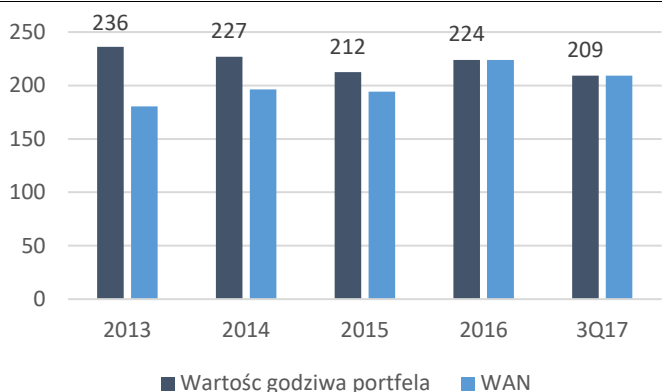
Strategią BEST jest nabywanie portfeli wierzytelności na własny rachunek i zwiększanie skali działalności. Spółka swojej przewagi konkurencyjnej szuka w optymalizacji procesów i sprawnym systemie IT, co pozwala jej sięgać po bardziej rozdrobnione portfele (telekomunikacyjne, pożyczki chwilówki) w stosunku do konkurentów. Spółka nie prowadzi działalności w zakresie inkasa, która pozwala na poznanie części portfeli wystawianych na sprzedaż przed przystąpieniem do przetargu poprzez wcześniejsze jego serwisowanie. Działalność na rynku inkasa była nierentowna i zdaniem zarządu spółki uzyskiwana wiedza nie racjonalizowała ponoszenia kosztów w tym zakresie. Ze względu na rosnącą konkurencję na polskim rynku zakupów portfeli wierzytelności, oraz postępującą konsolidację rynku, spółka dostosowuje swoją działalność na panujących warunków. Do najistotniejszych działań ostatnich lat podjętych przez BEST należały:

- Koinwestycje – 2005 r. we współpracy z Copernicus Capital BEST I NSFIZ, oraz 2011 r. we współpracy z Hoist Finance BEST III NSFIZ
- 2015 r. - Próba fuzji z Kredyt Inkaso
- Rozwój systemu informatycznego i sięgnięcie po portfele pozabankowe
- 2017 r. - Wejście na rynek włoski

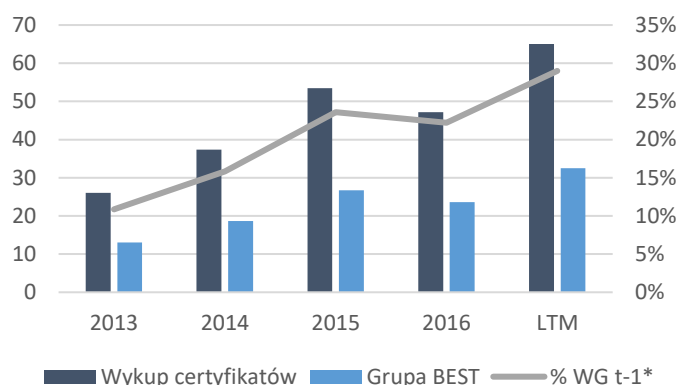
Koinwestycje

W zakresie koinwestycji na szczególną uwagę zasługuje podmiot BEST III NSFIZ. Spółka otworzyła fundusz w 2011 r. we współpracy z Hoist Finance. Best objął w funduszu 50% udziałów. Fundusz pozyskał kapitał poprzez emisję certyfikatów na rzecz BEST oraz Hoist w kwocie 117 mln zł, oraz bezpośrednio emisję obligacji na 111 mln zł – łącznie 228 mln zł pozyskanego kapitału w latach 2011-13, które zostały przeznaczone na inwestycje w portfel wierzytelności. Bezpośrednie zaangażowanie grupy w to przedsięwzięcie szacujemy zatem na blisko 60 mln zł. W bilansie spółki inwestycja w BEST III NSFIZ rozpoznawana jest jako 50% (udział BEST) jej wartości aktywów netto. Po wykupieniu ostatniej transzy obligacji w czerwcu 2016 r. wartość ta w naszym przekonaniu jest właściwie tożsama z wartością godziwą portfela wierzytelności funduszu czyli 210 mln zł. Szacujemy, że w latach 2012-3Q17 grupa BEST uzyskała wypłaty z funduszu w kwocie około 110 mln zł. Szacujemy, że przy obecnym stosunku wartości godziwej portfela funduszu do generowanych spłat, portfel będzie w stanie wygenerować w przeciągu najbliższych 5 lat 130-160 mln zł czyli 65-80 mln zł bezpośrednio dla grupy BEST. Spółka nie wyklucza dalszych koinwestycji w portfele wierzytelności, w tym na rynkach zagranicznych.

Wykres: Wartość portfela i aktywów netto BEST III NSFIZ (mln zł)



Wykres: Wartość wypłat dla udziałowców w stosunku do wartości godziwej portfela roku poprzedniego (mln zł)



Źródło: Dane spółki, obliczenia własne Michael/Ström DM

*wykup certyfikatów w stosunku do wartości godziwej portfela na koniec poprzedniego okresu
Źródło: Dane spółki, obliczenia własne Michael/Ström DM

Konsolidacja branży

Przy silnie konsolidującej się branży BEST podjął się aktywnego uczestnictwa w tym procesie poprzez fuzję z konkurencyjnym Kredyt Inkaso. W 2015 r. BEST kupił od AGIO RB FIZ pakiet 29,4% akcji Kredyt Inkaso za 152 mln zł (40 zł za akcję) i rozpoczął współpracę z zarządem KI dotyczących integracji operacyjnej tych podmiotów, wraz z fuzją przedsiębiorstw. Przedsiębiorstwa nie doszły do porozumienia w zakresie procesu fuzji operacyjnej i kapitałowej i negocjacje stanęły w miejscu. Trwający impas i narastającą nerwową atmosferę wokół procesu wykorzystał fundusz Waterland Private Equity Investments obejmując w wezwaniu na akcje Kredyt Inkaso kontrolny pakiet 61% udziału w Kredyt Inkaso płacąc 25 zł za walor.

Obecnie BEST występuje w roli pasywnego inwestora w Kredyt Inkaso bez decydującego wpływu na działalność spółki. Obecna wartość bilansowa inwestycji (3Q17) jest zbliżona do wyceny implikowanej z ceny zapłaconej za pakiet kontrolny w wezwaniu funduszu Waterland i wynosi 107 mln zł. Zarząd BEST pozytywnie ocenia działania funduszu w KI z perspektywy budowania wartości, oraz podtrzymuje stanowisko że integracja podmiotów przyniosłaby istotne synergie, które przy inwestycji w pakiet szacowała na ponad 400 mln zł w okresie 4 lat.

Wobec BEST toczy się również postępowanie z powództwa Kredyt Inkaso, wytoczone przez spółkę za kadencji poprzedniego zarządu na kwotę 61 mln zł. Zarzut dotyczył bezpośredniego przyczynienia się do wypowiedzenia umów z Kredyt Inkaso przez fundusze Trigon i AGIO poprzez rozpowszechnianie nieprawdziwych informacji. Best uważa zarzuty za bezpodstawne, nowy zarząd KI ani przedstawiciele Waterland nie publikowali stanowiska w tej sprawie.

Ekspansja zagraniczna

W 2017 r. na rynku włoskim BEST zainwestował 12 mln EUR w portfele wierzytelności o wartości nominalnej 278 mln EUR, czyli po cenie 4,3% za nominał. Są to ceny istotnie niższe niż uzyskiwane na naszym rynku. Spółka odstąpiła od zakupu dwóch portfeli o łącznym nominale 364 mln EUR, o których wstępnym zakupie wcześniej informowała. BEST wskazuje, że stara się być ostrożnym na nowym rynku i odstępuje od transakcji w przypadku pojawienia się wątpliwości zarówno formalno-prawnych jak i oczekiwanych stóp zwrotu. Niemniej spółka nadal poszukuje okazji do zakupów.

BEST zakłada rozwój na rynkach zagranicznych poprzez kupowanie portfeli wierzytelności na własny rachunek i wykorzystywanie swojego doświadczenia w zakresie procesów odzyskiwania wierzytelności zdobytego na polskim rynku. Jednocześnie spółka nie wyklucza współpracy z zewnętrznymi inwestorami i konstrukcja podmiotu BEST Capital Italy S.r.l. przewiduje taką możliwość. Spółka nie poszukuje aktywnie możliwości inwestycji w portfel, którego nie będzie obsługiwała. W dalszej perspektywie BEST rozważa pozostałe rynki Europy Południowej takie jak Grecja czy Hiszpania, jednak dopóki nie ustabilizuje operacyjnie działań na rynku włoskim potencjalne inwestycje traktuje oportunistycznie.

Włoski rynek NPL warty jest 350 mld EUR według szacunków Thomson Reuters, a działalność firm windykacyjnych nie jest tak spopularyzowana jak w Polsce. Dla porównania na koniec 2Q17 wartość zagrożonych kredytów polskiego sektora bankowego według KNF wynosiła 71 mld zł. Presja ze strony Europejskiego Banku Centralnego na poprawę jakości bilansów włoskich banków rozbudziła oczekiwania, że będą one zmuszone sprzedać istotną część swoich zagrożonych kredytów. To z kolei wzbudziło zainteresowanie windykatorów – wejście na rynek włoski w 2017 r. ogłosiła też Intrum Justitia. Kruk obecny jest na rynku włoskim od 2015 r. i na koniec 3Q17 wartość godziwa jego portfela we Włoszech wynosiła 600 mln zł, spółka nie podaje wartości nominalnej włoskiego portfela. Obecnie największymi graczami na rynku włoskim są DoBank z 80 mld EUR aktywów w zarządzaniu oraz Cerved Credit Management z 12 mld EUR.

Analiza Finansowa

1. Rachunek wyników

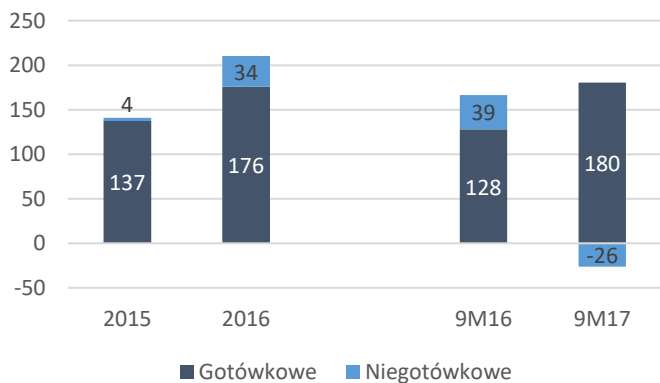
Przychody

Grupa BEST uzyskuje przychody głównie ze spłat wierzytelności, które ujmowane są w przychodach w ujęciu gotówkowym. Działalność w ramach BEST III NSFIZ wykazywana jest w rachunku wyników na poziomie przychodów poprzez opłatę za zarządzanie wierzytelnościami funduszu oraz wynik na udziale w funduszu. To oznacza, że poza proporcjonalnym udziałem w zyskach grupa BEST uzyskuje ponadto przychody z tytułu zarządzania tym portfelem. W chwili podjęcia decyzji przez udziałowców o realizacji zysków fundusz dokonuje wykupu certyfikatów, wyemitowanych przy tworzeniu funduszu. W przychodach grupy BEST wykazywana jest zarówno różnica pomiędzy kwotą wykupu, a historycznym kosztem zakupu certyfikatu, jak i implikowana zmiana wyceny pozostałych w posiadaniu certyfikatów. W przychodach wykazywana jest również aktualizacja wartości portfela wierzytelności bezpośrednio należącego do BEST, oraz aktualizacja wartości udziałów w Kredyt Inkaso, które są przychodami niegotówkowymi. Po 9M17 spółka wypracowała przychody na poziomie 154 mln zł, na które składały się pozycje gotówkowe, oraz niegotówkowe:

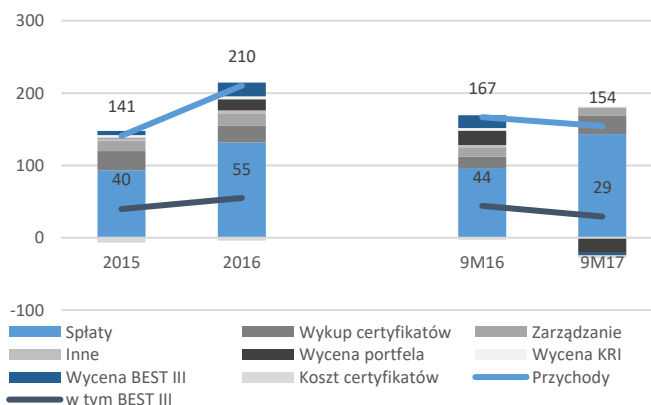
1. Gotówkowe
 - Spłaty: 143 mln zł
 - Wykup certyfikatów BEST III NSFIZ: 25 mln zł
 - Opłata za zarządzanie BEST III NSFIZ: 12 mln zł
 - Inne: 0,6 mln zł
2. Niegotówkowe
 - Aktualizacja wyceny portfela wierzytelności: -21 mln zł
 - Zmiana wartości udziału w Kredyt Inkaso: 2 mln zł
 - Zmiana wartości udziału w BEST III NSFIZ: -4 mln zł
 - Koszt nabycia wykupionych certyfikatów: -4 mln zł.

Przychody grupy BEST w 9M17 wyniosły 154 mln zł i były niższe w ujęciu r/r o 7%. Biorąc pod uwagę jedynie przychody gotówkowe przychody wyniosły 180 mln zł i wzrosły w stosunku do 9M16 o 41% r/r. Za wzrost przychodów gotówkowych odpowiadał główny składnik przychodów spółki – spłaty z portfeli wierzytelności, które wzrosły do 143 mln zł, czyli o 49% r/r.

Wykres: Struktura przychodów (mln zł)



Wykres: Struktura przychodów (mln zł)



Źródło: Dane spółki

*uwzględnia wierzytelności zarządzane przez BEST III NSFIZ
Źródło: Dane spółki

EBITDA gotówkowa

Grupa BEST publikuje trzy poziomy wyniki EBITDA gotówkowa: EBITDA gotówkowa BEST, skorygowana EBITDA gotówkowa, oraz pełna EBITDA gotówkowa. Pierwszy z wymienionych bierze pod uwagę jedynie własną działalność BEST (wliczając również przychody za zarządzanie funduszem BEST III). Skorygowana EBITDA gotówkowa uwzględnia proporcjonalny udział spółki w generowanym wyniku EBITDA gotówkowa funduszu BEST III. Pełna EBITDA gotówkowa natomiast uwzględnia ponadto proporcjonalny udział spółki w wyniku EBITDA generowanym przez Kredyt Inkaso, w którym na koniec 3Q17 posiadała 33% udział.

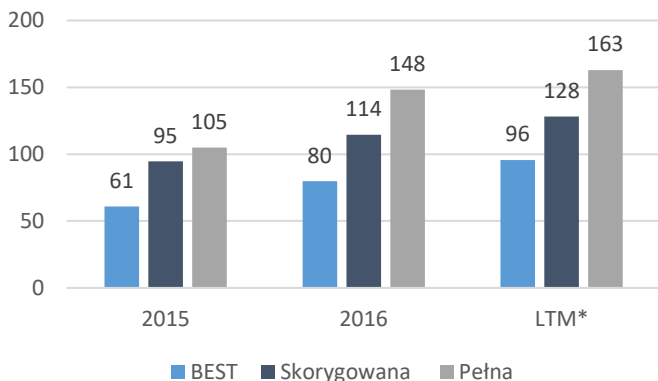
W naszej ocenie skorygowana EBITDA gotówkowa jest najbardziej wiarygodnym miernikiem zdolności spółki do generowania przepływów pieniężnych. Jednocześnie o ten właśnie wynik oparty jest program motywacyjny w spółce. Spółka nie posiada kontroli nad Kredyt Inkaso, a jej przepływy pieniężne z tej inwestycji ograniczone są do potencjalnych dywidend, dlatego uważamy uwzględnianie tego wyniku w kalkulacji za obarczone mniejszą wiarygodnością. O wynik pełnej EBITDA gotówkowej oparty jest kowenant na obligacjach serii L1.

Kalkulacja wyniku EBITDA gotówkowa oparta jest o formułę przychodów gotówkowych pomniejszonych o koszty operacyjne bez amortyzacji. W kalkulacji wyniku dla BEST nie jest uwzględniany wynik na inwestycji w BEST III (wykup certyfikatów, zmiana ich wartości) a jedynie opłaty za zarządzanie owym. W przypadku obliczania wyniku pełna EBITDA gotówkowa spółka dysponuje jedynie publicznymi raportami Kredyt Inkaso, która ma przesunięty rok obrotowy i inne terminy raportowania, z tego względu najnowsze dostępne dane finansowe Kredyt Inkaso nie zawsze odpowiadają okresom sprawozdawczym spółki. W kalkulacji pełna EBITDA gotówkowa dla potrzeb kowenantu na obligacjach na koniec 3Q oraz 1Q uwzględniane są dane Kredyt Inkaso za ostatnie 9 miesięcy zamiast 12 ze względu na dostępność danych. Dane korygowane są wstecznie po publikacji raportów KRI.

Skorygowana EBITDA gotówkowa BEST za ostatnie 12 miesięcy wyniosła 128 mln zł (wzrost o 12% względem 2016 r. i 35% względem 2015 r.). W stosunku do przychodów gotówkowych spółki implikowało to spadek marży do 56% z 65% w 2016 r. i 69% w 2015 r. Główną przyczyną spadku rentowności spółki jest wzrost kosztów operacyjnych związanych ze wzmożonym procesem przekazywania wierzytelności na drogę sądową. W związku z projektem zmian do Kodeksu Cywilnego wierzytelności objęte tytułem wykonawczym mają ulegać przedawnieniu po 6 latach, wobec 10 lat poprzednio. Spółka dostosowuje swój portfel do szykowanych zmian i procesuje sprawy narażone na ryzyko przedawnienia celem uzyskania tytułu wykonawczego. Koszty bezpośrednio związane z tym procesem spółka szacuje na 20 mln zł w 9M17 z czego 15,7 mln zł w samym 3Q17. Opłaty sądowe, których zwrotu spółka oczekuje nie zostały ujęte w kosztach, a skapitalizowane na bilansie grupy w postaci należności, które wzrosły w 3Q17 o 18 mln zł do poziomu 25 mln zł. W

przypadku, gdy pomimo oczekiwań opłaty nie zostaną zwrócone zwiększą one koszty w przyszłości, co uważamy za mało prawdopodobne.

Wykres: EBITDA gotówkowa BEST



* Pełna EBITDA gotówkowa LTM szacowana przez Michael/Ström DM
Źródło: Dane spółki, obliczenia własne Michael/Ström DM

Zysk netto

Zysk netto GK BEST za ostatnie 12 miesięcy wyniósł 16,4 mln zł i implikował 8% marży netto. Wyniki zostały zaburzone odpisem na wartości inwestycji w Kredyt Inkaso na 42 mln zł dokonany w 4Q16. Poprzednio spółka dokonywała odpisu w 2Q16 i wtedy wyniósł on 27 mln zł. Eliminując wpływ odpisów na zysk netto, skorygowany zysk netto grupy BEST za ostatnie 12 miesięcy wyniósł 58,6 mln zł i implikował 30% marżę. Wynik był niższy o 46% względem 2016 r. i 29% względem roku 2015, gdy GK BEST raportowała skorygowaną marżę netto na poziomie odpowiednio 51% i 58%. Zwracamy uwagę, że ze względu na fakt, iż zysk netto nie eliminuje wpływu przychodów niegotówkowych spółki jego wartość jako miernika sytuacji płynnościowej jest niepełna.

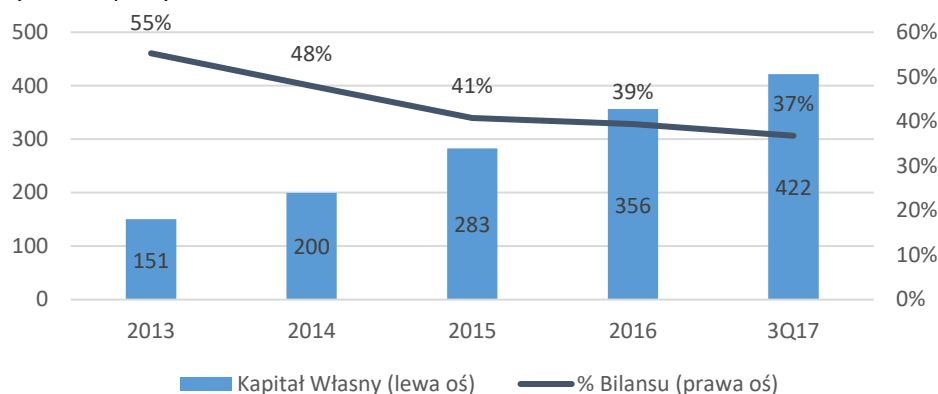
Ze względu na prowadzenie działalności poprzez struktury FIZ, które przedmiotowo są zwolnione z podatku dochodowego, efektywna stopa podatkowa podobnie jak u pozostałych windykatorów jest niska i wynosi poniżej 5%. Obciążenie wyniku EBIT kosztami finansowania zewnętrznego wyniosło w przeciągu ostatnich 12 miesięcy 37%, w porównaniu do odpowiednio 20% i 21% w 2016 r. i 2015 r. co było wynikiem wspomnianego wcześniej obniżenia wyniku przez koszty sądowe.

1. Bilans

Suma bilansowa grupy na koniec 3Q17 wynosiła 1 147 mln zł. Na aktywa składały się głównie portfele wierzytelności, które z kwotą 791 mln zł stanowiły 69% bilansu. W tej pozycji wykazywane są jedynie portfele należące bezpośrednio do grupy BEST. Udziały w BEST III NSFIZ miały wartość bilansową 105 mln zł i stanowiły 9% bilansu spółki. Podobną wartość bilansową miała inwestycja w Kredyt Inkaso – 107 mln zł. Wartość była zbliżona do rynkowej wartości posiadanego pakietu, która na koniec 3Q17 wynosiła 108 mln zł. W ostatnich miesiącach nastąpiła istotna przecena na akcjach polskich windykatorów, w tym Kredyt Inkaso, i w chwili obecnej implikowana wartość pakietu wynosi 75 mln zł. Obecny free float KRI wynosi jedynie niewiele ponad 5% przez co kurs akcji jest wahliwy i ma mniejszą wiarygodność wyceny aktywa, dlatego nie uważamy, aby spadek kursu był przesłanką dla odpisu wartości bilansowej inwestycji w kolejnych kwartałach. Wycena pakietu na koniec 3Q17 implikowała wartość jednej akcji KRI w wysokości 25,11 zł – w 2016 r. fundusz Waterland przy przejmowaniu pakietu kontrolnego w spółce płacił 25 zł za akcje w pierwszym terminie zapisów, następnie 20 zł za akcję w drugim. W aktywach grupy widnieją również pozostałe należności na 25 mln zł, na które składają się głównie opłaty sądowe o których pisaliśmy wcześniej. Na koniec 3Q17 grupa posiadała 77 mln zł środków pieniężnych.

Grupa finansuje swoją działalność głównie zadłużeniem, które stanowiło 62% jej pasywów. Kapitał własny na koniec 3Q17 wynosił 422 mln zł i stanowił 37% bilansu. BEST nie wypłaca dywidend a generowane zyski zasilają kapitały własne prowadząc do ich konsekwentnego wzrostu. Silna akcja inwestycyjna w kolejne portfele wierzytelności finansowana głównie długiem zwiększa wartość bilansu w szybszym tempie prowadząc do spadku udziału kapitałów w bilansie. BEST zobowiązał się w warunkach emisji obligacji kilku serii do niewypłacania dywidendy. BEST nie będzie wypłacał dywidend do 10 marca 2020 r., a do 1 marca 2021 r. nie może wypłacić na poczet dywidendy powyżej 50% skonsolidowanego zysku netto.

Wykres: Kapitały własne



Źródło: Dane spółki, obliczenia własne Michael/Ström DM

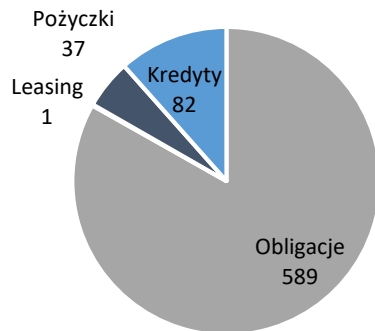
2. Zadłużenie, płynność

Dług brutto grupy BEST na koniec 3Q17 wynosił 709 mln zł i był wyższy o 61% w ujęciu r/r. Przy stanie gotówki na poziomie 77 mln zł dług netto wynosił 632 mln zł. Spółka finansuje swoją działalność głównie poprzez obligacje, które na koniec 3Q17 stanowiły 83% zadłużenia. Od 2016 r. spółka rozpoczęła finansowanie kredytami, których wartość bilansowa na koniec 3Q17 wynosiła 82 mln zł i stanowiła 12% zadłużenia. Wśród banków finansujących działalność grupy BEST znajdują się ING, BZ WBK, BGŻ BNP Paribas oraz BPI (zależny od Getin Noble). 5% zadłużenia spółki (36,5 mln zł) stanowią pożyczki od głównych akcjonariuszy, których oprocentowanie według naszych szacunków wynosi ok. 3,5%. Na koniec 3Q17 zadłużenie krótkoterminowe spółki wynosiło 178 mln zł i pokryte było stanem gotówki w 43%.

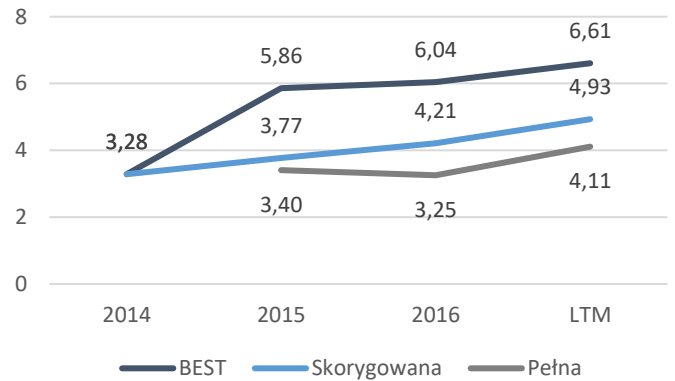
Po dacie bilansowej nastąpiły publiczne emisje obligacji T1 na 56 mln zł w listopadzie 2017 r., oraz T2 na 30 mln zł z marca 2018 r. W chwili publikacji tego raportu seria T2 wyczerpała pulę zapisów a dzień emisji planowany jest na 9 marca. Od zakończenia 3Q17 (17. stycznia) nastąpił ponadto wykup obligacji serii C o wartości 20 mln zł. Łącznie w wyniku wskazanych wydarzeń zadłużenie brutto spółki uległo zwiększeniu o 66 mln zł. Spółka w grudniu 2017 r. otworzyła również linię kredytową w BGŻ BNP Paribas na 50 mln zł, jednak nie szacujemy wykorzystania ani spłaty żadnej z otwartych linii kredytowych po dacie bilansowej.

Biorąc pod uwagę powyższe transakcje na zadłużeniu, komunikat o wartości nakładów (101 mln zł) i spłat (62 mln zł) z portfeli wierzytelności w 4Q17, oraz przeciętny poziom kwartalnych kosztów operacyjnych i finansowych szacujemy, że zadłużenie netto spółki od zakończenia 3Q17 mogło wzrosnąć o blisko 100 mln zł co przy poziomie zadłużenia na koniec 3Q17 oznaczałoby wzrost o około 15%. Według naszych szacunków, nawet zakładając brak wzrostu kapitałów własnych od zakończenia 3Q17 poziom zadłużenia pozostawałby istotnie poniżej kowenantów (2,5x do KW) oraz poziomów wskazywanych przez zarząd jako graniczne akceptowalne (2,0x KW).

Wykres: Struktura zadłużenia BEST (3Q17, mln zł)



Wykres: Dług netto/EBITDA gotówkowa



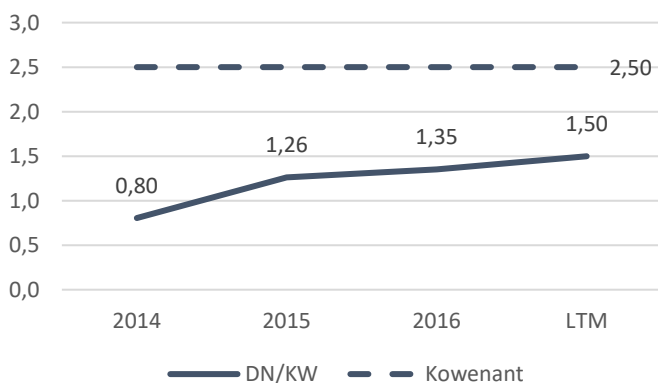
Źródło: Dane spółki

Źródło: Dane spółki, obliczenia Michael/Ström DM

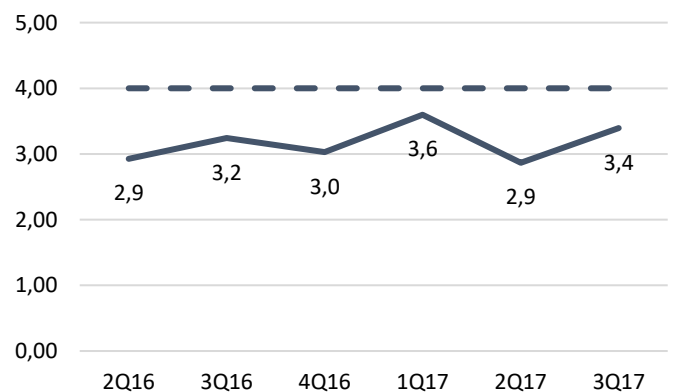
Kowenanty

Stosunek długu netto do kapitałów własnych na koniec 3Q17 wynosił 1,50x wobec kowenantu na większości serii obligacji na poziomie 2,5x. Wraz z trwającą akcją inwestycyjną spółki stosunek zadłużenia do kapitałów własnych konsekwentnie wzrasta, pozostając jednak nadal na bezpiecznych poziomach. Do zrównania wskaźnika z kowenantem grupa może zwiększyć swoje zadłużenie netto o kolejne 422 mln zł czyli o 67% zadłużenia netto względem stanu na koniec 3Q17. Kowenant na zależności zadłużenia netto do kapitałów własnych ustanowiony jest na wszystkich seriach obligacji o publicznie znanych warunkach naruszenia o łącznej wartości nominalnej 597 mln zł, czyli złamanie kowenantu postawiłoby w stan wymagalności powyżej 90% zadłużenia spółki. Kowenanty serii X1 są niepubliczne, T2 natomiast jeszcze nieupublicznione.

Wykres: Dług netto/kapitały własne



Wykres: Kowenant Pełne zadłużenie finansowe netto minus nadwyżka inwestycji w stosunku do pełnej EBITDA gotówkowej.



Źródło: Dane spółki

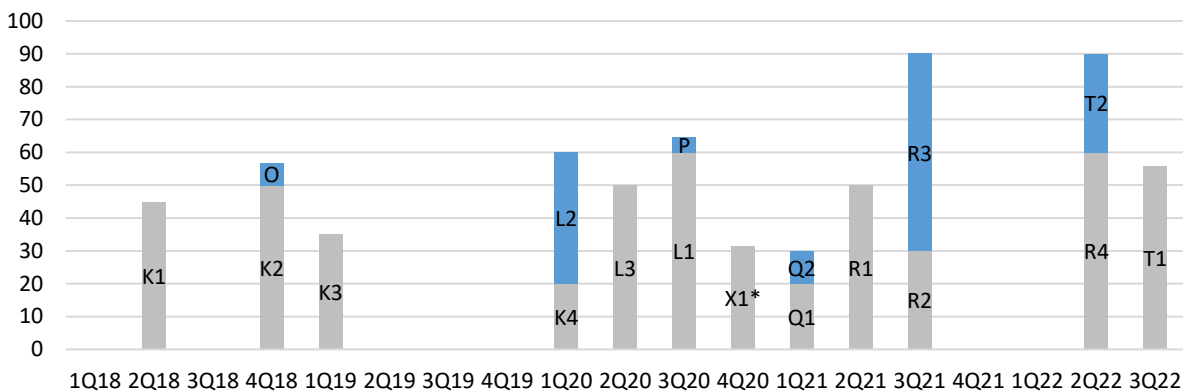
Źródło: Dane spółki

Na obligacjach serii L1 (o wartości 60 mln zł) zapadających w sierpniu 2020 r. został ponadto ustanowiony kowenant na wskaźniku (pełne zadłużenie finansowe netto – nadwyżka inwestycji) / pełna EBITDA gotówkowa. Wskaźnik nie może przekroczyć poziomu 4,0x przez dwa kwartały z rzędu, a na koniec 3Q17 wynosił 3,39x. Zarówno pełne zadłużenie finansowe netto jak i pełna EBITDA gotówkowa uwzględniają proporcjonalny udział w odpowiednich pozycjach Kredyt Inkaso. Nadwyżka inwestycji definiowana jest jako różnica wydatków netto (pomniejszonych o sprzedaż portfeli) na portfele wierzytelności w okresie ostatnich 12 miesięcy, a tą samą pozycją poprzedniego analogicznego okresu. Z jednej strony kowenant w niemalym stopniu zależy od wyników i działań Kredyt Inkaso, na które BEST nie ma decydującego wpływu, z drugiej jednak strony zapis o dwóch kwartałach z rzędu daje czas spółce na dostosowanie się do zmieniających się warunków. Istotnym jest, że kowenant poza funkcją hamującą procedurę nadmiernego zadłużania się, kontroluje również skalę akcji inwestycyjnej. Ceteris paribus spółka jest w stanie zwiększyć zadłużenie netto o 93 mln zł do zrównania się z kowenancem. Ze względu na konstrukcję wskaźnika (w tym nie zawsze odpowiadające okresy sprawozdawcze BEST i Kredyt Inkaso) charakteryzuje się on dużą zmiennością, jak widać na powyższym wykresie.

Na obligacjach serii K4, L1, O, P, Q1 oraz Q2 ustanowione zostały ograniczenia w stosunku do wypłaty dywidendy oraz skupu akcji własnych. Spółka nie może wypłacać dywidendy do marca 2020 r. (zapadalność serii K4) – w pozostałych seriach zapadalność następuje we wcześniejszym terminie, lub posiadają zapis znoszący ograniczenie po określonej dacie, wcześniejszej niż wykup K4. Analogiczny zakaz skupu akcji własnych zostanie zniesiony w sierpniu 2020 r. wraz z zapadnięciem serii L1.

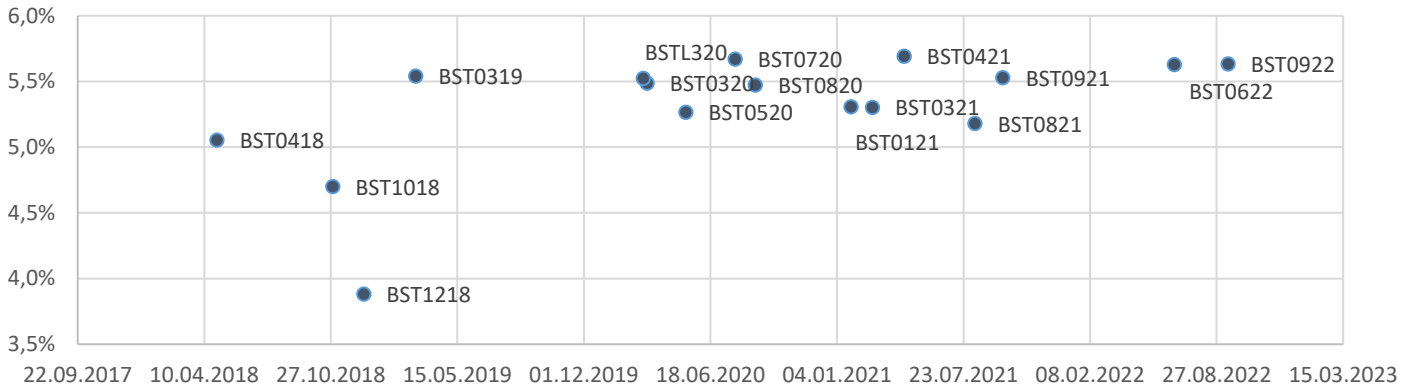
Zadłużenie z tytułu obligacji BEST na koniec 3Q17 wynosiło 589 mln zł, na które składało się 17 serii obligacji, z czego 16 notowanych na rynku Catalyst. Po dacie bilansowej spółka wykupiła obligacje serii C o wartości nominalnej 20 mln zł, oraz wyemitowała obligacje serii T1 i T2 na łącznie 86 mln zł. Obecne zadłużenie z tytułu obligacji wynosi więc 659 mln zł w 18 seriach, z czego 16 jest notowanych (seria T1 trafiła już do obrotu, seria T2 będzie notowana).

Wykres: Harmonogram zapadalności obligacji BEST



Źródło: *obligacje w EUR, Dane spółki

Wykres: Rentowność do wykupu notowanych obligacji BEST



Źródło: GPW Catalyst, obliczenia Michael/Ström DM

Rentowności do wykupu obligacji BEST zapadających w 2020 r. i później wahają się w przedziale 5,2%-5,7%. Zwracamy uwagę, że w zdecydowanej większości notowane są one z dyskontem do ceny nominalnej – dla obligacji zapadających w 2021 r. dyskonto wynosi 0,5%-1,9% do ceny nominalnej, w przypadku zapadających w 2022 r. dyskonto wynosi 2,0%-2,3% do ceny nominalnej. To może sugerować, że inwestorzy w nowych emisjach będą oczekiwać kuponu wyższego niż w dotychczasowych gdzie za 4,5-letnie papiery BEST oferował 3,3% marży ponad WIBOR. Ta tendencja już trwa, gdyż za emitowane w ostatnim czasie obligacje serii T2 BEST płaci 3,5% ponad WIBOR przy 4-letnim tenorze. Aby wyrównać rentowność brutto implikowaną przez serię BST0622 (czyli oferującą najwyższą rentowność spośród zapadających w 2022 r.) emisja T2 musiałaby oferować ok. 3,9% marży. Zwracamy uwagę, że dla powodzenia kolejnych emisji publicznych spółka może jeszcze nieznacznie zwiększyć oferowaną marżę.

| | K1 | K2 | K3 | K4 | L1 | L2 | L3 | O | P | Q1 | Q2 | R1 | R2 | R3 | R4 | X1 | T1 | T2 |
|----------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|------------|------------|
| Nazwa skrócona Catalyst | BST0418 | BST1018 | BST0319 | BST0320 | BST0820 | BSTL320 | BST0520 | BST1218 | BST0720 | BST0121 | BST0321 | BST0421 | BST0821 | BST0921 | BST0622 | n.d. | BST0922 | n.d. |
| Wartość emisji (mln zł) | 45,0 | 50,0 | 35,0 | 20,0 | 60,0 | 40,0 | 50,0 | 6,8 | 4,7 | 20,0 | 10,0 | 50,0 | 30,0 | 60,0 | 60,0 | 31,5 | 55,8 | 30,0 |
| Wartość nominalna (zł) | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| Dzień wykupu | 30.04.2018 | 30.10.2018 | 10.03.2019 | 10.03.2020 | 28.08.2020 | 04.03.2020 | 10.05.2020 | 18.12.2018 | 27.07.2020 | 26.01.2021 | 01.03.2021 | 20.04.2021 | 10.08.2021 | 23.09.2021 | 21.06.2022 | 08.12.2020 | 14.09.2022 | 09.03.2022 |
| Stopa referencyjna WIBOR | 3M | - | 3M | 3M | 3M | 3M | 3M | 3M | 3M | 3M | 3M | 3M | 3M | 3M | 3M | EURIBOR 12M | 3M | 3M |
| Marża | 3,80% | 6,00% | 3,30% | 3,50% | 3,60% | 3,80% | 3,50% | 3,10% | 3,50% | 3,40% | 3,40% | 3,30% | 3,30% | 3,30% | 3,30% | 3,30% | 3,40% | 3,50% |
| Rentowność do wykupu (YTM) | 5,05% | 4,70% | 5,54% | 5,49% | 5,47% | 5,52% | 5,27% | 3,88% | 5,67% | 5,31% | 5,30% | 5,69% | 5,18% | 5,53% | 5,63% | | 5,63% | |
| Cena czysta - 08.03.2018 | 100,05 | 100,80 | 99,50 | 99,50 | 99,65 | 99,99 | 99,90 | 100,70 | 99,00 | 99,50 | 99,50 | 98,10 | 99,50 | 98,38 | 97,70 | | 97,98 | |
| Zabezpieczenie | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Dług netto/kapitał własny* | 2,5 | 2,5 | 2,5 | 2,5 | 2,5 | 2,5 | 2,5 | 2,5 | 2,5 | 2,5 | 2,5 | 2,5 | 2,5 | 2,5 | 2,5 | | 2,5 | |
| Kowenant (PDN-N)/E | | | | | 4,0 | | | | | | | | | | | | | |
| Ograniczenie dywidendy | | | | Tak | Tak | | | Tak | Tak | Tak | Tak | | | | | | | |

3. Programy motywacyjne

W spółce funkcjonują równoległe dwa programy motywacyjne – akcje fantomowe, oraz warranty subskrypcyjne. Obydwa programy prowadzone są na podstawie realizacji KPI na dany rok, które ustalane są przez Radę Nadzorczą spółki, jednak nie są upubliczniane. Zakładamy, że KPI za kolejne okresy będą realizowane. Do uczestnictwa w programach motywacyjnych uprawnieni są członkowie zarządu BEST.

Akcje Fantomowe

BEST po raz pierwszy wyemitował akcje fantomowe w kwietniu 2017 r. ze względu na realizację celów na 2016 r. Akcje kierowane są do czterech osób kadry zarządzającej BEST. Akcje nie dają żadnych uprawnień ich posiadaczom oraz nie prowadzą do rozwodnienia kapitału. Spółka po zakończeniu roku obrotowego określa wartość programu, następnie przydziela członkom zarządu nieodpłatnie akcje w liczbie, która odpowiada obliczonej wartości programu przy założeniu ceny jednej akcji na średnim poziomie z ostatnich 3 miesięcy. Następnie posiadacze akcji fantomowych mogą przedstawić je spółce do wykupu po 6 miesiącach od przydziału, nie później jednak niż przydział następnym akcji fantomowych. Wykup prowadzony jest po średniej cenie akcji na GPW przez cały okres posiadania akcji fantomowych. Obecny wzór wartości programu brzmi:

$$\text{Wartość programu} = 0,5\% \times (\text{zysk netto Grupy} + \text{Skorygowana EBITDA gotówkowa})$$

Przy poprzednim przydziale spółka korzystała z parametru Pełnej EBITDA gotówkowej. Wartość programu ustalona została na 0,9 mln zł i przyznano 36 tys. akcji. Członkowie zarządu skorzystali z przysługujących im praw 8 grudnia 2017 r. w związku z czym BEST wypłacił 1,1 mln zł wykupując akcje fantomowe. W posiadaniu członków zarządu na koniec 3Q17 znajdowało się 36 tys. akcji, obecnie nie znajdują się żadne, następna emisja zostanie zrealizowana po realizacji KPI na 2017 r.

Tabela: Zrealizowany program akcji fantomowych

| | Liczba (tys.) | cena | Wartość (tys. zł) |
|----------------------|---------------|--------------|-------------------|
| Krzysztof Borusowski | 10,5 | 31,22 | 327 |
| Marek Kucner | 10,5 | 31,22 | 327 |
| Barbara Rudziks | 10,5 | 31,22 | 327 |
| Jacek Zawadzki | 4,5 | 31,22 | 140 |
| Razem | 36 | 31,22 | 1 122 |

Źródło: Dane spółki

Warranty subskrypcyjne

Drugim programem motywacyjnym funkcjonującym w spółce jest emitowanie warrantów subskrypcyjnych. Po realizacji KPI za dany rok, spółka oferuje nieodpłatnie członkom zarządu warranty uprawniające do objęcia akcji po ustalonej cenie. W obecnych programach emisji warrantów spółka ma do wykorzystania 444 tys. warrantów serii B i C do wydania do końca 1H19 i realizacji do 1H20 po cenie 13,4 zł za walor. Obecnie w posiadaniu członków zarządu jest 216 tys. warrantów wyemitowanych w kwietniu 2017 r.

Tabela: Program motywacyjny – warranty subskrypcyjne

| Warranty | Akcje | cena realizacji | Liczba (tys.) | Pozostało do wykorzystania (tys.) | Potencjalny wpływ* (tys. zł) |
|--------------|-------|-----------------|---------------|-----------------------------------|------------------------------|
| A | C | 1,00 | 108 | 0 | 0 |
| B | E | 13,40 | 630 | 420 | 8 442 |
| C | F | 13,40 | 30 | 24 | 402 |
| Razem | | | | 444 | 8 844 |

*uwzględnia wyemitowane, a niezrealizowane warranty;

Źródło: Dane spółki, obliczenia własne Michael/Ström DM

Potencjał do generowania gotówki

Na koniec 3Q17 BEST szacował swoje ERC na 1 950 mln zł, z czego 275 mln zł miało spłynąć do spółki w przeciągu najbliższych 12 miesięcy. W trakcie 4Q17 BEST poinformował, że spłaty wyniosły 62 mln zł, czyli 23% oczekiwanego przepływu rocznego. Biorąc pod uwagę szacowane ERC do uzyskania w przeciągu najbliższych 5 lat BEST powinien generować 240-270 mln zł spłat rocznie z obecnego portfela wierzytelności.

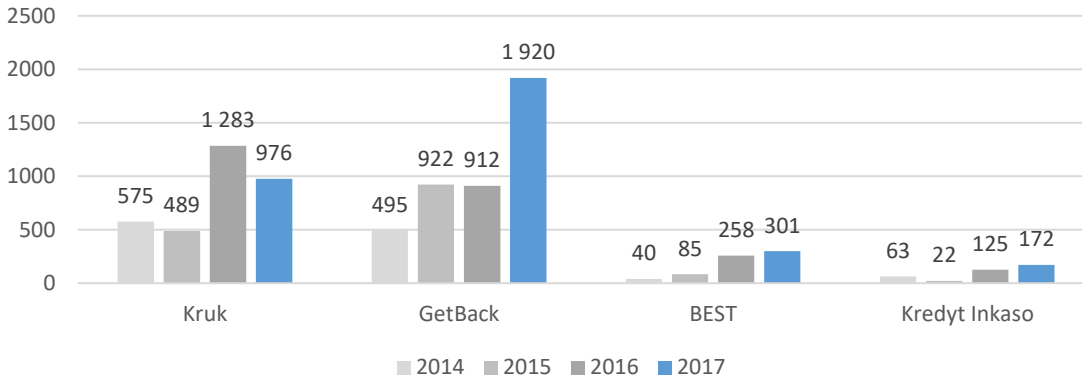
Biorąc pod uwagę ostatnie transakcje na zadłużeniu (emisje T1, T2, spłatę C) oraz przeciętne kwartalne koszty operacyjne (zakładamy, że w 3Q17 BEST poniósł zdecydowaną większość kosztów związanych z dostosowaniem portfela do zmiany okresu przedawnienia zobowiązań) szacujemy, że obecny dług netto może przekraczać 700 mln zł. Harmonogram zapadalności obligacji implikuje, że spółka będzie musiała spłacić w latach 2018-22 odpowiednio 122, 35, 206, 170 i 146 mln zł, czyli oczekiwane spłaty z obecnego portfela powinny pokrywać zapotrzebowanie spółki na środki pieniężne w tym zakresie. Biorąc pod uwagę lukę płynności występującą w spółce (tenory obligacji finansujących zakupy portfeli są krótsze niż okres generowania spłat przez te portfele) spółka będzie musiała refinansować przynajmniej część z obligacji zapadających po 2019 r. Biorąc pod uwagę poziom kosztów operacyjnych oraz finansowych w spółce, BEST jest w stanie w naszym przekonaniu spłacić obligacje zapadające do końca 2019 r. z generowanych spłat. Niemniej zakupy nowych portfeli wierzytelności, sygnalizowane przez spółkę będą musiały być finansowane nowym kapitałem – dłużnym, bądź dokapitalizowaniem.

Otoczenie konkurencyjne

Polski rynek usług windykacyjnych jest silnie konkurencyjny i podlega ruchom konsolidacyjnym w ostatnich latach. Wielkość bazy danych i optymalizacja kosztowa procesów przy masowym rozwiązywaniu spraw portfeli detalicznych grają kluczową rolę w przewadze konkurencyjnej. To z kolei prowadzi do konsolidacji, i wyparcia mniejszych graczy. W wyniku procesów konsolidacyjnych obecnie największymi graczami na rynku, którzy upubliczniają swoje dane są Kruk, GetBack, Best i Kredyt Inkaso. Na rynku funkcjonują ponadto zagraniczni windykatorzy, którzy weszli na polski rynek poprzez przejęcia rodzimych firm – B2 Holding (po przejęciu Ultimo), PRA Group (po przejęciu DTP), oraz Lindorff (po przejęciu Casus Finance). Mniejsi windykatorzy, którzy zakończyli swoją działalność w tym zakresie w ostatnich latach to EGB (przejęte przez GetBack), oraz P.R.E.S.C.O. (sprzedaż portfela wierzytelności do Kruka). Na rynku wierzytelności funkcjonują również mniejsze podmioty – między innymi Vindexus, Kancelaria Medius czy Fast Finance.

Pod względem uzyskiwanych spłat z portfeli największym z notowanych windykatorów jest od wielu lat Kruk, do którego zbliża się GetBack wraz z jego gwałtowną ekspansją. W 2017 r. Kruk uzyskał 1,4 mld zł w formie spłat od dłużników, GetBack 1,2 mld zł. BEST oraz Kredyt Inkaso uzyskują spłaty mniejsze o rząd wielkości – odpowiednio 238 mln zł i 174 mln zł. W trakcie 2017 r. największe nakłady na nowe portfele poniósł GetBack z zainwestowanymi 1,9 mld zł, następnie Kruk 1,0 mld zł. BEST w tym czasie zainwestował 301 mln zł w nowe portfele wierzytelności. Warto zwrócić uwagę, że sygnalizowana przez windykatorów silna konkurencja na rynku zakupowym nie powstrzymała żadnego z głównych graczy przed rekordowymi zakupami portfeli wierzytelności w latach 2016-17.

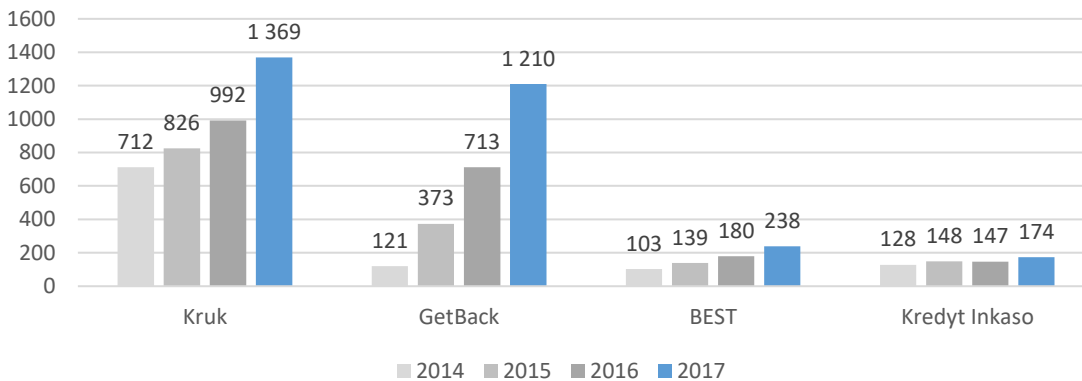
Wykres: Nakłady na portfele (mln zł)



Dane dla Kredyt Inkaso dostosowano, aby prezentowały porównywalne okresy.

Źródło: Dane spółek

Wykres: Spłaty z portfeli (mln zł).

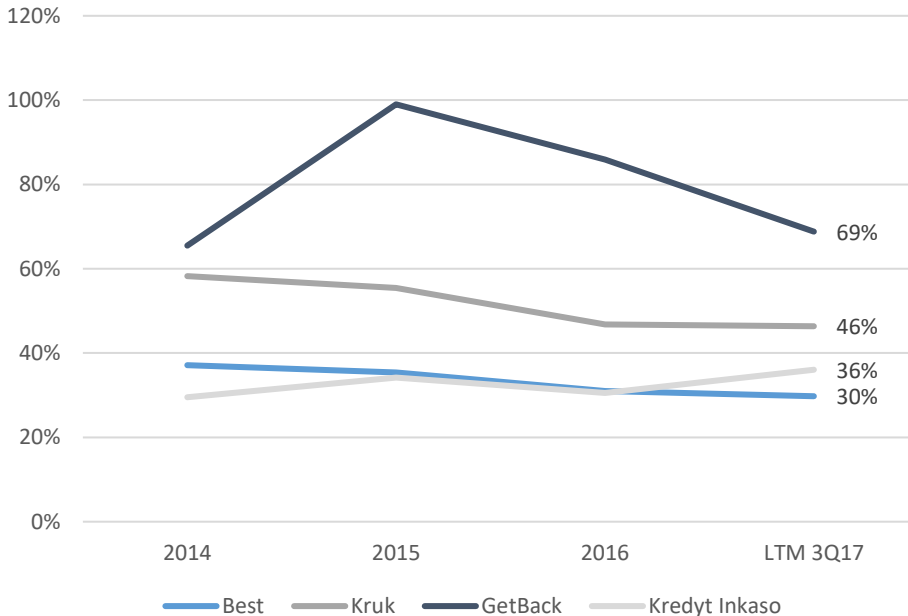


Dane dla Kredyt Inkaso dostosowano, aby prezentowały porównywalne okresy.

Źródło: Dane spółek

Kluczową w naszym przekonaniu kwestią w przypadku windykatorów jest ich zdolność do uzyskiwania spłat z posiadanego portfela wierzytelności. Dokonujemy tego porównując wysokość spłat do średniej bilansowej wartości portfela w danym okresie. Wysokość tego stosunku wynika przede wszystkim z metodologii wyceny posiadanego portfela wierzytelności, gdyż oczekiwaną efektywność egzekucji spółka uwzględnia już w jego wycenie. Spośród głównych graczy na rynku najwyższe spłaty w stosunku do wartości bilansowej portfela uzyskuje GetBack (69% na koniec 3Q17) co wynika przede wszystkim z gwałtownego wzrostu portfela. Wśród pozostałych graczy wskaźnik najwyższy jest w przypadku Kruka (46% na koniec 3Q17) co sugerowałoby bardziej konserwatywną metodologię wyceny portfela w stosunku do BEST oraz Kredyt Inkaso, dla których stosunek wynosił odpowiednio 30% i 36%. Portfele wierzytelności generują spłaty przez wiele lat, a windykatorzy wskazują, że najwięcej spłat uzyskuje się w trzecim/czwartym roku funkcjonowania portfela. Z tego względu dopiero teraz wchodzimy w okres weryfikacji jakości portfeli nabywanych przez windykatorów w okresie zaostrej konkurencji.

Wykres: Stosunek spłat do średniej wartości portfela w okresie.

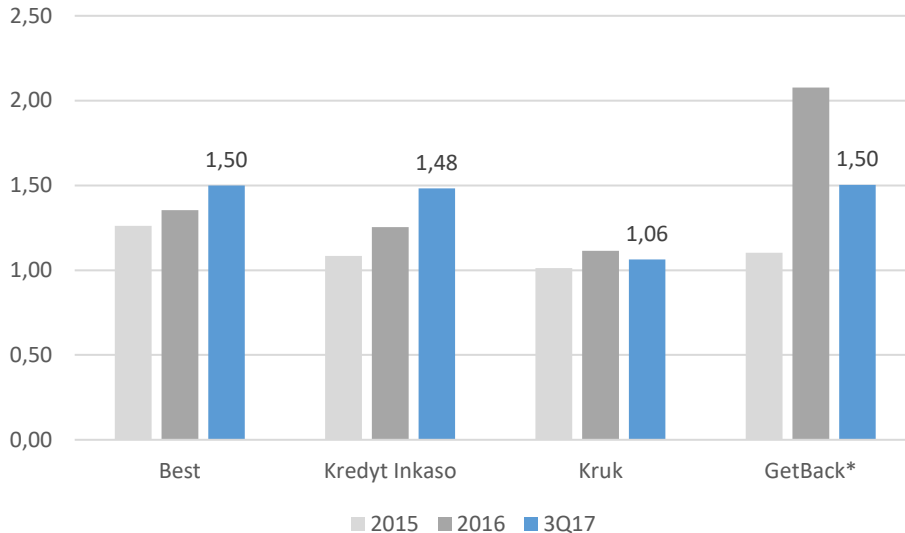


Źródło: Dane spółek, obliczenia własne Michael/Ström DM

Wszyscy windykatorzy w istotnym stopniu finansują swoją działalność poprzez emisje obligacji. Jest to zrozumiała tendencja, jako że głównym obszarem ich działalności jest odkupowanie zagrożonych wierzytelności od banków. Bank kredytując podmiot do którego sprzedaje swój portfel zagrożonych kredytów nie realizuje podstawowej funkcji jaką taka sprzedaż miałyby spełniać – czyli zmniejszenia ekspozycji na ryzyko związane z niewypłacalnością dłużników końcowych. Na koniec stycznia na samym rynku Catalyst notowanych było 71 serii obligacji wymienionych czterech głównych windykatorów o łącznej wartości 2,7 mld zł.

Na koniec 3Q17 BEST, Kredyt Inkaso oraz GetBack charakteryzowały się zbliżonym zadłużeniem (porównując wskaźnik długu netto do kapitałów własnych). We wskaźniku GetBack uwzględniamy wpływy z emisji akcji niezaksięgowane na koniec 3Q17. W latach 2015-3Q17 omawiane wcześniej istotne zakupy na rynku wierzytelności doprowadziły do zwiększenia zadłużenia, któremu oparł się jedynie Kruk i jego stosunek długu netto do kapitałów własnych na koniec 3Q17 wyniósł 1,1x. 2 marca 2018 r. GetBack ogłosił plan istotnego podwyższenia kapitału – nawet do 1 mld zł. Przy obecnych kapitałach własnych spółki na poziomie 907 mln zł na koniec 3Q17 taka emisja jeśli dojdzie do skutku radykalnie zmniejszy wartość wskaźnika. Nawet przy założeniu, że cała kwota zostanie przeznaczona na zakup portfeli i nie zmniejszy zadłużenia netto GetBack stałby się najmniej zadłużonym spośród analizowanych spółek.

Wykres: Wskaźnik Dług netto/Kapitały własne głównych windyktorów.



*uwzględnia wpływy z IPO, które nie zostały zaksięgowane na koniec 3Q17 w kwocie 370 mln zł, oraz koszty emisji 30 mln zł
Źródło: Dane spółek, obliczenia własne Michael/Ström DM

Wygłąda na to, że proces konsolidacji rynku, który wydarzył się w ostatnich latach dobiega końca, a o potencjalnych dużych fuzjach już się nie mówi. Ostatnią nierozwiązaną kwestią w tym zakresie jest omawiana wcześniej współpraca Best z Kredyt Inkaso, jednak tutaj też da się zauważyć zatrzymanie procesu w swoistym status quo. Windykatorzy z powodzeniem rozpoczęli rozwój poprzez ekspansję na rynki zagraniczne.

Kruk prowadzi działalność na kilku europejskich rynkach i jedynie 44% bilansowej wartości portfela stanowią portfele rynku polskiego. W dalszej kolejności największym portfelem Kruka jest rynek rumuński z 838 mln zł (26%) oraz włoski z 598 mln zł (19%). Kruk prowadzi w mniejszym stopniu również działalność na rynku czeskim, słowackim, niemieckim i hiszpańskim.

Wartość bilansowa wierzycielności Kredyt Inkaso na rynku polskim stanowi 66% portfela spółki. Kredyt Inkaso prowadzi również działalność na rynku rumuńskim (21% portfela), oraz rosyjskim i bułgarskim – odpowiednio 7% i 6% wartości portfela.

GetBack poza Polską prowadzi swoją działalność także w Rumunii i Hiszpanii. GetBack rozpoczyna również działalność na Wyspach Brytyjskich oraz rozważa wejście na rynek bułgarski. Spółka niezmiennie zakłada, że zdecydowaną większość przychodów będzie realizować na rodzimym rynku, co sygnalizowała również przy ogłoszeniu podwyższenia kapitału z początku marca 2018 r. Istotny zastrzyk gotówki, wraz z deklaracją skupienia się na polskim rynku będzie wywierał dalszą presję na wzrost cen na polskim rynku zakupu wierzycielności.

Best w 2017 r. również rozpoczął ekspansję na rynki zagraniczne poprzez pierwsze inwestycje na rynku włoskim.

Zmiany w prawie

Z perspektywy legislacyjnej na rynek windykatorów obecnie i w najbliższym czasie wpływ mają głównie dwie kwestie: ustawa o komornikach, oraz zmiana terminu przedawnienia zobowiązań. W dostatecznie długim terminie zmiany legislacyjne nie mają wpływu na wyniki finansowe windykatorów, ze względu na uwzględnienie zmian już na etapie zakupu portfela. Jednakże biorąc pod uwagę żywotność portfela powyżej 10 lat, potencjalne zmiany będą odczuwalne przez długi okres, zanim nastąpi pełna wymiana portfela wierzytelności posiadanego przez windykatorów.

Ustawa o komornikach sądowych, oraz ustawa o kosztach komorniczych zostały przegłosowane przez Sejm 28 lutego 2018 r. a w życie wejdą od początku 2019 r. Głównymi postanowieniami ustaw są ujednoczenie opłaty egzekucyjnej na 10% z obecnych 8% i 15%; konieczność rejestrowania czynności egzekucyjnych prowadzonych w terenie oraz umocnienie zwierzchnictwa Ministerstwa Sprawiedliwości nad działalnością komorników – m.in. poprzez danie możliwości zawieszenia komornika w czynnościach na każdym etapie postępowania dyscyplinarnego, oraz odwołania z urzędu. MS akcentuje, że zmiany nadają relacji komorników z sądami rejonowymi quasi-pracowniczego charakteru.

Z perspektywy windykatorów zmiany przełożą się na wzrost kosztów egzekucji – zarówno poprzez nałożenie na komorników dodatkowych obowiązków, jak i poprzez zwiększone ryzyko dostępności komorników – ograniczenie działalności do jednego rejonu, czy też wyższe prawdopodobieństwo przerwania postępowania komorniczego. Projekt ustawy po raz pierwszy został zgłoszony na początku 2017 r.

W związku z projektem zmian do Kodeksu Cywilnego wierzytelności objęte tytułem wykonawczym mają ulegać przedawnieniu po 6 latach, wobec 10 lat poprzednio. Projekt zmian został zgłoszony w maju 2017 r. a prace nad nim nadal trwają. Nowelizacja ma wejść w życie w 30 dni od ogłoszenia w Dzienniku Ustaw, a windykatorzy, w tym Best, już dostosowali swoje portfele do tej zmiany. Skrócenie okresu przedawnienia miało istotne przełożenie na koszty windykatorów w 3Q17 i 4Q17, ze względu na fakt, że skierowano do sądu sprawy, które spółki planowały przekazywać w późniejszym terminie. Dostosowanie harmonogramu prac nad portfelami miało przełożenie na jednorazowy wzrost kosztów – kumulację kosztów przewidywanych do poniesienia w przyszłych okresach.

ZASTRZEŻENIE PRAWNE

Data pierwszego udostępnienia raportu: 09.03.2018

Aktualizacja raportu: raport nie będzie aktualizowany.

Podmiotem odpowiedzialnym za sporządzenie raportu jest **Michael / Ström Dom Maklerski S.A.** z siedzibą w Warszawie (dalej: „**Dom Maklerski**”), adres: Al. Jerozolimskie 134, 02-305 Warszawa, wpisana do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy, pod numerem KRS 0000712428, NIP: 525-247-22-15, REGON: 142261319 o kapitał zakładowy w wysokości 815 591,49 PLN w całości opłacony, adres e-mail: kontakt@michaelstrom.pl.

Raport nie stanowi sugestii jakiegokolwiek zachowania inwestycyjnego i nie może stanowić podstawy podjęcia decyzji inwestycyjnej. Raport sporządzony został tylko i wyłącznie na podstawie publicznie dostępnych danych i nie zawiera wszystkich informacji o Emitencie koniecznych do oceny jego sytuacji finansowej ani do podjęcia decyzji inwestycyjnej.

W ocenie Domu Maklerskiego raport sporządzony został z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. Dom Maklerski nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w raporcie.

Przed opublikowaniem raport został przekazany do Emitenta.

Raport:

- skierowany jest tak do wybranych klientów profesjonalnych jak i do wybranych klientów indywidualnych i udostępniany jest nieodpłatnie poprzez zamieszczenie na stronie internetowej Domu Maklerskiego www.michaelstrom.pl oraz poprzez przesłanie na adresy e-mail wybranych klientów;
- stanowi informację handlową w rozumieniu ustawy z dnia 18 lipca 2002 r. o świadczeniu usług drogą elektroniczną (t. j.: Dz. U. z 2017 r. poz. 1219) i jest rozpowszechniany m.in. w celu promocji oraz reklamy usług Domu Maklerskiego;
- jest przeznaczony do rozpowszechniania wyłącznie na terenie Rzeczypospolitej Polskiej;
- nie stanowi:
 - oferty w rozumieniu art. 66 ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. kodeks cywilny (t. j. : Dz.U. z 2017 r. poz. 459),
 - rekomendacji w rozumieniu Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającego rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów
 - porady inwestycyjnej,
 - usługi doradztwa inwestycyjnego.

Dom Maklerski Informuje, że:

- Dom Maklerski ani podmioty z nim powiązane nie posiadają akcji Emitenta w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.
- Emitent nie posiada udziału stanowiącego co najmniej 5% kapitału zakładowego Domu Maklerskiego lub podmiotów z nim powiązanych.
- Osoby przygotowujące raport nie są zaangażowane kapitałowo w instrumenty finansowe Emitenta. Osoby przygotowujące raport i osoba blisko z nimi związana, o której mowa w art. 160 ust. 2 pkt 1-3 ustawy z dnia 29 lipca 2015 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz. U. z 2017 poz.1768, t. j.), nie pełni funkcji w organach emitenta instrumentów finansowych i nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie.
- Dom Maklerski nie wykonywał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie raportu czynności dotyczących oferowania instrumentów finansowych Emitenta w obrocie pierwotnym.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie raportu Dom Maklerski nie pełnił funkcji podmiotu organizującego lub współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych Emitenta.

- Dom Maklerski nie wykonuje czynności dotyczących nabywania i zbywania instrumentów finansowych Emitenta na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego i umów o subemisję inwestycyjne i usługowe.
- Dom Maklerski i podmioty z nim powiązane nie pełnią funkcji animatora rynku ani animatora dla Emitenta.
- Dom Maklerski nie otrzymuje obecnie wynagrodzenia od Emitenta z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.
- Na dzień sporządzenia raportu Dom Maklerski i Emitenta nie łączą umowy o świadczenie usług na rzecz Emitenta.
- Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do Emitenta posiada Dom Maklerski lub podmioty z nim powiązane. Nie istnieją inne istotne powiązania występujące między Domem Maklerskim i podmiotami z nim powiązanymi a Emitentem.
- Dom Maklerski nie posiada wiedzy na temat istnienia innych istotnych powiązań, występujących między Domem Maklerskim lub podmiotem z nim powiązanym a Emitentem.
- Autorzy raportu ani Dom Maklerski nie posiadają instrumentów finansowych wyemitowanych przez Emitenta lub spółki z nim powiązane. Jest możliwe, że akcjonariusze, członkowie organów, pracownicy Domu Maklerskiego lub osoby z nimi powiązane posiadają takie instrumenty finansowe lub zamierzają je nabyć lub zamierzają je zbyć.

Dom Maklerski dąży do unikania konfliktów interesów ze swoimi Klientami oraz pomiędzy nimi, w szczególności poprzez regulacje wewnętrzne w tym „Regulamin zarządzania konfliktami interesów w Michael/Ström Dom Maklerski S.A. ”, który jest dostępny na stronie internetowej Domu Maklerskiego. www.michaelstrom.pl.

Zabronione jest wykorzystywanie lub modyfikowanie niniejszego materiału bez zgody Michael / Ström Dom Maklerski S.A.

Michael / Ström Dom Maklerski S.A. podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego. Niniejszy materiał nie był zatwierdzany lub w jakikolwiek sposób konsultowany z Komisją Nadzoru Finansowego.

Inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z szeregiem ryzyk. Opis instrumentów finansowych oraz ryzyka związanego z inwestowaniem w instrumenty finansowe dostępny jest na stronie internetowej Domu Maklerskiego www.michaelstrom.pl