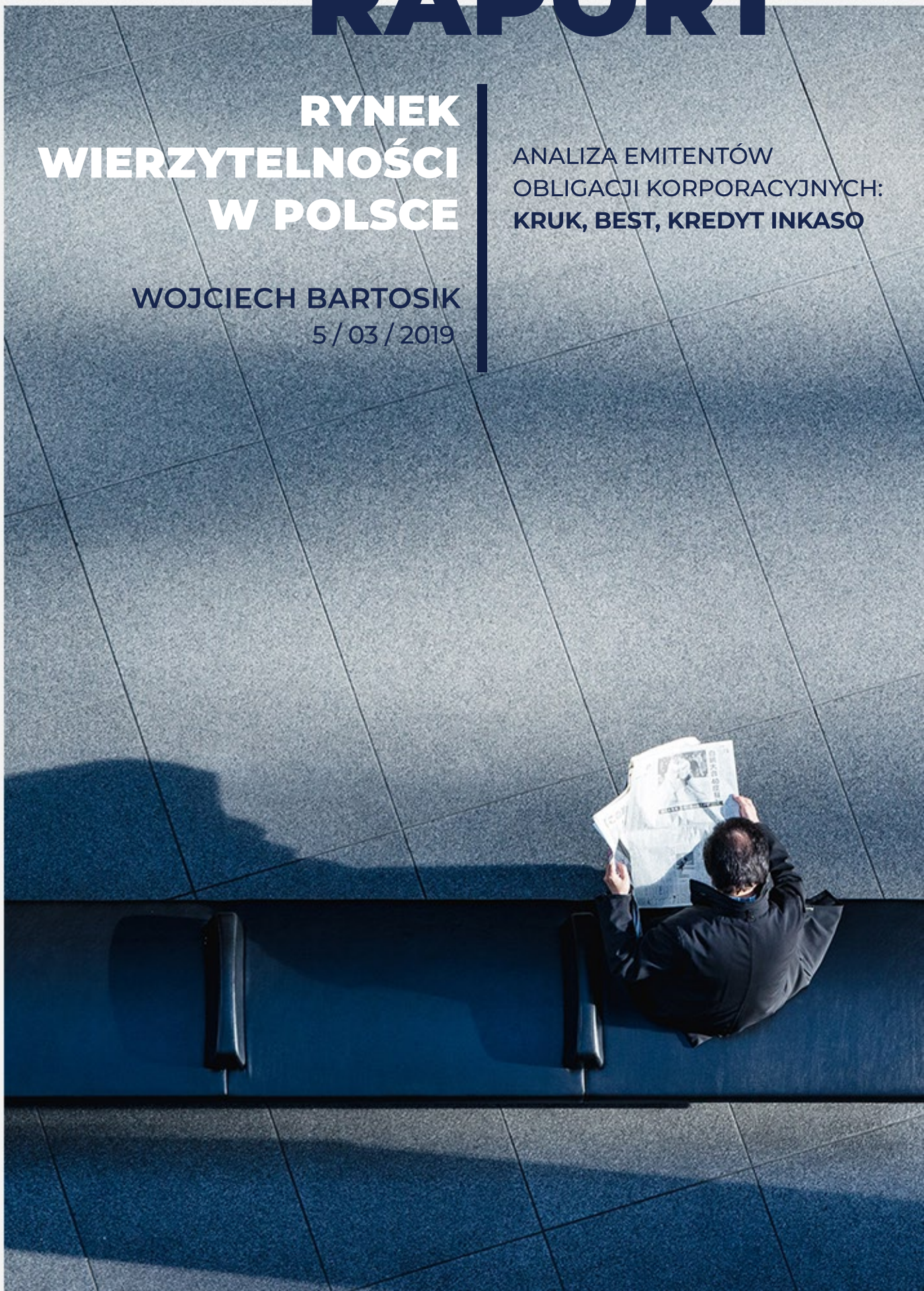


RAPORT

RYNEK WIERZYTELNOŚCI W POLSCE

WOJCIECH BARTOSIK
5 / 03 / 2019

ANALIZA EMITENTÓW
OBLIGACJI KORPORACYJNYCH:
Kruk, Best, Kredyt Inkaso



Spis treści

<i>Wstęp</i>	3
<i>Główne czynniki kształtujące rynek wierzytelności</i>	4
<i>Wielkość rynku</i>	5
<i>NPL w bankach</i>	6
<i>Zmiany prawne</i>	8
<i>Główni gracze – emitenci obligacji korporacyjnych</i>	10
<i>Kruk</i>	11
<i>BEST</i>	15
<i>Kredyt Inkaso</i>	20
<i>Rynek Catalyst</i>	23
<i>Komentarz Domu Maklerskiego Michael/Ström</i>	26

Wstęp

Niniejszy raport przedstawia sytuację na rynku wierzytelności w Polsce oraz sytuację finansową trzech największych emitentów obligacji korporacyjnych na nim działających – Kruka i Bestu po wynikach za 3Q18 i Kredyt Inkaso po wynikach za trzeci kwartał roku obrotowego 2018/19.

Według danych Konferencji Przedsiębiorców Finansowych w Polsce (KPF) wartość portfeli wierzytelności zarządzanych przez jej członków wyniosła 76 mld na koniec 3Q18. Z kolei wg danych GUS łączna wartość portfeli w Polsce na koniec 2017 r. wyniosła niecałe 92 mld zł, z czego 80 mld to zakupione portfele, a 12 mld zł to portfele przyjęte na zlecenie (inkaso).

Wartość portfeli niepracujących (NPL) w bankach, która decyduje o podaży portfeli do zakupu przez firmy windykacyjne utrzymuje się na podobnym poziomie (62-64 mld zł) od 5-6 lat. Z jednej strony rośnie jakość portfeli w bankach (spada udział NPL), ale z drugiej strony rośnie akcja kredytowa, co zwiększa wolumeny portfeli.

Obecnie procedowane i wdrażane zmiany w ustawodawstwie (ustawa o komornikach, nowelizacje kodeksu karnego i cywilnego oraz ustawa o prywatnych emisjach obligacji) będą miały w naszej opinii negatywny wpływ na działalność firm windykacyjnych.

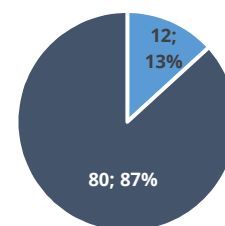
Z analizowanych przez nas spółek Kruk jest spółką uzyskującą najmniejszy odsetek przychodów w Polsce i najbardziej zdywersyfikowaną geograficznie. Przez 9 miesięcy 2018 r. przychody z rynku polskiego wyniosły 50%. Podobny poziom wykazuje Kredyt Inkaso, którego krajowe przychody netto stanowiły 56% (przez 9M 2018/19), podczas gdy Best ponad 90% swoich przychodów wygenerował w Polsce.

Porównując wskaźniki zadłużenia, w przypadku długu netto do kapitałów własnych najmniej zadłużony jest Best. Z kolei uwzględniając relacje zadłużenia netto do wyniku EBITDA gotówkowa najmniej zadłużony jest Kruk. W przypadku obu wskaźników najbardziej zadłużony jest Kredyt Inkaso, ale w przypadku Bestu poprawa wskaźników na ostatni okres sprawozdawczy (3Q18) wynikała z konsolidacji metodą pełną funduszu Best III (w którym Best posiada 50% udziałów) od sierpnia 2018 r., co poprawiło obydwa powyższe wskaźniki.

Średnia rentowność do wykupu dla obligacji analizowanych spółek była najniższa w przypadku Kruka (4,29%). Jest to mniej niż oprocentowanie ostatnio wyemitowanych przez spółkę obligacji (5,22%). Zdecydowanie wyższy YTM odnotowano miejsce w przypadku obligacji spółek Best (8,25%) i Kredyt Inkaso (9,19%). Dla obu tych spółek mamy do czynienia ze średnią wyceną poniżej nominału. W tabeli poniżej przedstawiono zapadalność zadłużenia notowanego na rynku Catalyst dla poszczególnych emitentów.

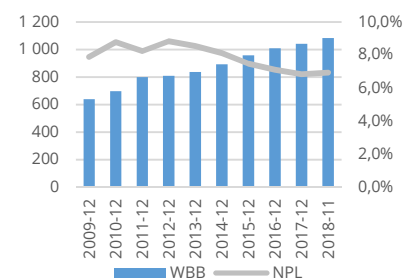
	BEST	KREDYT INKASO	KRUK	RAZEM
2019	35	160	145	340
2020	175	165	88	428
2021	170	14	540	724
2022	146	30	323	499
2023	0	0	30	30
RAZEM	525	369	1 126	2 021

Wykres: Wielkość polskiego rynku wierzytelności na koniec 2017 r. (mld zł)



- Przyjęte na zlecenie (inkaso)
- Zakupione wierzytelności

Wykres: Wartość bilansowa brutto (WBB, mld zł) kredytów w Polsce i udział kredytów niepracujących (NPL)



	Kruk	Best	KRI
Dług netto/kapitały własne	1,3	1,2	2,0
Dług netto/EBITDA gotówkowa 12m	2,3	3,3	3,7

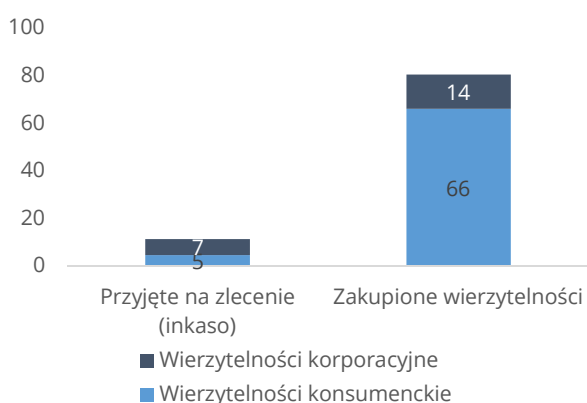
Główne czynniki kształtujące rynek wierzytelności

Czynnik	Skutek
Dobra sytuacja makroekonomiczna	<ul style="list-style-type: none"> Wyższy poziom odzysków z portfeli Pro-socjalna polityka rządu (500+) wspiera dochody mniej zamożnych gospodarstw domowych Zmniejszanie portfeli niepracujących (NPL) w bankach Zwiększona akcja kredytowa w bankach
Spadek udziału portfeli NPL w bankach	<ul style="list-style-type: none"> Ograniczenie podaży portfeli na rynku polskim Wzrost cen portfeli Poszukiwanie nowych zagranicznych rynków
Zwiększona akcja kredytowa	<ul style="list-style-type: none"> Przy mniejszym udziale portfeli NPL zwiększona akcja kredytowa mityguje spadek podaży portfeli wierzytelności Rozwój firm pożyczkowych kreuje alternatywną podaż do portfeli oferowanych przez banki
Polityka monetarna NBP	<ul style="list-style-type: none"> Ewentualna podwyżka stóp procentowych może podnieść koszty obsługi kredytów, co zwiększy ilość kredytów NPL Wzrost kosztów finansowych spółek z sektora wierzytelności w przypadku podwyżki stóp
Efekt GetBack	<ul style="list-style-type: none"> Nadszarpnięcie reputacji wszystkich spółek w sektorze Zmniejszenie zaufania inwestorów do sektora Ograniczenie dostępu do finansowania
Ograniczenie dostępu do finansowania na rynku obligacji	<ul style="list-style-type: none"> Dostępność do finansowania jest kluczowym aspektem dla działalności wszystkich analizowanych przez nas spółek Możliwe zmniejszenie skali działalności (tempa zwiększania działalności) poprzez zakup mniejszej liczby portfeli Wzrost kosztów finansowych poprzez zwiększanie marży w celu przyciągnięcia inwestorów W skrajnym przypadku brak możliwości refinansowania obecnego zadłużenia może doprowadzić do niewypłacalności emitentów
Konkurencja	<ul style="list-style-type: none"> Wysoka rentowność biznesu windykacyjnego może zachęcać innych graczy do wejścia na rynek (lub rynki zagraniczne) i/lub silniejszej konkurencji Większy popyt na sprzedawane portfele, może podnieść ceny, co pogorszy oczekiwane zwroty
Wejścia na nowe rynki	<ul style="list-style-type: none"> Wejścia na nowe rynki pozwalają na zwiększenie osiąganych przychodów jak i dywersyfikację źródeł przychodów, co przy niepewnym otoczeniu prawnym w Polsce jak i sytuacji związanej z GetBackiem jest czynnikiem pozytywnym
Zmiany prawne	
Ustawa o komornikach	<ul style="list-style-type: none"> Proponowane zmiany ograniczą możliwość przyjmowania nowych spraw przez komorników, co zmniejszy opłacalność tego biznesu, zmniejszy ich dostępność i skuteczność, co wpłynie na wzrost kosztów usług komorniczych i negatywnie wpłynie na odzyski z portfeli
Zmiana kodeksu cywilnego	<ul style="list-style-type: none"> Wierzytelności objęte tytułem wykonawczym ulegają przedawnieniu po 6 latach, wobec 10 lat poprzednio Jednorazowy wzrost kosztów związany ze skierowaniem do sądu spraw, które miały być procedowane w późniejszych terminach
Nowelizacja kodeksu karnego	<ul style="list-style-type: none"> Zmniejszenie skuteczności windykacji Wzrost kosztów windykacji Spadek odzysków z portfeli
Ustawa o prywatnych emisjach obligacji	<ul style="list-style-type: none"> Możliwe ograniczenie w dostępności do finansowania dłużnego Wzrost kosztów związanych z pozyskiwaniem finansowania
Nowy standard rachunkowości MSSF 9	<ul style="list-style-type: none"> Zmiana sposobu wyceniania i prezentowania wartości bilansowej portfeli wierzytelności w sprawozdaniach finansowych, ale bez istotnego wpływu na bilans i wynik.

Wielkość rynku

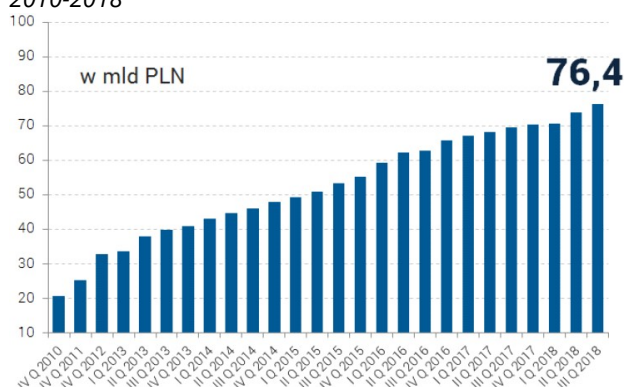
Wartość polskiego rynku wierzytelności rośnie nieprzerwanie już od kilku lat jednak zmiany w otoczeniu gospodarczym mogą mieć istotny wpływ na jego zmiany zarówno pod kątem wielkości jak i struktury w najbliższych kilkunastu miesiącach. Według danych KPF wartość rynku wyniosła 76,4 mld zł na koniec 3Q18, czyli o 9,8% więcej niż rok wcześniej i 3,5% więcej kw/kw, a od początku okresu objętego badaniami 4Q2010 rynek urósł blisko 4 krotnie (dane obejmują firmy zrzeszone w ramach KPF). Z kolei zgodnie z danymi GUS wartość wszystkich wierzytelności przyjętych do obsługi wyniosła 92 mld zł wg stanu na koniec 2017 r.

Wykres: Wielkość i struktura portfeli wierzytelności w Polsce na koniec 2017 r.



Źródło: dane GUS

Wykres: Rozwój polskiego rynku wierzytelności w latach 2010-2018



Źródło: dane KPF

Spółki działające w branży windykacyjnej mają 2 główne modele biznesowe:

- Obrót wierzytelnościami – zakup pakietów wierzytelności konsumenckich, hipotecznych oraz korporacyjnych na własny rachunek,
- Inkaso – zarządzanie wierzytelnościami na zlecenie.

Zdecydowanie dominujący jest pierwszy model biznesowy, gdzie wielkość polskiego rynku to ok. 80 mld zł (wg stanu na koniec 2017 r.) a w przypadku inkasa jest to ok. 12 mld zł.

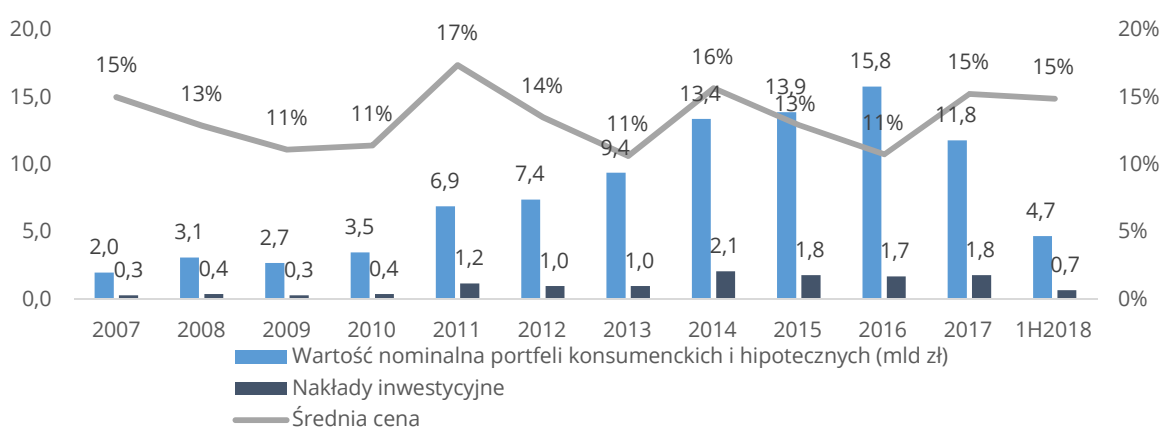
Kluczową kwestią dla firm zarządzających wierzytelnościami jest liczba wystawianych na sprzedaż portfeli wierzytelności – gdzie głównymi dostawcami podaży są banki. Dodatkowo w ostatnich latach zanotowano również wzrost podaży ze strony firm pożyczkowych, a drugim mniej istotnym kanałem podaży są firmy telekomunikacyjne.

Rynek zarządzania wierzytelnościami można podzielić wg charakteru wierzytelności na 3 segmenty:

- Rynek wierzytelności detalicznych niezabezpieczonych – nieregularne, niezabezpieczone wierzytelności osób fizycznych oraz małych i średnich przedsiębiorstw wobec innych przedsiębiorstw (w szczególności wobec banków, zakładów ubezpieczeń, operatorów sieci telekomunikacyjnych, telewizji kablowych) lub spółdzielni mieszkaniowych,
- Rynek wierzytelności detalicznych zabezpieczonych hipotecznie – nieregularne zabezpieczone na hipotekach wierzytelności osób fizycznych wobec banków,
- Rynek wierzytelności korporacyjnych – zwykle zabezpieczone i o wysokiej jednostkowej wartości nominalnej wierzytelności przedsiębiorstw pochodzące głównie z przeterminowanych zobowiązań bankowych.

Najbardziej popularny jest segment wierzytelności konsumenckich. W 1. połowie 2018 r. podaż tych portfeli w Polsce (wg danych KRUKA) wyniosła 4,7 mld zł, podczas gdy podaż wierzytelności detalicznych zabezpieczonych hipotecznie była równa 1,5 mld zł. Natomiast podaż portfeli korporacyjnych wyniosła ok. 0,8 mld zł. Wykres poniżej przedstawia jak kształtowała się podaż wierzytelności konsumenckich i hipotecznych w okresie od 2007 r. do czerwca 2018 r. w Polsce. Do 2016 r. widoczny był systematyczny wzrost podaży portfeli, po czym w 2017 r. nastąpiło ograniczenie nowej podaży i wzrost cen z 11% do 15%. Wzrost cen był spowodowany zarówno zmniejszoną ofertą na rynku, ale i wysoką konkurencją napędzaną głównie przez GetBack, który często kwotując bardzo agresywnie ubiegał konkurencję w zakupie portfeli wierzytelności. Średnia 9-letnia cena wyniosła 13% nominału.

Wykres: Wartość nominalna i ceny portfeli wierzytelności na rynku polskim



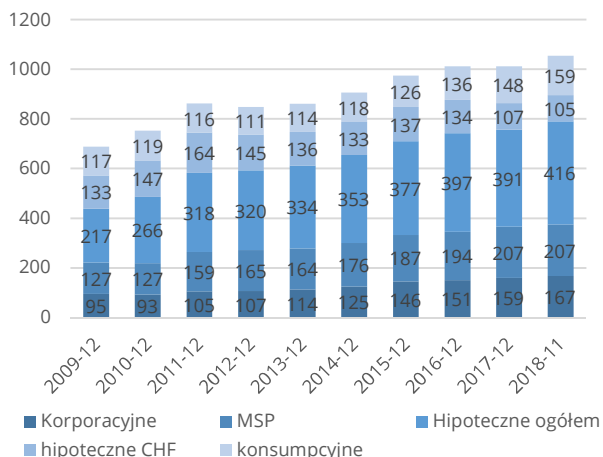
Źródło: Kruk

We wcześniejszych latach relatywnie wysoka podaż portfeli konsumpcyjnych była napędzana kilkoma czynnikami takimi jak: ogólnie gorsza sytuacja makroekonomiczna i gospodarcza, zmiany prawne w otoczeniu bankowym, tj. wprowadzenie podatku bankowego naliczanego od sumy aktywów, co spowodowało, że bankom opłaca się „czyścić” bilanse z niepracujących kredytów; ratowanie SKOKów i przejmowanie ich kredytów NPL na bilanse banków, czy zmiany prawne do dotyczące Bankowego Tytułu Egzekucyjnego. Jednak w ostatnim okresie jakość portfeli bankowych uległa poprawie, co zmniejszyło podaż ze strony banków. Z drugiej strony istotnie przyspieszyła akcja kredytowa (zarówno w przypadku kredytów hipotecznych, a w szczególności konsumpcyjnych) w bankach i w zyskujących szybko popularność firmach pożyczkowych, co nawet przy wyższych jakościach portfela może napędzać podaż portfeli wierzytelności.

NPL w bankach

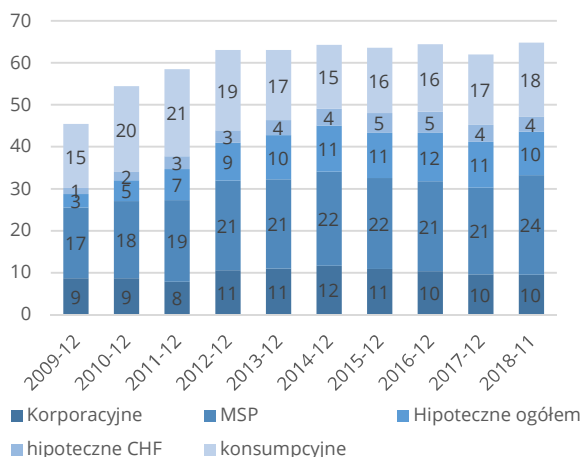
Analizując stronę podażową – jakość portfeli kredytowych w bankach ulega dalszej poprawie, a udział niepracujących kredytów NPL (*non-performing loans*) ulega zmniejszeniu. Udział NPL od początku 2018 r. spadł we wszystkich kategoriach poza Małymi i średnimi przedsiębiorstwami o 0,33 p.p. Warto zwrócić uwagę, że różnica w jakości portfela hipotecznego złotowego i portfela frankowego pozostała na podobnym poziomie pomimo istotnej aprecjacji franka względem złotówki w analizowanym okresie.

Wykres: Wartość bilansowa brutto kredytów w Polsce (mld zł)



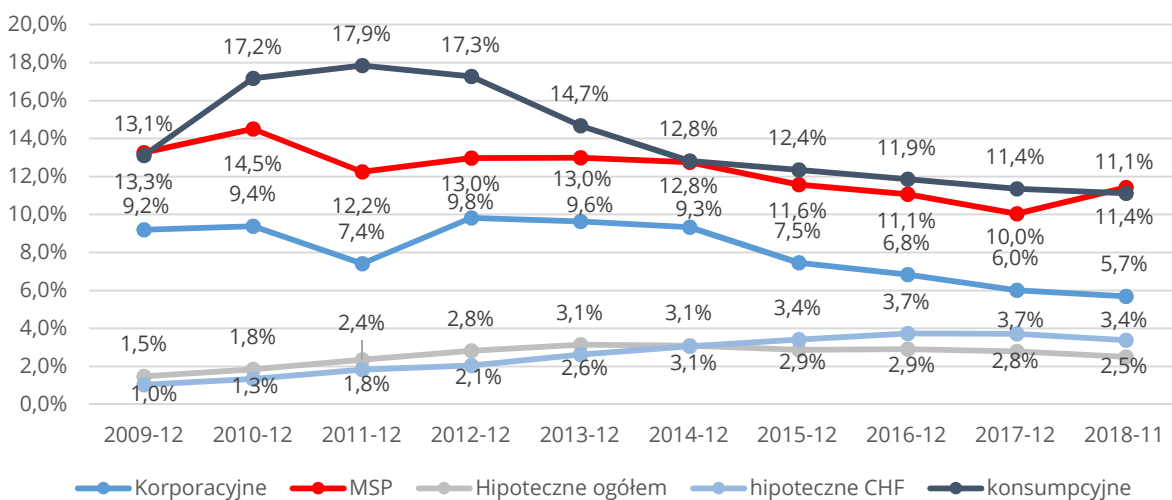
Źródło: NBP

Wykres: Wartość brutto kredytów z utratą wartości (mld zł)



Źródło: NBP

Wykres: Wskaźnik kredytów z rozpoznaną przesłanką utraty wartości w sektorze bankowym



Źródło: NBP

Pomimo poprawy jakości portfeli wyrażonej procentem NPL ich wartość bezwzględna utrzymuje się na podobnym poziomie od 2012 r. Wynika to ze zwiększania skali działalności i zwiększonej akcji kredytowej widocznej we wszystkich kategoriach kredytów. Warto też powiedzieć o rozwoju firm pożyczkowych, których portfele charakteryzują się wysokim udziałem kredytów NPL, co również napędza podaż, jednak ich wartość jest wielokrotnie niższa od wartości portfeli bankowych.

Na ewentualny wzrost wskaźnika NPL wpływ mogłaby mieć podwyżka stóp procentowych przez NBP, ale szanse na to w ciągu najbliższych dwóch lat są małe. Dodatkowo nawet wejście w życie podwyżki stóp procentowych będzie miało znacznie opóźniony w czasie wpływ na podaż portfeli (cykl: podniesienie raty -> brak obsługi zadłużenia -> uznanie kredytu przez bank za niepracujący -> przeznaczenie takiej wierzytelności do sprzedaży - może to trwać nawet kilka lat).

Ze względu na powyższe, pomimo widocznej poprawy jakości portfeli kredytowych w bankach, podaż portfeli NPL w Polsce nie powinna ulec istotnemu zmniejszeniu. Potwierdzają to chociażby noty sprawozdania finansowego PKO BP, które przez 3 kwartały 2018 r. dokonało pakietowej sprzedaży portfeli o wartości nominalnej 750 mln zł podczas, gdy przez 3 kwartały 2017 r. było to 555 mln zł, a przez cały 2017 r. 1,5 mld zł. Dodatkowo firmy zarządzające wierzytelnościami aktywnie poszukują możliwości inwestycji w innych krajach europejskich – głównie w Rumunii, ale również w Hiszpanii i Włoszech.

Zmiany prawne

Rynek windykatorów jest silnie zależny od zmian prawnych – zarówno tych dotyczących procesu windykacji, ale również tych dotyczących rynku finansowania dłużnego. W teorii, w dostatecznie długim terminie zmiany legislacyjne nie powinny mieć wpływu na wyniki finansowe windykatorów, z powodu uwzględnienia zmian regulacyjnych już na etapie zakupu portfela przy ustalaniu jego ceny. Jednakże biorąc pod uwagę żywotność portfela powyżej 10 lat, potencjalne zmiany będą odczuwalne na zakupionych już portfel przez okres jego żywotności i zanim nastąpi pełna wymiana posiadanego portfela wierzytelności.

Ustawa o komornikach

Ustawa o komornikach sądowych, oraz ustawa o kosztach komorniczych zostały przegłosowane przez Sejm 28 lutego 2018 r. a w życie weszły 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. Dodatkowo ustawa wprowadza wymóg działalności komorników we własnym rewirze i dodatkowo ogranicza możliwość przyjmowania spraw z wyboru wierzyciela, co w efekcie oznacza, że skuteczny komornik nie będzie mógł działać poza określonym regionem. MS akcentuje, że zmiany nadają relacji komorników z sądami rejonowymi quasi-pracowniczy charakter. 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.

Zmiana terminu przedawnienia zobowiązań w Kodeksie Cywilnym.

W związku ze zmianami w Kodeksie Cywilnym z lipca 2018 r. wierzytelności objęte tytułem wykonawczym ulegają przedawnieniu po 6 latach, wobec 10 lat poprzednio. Projekt zmian został zgłoszony w maju 2017 r., a windykatorzy 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, a które były przewidziane do poniesienia w przyszłych okresach.

Nowelizacja kodeksu karnego

Ministerstwo Sprawiedliwości w projekcie dużej nowelizacji kodeksu karnego zapowiada stworzenie nowego typu kwalifikowanego przestępstwa – za uporczywe nękanie lub naruszenie prywatności w celu wymuszenia zwrotu wierzytelności sąd będzie mógł wymierzyć karę do ośmiu lat pozbawienia wolności. Zmiana ta spotkała się z oporem firm z branży pożyczkowo-windykacyjnej. Trudno jest oszacować potencjalny wpływ nowego prawa na działalność spółek z branży zarządzania wierzytelnościami, ale jest prawdopodobne, że zmniejszy to skuteczność odzyskiwania wierzytelności i w związku z tym uzyskiwanych spłat z portfeli (konsumpcyjnych).

Ustawa o emisjach prywatnych

Ministerstwo Finansów zgłosiło projekt nowelizacji ustawy o ofercie publicznej, który może ograniczyć de facto możliwość przeprowadzania emisji prywatnych do jednej w ciągu roku. Druga emisja z zamkniętym kręgiem odbiorców będzie wymagała publikacji memorandum informacyjnego zatwierdzonego przez KNF. Rozwiązania te mogą wydłużyć proces pozyskiwania kapitału poprzez emisje obligacji i zwiększyć ich koszt. Ostateczny kształt ustawy jest wciąż nieznany i może znacząco różnić się od wstępnego projektu, dlatego też trudno prognozować faktyczny wpływ nowych przepisów.

MSSF 9

1 stycznia 2018 r. wszedł w życie MSSF 9, który bezpośrednio wpływa na sposób prezentowania wyników finansowych przez spółki windykacyjne. Standard wprowadził nową klasyfikację aktywów finansowych uzależnioną od modelu biznesowego zarządzania aktywami finansowymi oraz od charakterystyki umownych przepływów pieniężnych. MSSF 9 wprowadził również nowe podejście do szacowania odpisów w odniesieniu do aktywów finansowych, które bazuje na wyznaczaniu strat oczekiwanych w odróżnieniu do modelu wynikającego z MSR 39, który bazował na koncepcji strat poniesionych.

Główną różnicą nowego podejścia do szacowania wartości bilansowej portfeli wierzytelności jest ujmowanie kosztów bezpośrednio dotyczących uzyskiwanych spłat. Wartość bilansowa w skorygowanej cenie nabycia (SCN) jest wartością zdyskontowanych oczekiwanych spłat. Różnica pomiędzy SCN, a wcześniej stosowaną wartością godziwą (WG), wynika z faktu, iż w przypadku WG wartość bilansowa była zdyskontowaną wartością oczekiwanych przepływów netto (oczekiwanych spłat pomniejszonych o oczekiwane bezpośrednie koszty uzyskania spłat). W początkowym ujęciu wartości portfela na bilansie nie jest widoczna istotna różnica – większe przepływy (niepomniejszane o koszty) korygowane są przez wyższą stopę dyskontującą. Jednakże w trakcie życia portfela ze względu na konstrukcję wyceny wartość bilansowa pod WG korygowana była zarówno w przypadku spłat jak i kosztów odbiegających od oczekiwań. W przypadku SCN poprawa efektywności operacyjnej poprzez obniżenie kosztów, bądź też inflacja tych kosztów nie znajdzie odzwierciedlenia w wartości bilansowej portfeli wierzytelności o ile wygenerowane w danym okresie spłaty będą odpowiadały oczekiwaniom. Gdy portfel generuje spłaty wyższe bądź niższe od oczekiwanych daje to podstawy do zmiany oczekiwanych odzysków, a przez to znajduje odzwierciedlenie w wartości bilansowej portfeli.

Zmiana podejścia przekłada się również na prezentację wartości w rachunku wyników. Obecnie spółki w przychodach prezentują „przychody odsetkowe skorygowane o wpłaty rzeczywiste” w miejsce wcześniej prezentowanych spłat. W obydwu wariantach spółki rozpoznają przychody z tytułu przeszacowania (dopuszczalne są ujemne pozycje tych przychodów) jednakże pod WG pozycja ta uwzględniała zmianę wartości bilansowej w wyniku spłat (amortyzacja) oraz zmianę parametrów estymacji. W przypadku SCN dotychczasowa amortyzacja uwzględniana jest już w ww. skorygowanych przychodach a przychody z przeszacowania ujmują jedynie zmiany parametrów estymacji. W wyniku zmiany zasad rachunkowości prezentowane przychody nie mają charakteru gotówkowego i nie odzwierciedlają poziomów spłat z portfeli.

Jednorazowy wpływ wprowadzenia MSSF 9 nie był istotny na sprawozdania finansowe Kruka, Besta i Kredyt Inkaso.

Główni gracze – emitenci obligacji korporacyjnych

Zdecydowanie największym podmiotem z pośród spółek windykacyjnych emitujących obligacje korporacyjne notowane na rynku Catalyst jest Kruk, którego portfele wierzytelności w zarządzaniu mają wartość bilansową blisko 4 mld zł – to ponad dwa razy więcej niż Best i Kredyt Inkaso razem wzięte. Również pod kątem przychodów jak i generowanej EBITDA gotówkowej Kruk jest liderem co widać w poniższej tabeli. Z drugiej strony Kruk posiada zdecydowanie największe zadłużenie brutto i netto w liczbach bezwzględnych, ale porównując do kapitałów własnych, wskaźnik jest na zbliżonym poziomie do Bestu, a porównując do EBITDA gotówkowej Kruk ma najlepszą sytuację zadłużeniową. Biorąc pod uwagę wskaźniki zadłużenia dług netto/kapitały własne i dług netto/EBITDA gotówkowa najslabiej wypada Kredyt Inkaso.

W poniższej zbiorczej tabeli prezentujemy m.in. wskaźnik pokazujący stosunek wartości otrzymanych spłat do wyceny bilansowej portfeli wierzytelności, który w pewnym stopniu (ale też w dużym uproszczeniu) pokazuje konserwatyzm wyceny portfeli (niższa wartość wskaźnika pokazuje, że wartość aktywów szybciej zwróci się z faktycznych spłat od dłużników). Porównując ten wskaźnik wycena portfeli w stosunku do otrzymanych spłat jest najniższa dla Kruka (2,4x), a najwyższa dla Bestu (3,6x).

Tabela: Podstawowe wskaźniki finansowe

3Q18	Kruk	Best	Kredyt Inkaso*
Aktywa ogółem	4 323 970	1 349 399	885 888
Portfele w zarządzaniu	3 985 851	1 070 185	727 054
Środki pieniężne	151 568	101 558	35 835
Kapitały własne	1 701 977	557 762	276 819
Przychody (LTM)	1 142 044	208 388	154 009
Zysk netto (LTM)	307 260	55 712	19 105
EBITDA gotówkowa (LTM)	928 307	204 289	146 974
Dług brutto	2 329 037	765 729	576 655
Dług netto	2 177 469	664 171	540 820
Dług netto/kapitały własne	1,3	1,2	2,0
Dług netto/EBITDA gotówkowa (LTM)	2,3	3,3	3,7
Spłaty (LTM)	1 519 022	260 940	223 792
Wycena portfeli** / spłaty (LTM)	2,4	3,6	3,0

*Dane na koniec 3Q 2018/19 – przesunięty rok obrotowy spółki

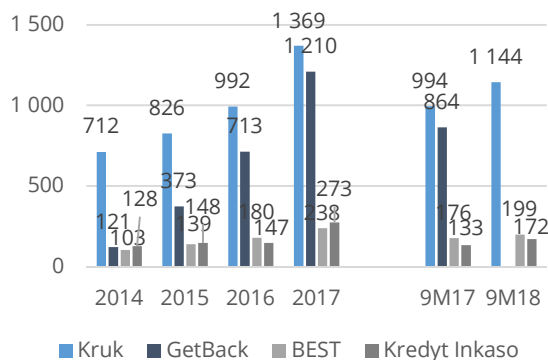
**Średnia wycena portfeli na początek i koniec okresu

Źródło: sprawozdania finansowe spółek, obliczenia własne

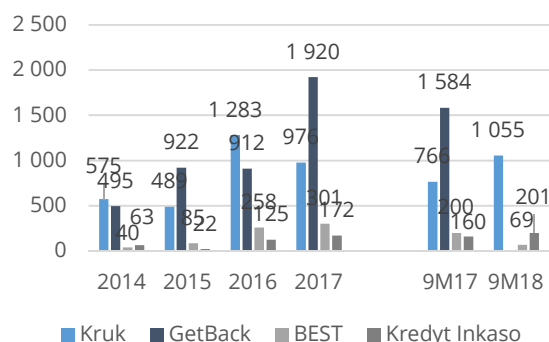
Wydarzenia ostatnich miesięcy mające najbardziej istotny wpływ na sytuację sektora i analizowanych emitentów miały związek z postępowaniem restrukturyzacyjnym w GetBacku, który był bardzo aktywny w ostatnich 3 latach zarówno na rynku zakupów portfeli, jak i pozyskiwania kapitału dłużnego. Gwałtowne zaprzestanie obsługi zobowiązań odciska piętno na pozostałych uczestnikach rynku obrotu wierzytelnościami.

Ograniczony dostęp do finansowania utrudnił windykatorom zakupy nowych portfeli i wzrost skali działalności – zarówno poprzez ograniczenie finansowania, ale również poprzez „rozchwianie” polskiego rynku (agresywne zakupy portfeli, podbijanie cen, aby uprzedzić konkurencję). Mimo tego nakłady na nowe portfele przez trzy pierwsze kwartały trzech analizowanych emitentów sumarycznie nie były niższe od tych przez 9M17 (+18%), aczkolwiek Best zdecydowanie obniżył akcję inwestycyjną wydając jedynie 69 mln zł na nowe portfele, czyli o 66% mniej niż przez 9M2017. W tym samym okresie Kruk wydał na nowe portfele 1 055 mln zł (+37%), a Kredyt Inkaso 201 mln zł (+25%).

Wykres: Windykatorzy: Spłaty z portfeli (mln zł)



Wykres: Windykatorzy: Nakłady na portfele (mln zł)



Źródło: Dane spółek; brak danych dla GetBack za 3Q18

Źródło: Dane spółek; brak danych dla GetBack za 3Q18

Kruk

Grupa Kapitałowa Kruk jest liderem na rynku zarządzania wierzytelnościami w Polsce i Rumunii. Spółka rozpoczęła obsługę portfeli masowych w Polsce w 1999 r., a w 2003 r. zakupiła pierwszy portfel na własność. Od 2007 r. KRUK kupuje portfele wierzytelności oraz świadczy usługi inkaso również poza Polską. Pierwszym zagranicznym kierunkiem była Rumunia (2007 r.), a obecnie Kruk świadczy usługi także w Czechach (od 2011 r.), na Słowacji (2012 r.), w Niemczech (2014 r.), we Włoszech (2015 r.) oraz Hiszpanii (2015 r.). Spółka w przyszłości rozważa rozwój także na innych rynkach. W okresie styczeń-wrzesień 2018 r. (9M18) KRUK wygenerował 893 mln zł przychodów, z czego 50% zostało wypracowanych w Polsce, 36% w Rumunii, 8% we Włoszech, a 6% w pozostałych krajach.

Przychody (tys. zł)	2016	2017	9M18
Polska	423 766	551 925	449 048
Rumunia	311 917	436 158	323 536
Włochy	9 073	13 281	69 939
Pozostałe rynki zagraniczne	38 642	54 090	50 987
Razem	783 398	1 055 454	893 510

Źródło: Sprawozdanie finansowe GK Kruk

Przychody - udział	2016	2017	9M18
Polska	54%	52%	50%
Rumunia	40%	41%	36%
Włochy	1%	1%	8%
Pozostałe rynki zagraniczne	5%	5%	6%
Razem	100%	100%	100%

Rachunek wyników

Głównym obszarem działalności spółki jest zarządzanie wierzytelnościami na własny rachunek. Segment „nabyte pakiety wierzytelności” odpowiadał za 92% wygenerowanych przychodów spółki w 9M18. Natomiast udział usług windykacyjnych (inkaso) w przychodach wyniósł 5%, a pozostałych produktów – 2%. Nabyte pakiety wierzytelności wraz z pozostałymi produktami są najbardziej rentownymi segmentami spółki – marża pośrednia wyniosła dla obu segmentów 61% w 9M18 – podczas gdy dla usług windykacyjnych była równa 21%.

Tabela: Przychody i marża pośrednia GK Kruk w podziale na segmenty

Przychody (tys. zł)	2016	2017	9M18
Nabyte pakiety wierzytelności	724 931	971 743	825 252
Usługi windykacyjne	32 199	59 102	48 183
Pozostałe produkty	26 268	24 608	20 075
Razem	783 398	1 055 453	893 510

Przychody - udział	2016	2017	9M18
Nabyte pakiety wierzytelności	93%	92%	92%
Usługi windykacyjne	4%	6%	5%
Pozostałe produkty	3%	2%	2%
Razem	100%	100%	100%

Marża pośrednia	2016	2017	9M18
Nabyte pakiety wierzytelności	454 266	559 238	505 853
Usługi windykacyjne	8 916	14 892	10 145
Pozostałe produkty	13 374	15 289	12 263
Razem	476 556	589 419	528 261

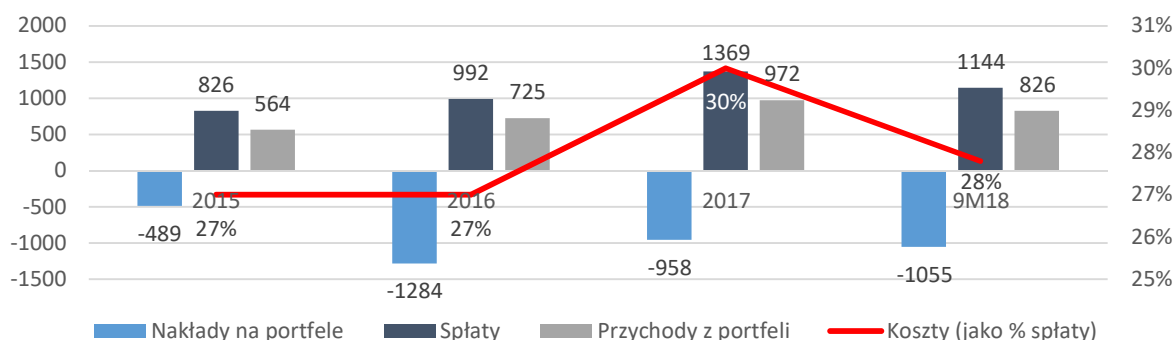
Przychody - udział	2016	2017	9M18
Nabyte pakiety wierzytelności	63%	58%	61%
Usługi windykacyjne	28%	25%	21%
Pozostałe produkty	51%	62%	61%
Razem	61%	56%	59%

Źródło: Sprawozdanie finansowe GK Kruk

Spółka rozpoznaje zarówno przychody gotówkowe, jak i niegotówkowe. Przychody gotówkowe oznaczają przychody odsetkowe wynikające ze spłat (pomniejszone o koszty uzyskania tych spłat) wraz z przychodami z różnicy pomiędzy rzeczywistymi wpłatami, a planowanymi. Do przychodów niegotówkowych zaliczają się aktualizacje wyceny pakietów wierzytelności. Aktualizacje wynikają przede wszystkim ze zmiany szacunków dotyczących oczekiwanych wpływów pieniężnych związanych z danym pakietem, a także ze zmiany stopy wolnej od ryzyka.

Poziom kosztów do spłat kształtował się w ostatnich latach w okolicach 27%-30%. Wzrost kosztów w 2017 r. wynikał z przekazania większej liczby spraw do postępowania sądowo-komorniczego w Polsce (o czym pisaliśmy w rozdziale o zmianach prawnych).

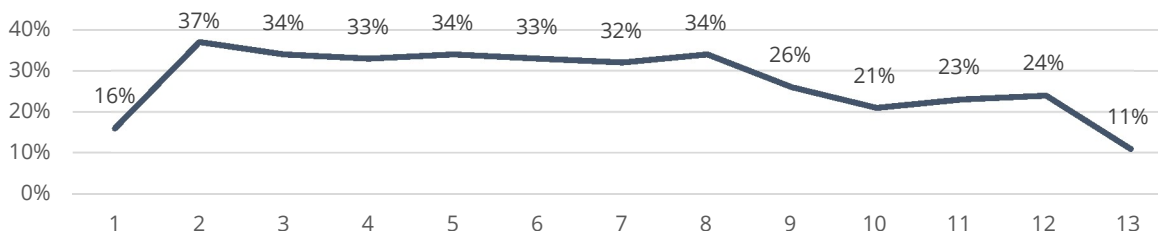
Wykres: Nakłady na portfele i osiągnięte z nich spłaty i przychody



Źródło: Sprawozdanie finansowe GK Kruk

Na wykresie poniżej zaprezentowano rozkład wpływów pieniężnych z tytułu nabytych pakietów wierzytelności w latach 2005-2017 ujętych jako udział w wartości nakładów na zakup pakietów. Łącznie odzyski sumują się do 347% nakładów.

Wykres: Krzywa odzysku dla portfeli nabytych w latach 2015-2017

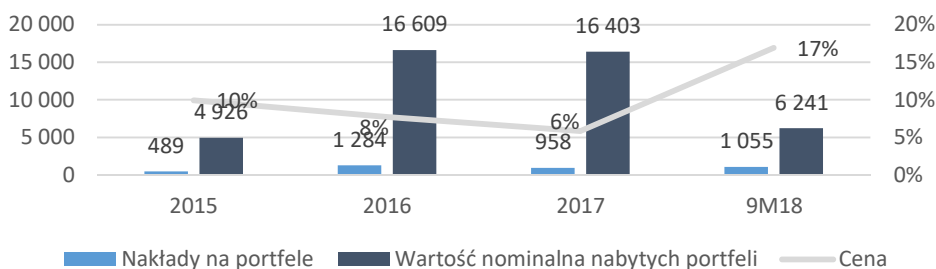


Źródło: Prezentacja inwestorska GK Kruk

Bilans

Suma bilansowa Kruka wynosiła na koniec 3Q18 ponad 4,3 mld zł. Na aktywa składały się głównie zakupione portfele wierzytelności, które stanowiły 92% sumy aktywów. KRUK nabywa w ramach umów cesji wierzytelności duże pakiety wierzytelności z dyskontem do ich wartości nominalnej. Średnio w ostatnich latach Kruk kupował portfele po cenach w przedziale 6%-17% ich wartości nominalnej. Jednak wartość bilansowa nabytych pakietów wierzytelności ustala się przy zastosowaniu modelu estymacji opartego na szacunkach w zakresie zdyskontowanych oczekiwanych przepływów pieniężnych.

Wykres: Ceny portfeli (nakłady na portfele / wartość nominalna portfeli)



Źródło: Prezentacja inwestorska GK Kruk

Grupa w dużym stopniu finansuje swoją działalność zadłużeniem, które stanowiło 54% jej pasywów. Kapitał własny na koniec 3Q18 wynosił 1 702 mln zł i stanowił 40% bilansu.

Na koniec września br. KRUK posiadał 152 mln zł środków pieniężnych i ich ekwiwalentów, co przy dźwigni brutto na poziomie 2 329 mln zł przekłada się na 2 177 mln zł dźwigni netto. Wartość kapitałów własnych na koniec 3. kwartału 2018 r. wynosiła 1 702 mln zł, co daje dźwigni netto do kapitałów własnych na poziomie 1,3x. Spółka publikuje także wynik EBITDA gotówkowa, który stanowi sumę wyniku EBITDA i wartości spłat na pakietach własnych pomniejszoną o przychody z windykacji pakietów własnych. EBITDA gotówkowa za okres 12 miesięcy zakończony 30 września br. wyniosła 928 mln zł, co w relacji dźwigni netto do wyniku EBITDA gotówkowa przekłada się na wartość 2,3x. Po dacie bilansowej Spółka dokonała wykupu obligacji serii R4 na 40 mln zł i U1 na 10 mln zł, a także dokonała emisji dwóch serii obligacji na 30 i 25 mln zł.

Kowenanty

Obligatariusze większości notowanych serii obligacji mogą żądać przedterminowego wykupu jeśli wskaźnik zadłużenia przekroczy 2,5x (1,3x na koniec 3Q18), wskaźnik zadłużenie finansowe netto/EBITDA gotówkowa na poziomie skonsolidowanym przekroczy 4,0x (2,3x na koniec 3Q18). Dodatkowo w przypadku gdy wskaźnik zadłużenia przekroczy 2,2x marża odsetkowa wzrośnie o 0,5 pkt. proc.

Tabela: Dane finansowe GK Kruk

	2016	2017	9M17	9M18	LTM
Przychody	783 398	1 055 453	806 919	893 510	1 142 044
Pozostałe przychody operacyjne	8 773	5 896	3 739	3 482	5 639
Koszty wynagrodzeń i świadczeń pracowniczych	-190 778	-257 013	-182 941	-227 264	-301 336
Amortyzacja	-13 538	-18 677	-12 585	-15 249	-21 341
Usługi obce	-79 415	-134 462	-94 049	-106 324	-146 737
Pozostałe koszty operacyjne	-159 417	-230 426	-153 068	-154 633	-231 991
Zysk na działalności operacyjnej	349 023	420 771	368 015	393 522	446 278
Zysk przed opodatkowaniem	286 348	335 184	300 225	298 738	333 697
Zysk netto	248 677	295 198	279 251	291 313	307 260
AKTYWA RAZEM, w tym:	3 092 496	3 560 128	3 478 307	4 323 970	4 323 970
Inwestycje	2 676 202	3 169 303	3 169 777	3 985 851	3 985 851
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	267 384	173 284	125 591	151 568	151 568
KAPITAŁY WŁASNE	1 237 504	1 460 522	1 489 968	1 701 977	1 701 977
<u>Zobowiązania długoterminowe, w tym:</u>	<u>1 381 142</u>	<u>1 652 515</u>	<u>1 561 827</u>	<u>2 127 597</u>	<u>2 127 597</u>
Zobowiązania finansowe	1 377 085	1 636 696	1 506 686	2 115 487	2 115 487
<u>Zobowiązania krótkoterminowe, w tym:</u>	<u>473 848</u>	<u>447 091</u>	<u>426 512</u>	<u>494 395</u>	<u>494 395</u>
Zobowiązania finansowe	269 326	260 527	207 630	213 550	213 550
PASYWA RAZEM	3 092 494	3 560 128	3 478 307	4 323 970	4 323 970
Dług netto	1 379 027	1 723 939	1 594 645	2 177 469	2 177 469
Dług netto / Kapitały własne	1,1	1,2	1,1	1,3	1,3
Dług netto / EBITDA gotówkowa	2,2	2,1	2,8	3,3	2,3
Dług netto / Spłaty	1,4	1,3	1,6	1,9	1,4
Zakup pakietów	1 285 899	976 509	766 533	1 054 675	1 264 651
Wpłaty od osób zadłużonych	992 406	1 368 911	994 016	1 144 127	1 519 022
EBITDA gotówkowa	630 036	836 616	567 697	659 388	928 307
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	-623 132	-223 365	-98 014	-251 913	-377 264
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej	-74 043	-19 520	-12 074	-23 708	-31 154
Przepływy pieniężne z działalności finansowej	823 816	148 784	-27 706	253 906	430 396
Przepływy pieniężne netto, razem	126 641	-94 101	-137 794	-21 715	21 978

BEST

Spółka Best S.A. została założona w 1994 r. 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 Krzysztofa Borusowskiego i Marka Kucnera i rozpoczęła działalność na rynku wierzytelności. Obecnie podstawowym przedmiotem działalności Grupy Kapitałowej Best jest: inwestowanie w portfele wierzytelności, zarządzanie funduszami inwestycyjnymi, zarządzanie wierzytelnościami.

Grupa prowadzi głównie działalność na rynku polskim, a od 2017 r. również na rynku włoskim (za 9M18 przychody z włoskiego rynku stanowiły ok. 8,5% przychodów netto).

Część aktywów Grupy jest zarządzana w ramach funduszu BEST III NSFIZ, w którym BEST posiada 50% udziałów (pozostałe 50% należy do Hoist). Od sierpnia 2018 r. BEST III NSFIZ jest uznawany za jednostkę zależną i konsolidowany metodą pełną. Best nie zwiększył swojego udziału w funduszu, a wyłącznie zmienił interpretację co do sprawowania kontroli nad nim. Swoją decyzję tłumaczy tym, że Hoist nie zamierza dokonywać dalszych wspólnych inwestycji w ramach tego funduszu, a wyłącznie będzie czerpał korzyści z jego dalszej działalności. Wpływ konsolidacji BEST III NSFIZ na kapitały własne to ich wzrost o 94,6 mln zł.

Rachunek wyników

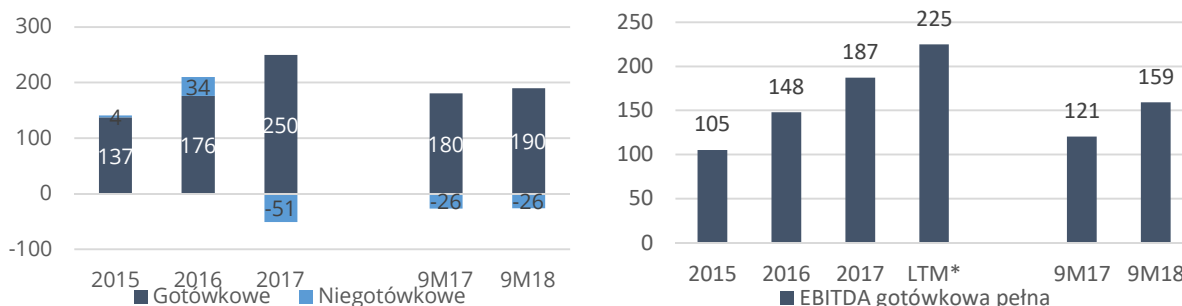
Ze względu na profil działalności BEST, tak jak inni windykatorzy, wykazuje zarówno przychody gotówkowe, jak i niegotówkowe. Przychody netto razem za 9M18 wyniosły 164 mln zł i były wyższe o 6% w ujęciu r/r. Przychody gotówkowe wyniosły 190 mln zł i były wyższe o 5% r/r. Przez 9M18 BEST uzyskał 24 mln zł przychodów z funduszu BEST III NSFIZ (zarówno z tytułu zarządzania funduszem jak i wypłat). Przez 9M18 przychody pochodzące z rynku włoskiego wyniosły 13,9 mln zł.

Tabela: struktura przychodów Grupy Best za 9M18:

	9M17	9M18	Zmiana %
Gotówkowe	180,5	189,9	5%
Przychody odsetkowe skorygowane o wpłaty rzeczywiste	143,2	154,6	8%
Wykup certyfikatów BEST III NSFIZ	25,0	20,1	-20%
Opłata za zarządzanie BEST III NSFIZ:	11,7	9,8	-16%
Inne	0,6	5,4	841%
Niegotówkowe	-26,4	-26,0	-2%
Wynik z tyt. przeszacowania	-20,8	-23,0	-11%
Zmiana wartości udziału w Kredyt Inkaso	1,8	3,4	88%
Zmiana wartości udziału w BEST III NSFIZ	-3,7	-3,9	-5%
Koszt nabycia wykupionych certyfikatów	-3,7	-2,5	-33%
RAZEM	154,1	163,9	5%
W tym BEST III NSFIZ	29,2	23,5	-2%

Źródło: Dane spółki

Wykres: Przychody i EBITDA gotówkowa pełna BEST



Źródło: Dane spółki, obliczenia własne Michael/Ström DM

Do sierpnia 2018 r. grupa BEST publikowała trzy poziomy wyniki EBITDA: EBITDA gotówkowa BEST, skorygowana EBITDA gotówkowa, oraz pełna EBITDA gotówkowa. Pierwszy z wymienionych brał 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. W związku z pełną konsolidacją BEST III całość przychodów tego funduszu jest rozpoznawana w wyniku Grupy dlatego też obecnie raportowana EBITDA gotówkowa jest nawet większa od poprzedniej EBITDA skorygowanej, bo uwzględnia całość przychodów funduszu BEST III, a nie tylko proporcjonalną część.

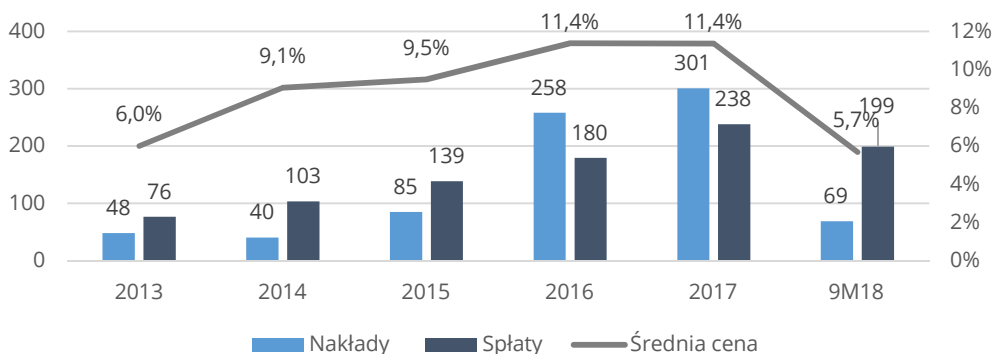
Pełna EBITDA gotówkowa natomiast uwzględnia ponadto proporcjonalny udział spółki w wyniku EBITDA generowanym przez Kredyt Inkaso. O pełną EBITDA gotówkową oparty jest kowenant na obligacjach serii L1 – serii o wartości nominalnej 60 mln zł zapadającej w sierpniu 2020 r.

Patrząc na wynik EBITDA gotówkowy spółki (EBITDA – przychody z portfeli wierzytelności + spłaty wierzytelności) wynik za 9M18 wyniósł 159 mln zł i był wyższy o 55% r/r, natomiast wynik za ostatnich 12 miesięcy wyniósł 205 mln zł. Znaczący wpływ na wynik finansowy zaprezentowany przez Grupę miał wspomniany wcześniej fakt konsolidacji funduszu BEST III.

W okresie trzech kwartałów 2018 roku wartość spłat należnych Grupie osiągnęła poziom 199 mln zł, co oznacza wzrost o 22,6 mln zł (13%) wobec 9M17.

Przez pierwsze 3 kwartały 2018 r. Spółka poniosła stosunkowo mało nakładów na zakup portfeli wierzytelności, wydając zaledwie 68,6 mln zł na zakup 8 portfeli wierzytelności o wartości nominalnej 1,2 mld zł. Po raz pierwszy od 2015 r. spłaty z portfeli wierzytelności przekroczyły nakłady na nowe portfele.

Wykres: Nakłady na portfele i spłaty z portfeli GK Best



Źródło: Sprawozdanie finansowe Best

Bilans

Suma bilansowa grupy na koniec 3Q18 wynosiła 1 350 mln zł. Na aktywa składały się głównie portfele wierzytelności, które z kwotą 1 070 mln zł stanowiły 79% bilansu. Od sierpnia 2018 r. w tej pozycji wykazywane są zarówno portfele należące bezpośrednio do grupy BEST jak i te należące do BEST III NSFIZ, które wg stanu na półrocze 2018 r. miały wartość bilansową 106,6 mln zł i stanowiły 9,5% bilansu spółki. Wartość bilansowa udziałów w Kredyt Inkaso na bilansie BEST wynosi 105 mln zł. W aktywach grupy widnieją również pozostałe należności na 16,6 mln zł, na które składają się głównie opłaty sądowe, które pojawiły się na bilansie spółki w 3Q17 w związku ze wzmożonymi procesami sądowymi przed wejściem w życie nowych regulacji dotyczących przedawnień. Na koniec 3Q18 grupa posiadała 101,6 mln zł środków pieniężnych.

Zadłużenie

Grupa finansuje swoją działalność głównie zadłużeniem, które stanowiło 59% jej pasywów. Kapitał własny na koniec 3Q18 wynosił 558 mln zł, ale należy pamiętać, że ich wzrost wynikał z konsolidacji funduszu BEST III (+95 mln zł). 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.

Dług brutto grupy BEST na koniec 3Q18 wynosił 766 mln zł i był niższy o 5 mln zł względem końca 2017 r. Obecne zadłużenie spółki w kredytach bankowych wynosi 128 mln zł. Po dacie bilansowej spółka wykupiła również obligacje serii K2 o wartości 50 mln zł. Uwzględniając wykup obligacji zadłużenie brutto wynosi 716 mln zł. W dalszym ciągu głównym źródłem finansowania spółki pozostają obligacje stanowiące 79% zadłużenia spółki. Obecnie spółka ma 16 wyemitowanych serii obligacji o łącznej wartości nominalnej 525 mln zł i 7,5 mln EUR z czego 15 notowanych jest na Catalyst. Przy stanie gotówki na koniec 3Q18 na poziomie 101,6 mln zł dług netto wynosił 664,2 mln zł.

Kowenanty

Stosunek długu netto do kapitałów własnych na koniec 3Q18 wynosił 1,19x wobec kowenantu na większości serii obligacji na poziomie 2,5x. Kowenant na stosunku zadłużenia netto do kapitałów własnych ustanowiony jest na wszystkich seriach obligacji o publicznie znanych warunkach naruszenia o łącznej wartości nominalnej 582 mln zł, czyli złamanie kowenantu postawiłoby w stan wymagalności przynajmniej zdecydowaną większość zadłużenia 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 za ostatnie 12 miesięcy. Pozycja ta uwzględnia wyniki generowane przez Kredyt Inkaso. Ze względu na dostępność danych (przesunięty rok obrotowy w KRI) obliczany wskaźnik co drugi kwartał (1Q i 3Q) uwzględnia zadłużenie finansowe KRI na koniec poprzedniego kwartału, oraz wynik EBITDA za 9M doprowadzając do jego zawyżenia. Od czerwca do września wskaźnik ten spadł z 4,31x do 3,84x, co ma o tyle istotne znaczenie, że przekroczenie poziomu 4,0x przez dwa kwartały z rzędu oznaczałoby naruszenie warunków emisji. Ostatecznie Bestowi udało się więc tego uniknąć. Nawet jeśli kowenant zostałby naruszony, a obligacje serii L1 zostały postawione w stan wymagalności, nie spowoduje to postawienia w stan wymagalności pozostałych serii. 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 niemałym 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.

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.

Spór z Kredyt Inkaso

Best w styczniu 2019 r. złożył do sądu pozew przeciwko Kredyt Inkaso oraz Pawłowi Szewczykowi i Janowi Lisickiemu, odpowiednio byłemu prezesowi i wiceprezesowi spółki, a także przeciwko firmie doradczo-audytorskiej Grant Thornton Frąckowiak, ale jej odpowiedzialność ustalono na niecałe 2,3 mln zł wobec całej dochodzonej solidarnie od pozwanych kwoty na poziomie 51,8 mln zł.

Dochodzona przez Best kwota to równowartość szkody poniesionej w związku z nabyciem przez emitenta akcji Kredyt Inkaso po zawyżonej cenie, ustalonej na podstawie, nieprawdziwych i nierzetelnych sprawozdań finansowych Kredyt Inkaso za rok obrotowy 2014/2015, a skorygowanych w następnych latach podatkowych – wynika z komunikatu Best. Sprawozdanie Kredyt Inkaso za rok obrotowy 2014/2015 badała firma Grant Thornton Frąckowiak, która nie zgłaszała do niego żadnych zastrzeżeń.

Obecnie Best posiada 33,1% akcji Kredyt Inkaso, a głównym akcjonariuszem z 61,1% jest Waterland. Na inwestycję zakupu udziałów w Kredyt Inkaso we wrześniu 2015 r. Best wydał 171,3 mln zł, a w bilansie obecnie wycenia ją na 105,1 mln zł. Z kolei biorąc pod uwagę obecny kurs akcji Kredyt Inkaso na poziomie ok. 10 zł to wartość pakietu wynosi zaledwie 43 mln zł.

Tabela: Dane finansowe GK Best

	2016	2017	9M17	9M18	LTM
<u>Przychody operacyjne, w tym:</u>	<u>210 278</u>	<u>198 573</u>	<u>154 081</u>	<u>163 896</u>	<u>208 388</u>
Zyski z Best III	42 263	25 533	19 379		6 154
<u>Koszty działalności operacyjnej, w tym:</u>	<u>76 696</u>	<u>107 217</u>	<u>82 040</u>	<u>79 952</u>	<u>105 129</u>
Wynagrodzenia i świadczenia na rzecz pracowników	33 559	41 965	31 068	32 755	43 652
Amortyzacja	4 106	5 239	4 860	4 325	4 704
Usługi obce	14 097	23 897	16 512	23 059	30 444
Podatki i opłaty	20 749	33 209	27 475	18 172	23 906
Pozostałe	4 185	2 907	2 125	1 641	2 423
Zysk na działalności operacyjnej	133 582	91 356	72 041	83 944	103 259
Zysk przed opodatkowaniem	39 768	56 060	46 858	54 027	63 229
Zysk netto	38 726	52 394	46 330	49 648	55 712
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	22 045	91 208	76 817	101 558	101 558
Wierzytelności nabyte	611 111	859 614	790 727	1 070 185	1 070 185
Inwestycje w jedno. współkontrolowanych - BEST III	111 951	100 981	104 539	0	0
Inwestycje w jedno. stowarzyszonych - Kredyt	106 703	109 007	107 329	105 095	105 095
Inkaso					
Pozostałe	53 055	78 269	67 256	72 561	72 561
AKTYWA RAZEM	904 865	1 239 079	1 146 668	1 349 399	1 349 399
KAPITAŁY WŁASNE	356 227	422 934	421 623	557 762	557 762
W tym kapitał własny przypisany udziałom niesprawującym kontroli	100	188	254	94 359	94 359
<u>Zobowiązania, w tym:</u>	<u>548 638</u>	<u>816 145</u>	<u>725 045</u>	<u>791 637</u>	<u>791 637</u>
Zobowiązania finansowe krótkoterminowe	78 838	230 293	178 096	177 351	177 351
Zobowiązania finansowe długoterminowe	425 111	529 722	530 730	588 378	588 378
PASYWA RAZEM	694 108	1 239 079	1 146 668	1 349 399	1 349 399
Dług netto	481 904	668 807	632 009	664 171	664 171
Dług netto / Kapitały własne	1.4	1.6	1.5	1.2	1.2
Dług netto / EBITDA gotówkowa	4.2	4.5	6.2	4.2	3.3
Dług netto / Spłaty należne Grupie	2.7	2.8	3.6	3.3	2.5
Zakup pakietów	125 300	300 828	200 200	68 575	169 203
Wpłaty od osób zadłużonych (należne Grupie)	179 500	238 300	176 389	199 029	260 940
EBITDA gotówkowa skorygowana	114 454	147 669	102 550	159 170	204 289
EBITDA gotówkowa pełna	148 249	186 831			
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	-117 763	-165 814	-67 058	198 345	99 589
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej	-17 295	-4 027	-74 824	-184 820	-114 023
Przepływy pieniężne z działalności finansowej	113 909	238 836	174 728	-47 330	16 778
Przepływy pieniężne netto, razem	-21 149	68 995	32 846	-33 805	2 344

Kredyt Inkaso

Grupa Kredyt Inkaso od 2001 r. działa na rynku wierzytelności. Głównym krajem działalności jest Polska, gdzie Kredyt Inkaso w okresie 12 miesięcy zakończonym 31 grudnia 2018 r. (12M) wygenerowało 56% przychodów netto, ale na znaczeniu zyskują inne rynki z Rumunią (24% przychodów nett) i Rosją (13%) na czele. Dodatkowo spółka rozwija działalność w Bułgarii i Chorwacji.

Spółka ma przesunięty rok obrotowy zaczynający się 1 kwietnia i kończący 31 marca, co oznacza, że ostatnie dostępne dane finansowe pochodzą za 9 miesięcy roku obrotowego 18/19 zakończone 31 grudnia 2018 r.

Przychody netto (tys. zł)	201617	201718	9M1819	Przychody netto – udział	201617	201718	9M1819
Polska	45 868	75 850	71 962	Polska	50%	62%	56%
Rumunia	16 607	20 475	30 215	Rumunia	18%	17%	24%
Rosja	20 043	13 629	17 002	Rosja	22%	11%	13%
Bułgaria	10 043	12 560	8 954	Bułgaria	11%	10%	7%
Chorwacja		162	315	Chorwacja	0%	0%	0%
Razem	92 561	122 676	128 448	Razem	100%	100%	100%

Źródło: Sprawozdanie finansowe Kredyt Inkaso

W Kredyt Inkaso jest dwóch głównych akcjonariuszy, którzy łącznie posiadają ponad 94% udziałów w spółce. Pierwszym z nich jest Waterland z 61% udziałem, a drugim Best (33%). Więcej informacji o tych akcjonariuszach i toczącym się sporze ze spółką Best znajduje się w akapicie Spór z Kredyt Inkaso na s. 18 Raportu.

Rachunek wyników

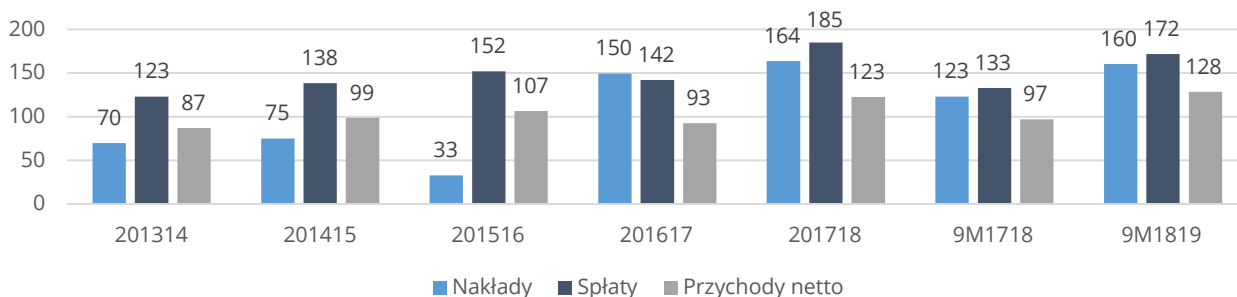
Spółka ma dwa główne segmenty, które generują zyski. Pierwszym z nich jest hurtowy obrót wierzytelnościami (portfele własne), który w okresie 9M 201819 wygenerował 122 mln zł przychodów netto (z czego 119 od klientów zewnętrznych) oraz 73 mln zł zysku z działalności operacyjnej. Drugim istotnym segmentem jest zarządzanie wierzytelnościami (inkaso), co obejmuje obsługę portfeli wierzytelności i windykację wierzytelności. Zarządzanie wierzytelnościami w okresie 9M wygenerowało 38,2 mln zł przychodów netto (w tym serwisowanie funduszy inwestycyjnych, np. Trigon TFI), z czego 9,6 mln zł pochodziło od klientów zewnętrznych, a 28,6 mln zł ze sprzedaży między segmentami. Zysk z działalności operacyjnej tego segmentu wyniósł 1,2mln zł.

Patrząc na EBITDA gotówkową jaką generuje Spółka to wyniosła ona 116,8 mln zł za 9 miesięcy roku obrotowego 201819 w porównaniu do 94,4 mln zł w analogicznym okresie roku poprzedniego (+24%) i w porównaniu do 125 mln zł za cały rok obrotowy 201718. Wzrost EBITDA gotówkowej w ostatnim okresie wynika w dużym stopniu z wyższych wpłat od dłużników – 171,6 mln zł przez 9 miesięcy 201819 vs 132,8 mln zł w analogicznym okresie rok wcześniej.

Spółka w przychodach netto rozpoznaje również przychody niegotówkowe z tytułu aktualizacji wyceny pakietów wierzytelności, które przez 9 miesięcy 201819 były stosunkowo wysokie i wyniosły 25,2 mln zł (8 mln zł w analogicznym okresie roku obrotowej 201718).

Na wykresie poniżej zostały przedstawione nakłady na rynku pierwotnym (wyłącznie inwestycje w portfele wierzytelności), przychody netto oraz spłaty w okresie od kwietnia 2013 r. do grudnia 2018 r.

Wykres: Nakłady na portfele wierzytelności, spłaty z portfeli i przychody netto Kredyt Inkaso



Źródło: Sprawozdanie finansowe Kredyt Inkaso

Bilans

Suma bilansowa grupy na koniec 3Q1819 wynosiła 886 mln zł. Na aktywa składały się głównie portfele wierzytelności, które z kwotą 727 mln zł stanowiły 82% bilansu. Wartość bilansowa udziałów w jednostkach stowarzyszonych (Trigon) na bilansie KRI wynosi 44,7 mln zł. W aktywach grupy widnieją również pozostałe aktywa finansowe na 15,9 mln zł, które praktycznie w całości dotyczą certyfikatów inwestycyjnych Omega NS FIZ. Na koniec 3Q1819 grupa posiadała 35,8 mln zł środków pieniężnych.

Zadłużenie

Na koniec grudnia 2018 r. Kredyt Inkaso posiadało ok 36 mln zł środków pieniężnych i ich ekwiwalentów, co przy długu brutto na poziomie 577 mln zł przekłada się na 541 mln zł długu netto. Wartość kapitałów własnych na koniec 3. kwartału roku obrotowego 201819 wynosiła 277 mln zł, co daje dług netto do kapitałów własnych na poziomie 2,0x. Wynik EBITDA gotówkowa za 12M wyniósł 147 mln zł, co implikuje wskaźnik dług netto/EBITDA gotówkowa (12M) na poziomie 3,7x.

Tabela: Wskaźniki zadłużenia Kredyt Inkaso

	201617	201718	LTM 9M1819
Dług netto (tys. zł)	376 447	466 487	540 820
Dług netto / Kapitały własne (x)	1,4	1,7	2,0
Dług netto / EBITDA gotówkowa (x)	3,9	3,7	3,7
Dług netto / Spłaty za 12 miesięcy (x)	2,7	2,5	2,4

Źródło: Sprawozdania finansowe spółki, obliczenia własne Michael/Ström DM

Spośród wszystkich zobowiązań finansowych (577 mln zł) na koniec grudnia 2018 r. 456 mln zł stanowiły obligacje korporacyjne, 120 mln zł kredyty, a kilkaset tysięcy złotych stanowiły leasingi finansowe.

Kowenanty

Dla serii obligacji KRI0619, KRI1019 i KRI0320 obligatariusze mogą żądać przedterminowego wykupu jeśli wskaźnik dług netto/kapitały własne będzie wyższy niż 2,25x. Dla pozostałych notowanych serii kowenant ten ustalono na poziomie 2,5x.

Tabela: Dane finansowe Kredyt Inkaso

	201617	201718	9M1718	9M1819	LTM
Przychody netto	92 561	122 676	97 115	128 448	154 009
Koszty sprzedaży	-49 328	-58 779	-41 432	-45 321	-62 668
Koszty ogólnego zarządu	-15 423	-17 345	-12 018	-14 586	-19 913
Pozostałe koszty działalności podstawowej	-2 703	-4 743	-202	-8 461	-13 002
Pozostałe przychody operacyjne, netto	168	626	282	390	734
Zysk na działalności operacyjnej	25 274	42 435	43 475	60 560	59 520
Zysk przed opodatkowaniem	7 471	7 358	14 736	28 052	20 674
Zysk netto	6 746	6 646	13 668	26 127	19 105
<u>Aktywa trwałe, w tym:</u>	<u>113 310</u>	<u>117 220</u>	<u>118 170</u>	<u>104 588</u>	<u>104 588</u>
Inwestycje w jednostkach stowarzyszonych - Trigon	42 217	44 474	43 727	44 674	44 674
Pozostałe aktywa finansowe - Omega	31 814	27 127	31 453	15 892	15 892
<u>Aktywa obrotowe, w tym:</u>	<u>719 242</u>	<u>716 361</u>	<u>700 743</u>	<u>781 300</u>	<u>781 300</u>
Wierzytelności nabyte	537 092	623 335	608 062	727 054	727 054
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	165 767	70 591	76 152	35 835	35 835
AKTYWA RAZEM	832 552	833 581	818 913	885 888	885 888
KAPITAŁY WŁASNE	271 497	269 084	274 319	276 819	276 819
<u>Zobowiązania długoterminowe, w tym:</u>	<u>394 860</u>	<u>420 870</u>	<u>390 605</u>	<u>334 927</u>	<u>334 927</u>
Zobowiązania finansowe	394 536	420 870	390 605	334 903	334 903
<u>Zobowiązania krótkoterminowe, w tym:</u>	<u>166 195</u>	<u>143 627</u>	<u>153 989</u>	<u>274 142</u>	<u>274 142</u>
Zobowiązania finansowe	147 678	116 208	131 437	241 752	241 752
Dług netto	376 447	466 487	445 890	540 820	540 820
Dług netto / Kapitały własne	1.4	1.7	1,6	2,0	2,0
Dług netto / EBITDA gotówkowa	3.9	3.7	4,7	4,6	3,7
Dług netto / Spłaty	2.7	2.5	3,4	3,2	2,4
Zakup pakietów	149 515	163 562	123 121	160 277	200 718
Wpłaty od osób zadłużonych	141 958	185 038	132 873	171 627	223 792
EBITDA gotówkowa	97 445	124 576	94 398	116 797	146 974
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	-75 871	-40 502	88 722	111 768	-17 456
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej	3 154	-18 148	-134 459	-158 472	-42 161
Przepływy pieniężne z działalności finansowej	170 211	-36 526	-43 878	11 948	19 300
Przepływy pieniężne netto, razem	97 494	-95 176	-89 615	-34 756	-40 317

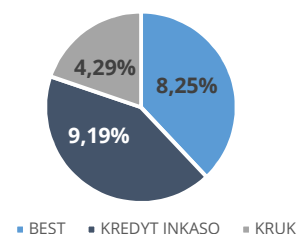
Rynek Catalyst

Łącznie na rynku Catalyst notowane są obligacje firmy windykacyjnych o wartości przekraczającej 2 mld zł z czego ponad połowa przypada na Kruka. Najwięcej za pozyskanie długu musi płacić Kredyt Inkaso ponieważ średnie ważone oprocentowanie wynosi 5,47%, Best płaci średnio 5,16%, a Kruk 4,73%. Również średnie rentowności do wykupu są najwyższe dla Kredyt Inkaso, a najniższe dla Kruka. Z kolei średnia wycena obligacji Bestu wynosi 93,11% nominału; w przypadku Kredyt Inkaso jest to 96,70% a w przypadku Kruka 100,52%. Zaniżone wyceny to efekt afery GetBack, która podkopała zaufanie do firm z rynku wierzytelności. O ile operacyjnie w spółkach nie nastąpiło pogorszenie to ewentualny brak dostępu do finansowania dłużnego może stanowić istotną przeszkodę w rozwoju działalności.

Tabela: Notowania papierów wartościowych firm windykacyjnych w Polsce na koniec okresów

	Średnia premia/dyskonto na Catalyst		Kapitalizacja na GPW		
	2017	Marzec 19	2017	Marzec 19	zmiana
Kruk	100,92	100,52	4 813	3 150	-35%
Kredyt Inkaso	101,46	96,70	263	137	-48%
BEST	99,31	93,11	725	598	-18%

Wykres: Średnie rentowności do wykupu

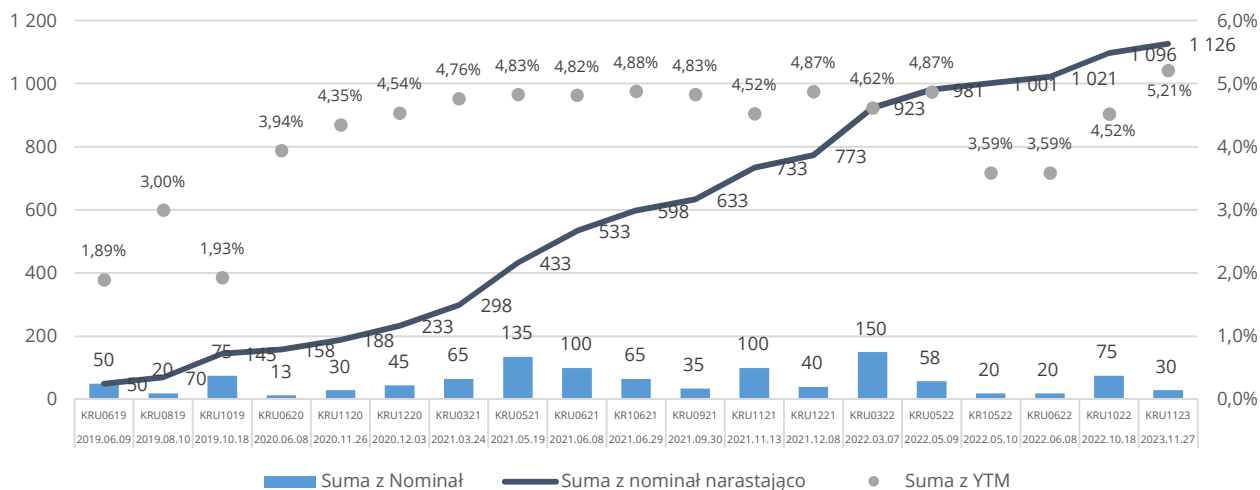


Źródło: gpwcatalyst.pl; obliczenia własne Michael/Ström DM; wg stanu na 01.03.2019 r.

Wstrzymanie obsługi obligacji korporacyjnych GetBacku o łącznej wartości ok. 2 mld zł (z czego ponad 500 mln zł notowane na Catalyst) ograniczyło dostęp do finansowania spółkom windykacyjnym w dwójnasób. Po pierwsze znaczne środki inwestorów zostały zamrożone na czas postępowania restrukturyzacyjnego i już wiadomo, że w dużym stopniu utracone. Na koniec 2017 r. obligacje GetBacku stanowiły 88% łącznego zadłużenia z tytułu obligacji Kruka, BESTa i Kredyt Inkaso łącznie. Po drugie sytuacja doprowadziła do gwałtownego wzrostu awersji do sektora wśród inwestorów, co przełożyło się na wzrost rentowności obligacji.

Od początku kwietnia gdy problemy płynnościowe GetBacku stały się publicznie znane, żadna z głównych spółek windykacyjnych nie emitowała nowych obligacji aż do sierpnia 2018 r., kiedy Kredyt Inkaso jako pierwsza przeprowadziła emisję obligacji serii E1 na 50 mln zł, oferując 4,9% marży ponad WIBOR przy 4-letnim tenorze. Takie warunki emisji oznaczały wzrost marży o 0,6 pkt. proc. (z 3,7%) względem emisji z marca 2018 r. o tym samym tenorze.

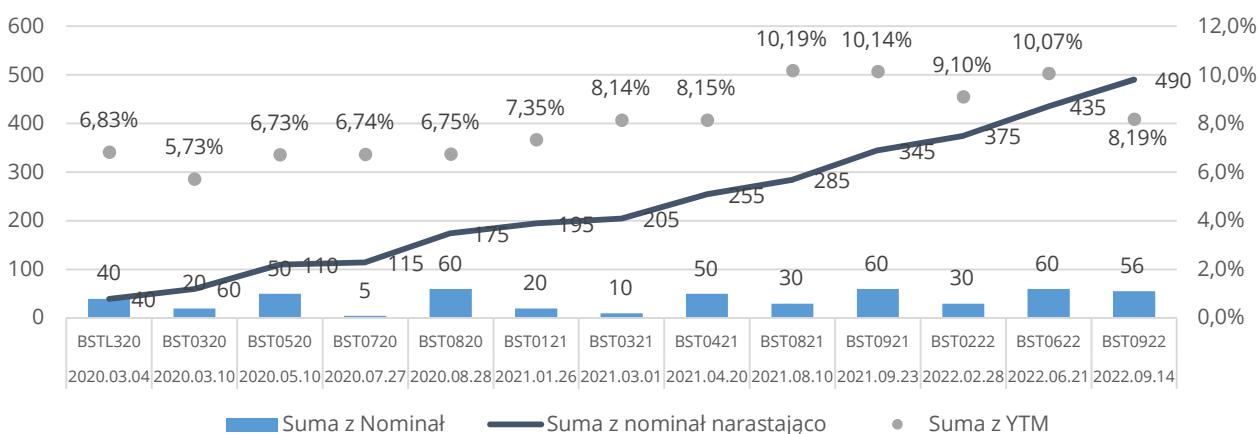
Kruk



Źródło: gpwcatalyst.pl; obliczenia własne Michael/Ström DM; wg stanu na 01.03.2019 r.

Z pośród trzech analizowanych emitentów Kruk wydaje się mieć najbardziej ustabilizowaną sytuację płynnościową. Warto zwrócić uwagę, że 2021 r. może być pewnym wyzwaniem dla Spółki jeśli chodzi o obsługę zadłużenia, ponieważ zapada wtedy 540 mln zł obligacji, czyli blisko połowa z 1 126 mln zł notowanych na Catalyst. Patrząc jednak na poziom EBITDA gotówkowej generowanej przez Spółkę (928 mln zł za ostatnie 12 miesięcy), wartość zadłużenia już nie jest tak niepokojąca. Ponadto Spółka jako pierwsza wróciła na rynek publicznych emisji emitując w listopadzie 2018 r. 30 mln zł, co jednak jest małą kwotą przy skali działalności Kruka

Best

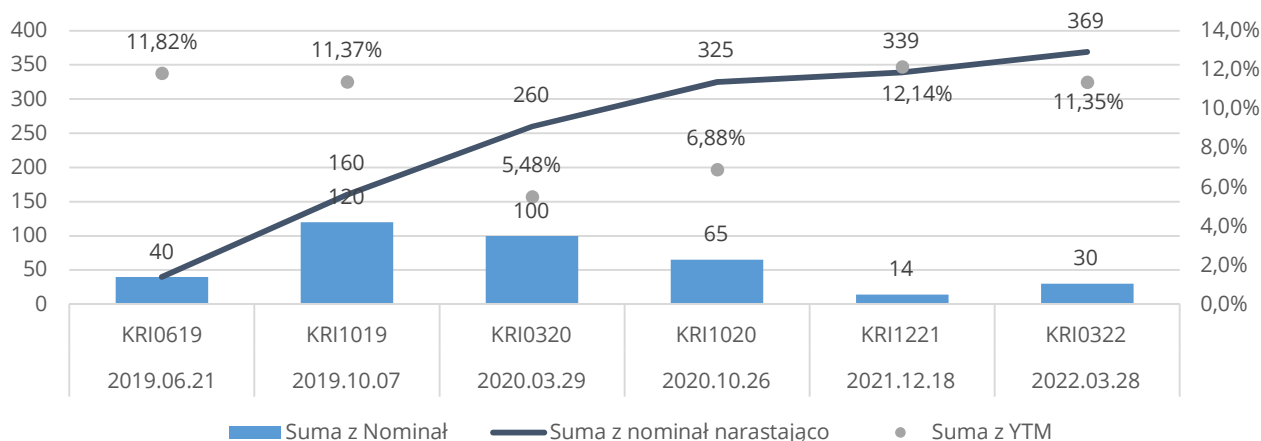


Źródło: gpwcatalyst.pl; obliczenia własne Michael/Ström DM; wg stanu na 01.03.2019 r.

Obecnie na rynku Catalyst notowanych jest 13 serii obligacji Bestu o łącznym outstandingu 490 mln zł (notowania serii BST0319z zapadającej 10.03.2019 r. były już zawieszane na dzień publikacji raportu). Obligacje Besta są notowane na Catalyst z największym dyskontem spośród analizowanych przez nas spółek, aczkolwiek tenory spółki są zdecydowanie dłuższe niż w przypadku Kredyt Inkaso – 315 mln zł z 490 mln zł ma terminy wykupu w 2021 i 2022 r. co może mieć wpływ na notowania – dłuższe papiery są taniej wyceniane przez rynek, co jednak może być z

korzyścią dla Spółki, ponieważ ewentualne refinansowanie przypada na późniejsze okresy, kiedy rynek obligacji korporacyjnych powinien być bardziej sprzyjający dla pozyskiwania kapitału.

Kredyt Inkaso



Źródło: gpwcatalyst.pl; obliczenia własne Michael/Ström DM; wg stanu na 01.03.2019 r.

Dla Kredyt Inkaso pierwszy poważny test przypada już na początek października 2019 r., kiedy Spółce zapada emisja na 120 mln zł (co będzie poprzedzone wykupem 40 mln zł w czerwcu 2019 r.). Jest to największa notowana emisja odpowiadająca za blisko 1/3 notowanego długu Kredyt Inkaso. Biorąc pod uwagę, że spółka posiadała na koniec grudnia 2018 r. ok. 36 mln zł gotówki i zakładając, że do końca września wygeneruje ok. 115 mln zł EBITDA gotówkowej (tyle ile za ostatnie 9 miesięcy) i poniesie ok. 30 mln zł kosztów finansowych (tyle ile za ostatnie 9 miesięcy), pojawia się luka finansowania w wysokości ok. 39 mln zł, co oznacza, że Spółka będzie musiała rolować przynajmniej część swojego zadłużenia. Czynnikiem mitygującym ryzyko jest fakt, że blisko 100 mln z tej emisji jest objęte przez klientów instytucjonalnych, co może ułatwić rolowanie zadłużenia. Niewiele później, bo w marcu 2020 r. Spółce zapada kolejne 100 mln zł.

Ostatnia emisja obligacji Kredyt Inkaso przypadła na sierpień 2018 r., kiedy Spółka uplasowała 50 mln zł w prywatnej emisji nienotowanej na Catalyst. Marża w przypadku tej emisji wyniosła 4,9% (co przy WIBOR 3M 1,7% implikuje oprocentowanie na poziomie 6,6%), czyli znacznie więcej niż jeszcze na koniec 2017 r., kiedy Spółka była w stanie emitować z marżą 3,5%. Potwierdzeniem obaw inwestorów o możliwość rolowania długu przez spółkę jest fakt, że na koniec stycznia najdłuższa seria obligacji KRI0322 była wyceniana na zaledwie 71% nominalu (obecnie 85%). W maju 2018 r. Spółce udało się podpisać umowę z ING Bankiem Śląskim, który udostępnił spółce kredyt obrotowy w kwocie 140 mln zł. Istotne zaangażowanie dużego, prywatnego banku jest pozytywnym sygnałem pokazującym wiarę rynku w opłacalność takiej działalności. Wydaje się, że obecna przecena obligacji Kredyt Inkaso wynika bardziej z nastrojów na rynku niż pogorszenia sytuacji operacyjnej w Spółce. Najbardziej realnym scenariuszem wydaje się, że spółce uda się rolować zadłużenie, ale prawdopodobnie przy zwiększonej marży. Możliwa jest również pewna redukcja długu i wycofanie się z emisji do detalu – więcej emisji obejmą instytucje bądź obligacje zostaną zastąpione kredytami bankowymi. Efektami redukcji zadłużenia będzie wolniejszy wzrost skali działalności (mniej środków na zakup nowych portfeli wierzytelności), a wyższa marża spowoduje wyższe koszty finansowe i gorszy wynik netto.

Komentarz Domu Maklerskiego Michael/Ström

Polski rynek wierzytelności przeżywał w ostatnich latach dynamiczny wzrost. Wartość portfeli wierzytelności w posiadaniu windykatorów wzrosła blisko 4-krotnie w ciągu ostatnich 8 lat (dane KPF). Zakupy portfeli wierzytelności w dużym stopniu były finansowane długiem, głównie obligacjami, dlatego też wraz z rozwojem i zwiększaniem skali działalności firm rosło również ich zadłużenie.

W latach 2015-2017 bardzo aktywnym graczem na rynku był GetBack, który silnie inwestował w nowe portfele wypierając konkurencję i stwarzając presję na wzrost cen. Niewypłacalność spółki oraz związana z tym afery były ogromnym ciosem nie tylko dla rynku wierzytelności, ale dla całego rynku finansowego.

O ile problemy GetBacku nie wpłynęły szczególnie na działalność *stricte* operacyjną analizowanych przez nas podmiotów (poprzez zmniejszenie spłat od dłużników) to na pewno zaszkodziły na kilka innych sposobów. Po pierwsze, aktywa, które skupił GetBack (być może po zawyżonych cenach) nie są obecnie serwisowane – a gdyby pierwotnie zamiast GetBacku kupił je inny podmiot mógłby z nich obecnie osiągać przychody. Po drugie, mocno ucierpiała reputacja firm z branży windykacyjnej. Po trzecie, ustawodawcy reagując na aferę GetBacku zgłaszają projekty ustaw, które mogą mieć negatywny wpływ na branżę. Po czwarte, i naszym zdaniem najważniejsze, afery GetBack spowodowała awersję inwestorów do rynku Catalyst co może oznaczać poważne problemy z pozyskaniem nowego finansowania na rozwój i refinansowaniem starego zadłużenia, a ewentualne luki płynności mogą zagrozić emitentom.

Ze względu na poprawę jakości portfeli kredytowych w bankach obserwujemy spadek wskaźników NPL, ale nie uważamy, aby miało to zaszkodzić podaży portfeli wierzytelności na polskim rynku. O ile udział NPL spada o tyle rośnie akcja kredytowa co powoduje, że w liczbach bez względnych wartość portfeli NPL jest stabilna. Dodatkowo rozwija się sektor firm pożyczkowych, które również dostarczają podaż portfeli NPL.

Jak wspomnieliśmy powyżej ustawodawcy aktywnie zgłaszają nowe projekty ustaw regulujące rynek wierzytelności, który generalnie jest bardzo zależny od zmian otoczenia prawnego. Obecny rząd ze względu na specyfikę swojego elektoratu faworyzuje dłużników względem wierzycieli i komorników. Świadczą o tym chociażby obostrzenia dotyczące ilości spraw, którymi mogą się zajmować komornicy, ograniczenia rejonu ich działania, a także zwiększonego nadzoru ich działalności. Dodatkowo skrócono czas przedawnienia się wierzytelności z 10 do 6 lat, a także procedowana jest obecnie nowelizacja Kodeksu Karnego, zgodnie z którą nękanie dłużników będzie podlegało karze więzienia do 8 lat. Ponadto Ministerstwo Finansów zgłosiło projekt, który miałby ograniczyć ilość prywatnych emisji obligacji do jednej w ciągu roku, co może niekorzystnie wpłynąć na zdolność pozyskiwania finansowania i na wzrost związanych z tym kosztów. Swego rodzaju „ucieczką do przodu” jest szukanie rozwoju na innych rynkach niż polski, co też czynią analizowani przez nas emitenci.

W analizie finansowej Kruka, Bestu i Kredyt Inkaso nie zaobserwowaliśmy drastycznego pogorszenia sytuacji finansowej względem tego co działo się przed aferą GetBack. Wszystkie spółki zwiększają generowane przychody, uzyskują stabilne marże i są w stanie generować gotówkę ze spłat z zarządzanych portfeli wierzytelności. Każda z analizowanych przez nas spółek rozwój swojej działalności w istotnym stopniu opiera na finansowaniu dłużnym, a obsługa tego zadłużenia jest jednym z istotnych wyzwań. Patrząc na wskaźniki dług netto/kapitały własne i dług netto/EBITDA gotówkowa najgorzej wypada Kredyt Inkaso, gdzie jednak wskaźniki te wciąż znajdują się poniżej ustalonych kowenantów, a wskaźnik dług netto/EBITDA poprawia się z okresu na okres. Dlatego też ryzyko w obsłudze zadłużenia widzimy w awersji inwestorów do ryzyka i możliwym braku popytu na nowy dług (z czym pewnie nie byłoby problemu, gdyby nie GetBack). Kredyt Inkaso jako pierwsze musi zrolować znaczną część zadłużenia już w 2019 r. (ponad 40% obligacji spółki notowanych na Catalyst zapada w tym roku). Obawy inwestorów odnośnie notowanych serii obligacji widać w ich wycenach – najdłuższa seria zapadająca w marcu 2022 r. pod koniec stycznia wyceniana była na ok. 70% nominału (na dzień 01.03.2018 r. po 88% nominału).

Spółki powinny dążyć do takiej struktury zapadalności zadłużenia, aby nie powstawały zatory i żeby brak rolowania jednej serii (bądź kilku serii zapadających w krótkim odstępie czasu) nie prowadził do ryzyka braku płynności i niewypłacalności spółki. Spółki są w stanie dość dokładnie prognozować odzyski z portfeli wierzytelności i powinny tak dostosowywać harmonogramy zadłużenia, aby być w stanie spłacać zadłużenie z przepływów operacyjnych, a nie być zależnym od rolowania finansowania, a tak sytuacja jest możliwa w przypadku zbyt agresywnego inwestowania w portfele wierzytelności. Zwracamy uwagę, że również Kruk, który jest największym podmiotem, i którego analiza finansowa wypada korzystnie na tle konkurencji, będzie musiał mierzyć się z obsługą ponad 0,5 mld zł obligacji zapadających w 2020 r. (blisko połowa notowanego zadłużenia Kruka).

Widzimy jednak pewne zapowiedzi poprawy sytuacji na rynku obligacji korporacyjnych, czyli chociażby w udanej emisji publicznej Kruka z lutego 2019 r., co pozwala wierzyć, że rynek Catalyst uaktywnił się po problemach z 2018 r. Naszym zdaniem najbardziej prawdopodobnym scenariuszem jest pewna redukcja zadłużenia obligacyjnego przez spółki windykacyjne i przeprowadzania nowych emisji refinansujących z wyższą marżą wynagradzającą inwestorom ponoszone ryzyko. Mimo wszystko biznes windykacyjny cechuje się wysoką rentownością i chociażby istotne zwiększenie zaangażowania takiego podmiotu jak ING Bank Śląski w Kredyt Inkaso (kredyt obrotowy na 140 mln zł udzielony w maju 2018 r.) i w Kruka (zwiększenie finansowania o 200 mln zł w grudniu 2018 r.) pokazuje zaufanie w przyszłość tego sektora.

ZASTRZEŻENIE PRAWNE

Data pierwszego udostępnienia raportu: 05.03.2019

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 kapitale zakładowym w wysokości 910.991,49 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 Emitentach 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.

Raport:

- skierowany jest zarówno 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 2019 r. poz. 123 ze zm.) 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 2018 r. poz.1025 ze zm.),
 - 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 Emitentów w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.
- Emitenci nie posiadają akcji stanowiących co najmniej 5% kapitału zakładowego Domu Maklerskiego lub podmiotów z nim powiązanych.
- Osoba przygotowująca raport jest zaangażowana kapitałowo w instrumenty finansowe Emitentów. Osoba przygotowująca raport i osoby, z którymi łączy ją więzy pokrewieństwa wskazane w art. 2 pkt 3a Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy z dnia 25 kwietnia 2016 r. (Dz. Urz. UE. L 2017 nr 87, str.

- 1), nie pełni funkcji w organach Emitentów instrumentów finansowych i nie zajmuje stanowisk kierowniczych w tych podmiotach.
- Dom Maklerski wykonywał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie raportu czynności dotyczące oferowania instrumentów finansowych w obrocie pierwotnym jednego z Emitentów, tj. podmiotu z Grupy Kredy Inkaso.
 - Dom Maklerski nie wykonuje czynności dotyczących nabywania i zbywania instrumentów finansowych Emitentów 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 Emitentów.
 - Dom Maklerski w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie raportu pełnił funkcję podmiotu organizującego lub współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych jednego z Emitentów, tj. podmiotu z Grupy Kredy Inkaso.
 - Dom Maklerski nie otrzymuje obecnie wynagrodzenia od Emitentów z tytułu usług świadczonych na ich rzecz.
 - Na dzień sporządzenia raportu Dom Maklerski i Emitentów nie łączą umowy o świadczenie usług na rzecz Emitentów.
 - Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do Emitentów posiada Dom Maklerski lub podmioty z nim powiązane. Nie istnieją inne istotne powiązania występujące między Domem Maklerskim i podmiotami z nim powiązanymi a Emitentami.
 - Dom Maklerski nie posiada wiedzy na temat istnienia innych istotnych powiązań występujących między Domem Maklerskim lub podmiotem z nim powiązany a Emitentami.
 - Dom Maklerski, w przeciwieństwie do autora raportu (posiadającego obligacje wyemitowane przez podmioty z grupy Kredyt Inkaso oraz Best S.A.) nie posiada instrumentów finansowych wyemitowanych przez Emitentów 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.

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 przez Komisję Nadzoru Finansowego 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