

Komentarz do wyników finansowych emitentów notowanych wyłącznie na GPW Catalyst po 2015 r.

W raporcie przedstawione zostały podstawowe dane i wskaźniki finansowe emitentów z GPW Catalyst spełniających jednocześnie trzy kryteria: 1) spółki, których akcje nie są przedmiotem obrotu na rynku regulowanym GPW lub NewConnect; 2) łączna wartość wprowadzonych przez nich do obrotu na GPW Catalyst obligacji wynosiła co najmniej 10 mln zł na koniec lipca 2016 r.; 3) przedsiębiorstwa - przedmiotem raportu nie są banki, JST czy ARP. W przypadku emitentów działających w formie spółek celowych, których obligacje poręczane są przez podmioty prowadzące działalność operacyjną, przedstawiono dane poręczycieli. Dla emitentów tworzących grupy kapitałowe przyjęto dane skonsolidowane. Zgodnie z regulacjami ASO Catalyst w większości przypadków raporty roczne za 2015 rok zaprezentowane zostały pod koniec czerwca. Grupę tych 24 spółek można podzielić na trzy segmenty: finansowy (obejmujący spółki pożyczkowe, windykacyjne, faktoringowe), deweloperski oraz pozostałe podmioty. Przy wyliczeniu mediany, dynamiki EBITDA i zysku netto nie uwzględniono spółek, które przynajmniej w jednym z porównywaniach okresów wykazały stratę.

Branża finansowa

Tabela 1. Branża finansowa - wyniki

Dane w tys. zł	Kapitał własny	Dług netto	Przychody	EBITDA	Zysk netto	CFO	Wartość Obligacji na GPW Catalyst
Data/Okres	31.12.2015	31.12.2015	2015	2015	2015	2015	31.07.2016
AOW Faktoring S.A.	17 878	30 300	8 266	5 281	2 037	-8 477	17 000
Best II NSFIZ	122 835	28 980	31 362	27 509	27 509	1 652	30 000
Everest Capital spółka z o.o. (dane poręczyciela)	187 222	118 213	211 778	94 185	113 400	-28 424	50 000
Ferratum Capital Poland S.A. (dane gwaranta w tys. EUR)	77 638	34 830	111 008	17 787	10 928	-32 690	20 500
GetBACK S.A.	185 756	205 014	206 673	125 549	120 311	-41 761	77 285
IPF Investments Polska Sp. z o.o. (dane poręczyciela w tys. GBP)	327 200	519 800	735 400	100 200	62 500	22 400	200 000
Kredyt Inkaso I NSFIZ	164 089	53 347	93 643	-11 261	-11 261	68 762	42 500
Mikrokasa S.A.	8 703	15 948	9 232	4 981	1 970	-4 822	12 660
Pragma Inwestycje Sp. z o.o.	2 826	13 108	2 337	1 949	433	12 696	10 000

Źródło: Emitenci, GPW Catalyst

Tabela 2. Branża finansowa - wskaźniki

	Dług netto/ EBITDA 12 M	Dług netto/ EBITDA 12 M	Dług netto/ Kapitał własny	Dług netto/ Kapitał własny	Przychody 12M	EBITDA 12M	Zysk netto 12M	Dług netto dynamika za12M
Data/Okres	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2014	31.12.2015	r/r	r/r	r/r	r/r
AOW Faktoring S.A.	4,99	5,74	1,69	1,69	0%	-3%	27%	11%
Best II NSFIZ	n/d	1,05	0,28	0,24	17%	n/d	n/d	7%
Everest Capital spółka z o.o. (dane poręczyciela)	0,81	1,26	0,46	0,63	58%	82%	62%	182%
Ferratum Capital Poland S.A. (dane gwaranta)	3,64	1,96	1,91	0,45	57%	58%	94%	-15%
GetBACK S.A.	1,79	1,63	1,79	1,10	92%	91%	172%	74%
IPF Investments Polska Sp. z o.o. (dane poręczyciela)	4,11	5,19	1,14	1,59	-6%	0%	-13%	26%
Kredyt Inkaso I NSFIZ	0,85	-4,74	0,23	0,33	44%	n/d	n/d	17%
Mikrokasa S.A.	3,88	3,20	4,91	1,83	33%	44%	50%	19%
Pragma Inwestycje Sp. z o.o.	28,80	6,73	10,28	4,64	-63%	128%	n/d	-47%
mediana	3,76	1,96	1,69	1,10	33%	58%	56%	17%

Źródło: Emitenci, GPW Catalyst.

Dla sprawozdań NS FIZ wartość wyniku z operacji przyjęto w miejsce EBITDA i zysku netto. Best II NS FIZ oraz Pragma Inwestycje wykazały zysk netto/zysk z operacji wobec straty 2014 r. Kredyt Inkaso I NS FIZ zanotowało stratę z operacji wobec dodatniego wyniku przed rokiem. W przypadku Kredyt Inkaso I NS FIZ za wartość przychodów przyjęto wartość wpływów z tytułu posiadanych lokat (spłaty z wierzytelności).

Uwagę zwraca dynamiczny wzrost przychodów emitentów z branży finansowej. Mediana wskazuje również na wzrost EBITDA oraz zysku netto w obserwowanej grupie. Dynamika zmiany zadłużenia jest bardzo zróżnicowana w zależności od podmiotu, generalnie jednak w obserwowanej grupie dynamika zmiany długu netto była istotnie niższa niż dynamika zmiany przychodów/EBITDA. Na podstawie tych danych można wysnuć tezę o obniżaniu się ryzyka inwestycyjnego wśród emitentów z branży finansowej.

Wyróżniającym się podmiotem zarówno pod względem nominalnych wyników, jak ich dodatniej dynamiki jest GetBACK. Pozostawienie w spółce zysku pozwalało na utrzymanie w ryzach wskaźników zadłużenia, mimo przyrostu zadłużenia. Z dużym dystansem należy podchodzić do wyniku z operacji prezentowanego przez NS FIZ-y. Fluktuuje on silnie na przestrzeni kolejnych lat, a wynik jednego roku nie stanowi dobrej podstawy do oceny kondycji funduszu. Dla obligatariuszy kluczowa pozostaje bezpieczna relacja długu netto do i) kapitałów własnych (aktywów netto) oraz do ii) przychodów (spłat z portfeli) zarówno w Kredyt Inkaso I NS FIZ jak i w BEST II NS FIZ

Spółki pożyczkowe, z wyjątkiem lidera rynku rosły bardzo dynamicznie. Sam IPF w segmencie Polska-Litwa odnotował 13,5% spadek przychodów wyrażonych w funtach. Średni poziom kursu złotego w 2015 r. wyrażony w funtach spadł o 11% r/r. Tym samym możemy w przypadku rynku Polka-Litwa mówić co najmniej o stagnacji. Mniejszym podmiotom pożyczkowym, o niższych udziałach rynkowych łatwiej jest rosnąć w oparciu o nowo pozyskiwane finansowanie.

Umiejętność pozyskiwania środków w drodze emisji obligacji należy uznać za przewagę tych spółek nad mniejszymi i średnimi podmiotami konkurencyjnymi z branży pożyczkowej. Konkurenci Providenta koncentrują się ponadto w rosnącym segmencie krótkoterminowych pożyczek z obsługą poprzez internet. Na GPW Catalyst obecne z branży są jeszcze SMS Kredyt Holding, Eurocent, Capital Service. Grupa Ferratum po pozyskaniu 46,2 mln euro z IPO przeprowadzonego na giełdzie we Frankfurcie wyraźnie polepszyła swój standing finansowy (pozytywny czynnik dla wyceny obligacji emitowanych przez Ferratum Capital Poland).

W Pragma Inwestycje nastąpił dynamiczny spadek skali działalności i zadłużenia, co jest celowym działaniem związanym z realokacją środków na inne obszary działalności w ramach Grupy Kapitałowej Pragma Inkaso.

Wysoka konkurencja i spadek stóp procentowych wymuszające obniżkę prowizji faktoringowych powodowały, że AOW nie zwiększyło przychodów r/r. Wyższy zysk netto to zasługa spadku kosztów obsługi zadłużenia.

Branża deweloperska

Tabela 3. Branża deweloperska - wyniki

Dane w tys. zł	Kapitał własny	Dług netto	Przychody	EBITDA	Zysk netto	CFO	Wartość Obligacji na GPW Catalyst
Data/Okres	31.12.2015	31.12.2015	2015	2015	2015	2015	31.07.2016
Developres Sp z o.o.	58 411	58 543	77 084	16 729	13 258	-4 050	15 000
Geo, Mieszkanie i Dom Sp. z o.o.	233 866	68 217	47 407	14 135	7 612	-6 967	10 000
Ghelamco Invest (poręczyciel w tys. EUR)	555 884	486 945	16 850	95 605	78 254	-25 111	866 326
Griffin Real Estate (Topco II poręczyciel w tys. EUR)	47 217	143 547	14 769	35 491	30 478	10 517	200 000
HB Reavis Finance (poręczyciel w tys. EUR)	1 006 800	445 400	67 500	306 900	244 600	-9 400	111 000
Lokum Deweloper S.A.	210 005	-25 068	129 176	39 314	37 479	4 933	60 000
Murapol S.A.	232 461	147 816	372 063	90 099	67 445	-2 074	86 641
Nordic Development S.A.	56 100	42 859	31 916	13 796	99	-39	22 000
Poznańska 37 SPV Sp. z o.o.	-1 961	51 366	10	-313	-1 132	-232	50 000
Unidevelopment S.A.	99 658	43 147	112 779	6 734	7 302	4 524	20 000
Victoria Dom S.A.	54 251	2 788	90 816	18 353	11 325	4 365	23 050

Źródło: Emitenci, GPW Catalyst

Tabela 4. Branża deweloperska - wskaźniki

	Dług netto/ EBITDA 12 M	Dług netto/ EBITDA 12 M	Dług netto/ Kapitał własny	Dług netto/ Kapitał własny	Przychody 12M	EBITDA 12M	Zysk netto 12M	Dług netto dynamika za12M
Data/Okres	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2014	31.12.2015	r/r	r/r	r/r	r/r
Developres Sp z o.o.	1,23	3,50	0,35	1,00	32%	31%	31%	273%
Geo, Mieszkanie i Dom Sp. z o.o.	3,24	4,83	0,19	0,29	3%	8%	32%	60%
Ghelamco Invest (dane poręczyciela)	22,22	5,09	0,67	0,88	2%	558%	1387%	51%
Griffin Real Estate (Topco II dane poręczyciela)	72,39	4,04	6,90	3,04	-1%	2077%	n/d	22%
HB Reavis Finance (dane poręczyciela)	2,86	1,45	0,42	0,42	-6%	123%	177%	13%
Lokum Deweloper S.A.	-0,02	-0,64	0,00	-0,12	2%	47%	44%	n/d
Murapol S.A.	2,03	1,64	0,70	0,64	60%	23%	22%	0%
Nordic Development S.A.	9,01	3,11	0,75	0,76	-9%	204%	-95%	5%
Poznańska 37 SPV Sp. z o.o.	n/d	n/d	n/d	n/d	-97%	strata większa o 42%	strata większa o 36%	2%
Unidevelopment S.A.	4,41	6,41	0,22	0,43	37%	7%	32%	55%
Victoria Dom S.A.	-0,02	0,15	-0,01	0,05	12%	46%	54%	n/d
mediana	3,05	3,30	0,38	0,54	3%	46%	32%	36%

Zródło: Emitenci, GPW Catalyst

W wyliczeniu mediany nie uwzględniono Poznańska 37 SPV Sp. z o.o., ze względu na projektowy charakter Spółki. W Spółce Victoria Dom dług netto okazał się dodatni wobec niewielkiej ujemnej wartości na koniec 2014. Griffin Topco II miał zysk netto wobec straty netto w 2014 r.

Na przestrzeni ostatnich 10 miesięcy wolumen obligacji w grupie deweloperów wzrósł aż o ok. 450 mln zł. Głównie za sprawą Ghelamco i Griffin. Niemal wszystkie podmioty na przestrzeni 2015 roku zwiększyły swoje zadłużenie. Sytuacja ta płynnie wpisuje się w obserwowany wzrost całego rynku deweloperów mieszkaniowych. Dobra koniunktura w branży przekłada się na wzrost liczby realizowanych projektów mieszkaniowych. Utrzymywanie się niskiego poziomu stóp oraz wysokiego popytu na mieszkania na głównych rynkach deweloperskich jest korzystne dla kondycji finansowej deweloperów mieszkaniowych, a tym samym posiadaczy ich obligacji. Czynnikiem ryzyka dla obligatariuszy w przyszłości jest sytuacja, w której w momencie spadku koniunktury dany emitent przeinwestuje – zaangażuje bardzo znaczące środki w grunty i projekty w toku w relacji do swojego zadłużenia nieprojektowego.

W przypadku spółki Murapol wskaźniki standardowo liczone dla spółek deweloperskich nie odzwierciedlają pełnego obrazu spółki. Wynika to z faktu niestandardowej polityki rachunkowości związanej z posiadaniem w grupie funduszu inwestycyjnego zamkniętego. W konsekwencji bilans nie odzwierciedla w pełni aktywów i zadłużenia spółki, a przychody nie obejmują dużej części projektów prowadzonych w spółkach pod FIZ-em.

Wśród deweloperów Lokum Developer oraz Victoria Dom mają dług netto zbliżony do 0. Uwagę zwraca wysoki wskaźnik dług netto/kapitały własne w Developres. Pozytywnie na tle konkurentów bardzo wysokim ROE wyróżniają się Lokum, Developres i Victoria Dom.

Wzrost zadłużenia u wszystkich deweloperów komercyjnych w ciągu 2015 należy wiązać z postępującą realizacją projektów (dla Ghelamco w szczególności Warsaw Spire). Wysoki wskaźnik dług netto/kapitały własne w Griffin Topco II jest nieco mylący. Po uwzględnieniu uprzywilejowanych świadectw udziałowych – hybrydowego instrumentu, który obejmowany jest również przez akcjonariuszy Griffina wskaźnik dług netto/kapitały wniesione przez udziałowców wyniósł na koniec 2015 r. – 0,97

Pozostałe

Tabela 5. Pozostałe - wyniki

Dane w tys. zł	Kapitał własny	Dług netto	Przychody	EBITDA	Zysk netto	CFO	Wartość Obligacji na GPW Catalyst
Data/Okres	31.12.2015	31.12.2015	2015	2015	2015	2015	31.07.2016
American Heart of Poland S.A.	393 103	421 319	575 277	121 421	45 561	44 719	125 000
Multimedia Polska S.A.	239 936	1 221 680	709 473	348 027	86 200	73 582	1 038 000
WB Electronics S.A.	120 396	34 680	249 909	55 036	18 948	71 449	80 000
Wydawnictwa Szkolne i Pedagogiczne Spółka z o.o.	138 463	299 552	255 037	54 878	8 176	45 131	124 170

Źródło: Emitenci, GPW Catalyst

Tabela 6. Pozostałe - wskaźniki

	Dług netto/ EBITDA 12 M	Dług netto/ EBITDA 12 M	Dług netto/ Kapitał własny	Dług netto/ Kapitał własny	Przychody 12M	EBITDA 12M	Zysk netto 12M	Dług netto dynamika za 12M
Data/Okres	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2014	31.12.2015	r/r	r/r	r/r	r/r
American Heart of Poland S.A.	3,25	3,47	1,03	1,07	12%	10%	-30%	18%
Multimedia Polska S.A.	2,95	3,51	5,15	5,09	1%	-3%	70%	16%
WB Electronics S.A.	0,49	0,63	0,16	0,29	4%	4%	-46%	33%
Wydawnictwa Szkolne i Pedagogiczne Spółka z o.o.	4,25	5,46	2,26	2,16	5%	-21%	-48%	2%
mediana	3,10	3,49	1,64	1,62	4%	0%	-38%	17%

Źródło: Emitenci, GPW Catalyst

W porównaniu do poprzedniego zestawienia liczba spółek w grupie zmniejszyła się o dwie. Tak niska liczba niepublicznych podmiotów z notowanym nominałem obligacji co najmniej 10 mln zł z pozostałych branż jest rozczarowująca. Świadczy to o niskiej „szerokości branżowej” rynku Catalyst.

Wszystkie 4 podmioty zwiększyły poziom wskaźnika dług netto/EBITDA. Powinno to zwiększyć czujność obligatariuszy tych spółek. Jednocześnie co istotnie każdej ze Spółek udało się zwiększyć poziom przychodów, przy czym jedynie w przypadku AHP mamy kilkunastoprocentową dynamikę sprzedaży. AHP wskazuje na dużą dynamikę udzielonych świadczeń, co było możliwe m.in. dzięki dokonanym akwizycjom. Zarówno WSIP jak i Multimedia operują na coraz trudniejszych rynkach. W przypadku WB Electronics wzrósł na znaczeniu czynnik ryzyka związany z dążeniem MON do specyfikacji wybranych zamówień ograniczając listę oferentów do podmiotów zależnych od Skarbu Państwa.

WSIP wynikami II półrocza odrobiło stratę po słabym pierwszym półroczu. Zarząd Spółki wskazuje na szereg działań optymalizacyjnych oraz działań poprawiających pozycję rynkową w segmentach objętych dotacją. Działania te częściowo zneutralizowały negatywny wpływ „ustawy podręcznikowej”. Mimo wszystko Spółka pogorszyła swoje wyniki rok do roku, co zaowocowało pogorszeniem wskaźników zadłużenia. W przypadku Multimediów obserwowany jest spadek EBITDA z segmentów telewizyjnego i telefonii.

Podsumowanie

W obserwowanej grupie podmiotów 4 emitentów zmniejszyło swój dług netto, a w przypadku 20 nastąpił jego wzrost. Mediana wzrostu długu netto na przestrzeni 2015 r. dla prezentowanej grupy wyniosła +17,5%. W tym samym czasie wartość kredytów dla przedsiębiorstw w oparciu o statystyki NBP wzrosła o 7,2%. Przyrost dla przedstawionej grupy okazał się istotnie wyższy. Rynek Catalyst przyciąga spółki rozwojowe - chcące zwiększyć skalę działalności. Bardzo dobrze widać to na przykładzie spółek pożyczkowych oraz deweloperów, którzy niedawno debiutowali na rynku.

Zarówno mediana wskaźnika dług netto/EBITDA za ostatnie 12 miesięcy, jak i mediana wskaźnika dług netto/kapitały własne pozostały na praktycznie niezmiennym poziomie r/r. W przypadku wskaźnik dług netto/EBITDA nastąpił wzrost do poziomu 3,15 wobec 3,10 na dzień 31.12.2014 r. Mediana wskaźnika dług netto/kapitały wyniosła 0,70 wobec 0,685 rok wcześniej. W oparciu o powyższe dane można wysnuć wniosek o braku istotnej zmiany poziomu ryzyka kredytowego w odniesieniu do obserwowanej grupy jako całości na przestrzeni 2015 r. Poza wybranymi emitentami z branży finansowej wpływ niskich stóp procentowych na wyniki i standing finansowy jest jednoznacznie pozytywny.

Wyniki finansowe żadnego z porównywanych podmiotów nie wskazują na wysokie ryzyko upadłości i niewykupienia obligacji w terminie. Pragma Inwestycje oraz Poznańska 37 są podmiotami znajdującymi się w specyficznym momencie swojego rozwoju. Nordic Development pozyskał w sierpniu środki z nowej emisji obligacji (opłacone częściowo wierzytelnością z tyt. poprzedniej serii).