

## Spółki windykacyjne

Niniejszy raport kredytowy porównuje bieżącą sytuację następujących spółek: **KRUK**, **Best** oraz **Kredyt Inkaso**. Z przeprowadzonej analizy płyną poniższe wnioski:

- *KRUK jest spółką uzyskującą najmniejszy odsetek przychodów w Polsce i najbardziej zdywersyfikowaną geograficznie. W 2015 r. przychody z rynku polskiego wyniosły 54%. Dla Kredyt Inkaso krajowe przychody netto stanowiły 79% (w roku obrotowym 2015/16), podczas gdy Best całość swoich przychodów wygenerował w Polsce.*
- *Na podstawie danych dotyczących planowanych przyszłych spłat (KRUK oraz Kredyt Inkaso) oraz luki płynności (Best) żadna z analizowanych spółek nie powinna mieć problemów ze spłatą zadłużenia przy braku uwzględniania przyszłych inwestycji spółek.*
- *W tabeli poniżej przedstawione zostały 3 różne wskaźniki zadłużenia. Według różnych wskaźników różni emitenci są najmniej lub najbardziej zadłużeni. W przypadku długu netto do kapitałów własnych najmniej zadłużony jest Best, a najbardziej KRUK. Z kolei uwzględniając relacje zadłużenia netto do wyniku EBITDA gotówkowa najmniej zadłużone jest Kredyt Inkaso, a najbardziej Best. Natomiast w relacji długu netto do spłat z portfeli własnych najniższy wskaźnik zadłużenia przypada na KRUKa, a najwyższy ponownie na spółkę Best. Nie można zatem jednoznacznie stwierdzić, który z podmiotów jest najmniej lub najbardziej zadłużony.*
- *Średnia rentowność do wykupu dla analizowanych spółek była najniższa w przypadku KRUKa (4,23%). Jest to mniej niż oprocentowanie ostatnio wyemitowanych przez spółkę obligacji (4,88%). Wyższy YTM miał miejsce w przypadku obligacji spółki Best (5,62%), co jest wynikiem wyższym od oprocentowania ostatniej emisji z rynku pierwotnego (5,03%). Najwyższa rentowność miała miejsce w przypadku Kredyt Inkaso, która dla jedynej regularnie handlowej na Catalyst serii tej spółki (KRI0619) wyniosła 5,75% (vs. oprocentowanie równe 5,51% dla ostatnio wyemitowanej serii).*

## Outstanding obligacji:

**KRUK**  
20 notowanych serii  
1 184 mln zł

**Best\***  
13 notowanych serii  
421 mln zł

**Kredyt Inkaso\***  
5 notowanych serii  
213 mln zł

\*Uwzględnia notowane serie spółek zależnych

## Skonsolidowane dane analizowanych spółek na 30 września 2016 r. / za okres 12 miesięcy zakończony 30 września 2016 r. (12M)

	KRUK	Best	Kredyt Inkaso
Kapitały własne (tys. zł)	960 285	389 936	259 846
Dług netto (tys. zł)	1 385 221	381 625	266 495
Dług netto / Kapitały własne (x)	1,4	1,0	1,0
Dług netto / EBITDA gotówkowa 12M (x)	2,5	2,6	2,2
Dług netto / Spłaty 12M (x)	1,5	2,2	1,8

Źródło: Skonsolidowane sprawozdania finansowe spółek, obliczenia własne Michael/Ström DM

## Podsumowanie rentowności do wykupu (YTM) dla analizowanych emitentów w podziale na rok wykupu (2017, 2018, 2019, 2020, 2021 oraz 2022 r.) na podstawie cen zamknięcia z 27 grudnia 2016 r.

### 2017

Seria	YTM	Data wykupu	Komentarz
KI10517	5,62%	2017-05-09	Najwyższą rentowność do wykupu oferowały obligacje wyemitowane przez Kredyt Inkaso I NS FIZ (5,62%). Następne były serie KRUKa, których średnie YTM wyniosło 3,33%. Najniższą rentowność miała miejsce w przypadku obligacji Kredyt Inkaso, ale warto wspomnieć, że w tym roku na Catalyst nie obróciła się ani jedna obligacja tej serii, dlatego wynik ten uważam za niemiernorodajny.
KRU0317	3,43%	2017-03-07	
KRU1217	3,35%	2017-12-06	
KRU0517	3,22%	2017-05-20	
KRI0717	1,84%	2017-07-13	

Źródło: GPW Catalyst, obliczenia własne Michael/Ström DM

### 2018

Seria	YTM	Data wykupu	Komentarz
BST1018	6,09%	2018-10-30	W przypadku obligacji zapadających w 2018 r. najwyższe rentowności do wykupu dawały serie wyemitowane przez spółkę Best. Średni YTM dla tych emisji (uwzględniając obligacje podmiotu zależnego, tj. Best II NS FIZ) wyniósł 5,83%. Kolejną była seria Kredyt Inkaso (KRI1018), która wraz z emisją KRI0118 nie była handlowana na Catalyst w tym roku. Zatem podobnie jak w przypadku serii KRI0717, rentowności tych dwóch emisji uważam za nieoddające rynkowej wartości. W tym okresie zapadalności pozostały jeszcze jedynie obligacje KRUKa dla których średni YTM wyniósł 4,14%, tj. o 0,81 pkt. proc. więcej niż w przypadku serii tej spółki zapadających rok wcześniej.
BS20118	5,98%	2018-01-17	
BST0418	5,78%	2018-04-30	
BST1218	5,46%	2018-12-18	
KRI1018	4,98%	2018-10-29	
KRU0818	4,28%	2018-08-13	
KRU0618	4,12%	2018-06-25	
KRU1018	4,10%	2018-10-03	
KRU1218	4,06%	2018-12-05	
KRI0118	3,76%	2018-01-15	

Źródło: GPW Catalyst, obliczenia własne Michael/Ström DM

### 2019

Seria	YTM	Data wykupu	Komentarz
KRI0619	5,75%	2019-06-21	W 2019 r. zapada jedyna seria Kredyt Inkaso, która jest regularnie handlowana na Catalyst. Rentowność do wykupu tej serii wyniosła 5,75%. Ostatnia emisja obligacji Kredyt Inkaso zapadająca 2019-10-07 oferowała marżę 3,7% ponad WIBOR6M (łącznie 5,51%), zatem na rynku wtórnym można było nabyć obligacje tej spółki z wyższym YTM i krótszym o 4 miesiące terminem wykupu. Jedyna seria spółki Best zapadająca w 2019 r. miała rentowność równą 5,51%, tj. o 0,32 pkt. proc. mniej niż średni YTM dla obligacji tej spółki zapadających w 2018 r. Analogiczna anomalia miała miejsce w przypadku obligacji KRUKa zapadających w 2019 r., które oferowały średnią rentowność 3,17%, tj. o prawie 1 pkt. proc. mniej niż obligacje tej spółki zapadające rok wcześniej. Warto wspomnieć, że seria KRU0819 jest jedyną notowaną serią spośród analizowanych spółek windykacyjnych denominowaną w euro.
BST0319	5,51%	2019-03-10	
KRU0619	3,36%	2019-06-09	
KRU0819	2,98%	2019-08-10	

Źródło: GPW Catalyst, obliczenia własne Michael/Ström DM

## 2020

Seria	YTM	Data wykupu	Komentarz
BST0820	5,98%	2020-08-28	W 2020 r. zapadają obligacje spółek Best oraz KRUK. Średnia rentowność do wykupu dla serii wyemitowanych przez pierwszą ze spółek wyniosła 5,65%. Wynik ten jest o 0,14 pkt. proc. wyższy niż w przypadku jedynej serii tej spółki zapadającej rok wcześniej oraz o 0,18 pkt. proc. niższy niż średni YTM dla obligacji wyemitowanych przez spółkę Best, które zapadają w 2018 r. W przypadku obligacji KRUKa zapadających w 2020 r. średnia rentowność wyniosła 4,62%, tj. więcej o 1,45 pkt. proc., 0,48 pkt. proc. oraz 1,29 pkt. proc. niż odpowiednio w latach 2019, 2018 oraz 2017.
BST0320	5,68%	2020-03-10	
BSTL320	5,64%	2020-03-04	
BST0520	5,63%	2020-05-10	
BST0720	5,33%	2020-07-27	
KRU1220	4,76%	2020-12-03	
KRU0620	4,56%	2020-06-08	
KRU1120	4,54%	2020-11-26	

Źródło: GPW Catalystr, obliczenia własne Michael/Ström DM

## 2021

Seria	YTM	Data wykupu	Komentarz
BST0421	5,53%	2021-04-20	Średnia rentowność do wykupu dla obligacji spółki Best zapadających w 2021 r. wyniosła 5,32%, co jest wynikiem najniższym spośród wszystkich lat dla tej spółki. Warto zwrócić uwagę na serię BST0421, która dwa miesiące temu była emitowana na rynku pierwotnym, a jej wczorajsza cena zamknięcia wyniosła 98,50. Natomiast w przypadku KRUKa obligacje tej spółki zapadające w 2021 r. cechowały się najwyższą średnią rentownością (4,76%). W grudniu br. KRUK wyemitował obligacje dla których marża wyniosła 3,15% (oprocentowanie 4,88%), zatem można się spodziewać wzrostu ceny tej serii w momencie rozpoczęcia notowania na Catalystr.
BST0121	5,22%	2021-01-26	
BST0321	5,22%	2021-03-01	
KRU0521	4,81%	2021-05-19	
KR10621	4,80%	2021-06-29	
KRU0921	4,76%	2021-09-30	
KRU1121	4,75%	2021-11-13	
KRU0621	4,73%	2021-06-08	
KRU0321	4,72%	2021-03-24	

Źródło: GPW Catalystr, obliczenia własne Michael/Ström DM

## 2022

Seria	YTM	Data wykupu	Komentarz
KRU0322	4,78%	2022-03-07	W 2022 r. zapadają jedynie obligacje KRUKa, których średni YTM wyniósł 4,61%, tj. na poziomie zbliżonym do rentowności obligacji tej spółki zapadających w 2020 r. i o 0,16 pkt. proc. niższym niż w 2021 r.
KRU0522	4,43%	2022-05-09	

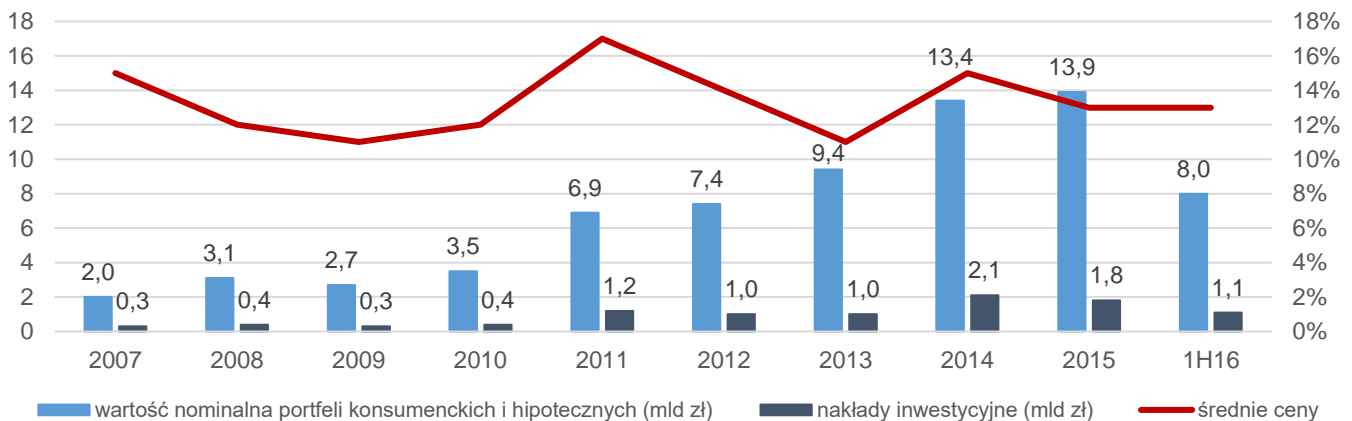
Źródło: GPW Catalystr, obliczenia własne Michael/Ström DM

## Rynek

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

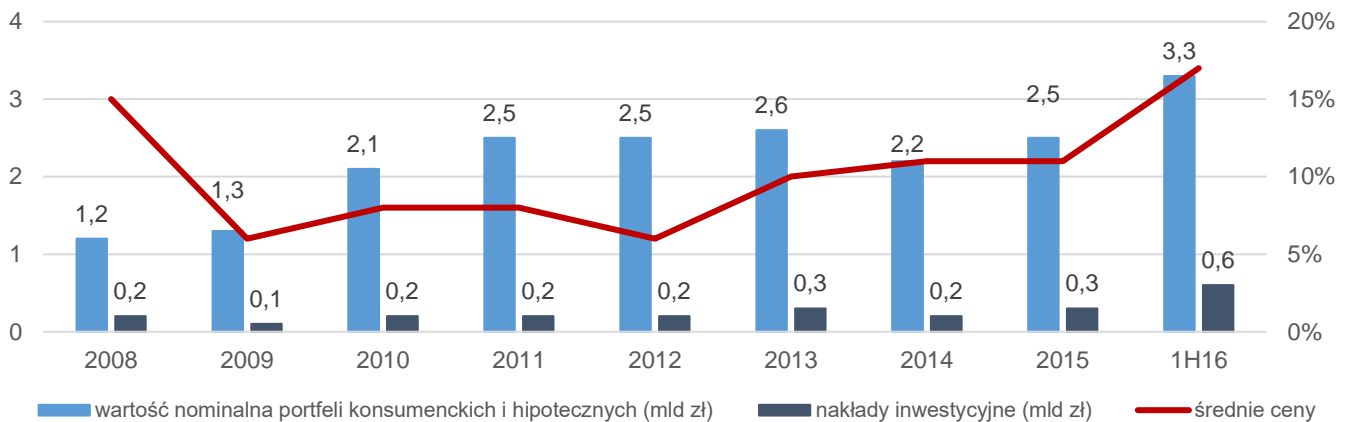
- Rynek wierzytelności detalicznych niezabezpieczonych – nieregularne niezabezpieczone wierzytelności osób fizycznych oraz małych i średnich przedsiębiorstw wobec innych przedsiębiorstw (w szczególności wobec banków, zakładów ubezpieczeń, operatorów sieci telekomunikacyjnych, telewizji kablowych) lub 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 2016 r. podaź tych portfeli (wg danych KRUKa) wyniosła 6,5 mld zł, podczas gdy podaź wierzytelności detalicznych zabezpieczonych hipotecznie była równa 1,5 mld zł. Natomiast podaź portfeli korporacyjnych wyniosła ok. 0,8 mld zł. Wykres poniżej przedstawia jak kształtowała się podaź wierzytelności konsumenckich i hipotecznych w okresie od stycznia 2007 r. do czerwca 2016 r. w Polsce. Widoczny jest systematyczny wzrost podaży portfeli, podczas gdy średnia cena wahała się od 11% do 17% na co wpływ miała struktura sprzedawanych wierzytelności.



Źródło: Prezentacja Grupy KRUK za pierwsze trzy kwartały 2016 r.

Ze względu na fakt, że 2 z 3 analizowanych spółek (KRUK, Kredyt Inkaso) prowadzą także działalności w Rumunii, poniżej został przedstawiony wykres obrazujący kształtowanie się podaży portfeli konsumenckich i hipotecznych na tym rynku w latach 2008-2016. W pierwszej połowie br. ok. 1/3 wartości nominalnej sprzedanych pakietów stanowiły portfele hipoteczne, co przełożyło się na wzrost średnich cen wierzytelności. Widoczny był wyraźny wzrost wartości nominalnej pakietów, która na przestrzeni półrocza była wyższa od dotychczasowego rekordu całorocznego.



Źródło: Prezentacja Grupy KRUK za pierwsze trzy kwartały 2016 r.

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.

W okresie od października 2015 r. do września 2016 r. 93% przychodów KRUKa wygenerowanych zostało z portfeli własnych, podczas gdy przychody z inkaso wyniosły 4%, a z pozostałych źródeł - 3%. W przypadku spółki Best 98% przychodów pochodziło z portfeli własnych (zakładając, że przychody z zarządzania wierzytelnościami Best III NS FIZ, w którym spółka posiada 50% udział, wliczają się do tego segmentu) oraz po 1% z inkaso oraz innych usług. Natomiast w Kredyt Inkaso 79% przychodów zostało wygenerowanych z portfeli w całości posiadanych przez spółkę, podczas gdy 13% przychodów pochodziło z inkaso, w tym m.in. z serwisowania funduszy, w których spółka jest mniejszościowym właścicielem. Pozostałe 8% stanowiły przychody z innych źródeł.

W dwóch tabelach poniżej przedstawiono wartość spraw przyjętych do windykacji w Polsce i poza nią oraz w podziale na portfele własne oraz inkaso.

Analizując całościowo rynek w Polsce, bezapelacyjnym liderem w 2015 r. był KRUK, który przyjął do windykacji sprawy o łącznej wartości nominalnej przekraczającej 5,7 mld zł. Gros tej kwoty (3,6 mld zł) stanowiło inkaso (#1), a pozostała kwota – wierzytelności kupione (#2). Najwięcej wierzytelności na własny portfel w minionym roku kupił GetBack (4,4 mld zł). Podmiotem nr 3 na rynku wierzytelności kupionych było Ultimo (1,1 mld zł). Z kolei biorąc pod uwagę rynek inkaso, to drugim w kolejności podmiotem była spółka Kaczmarski Inkasso (1,9 mld zł), a trzecią pozycję zajęło Kredyt Inkaso (1,5 mld zł). Z poniższej tabeli wynika, że Kredyt Inkaso kupiło portfele o wartości nominalnej wynoszącej jedynie 36 mln zł (#10). Natomiast Best nabył portfele o wartości nominalnej 0,9 mld zł (#5), a w zarządzanie przyjął wierzytelności o wartości 0,4 mld zł (#6).

Struktura rynku zarządzania wierzytelnościami – wartość spraw przyjętych do windykacji w Polsce

mln zł	Wierzytelności kupione		Wierzytelności zlecone		Razem	
	2015	2014	2015	2014	2015	2014
KRUK	2 157	2 539	3 584	2 758	5 741	5 297
GetBack	4 424	3 650	150	100	4 574	3 750
Grupa Casus Finanse	1 036	456	1 064	1 452	2 100	1 908
Kaczmarek Inkasso	0	0	1 941	1 553	1 941	1 553
Kredyt Inkaso	36	266	1 524	900	1 560	1 165
GK Best	897	625	402	303	1 299	928
Ultimo	1 105	1 204	0	0	1 105	1 204
DTP	291	427	519	275	810	702
GK Pragma Inkaso	548	244	72	117	620	362
GK Vindexus	287	126	0	0	287	126
Alektum Inkasso	19	14	266	197	285	211
EGB Investments	2	269	278	367	280	636
BVT	52	51	0	0	52	51
<b>SUMA</b>	<b>10 853</b>	<b>9 872</b>	<b>9 801</b>	<b>8 023</b>	<b>20 655</b>	<b>17 894</b>

Źródło: Sprawozdanie zarządu KRUK z działalności GK za 2015 r.

Biorąc pod uwagę rynek zagraniczny, to ponownie liderem był KRUK, którego łączna wartość spraw przyjętych do windykacji poza Polską wyniosła 3,2 mld zł. Zdecydowaną większość tej kwoty (2,8 mld zł) stanowiły wierzytelności kupione (#1), a 0,4 mld zł – wierzytelności zlecone (#2). Drugie miejsce pod kątem inwestycji w portfele własne przypadło Kredyt Inkaso (1,6 mld zł), a podmiot na trzecim miejscu (Alektum Inkasso) nabył wierzytelności o wartości nominalnej wynoszącej jedynie 0,2 mld zł. Spółka ta była jednak liderem pod kątem wierzytelności zleconych (1,0 mld zł), a trzecie miejsce zajęło Kredyt Inkaso (0,3 mld zł). Z kolei Best działa jedynie na rynku polskim, stąd nieobecność tej spółki w poniższym zestawieniu.

Struktura rynku zarządzania wierzytelnościami – wartość spraw przyjętych do windykacji poza Polską

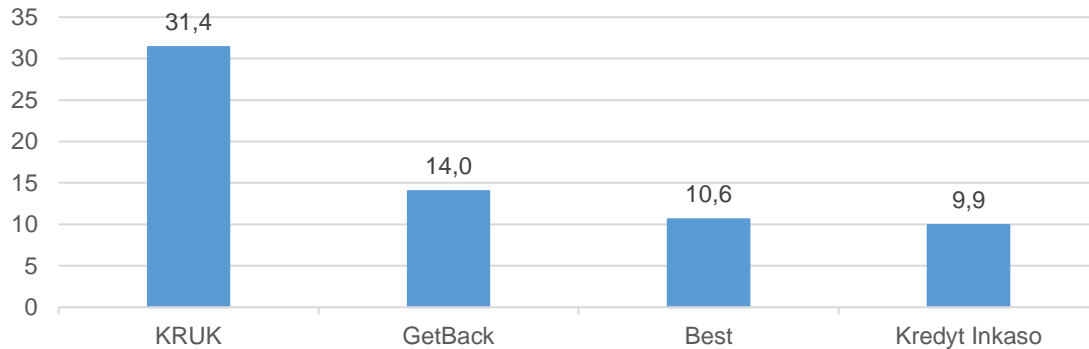
mln zł	Wierzytelności kupione		Wierzytelności zlecone		Razem	
	2015	2014	2015	2014	2015	2014
KRUK	2 769	1 237	413	424	3 182	1 661
Kredyt Inkaso	1 582	333	333	195	1 915	528
Alektum Inkasso	187	135	988	928	1 175	1 063
Ultimo	137	317	0	0	137	317
GetBack	96	279	0	374	96	653
Kaczmarek Inkasso	0	0	58	40	58	40
Grupa Casus Finanse	0	466	0	0	0	466
<b>SUMA</b>	<b>4 771</b>	<b>2 767</b>	<b>1 792</b>	<b>1 961</b>	<b>6 563</b>	<b>4 728</b>

Źródło: Gazeta Giełdy Parkiet z dnia 1 lutego 2016 r.



Uwzględniając wartość nominalną portfeli, które spółki miały w zarządzaniu na koniec 2015 r., to ponownie liderem był KRUK, który zarządzał wierzytelnościami o wartości nominalnej ponad 31 mld zł. Drugie miejsce przypadło spółce GetBack (14 mld zł), a trzecie firmie Best (niespełna 11 mld zł).

Wartość nominalna portfeli wierzytelności w zarządzaniu (własne + inkaso) na koniec 2015 r. (mld zł)



Źródło: Prospekt emisyjny podstawowy Best S.A. zatwierdzony przez KNF w dniu 3 października 2016 r. – program emisji obligacji, b.d. dot. Ultimo

## Opodatkowanie Funduszy Inwestycyjnych Zamkniętych

W 4. kwartale br. zmieniono ustawę regulującą opodatkowanie FIZów. Mimo tego, że w pierwotnej wersji nowe zapisy miały być niekorzystne dla spółek windykacyjnych, to ostateczne zmiany nie niosą za sobą negatywnych konsekwencji dla spółek, które mają wierzytelności „opakowane” w FIZy.

## KRUK (KRU)

Grupa Kapitałowa KRUK („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 2016 r. (9M16) KRUK wygenerował 542 mln zł przychodów, z czego 52% zostało wypracowanych w Polsce, 41% w Rumunii, a 7% w pozostałych krajach.

Przychody (tys. zł)	2014	2015	9M16	Przychody – udział	2014	2015	9M16
Polska	284 389	332 242	284 014	Polska	58%	54%	52%
Rumunia	182 663	258 152	221 739	Rumunia	37%	42%	41%
Pozostałe rynki zagraniczne	20 868	20 841	36 508	Pozostałe rynki zagraniczne	4%	3%	7%
<b>Razem</b>	<b>487 920</b>	<b>611 234</b>	<b>542 261</b>	<b>Razem</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

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

Głównym obszarem działalności spółki jest zarządzanie wierzytelnościami na własny rachunek. Segment „nabyte pakiety wierzytelności” odpowiadał za 93% wygenerowanych przychodów spółki w 9M16. Natomiast udział usług windykacyjnych (inkaso) w przychodach wyniósł 4%, a pozostałych produktów – 3%. Nabyte pakiety wierzytelności są najbardziej rentownym segmentem spółki. Marża pośrednia wyniosła 60% w 9M16, podczas gdy dla usług windykacyjnych była równa 27%, a dla pozostałych produktów 35%.

Przychody (tys. zł)	2014	2015	9M16	Przychody – udział	2014	2015	9M16
Nabyte pakiety wierzytelności	442 374	563 646	503 449	Nabyte pakiety wierzytelności	91%	92%	93%
Usługi windykacyjne	31 729	29 812	23 200	Usługi windykacyjne	7%	5%	4%
Pozostałe produkty	13 817	17 776	15 612	Pozostałe produkty	3%	3%	3%
<b>Razem</b>	<b>487 920</b>	<b>611 234</b>	<b>542 261</b>	<b>Razem</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

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

Marża pośrednia (tys. zł)	2014	2015	9M16	Marża pośrednia	2014	2015	9M16
Nabyte pakiety wierzytelności	275 864	338 605	300 371	Nabyte pakiety wierzytelności	62%	60%	60%
Usługi windykacyjne	12 361	9 202	6 233	Usługi windykacyjne	39%	31%	27%
Pozostałe produkty	5 712	10 112	5 501	Pozostałe produkty	41%	57%	35%
<b>Razem</b>	<b>293 937</b>	<b>357 919</b>	<b>312 105</b>	<b>Razem</b>	<b>60%</b>	<b>59%</b>	<b>58%</b>

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

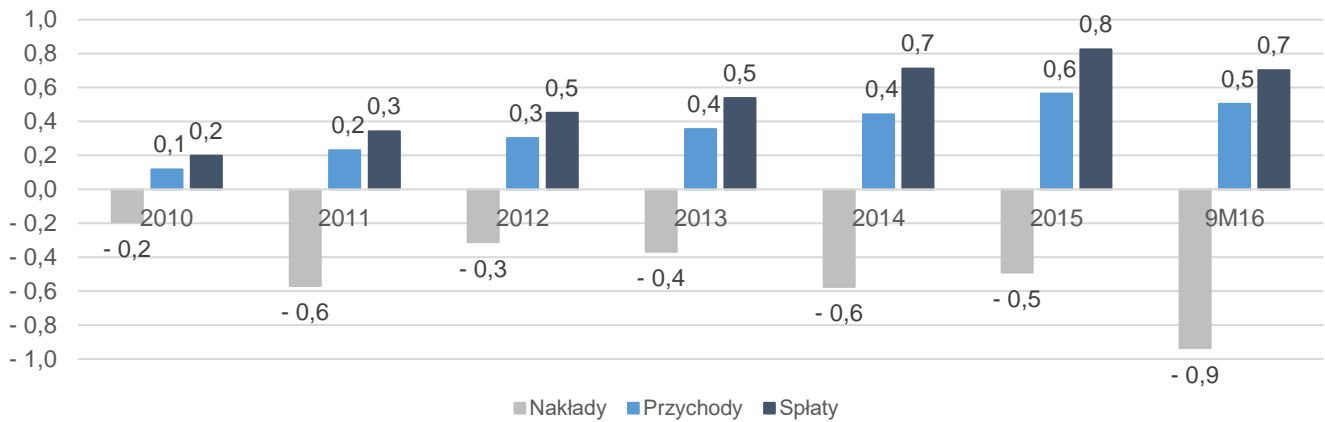
### Nabyte pakiety wierzytelności

KRUK nabywa w ramach umów cesji wierzytelności duże pakiety wierzytelności z dyskontem do ich wartości nominalnej. Dla przykładu, w grudniu 2015 r. spółka dokonała zakupu portfela wierzytelności niezabezpieczonych od banku PKO BP. Nakład KRUKa w tej inwestycji wyniósł ok. 82 mln zł, a wartość nominalna tego portfela wyniosła 722 mln zł. Analizując sumę nakładów w okresie styczeń-wrzesień 2016 r., spółka zainwestowała łącznie 936 mln zł w portfele o łącznej wartości nominalnej 8,4 mld zł. Wartość bilansowa nabytych pakietów wierzytelności na koniec września br. wyniosła 2,3 mld zł.

Po nabyciu portfela KRUK współpracuje z osobami zadłużonymi w zakresie wyboru najlepszych warunków spłaty zadłużenia w ramach aktualnych możliwości finansowych tych osób, np. poprzez rozłożenia wierzytelności na raty. Spółka realizuje strategię opartą na ugodach z osobami zadłużonymi (ok. 2/3 spłat pochodzi z ugod), co zakłada postrzeganie osoby zadłużonej jako konsumenta, który posiada chęć i świadomość konieczności spłaty zadłużenia, ale z przyczyn zewnętrznych nie jest w stanie regulować swoich zobowiązań. Stosowanie tej strategii zwiększa skuteczność KRUKa oraz umożliwia osiągnięcie stabilnego strumienia wpłat od osób zadłużonych.

Spółka rozpoznaje przychody odsetkowe wraz z przychodami z różnicy pomiędzy rzeczywistymi wpłatami, a planowanymi oraz aktualizacjami 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 (dla portfeli nabytych przed 2014 r.). KRUK zalicza nabyte pakiety wierzytelności do aktywów finansowych wycenianych wg wartości godziwej przez wynik finansowy (dla portfeli nabytych przed 2014 r.) oraz wg metody zamortyzowanego kosztu (dla portfeli nabywanych od 2014 r.).





Źródło: Dane finansowe spółki, kwoty w mld zł

W tabeli poniżej zaprezentowano rozkład wpływów pieniężnych z tytułu nabytych pakietów wierzytelności w latach 2005-2015 ujętych jako udział w wartości nakładów na zakup pakietów. Rozkład wpływów zakłada, że portfele były nabywane w środku roku, tzn. rok nr 1 oznaczał w rzeczywistości 6 miesięcy.

Rok	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	Razem
Spłaty w kolejnych latach jako % nakładów	20	41	39	35	35	34	28	22	26	30	16	325

Źródło: Sprawozdanie zarządu KRUK za 2015 r.

### Dywidenda

KRUK drugi rok z rzędu wypłacił dywidendę. Za 2014 r. akcjonariusze otrzymali 25,9 mln zł, podczas gdy rok później było to już 35,5 mln zł. Polityka w zakresie wypłaty dywidend zakłada reinwestowanie realizowanych zysków w rozwój działalności. Niemniej jednak spółka nie wyklucza wypłaty dywidend w kolejnych latach, o ile nie będzie to miało negatywnego wpływu na możliwości pozyskania finansowania niezbędnego do dalszego rozwoju.

### Emisja akcji

W grudniu br. spółka podwyższyła kapitał zakładowy. W ramach oferty prywatnej KRUK pozyskał 215 mln zł z tytułu emisji 1 mln akcji serii G (5,6% ogólnej liczby akcji przed podwyższeniem kapitału) po cenie 215 zł. Warto zwrócić uwagę, że na koniec września br. wartość księgową na jedną akcję wyniosła ok. 54 zł. Zatem grudniowa emisja akcji odbyła się po wycenie C/WK (cena do wartości księgowej) na poziomie ok. 4,0x. Oznacza to, że rynek wycenił kapitały własne KRUKa o ok. 300% wyżej niż wynika to z bilansu spółki. Zapotrzebowanie na nowe środki wynika z dużej podaży portfeli na rynku oraz rozbudowy organizacji w Europie Zachodniej (akwizycje kilku małych lub średnich firm windykacyjnych). Pozyskanie środków z emisji akcji pozwoli spółce zmniejszyć ryzyko płynnościowe w momencie, gdy zwiększa się ryzyko operacyjne.

## Zadłużenie

Na koniec września br. KRUK posiadał 125 mln zł środków pieniężnych i ich ekwiwalentów, co przy dźwigu brutto na poziomie 1 510 mln zł przekłada się na 1 385 mln zł dźwigu netto. Wartość kapitałów własnych na koniec 3. kwartału 2016 r. wynosiła 960 mln zł, co daje dźwig netto do kapitałów własnych na poziomie 1,4x. 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 563 mln zł, co w relacji dźwig netto do wyniku EBITDA gotówkowa przekłada się na wartość 2,5x.

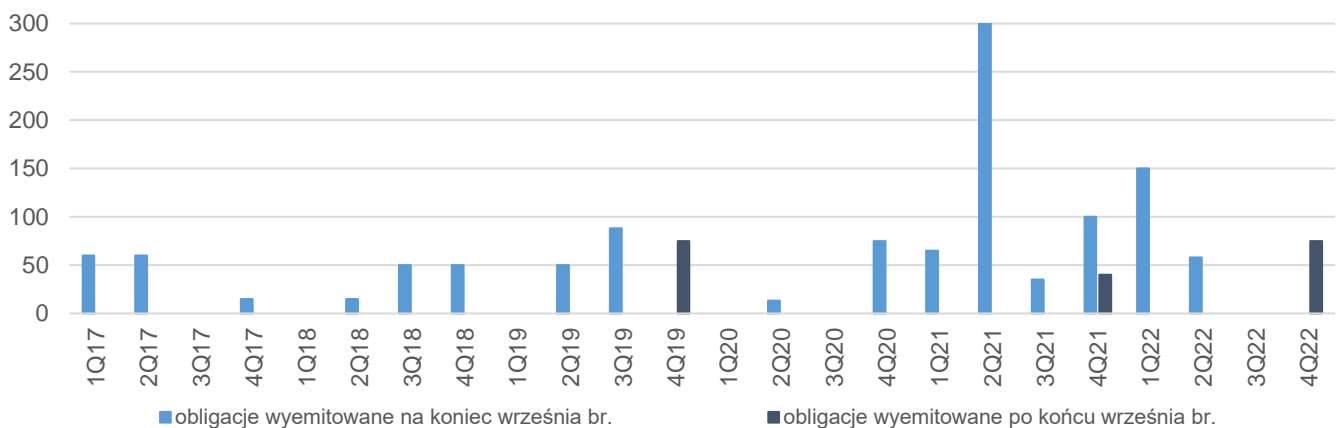
	2014	2015	9M16
Dług netto (tys. zł)	768 104	794 269	1 385 221
Dług netto / Kapitały własne (x)	1,3	1,0	1,4
Dług netto / EBITDA gotówkowa (x)	1,6	1,5	2,5
Dług netto / Spłaty za 12 miesięcy (x)	1,1	1,0	1,5

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

Gdyby przyjąć rynkową wartość kapitałów własnych KRUKa na podstawie ceny emisyjnej akcji serii G (215 zł za akcję, C/WK = 4,0x), to relacja dźwigu netto do skorygowanych kapitałów własnych na koniec września br. wyniosłaby 0,4x.

Spośród wszystkich zobowiązań finansowych (1 510 mln zł) na koniec września br. 1 209 mln zł stanowiły obligacje korporacyjne, 284 mln zł kredyty (45% wykorzystania udzielonych kredytów), a pozostałe 17 mln zł – leasingi finansowe.

Po dniu bilansowym spółka wyemitowała trzy serie obligacji o łącznej wartości nominalnej 190 mln zł oraz wykupiła jedną serię na kwotę 40 mln zł. Uwzględniając te emisje, suma wartości nominalnej wyemitowanych obligacji wynosi 1,4 mld zł, a ich harmonogram spłaty przedstawia wykres poniżej (w mln zł).



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

W 3. kwartale 2016 r. KRUK wyemitował po raz pierwszy w historii spółki obligacje denominowane w euro. Seria ta (AA3) ma wartość nominalną równą 20 mln EUR, trzyletni termin wykupu oraz stałe oprocentowanie 3%. KRUK uruchomił nowy program emisji obligacji publicznych do 500 mln zł, umożliwiającego również emisje w euro, w ramach którego spółka wyemitowała już 40 mln zł. Pozytywnie odbieram zapowiedź emisji w euro, ponieważ spółka może pozyskiwać finansowanie na korzystniejszych (niż na rynku polskim) dla siebie warunkach oraz naturalnie zmniejszać ryzyko walutowe.

KRUK planuje, że w okresie lipiec 2016 – czerwiec 2026 otrzyma 4,1 mld zł tytułem spłat na portfelach własnych z posiadanego na koniec czerwca 2016 r. portfela. Kwota ta znacząco przewyższa wartość długu netto spółki.

Spółka zamierza zintensyfikować proces nabywania portfeli wierzytelności, co może przełożyć się na dalszy wzrost długu netto. Należy jednak mieć świadomość, że w zarządzaniu płynnością poziom długu netto nie jest najważniejszy. Istotniejsza jest relacja strumienia spłat z portfeli do zapadalności obligacji.

#### Akwizycje po dniu bilansowym

Po zakończeniu 3. kwartału 2016 r. KRUK zawarł umowy cesji wierzytelności na rynku włoskim z podmiotami z Grupy UniCredit. Umowy przewidują nabycie wierzytelności z tytułu niezabezpieczonych kredytów konsumenckich o łącznej wartości nominalnej wynoszącej ok. 4 mld zł. Dodatkowo, spółka zależna wygrała na rynku włoskim przetarg na zakup portfela detalicznych niezabezpieczonych wierzytelności o wartości nominalnej ok. 3,3 mld zł od Banca IFIS. Spodziewam się, że cena za te portfele wyniosła kilka procent wartości nominalnej. Do końca września br. spółka zainwestowała na rynku włoskim narastająco 242 mln zł w detaliczne, niezabezpieczone portfele wierzytelności o łącznej wartości nominalnej 1,9 mld zł.

KRUK w 4. kwartale br. zawarł umowę nabycia 100% udziałów we włoskiej spółce windykacyjnej Credit Base International. CBI prowadzi działalność w zakresie obsługi wierzytelności nabytych na własny rachunek oraz na zlecenie. Skonsolidowane przychody CBI w 2015 r. wyniosły ok. 9,5 mln zł. Dodatkowo, spółka poinformowała o zawarciu umowy nabycia 100% udziałów w spółce Espand Soluciones de Gestion, która działa w obszarze zarządzania wierzytelnościami na rynku hiszpańskim. Skonsolidowane przychody hiszpańskiej spółki w 2015 r. wyniosły ok. 18,1 mln zł. KRUK zamierza również nabyć serwisera portfeli wierzytelnościowych na rynku niemieckim.

Co więcej, w listopadzie br. spółka zależna KRUKa (InvestCapital Malta) wygrała na rynku hiszpańskim przetarg na zakup portfela detalicznych niezabezpieczonych wierzytelności o wartości nominalnej 807 mln zł.

Dodatkowo, KRUK spodziewa się kontynuacji silnej podaży portfeli wierzytelności w 1. kwartale 2017 r., dlatego można się spodziewać kolejnych stosunkowo dużych inwestycji KRUKa.

Skonsolidowane dane finansowe KRUK (tys. zł)

	2014	2015	9M16	*LTM
Przychody	487 920	611 234	542 262	704 258
Pozostałe przychody operacyjne	1 869	2 589	1 782	3 153
Koszty wynagrodzeń i świadczeń pracowniczych	-137 246	-169 432	-132 639	-180 920
Amortyzacja	-11 358	-10 540	-9 821	-11 091
Usługi obce	-41 302	-48 344	-53 041	-67 421
Pozostałe koszty operacyjne	-91 722	-134 128	-126 050	-165 648
<b>Zysk na działalności operacyjnej</b>	<b>208 161</b>	<b>251 379</b>	<b>222 493</b>	<b>282 331</b>
<b>Zysk przed opodatkowaniem</b>	<b>152 838</b>	<b>209 777</b>	<b>184 518</b>	<b>234 517</b>
<b>Zysk netto</b>	<b>151 802</b>	<b>204 261</b>	<b>185 742</b>	<b>229 756</b>
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>35 846</b>	<b>35 627</b>	<b>45 356</b>	<b>45 356</b>
<b>Aktywa obrotowe, w tym:</b>	<b>1 480 801</b>	<b>1 800 487</b>	<b>2 549 364</b>	<b>2 549 364</b>
Inwestycje	1 380 179	1 620 579	2 371 950	2 371 950
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	70 545	140 742	125 142	125 142
<b>AKTYWA RAZEM</b>	<b>1 516 647</b>	<b>1 836 114</b>	<b>2 594 720</b>	<b>2 594 720</b>
<b>KAPITAŁY WŁASNE</b>	<b>585 083</b>	<b>784 278</b>	<b>960 285</b>	<b>960 285</b>
<b>Zobowiązania długoterminowe, w tym:</b>	<b>721 524</b>	<b>711 914</b>	<b>1 247 280</b>	<b>1 247 280</b>
Zobowiązania finansowe	718 856	711 325	1 247 280	1 247 280
<b>Zobowiązania krótkoterminowe, w tym:</b>	<b>210 040</b>	<b>339 922</b>	<b>387 155</b>	<b>387 155</b>
Zobowiązania finansowe	119 793	223 686	263 083	263 083
<b>PASYWA RAZEM</b>	<b>1 516 647</b>	<b>1 836 114</b>	<b>2 594 720</b>	<b>2 594 720</b>
Dług netto	768 104	794 269	1 385 221	1 385 221
Dług netto / Kapitały własne	1,3	1,0	1,4	1,4
Dług netto / EBITDA gotówkowa za 12 miesięcy	1,6	1,5	2,5	2,5
Dług netto / Spłaty za 12 miesięcy	1,1	1,0	1,5	1,5
Zakup pakietów	575 105	489 282	936 003	1 132 985
Wpłaty od osób zadłużonych	711 841	825 659	701 088	922 047
EBITDA gotówkowa	488 986	523 932	430 684	563 114
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	-61 729	41 095	-508 793	-528 140
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej	-7 776	-7 821	-7 889	-12 820
Przepływy pieniężne z działalności finansowej	104 792	36 922	501 083	613 890
<b>Przepływy pieniężne netto, razem</b>	<b>35 287</b>	<b>70 196</b>	<b>-15 599</b>	<b>72 930</b>

Źródło: Skonsolidowane Sprawozdania Finansowe GK KRUK, obliczenia własne Michael/Ström DM, \*dane za okres 12 miesięcy zakończony 30 września 2016 r.

## Best (BST)

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 dwóch głównych akcjonariuszy i rozpoczęła działalność na rynku wierzytelności. Obecnie podstawowym przedmiotem działalności Grupy Kapitałowej Best („Best”) jest:

- inwestowanie w portfele wierzytelności,
- zarządzanie funduszami inwestycyjnymi,
- zarządzanie wierzytelnościami.

Grupa prowadzi działalność na rynku polskim i przygotowuje się do wejścia na rynki zagraniczne. W tabeli poniżej przedstawione zostały przychody operacyjne.

tys. zł	2014	2015	9M16	udział	2014	2015	9M16
Z inwestycji w wierzytelności	78 852	123 513	150 974	Z inwestycji w wierzytelności	75%	88%	91%
Zarządzanie wierzytelnościami	24 292	14 827	12 903	Zarządzanie wierzytelnościami	23%	10%	8%
Zarządzanie funduszami inwe.	1 568	1 185	887	Zarządzanie funduszami inwe.	1%	1%	1%
Pozostałe	1 061	935	783	Pozostałe	1%	1%	0%
<b>Razem</b>	<b>105 773</b>	<b>140 460</b>	<b>165 547</b>	<b>Razem</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

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

W skład Grupy wchodzi dwa fundusze sekurytyzacyjne w których Best posiada po 100% udziałów (Best I NSFIZ oraz Best II NSFIZ). Grupa posiada także 50% udział w Best III NSFIZ (pozostałe 50% jest w rękach Hoist Finance) oraz 32,99% akcji w Kredyt Inkaso S.A. Wszystkie powyższe podmioty zajmują się nabywaniem wierzytelności, jednak Best III NSFIZ oraz Kredyt Inkaso S.A są wyceniane metodą praw własności. Poszczególne pozycje aktywów, pasywów oraz przychodów i kosztów tych podmiotów nie są więc sumowane z odpowiednimi pozycjami podmiotów należących do Grupy, a jedynie wzrosty wartości ich aktywów netto stanowią przychody operacyjne Grupy.

Fundusze inwestycyjne zarządzane są przez Best TFI, a zarządzanie portfelami wierzytelności sprawowane jest przez Best S.A. we współpracy z Kancelarią U. Rybszleger oraz BEST Nieruchomości. Na koniec III kwartału br. Grupa Best zarządzała portfelami wierzytelności o łącznej wartości nominalnej ponad 11 mld zł.

Grupa specjalizuje się w obsłudze wierzytelności bankowych, które na 30 września br. stanowiły 98,3% zarządzanego portfela. Natomiast biorąc pod uwagę charakter podmiotów zobowiązanych do spłaty, to 84,3% stanowiły osoby fizyczne, a 15,7% - osoby prawne.

### Powiązania z Kredyt Inkaso

Best posiada 32,99% udziałów w Kredyt Inkaso, które zostały nabyte za ok. 40 zł za akcję (łącznie ok. 171 mln zł). Best zamierzał przejąć pozostałe akcje Kredyt Inkaso w zamian za akcje własne, jednak oba podmioty nie doszły do porozumienia w przedmiocie ustalenia parytetu wymiany akcji i w styczniu br. Kredyt Inkaso wypowiedziało umowę połączenia z Best.



Zdaniem zarządu Best, w Kredyt Inkaso doszło m.in. do nieprawidłowości w sprawozdaniach finansowych, rozliczeniach podatkowych i obliczaniu premii dla członków zarządu Kredyt Inkaso. Zarząd Kredyt Inkaso nie zgodził się z zarzutami i uznał je za próbę wrogiego przejęcia. Jednak ostatecznie, w dniu 29 listopada br., poinformował o dokonaniu korekt sprawozdań i rozliczeń podatkowych.

W 2016 r. fundusze zarządzane przez Trigon TFI oraz AgioFunds TFI wypowiedziały Kredyt Inkaso umowy dotyczące zarządzania portfelami wierzytelności. Zdaniem zarządu Kredyt Inkaso było to wynikiem rozpowszechniania przez Best nieprawdziwych i pomawiających informacji dotyczących Kredyt Inkaso i dlatego skierował do sądu przeciwko niej pozew o zapłatę kwoty 60,7 mln zł. Zdaniem zarządu Best zarzuty te są całkowicie bezpodstawne. W odpowiedzi na pozew, Best wniosło o oddalenie powództwa w całości oraz o zasądzenie od Kredyt Inkaso kosztów procesu.

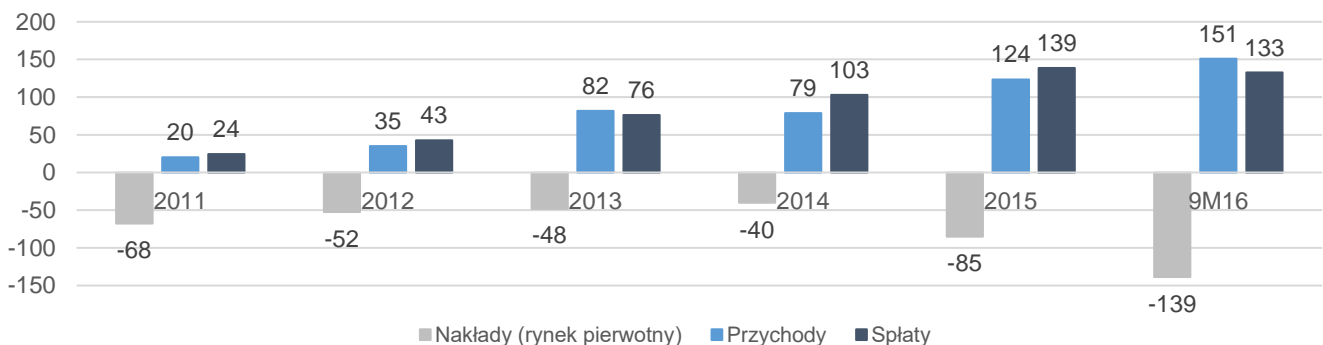
W trzecim kwartale br. fundusz Waterland Private Equity Investments nabył 61,16% akcji Kredyt Inkaso po cenie 25 zł za akcję (łącznie ok. 198 mln zł). W związku z pojawieniem się dominującego akcjonariusza i naturalnej niepewności co do możliwości realizacji przez Best dotychczasowych planów związanych z Kredyt Inkaso, Best utworzył odpis aktualizujący z tytułu utraty wartości inwestycji w Kredyt Inkaso, który w wynikach za pierwsze trzy kwartały br. wyniósł 27 mln zł. Koszt ten nie był „gotówkowy”, tj. nie spowodował wypływu środków pieniężnych.

#### Nabyte pakiety wierzytelności

W ciągu 9 miesięcy 2016 r. Grupa Best nabyła portfele wierzytelności o wartości nominalnej przekraczającej 1 mld zł za cenę 139 mln zł (13% wartości nominalnej). W samym trzecim kwartale nabyte zostały pakiety o wartości nominalnej blisko 520 mln zł za cenę 54 mln zł (10% wartości nominalnej). Łączna wartość „Wierzytelności nabytych” wykazana w sprawozdaniu Grupy BEST na koniec trzeciego kwartału br. wyniosła 496 mln zł.

Przypadające Grupie Best wierzytelności nabywane przez Best III NSFIZ oraz Kredyt Inkaso nie są wykazywane w pozycji „Wierzytelności nabyte” sprawozdania Grupy, lecz aktywa netto tych podmiotów wykazywane są w pozycji „Inwestycje w jednostkach współkontrolowanych i stowarzyszonych”.

Od stycznia do września br. do Best (uwzględniając 50% udział w Best III NSFIZ) wpłynęło 133 mln zł spłat z posiadanych portfeli.



Źródło: Dane finansowe spółki, kwoty w mln zł

Na powyższym wykresie nakłady nie uwzględniają inwestycji na rynku wtórnym, tj. inwestycji w Kredyt Inkaso (2015 r.), Best II (2014 r.) oraz Best I (2012 r.).

### Dywidenda

W warunkach emisji obligacji Best zobowiązał się, że nie będzie wypłacać dywidendy do 10 marca 2020 r. w ogóle, a do 1 marca 2021 r. w wartości powyżej 50% skonsolidowanego zysku netto Grupy osiągniętego narastająco od 1 stycznia 2018 r.

### Emisja akcji

W 1. kwartale br. spółka dokonała emisji 1 362 957 akcji serii D o cenie emisyjnej 26,78 zł za akcję (łącznie 36,5 mln zł). Przed emisją Best miał wyemitowanych 20 853 220 akcji, zatem nowe akcje stanowiły 6,5% ówczesnego kapitału. Akcje serii D w 93% zostały objęte przez prezesa Krzysztofa Borusowskiego (34,0 mln zł), a w pozostałej części (2,5 mln zł) przez wiceprezesa Marka Kucnera.

### Zadłużenie

Na koniec września br. Best posiadał 59 mln zł środków pieniężnych i ich ekwiwalentów, co przy długu brutto na poziomie 441 mln zł przekłada się na 382 mln zł długu netto. Wartość kapitałów własnych na koniec 3. kwartału 2016 r. wynosiła 390 mln zł, co daje dług netto do kapitałów własnych na poziomie 1,0x. Spółka publikuje także wynik Pełna EBITDA gotówkowa (dalej: „EBITDA gotówkowa”), który stanowi sumę wyniku EBITDA i wartości spłat na pakietach pomniejszoną o przychody z windykacji pakietów (z uwzględnieniem podmiotów niekontrolowanych). EBITDA gotówkowa za okres 12 miesięcy zakończony 30 września br. wyniosła 146 mln zł, co w relacji dług netto do wyniku EBITDA gotówkowa przekłada się na wartość 2,6x.

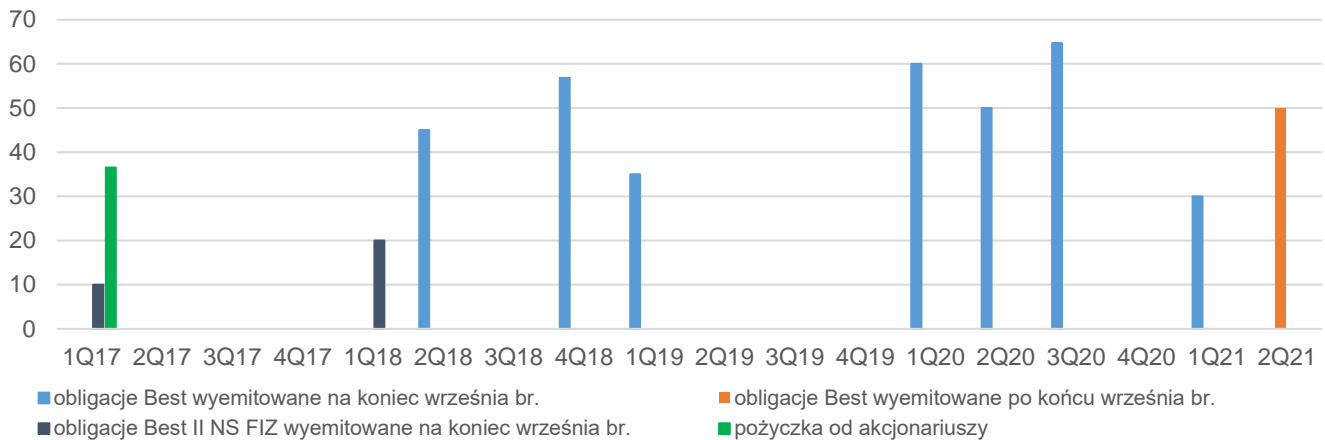
	2014	2015	9M16
Dług netto (tys. zł)	160 844	356 956	381 625
Dług netto / Kapitały własne (x)	0,8	1,3	1,0
Dług netto / EBITDA gotówkowa (x)	1,7	3,4	2,6
Dług netto / Spłaty za 12 miesięcy (x)	1,6	2,6	2,2

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

Gdyby od długu netto na koniec września br. odjąć rynkową wartość udziałów w Kredyt Inkaso (nie generują one spłat/przepływów pieniężnych) na 27 grudnia br., to skorygowany dług netto wyniósłby 278 mln zł, a jego relacja do kapitałów własnych, wyniku EBITDA gotówkowa oraz spłat odpowiednio 0,7x, 1,9x oraz 1,6x.

Spośród wszystkich zobowiązań finansowych (441 mln zł) na koniec września br. 368 mln zł stanowiły obligacje korporacyjne, 37 mln zł pożyczki od akcjonariuszy, 35 mln zł kredyty bankowe, a pozostały 1 mln zł – leasing finansowy.

Na wykresie poniżej przedstawiony został harmonogram spłaty zobowiązań z tytułu obligacji i pożyczek (w mln zł) w ujęciu kwartalnym, stanowiących 92% zobowiązań finansowych Grupy. Pozostałe zobowiązania finansowe spłacane są systematycznie (miesięcznie lub kwartalnie), z tego ponad 20 mln zł to zobowiązania wymagalne do końca września 2017 r., a ok. 10 mln zł zapada po tym terminie.



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

Best w raporcie za 3. kwartał br. oszacował terminy płatności z aktywów oraz zobowiązań. Różnica pomiędzy sumą aktywów i zobowiązań wymagalnych w danym przedziale czasowym stanowi tzw. lukę płynności. Jeśli jest ona dodatnia, to oznacza, że Grupa nie powinna mieć problemów ze spłatą zobowiązań. Powyższa analiza dotyczy stanu aktywów i zobowiązań na koniec trzeciego kwartału i nie uwzględnia nabywania nowych portfeli. Pozwala jednak oszacować perspektywy generowania przepływów pieniężnych z bieżącej działalności spółki.

tys. zł	do 1 roku	1-3 lat	3-5 lat	powyżej 5 lat	Razem	Nieprzypisane
<b>AKTYWA</b>	<b>195 894</b>	<b>206 253</b>	<b>143 578</b>	<b>133 704</b>	<b>679 429</b>	<b>192 102</b>
środki pieniężne	59 304	0	0	0	59 304	0
należności	10 294	69	0	0	10 363	0
wierzytelności nabyte	95 721	163 040	121 036	116 148	495 945	0
inwestycja w BEST III NSFIZ	29 088	42 917	22 542	17 556	112 103	0
inwestycja w Kredyt Inkaso S.A.	0	0	0	0	0	152 757
pozostałe	1 487	227	0	0	1 714	39 345
<b>ZOBOWIĄZANIA</b>	<b>112 007</b>	<b>171 075</b>	<b>196 960</b>	<b>0</b>	<b>480 042</b>	<b>1 553</b>
zobowiązania finansowe, w tym:	73 985	170 179	196 765	0	440 929	0
- pożyczki od akcjonariuszy	36 500	0	0	0	36 500	0
pozostałe	38 022	896	195	0	39 113	1 553
<b>LUKA PŁYNNOŚCI (Aktywa - Zob.)</b>	<b>83 887</b>	<b>35 178</b>	<b>-53 382</b>	<b>133 704</b>	<b>199 387</b>	<b>190 549</b>
<b>LUKA PŁYNNOŚCI narastająco</b>	<b>83 887</b>	<b>119 065</b>	<b>65 683</b>	<b>199 387</b>		

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

Przeprowadzona analiza wykazuje łączną nadwyżkę w wysokości 390 mln zł, z czego 191 mln zł stanowią aktywa o nieokreślonym okresie realizacji. Do aktywów tych należą min. akcje Kredyt Inkaso. Wynika z niej także, że Grupa nie powinna mieć problemów ze spłatą podjętych już zobowiązań, gdyż nadwyżki uzyskane w perspektywie 3 lat pozwolą na skompensowanie ujemnej luki płynności (-53 mln zł) w perspektywie 3-5 lat. Nawet jeśli Best musiałby zapłacić Kredyt Inkaso odszkodowanie w kwocie 61 mln zł, to również powinny się na to znaleźć środki z bieżącej działalności.

Skonsolidowane dane finansowe Best (tys. zł)

	2014	2015	9M16	*LTM
Przychody operacyjne, w tym:	106 228	140 908	166 550	205 917
Zyski z Best III oraz Kredyt Inkaso	26 659	29 451	34 416	46 396
Koszty działalności operacyjnej, w tym:	38 301	52 667	52 419	67 585
Wynagrodzenia i świadczenia na rzecz pracowników	19 962	25 517	23 046	32 246
Usługi obce	6 139	8 002	9 652	12 251
Podatki i opłaty	7 446	11 249	14 589	13 634
Pozostałe	4 754	7 899	5 132	9 454
<b>Zysk na działalności operacyjnej</b>	<b>67 927</b>	<b>88 241</b>	<b>114 131</b>	<b>138 332</b>
<b>Zysk przed opodatkowaniem</b>	<b>59 435</b>	<b>71 320</b>	<b>69 345</b>	<b>87 825</b>
<b>Zysk netto</b>	<b>59 207</b>	<b>82 176</b>	<b>68 693</b>	<b>89 122</b>

Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	37 455	43 194	59 304	59 304
Wierzytelności nabyte	251 013	337 102	495 945	495 945
Inwestycje w jedno. współkontrolowanych - BEST III	98 143	97 127	112 103	112 103
Inwestycje w jedno. stowarzyszonych - Kredyt Inkaso	0	174 953	152 757	152 757
Pozostałe	30 282	41 732	51 422	51 422
<b>AKTYWA RAZEM</b>	<b>416 893</b>	<b>694 108</b>	<b>871 531</b>	<b>871 531</b>
<b>KAPITAŁY WŁASNE</b>	<b>199 835</b>	<b>282 961</b>	<b>389 936</b>	<b>389 936</b>
Zobowiązania, w tym:	217 058	411 147	481 595	481 595
Zobowiązania finansowe krótkoterminowe	13 517	168 210	73 985	73 985
Zobowiązania finansowe długoterminowe	184 782	231 940	366 944	366 944
<b>PASYWA RAZEM</b>	<b>416 893</b>	<b>694 108</b>	<b>871 531</b>	<b>871 531</b>

Dług netto	160 844	356 956	381 625	381 625
Dług netto / Kapitały własne	0,8	1,3	1,0	1,0
Dług netto / EBITDA gotówkowa za 12 miesięcy	1,7	3,4	2,6	2,6
Dług netto / Spłaty należne Grupie za 12 miesięcy	1,6	2,6	2,2	2,2

Zakup pakietów	40 322	85 125	138 550	141 881
Wpłaty od osób zadłużonych (należne Grupie)	103 206	138 596	132 675	173 211
EBITDA gotówkowa	92 781	104 885	107 052	146 461

Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	-44 510	-169 182	-28 068	-6 283
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej	-8 416	-8 566	-13 819	-16 231
Przepływy pieniężne z działalności finansowej	70 236	183 487	57 997	60 132
<b>Przepływy pieniężne netto, razem</b>	<b>17 310</b>	<b>5 739</b>	<b>16 110</b>	<b>37 618</b>

Źródło: Skonsolidowane Sprawozdania Finansowe GK Best, obliczenia własne Michael/Ström DM, \*dane za okres 12 miesięcy zakończony 30 września 2016 r.

## Kredyt Inkaso (KRI)

Grupa Kredyt Inkaso od 2001 r. działa na rynku wierzytelności. Kluczowym krajem jest Polska, gdzie Kredyt Inkaso w okresie 12 miesięcy zakończonym 30 września br. (12M) wygenerowało 78% przychodów netto. Istotnym rynkiem jest także Rumunia (21% przychodów netto), a dodatkowo spółka rozwija działalność w Rosji, Bułgarii, Chorwacji i Serbii.

Przychody netto (tys. zł)	201415	201516	1H 1617	Przychody netto – udział	201415	201516	1H 1617
Polska	86 810	84 238	25 916	Polska	86%	79%	77%
Rumunia	11 822	16 962	9 315	Rumunia	12%	16%	28%
Pozostałe rynki zagraniczne	2 016	5 534	-1 670	Pozostałe rynki zagraniczne	2%	5%	-5%
<b>Razem</b>	<b>100 648</b>	<b>106 734</b>	<b>33 561</b>	<b>Razem</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

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

Spółka ma dwa główne segmenty, które generują zyski. Pierwszym z nich jest hurtowy obrót wierzytelnościami (portfele własne), który w okresie 12M wygenerował 86 mln zł przychodów netto (całość od klientów zewnętrznych) oraz 48 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 12M wygenerowało 47 mln zł przychodów netto (w tym serwisowanie funduszy inwestycyjnych, np. Trigon TFI), z czego 12 mln zł pochodziło od klientów zewnętrznych, a 35 mln zł ze sprzedaży między segmentami. Zysk z działalności operacyjnej tego segmentu wyniósł 17 mln zł.

Przychody brutto (tys. zł) – klienci zewnętrzni	201516	1H 1617
Wpłaty dłużników	151 792	68 933
Inkaso	23 063	9 473
Pożyczki	7 962	3 590
Pozostałe	8 434	1 531
<b>Razem</b>	<b>191 251</b>	<b>83 527</b>

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

W Kredyt Inkaso jest dwóch głównych akcjonariuszy, którzy łącznie posiadają ponad 94% udziałów w spółce. Więcej informacji o tych akcjonariuszach i toczącym się sporze ze spółką Best znajduje się w akapicie Powiązania z Kredyt Inkaso na s. 13 Raportu Kredytowego. Uważam, że pojawienie się nowych akcjonariuszy (branżowego i finansowego) w Kredyt Inkaso było pozytywne dla obligatariuszy. Best jest trzecim podmiotem na rynku wierzytelności w Polsce, natomiast Waterland Private Equity Investments zarządza inwestycjami o wartości ok. 4 mld €. Moim zdaniem w przypadku potencjalnego problemu z wykupem obligacji przez Kredyt Inkaso, akcjonariusze mogliby wesprzeć finansowo Kredyt Inkaso.

### Nabyte pakiety wierzytelności

Kredyt Inkaso nabywa pakiety wierzytelności, które księgowane są w pozycji bilansowej „Wierzytelności nabyte”. Na koniec września br. wartość tej pozycji wyniosła 411 mln zł. W ciągu 6 miesięcy roku obrotowego 201617



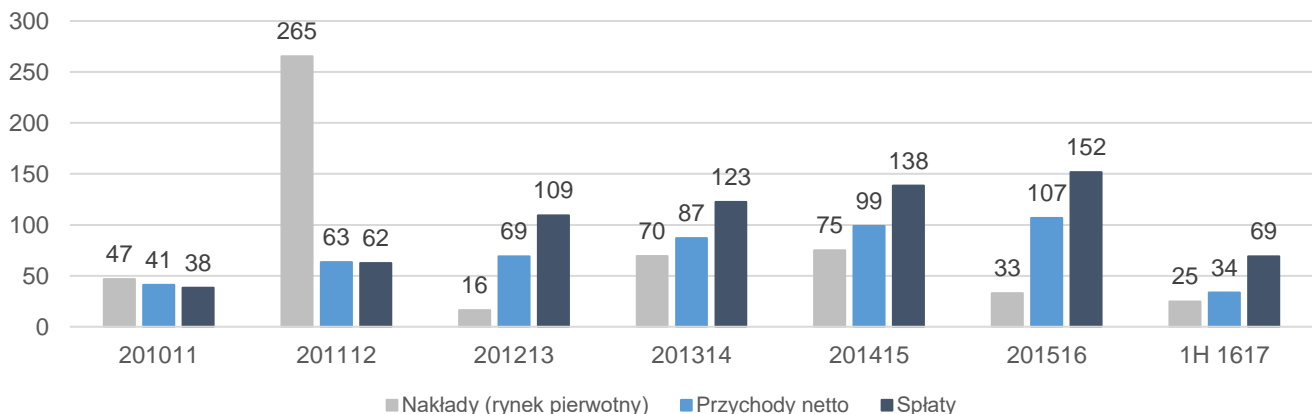
Kredyt Inkaso nabyło portfele wierzytelności za cenę 25 mln zł. Natomiast kwota spłat w tym okresie wyniosła 69 mln zł.

Według danych spółki przedstawionych w prezentacji wynikowej za rok obrotowy 201516 opublikowanej w czerwcu br., łączna wartość nominalna wierzytelności (własnych oraz zarządzanych) wyniosła 11,3 mld zł. Szczegółowy podział znajduje się w tabeli poniżej.

mld zł	własne	zarządzane
Polska	3,3	2,9
Rumunia	1,8	1,9
Rosja	1,1	0,0
Bułgaria	0,3	0,0
<b>Razem</b>	<b>6,5</b>	<b>4,8</b>

Źródło: Prezentacja spółki za rok obrotowy 201516, obliczenia własne Michael/Ström DM

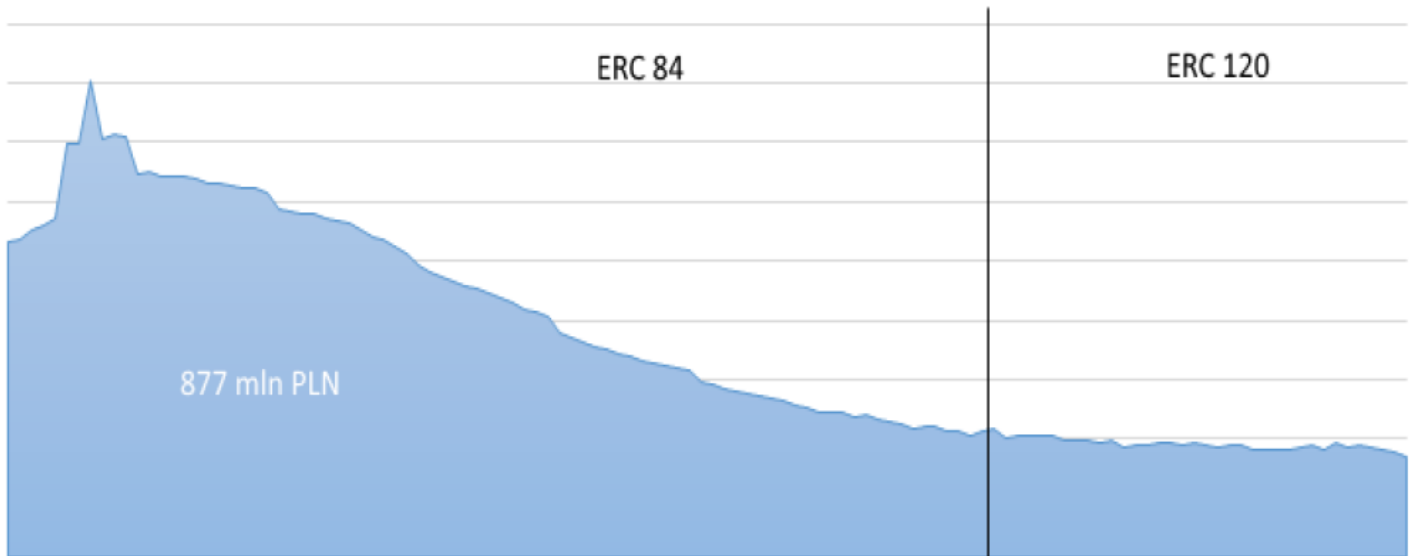
W tabeli poniżej zostały przedstawione nakłady na rynku pierwotnym (wyłącznie inwestycje w portfele wierzytelności), przychody netto oraz spłaty w okresie od kwietnia 2010 r. do września 2016 r.



Źródło: Dane finansowe spółki, kwoty w mln zł

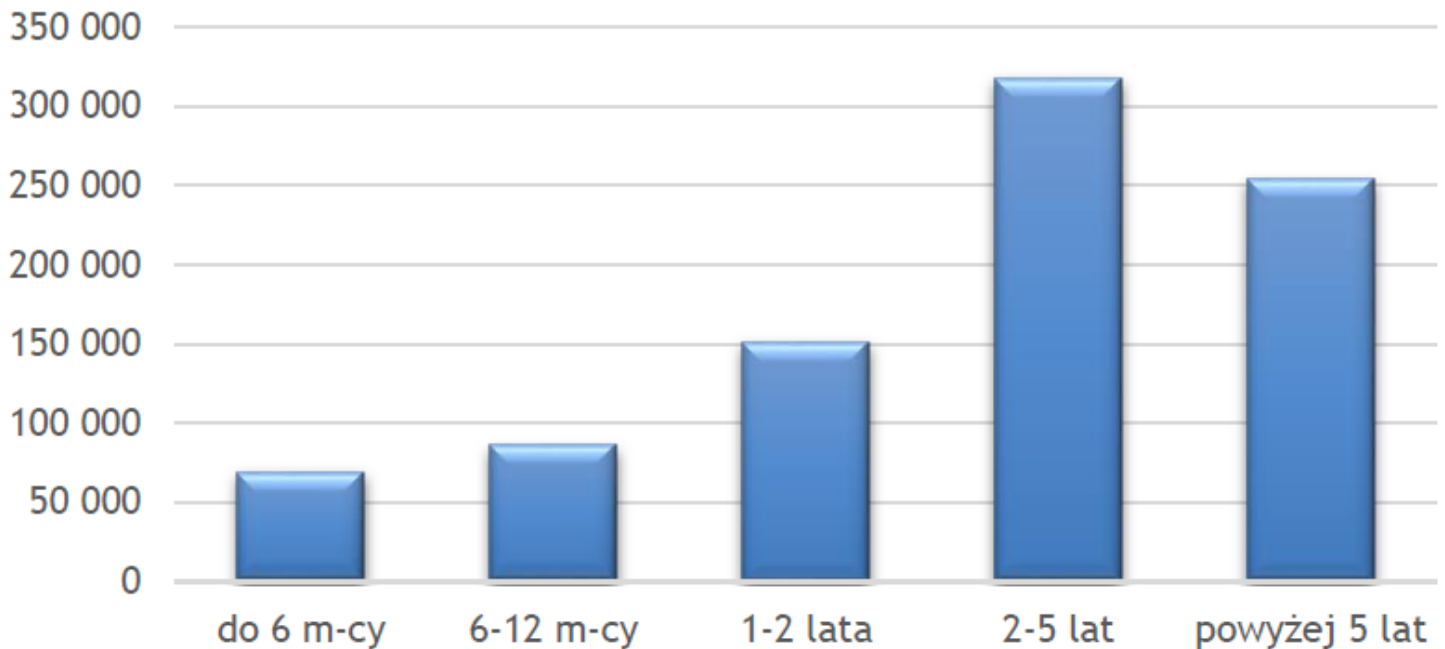
Malejące nakłady na rynku pierwotnym rekompensowane są zwiększonymi inwestycjami w fundusze inwestycyjne. W przyszłości może to spowodować spadek dynamiki uzyskiwanych spłat od dłużników (i w konsekwencji wzrost relacji długu netto do spłat), a także wzrost pozostałych przychodów.

W sprawozdaniu zarządu za rok obrotowy 201516 przedstawione zostały prognozy spółki dotyczące przyszłych wpływów z posiadanych portfeli (ERC – Estimated Remaining Collections). Poniższy wykres prezentuje przewidywane przyszłe przepływy dla okresu 84 miesięcy (ERC 84) oraz 120 miesięcy (ERC 120). Spółka na koniec marca 2016 r. spodziewała się wpływów w kwocie 877 mln zł (ERC 120) z bieżącego portfela, z czego 69 mln zł wpłynęło do spółki w kolejnych 6 miesiącach.



Źródło: Sprawozdanie zarządu z działalności GK Kredyt Inkaso

Dodatkowo, spółka podaje podział planowanych wpływów dla poszczególnych okresów, co przedstawia poniższy wykres (dane w tys. zł).



Źródło: Sprawozdanie finansowe GK Kredyt Inkaso

Co więcej, Kredyt Inkaso posiada udziały w funduszach inwestycyjnych Trigon Profit VI-X oraz XII (41 mln zł na koniec września br. – inwestycje w jednostkach stowarzyszonych) oraz Omega Wierzytelności (34 mln zł – pozostałe aktywa finansowe).

## Dywidenda

Spółka ostatni raz wypłaciła dywidendę w lipcu 2011 r. Polityka Kredyt Inkaso w zakresie dywidendy zakłada uzależnienie jej wysokości i wartości dywidendy od osiągniętych wyników finansowych i potrzeb kapitałowych związanych z zakupem kolejnych pakietów wierzytelności, wdrażaniem strategii i rozwoju spółki oraz ze strategicznymi inwestycjami.

## Zadłużenie

Na koniec września br. Kredyt Inkaso posiadało 35 mln zł środków pieniężnych i ich ekwiwalentów, co przy dźwigni brutto na poziomie 302 mln zł przekłada się na 266 mln zł dźwigni netto. Wartość kapitałów własnych na koniec 3. kwartału kalendarzowego 2016 r. wynosiła 260 mln zł, co daje dźwigni netto do kapitałów własnych na poziomie 1,0x. Wynik EBITDA gotówkowa za 12M wyniósł 123 mln zł.

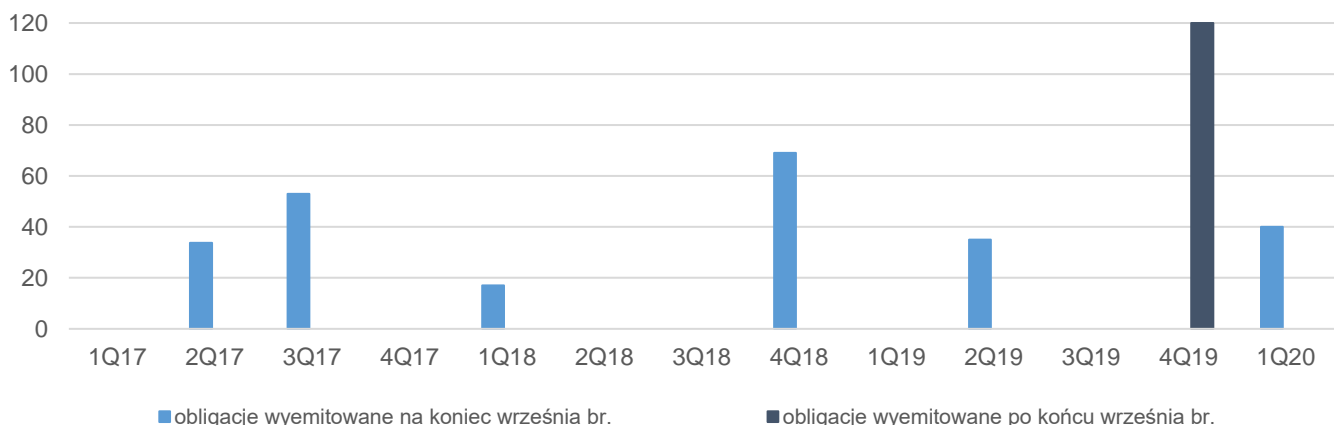
	201415	201516	1H 1617
Dług netto (tys. zł)	286 988	283 086	266 495
Dług netto / Kapitały własne (x)	1,3	1,1	1,0
Dług netto / EBITDA gotówkowa (x)	2,6	2,2	2,2
Dług netto / Spłaty za 12 miesięcy (x)	2,1	1,9	1,8

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

Wartość dźwigni netto na koniec września br. była o ponad 0,5 mld zł niższa od oczekiwanych wpływów z portfeli.

Spośród wszystkich zobowiązań finansowych (302 mln zł) na koniec września br. 267 mln zł stanowiły obligacje korporacyjne, 35 mln zł kredyty, a kilkaset tysięcy złotych stanowiły leasingi finansowe.

Po dniu bilansowym spółka wyemitowała dwie serie obligacji o łącznej wartości nominalnej 120 mln zł oraz wykupiła serię KRI1216 (18 mln zł). Uwzględniając te emisje, suma wartości nominalnej wyemitowanych obligacji wynosi 368 mln zł, a ich harmonogram spłaty przedstawia wykres poniżej (w mln zł).



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

Skonsolidowane dane finansowe Kredyt Inkaso (tys. zł)

	201415	201516	1H 1617	*LTM
<b>Przychody netto</b>	<b>98 946</b>	<b>106 734</b>	<b>33 561</b>	<b>94 443</b>
Koszty ogólnego zarządu	-9 239	-11 444	-6 493	-11 439
Pozostałe koszty działalności podstawowej	-24 480	-26 338	-14 636	-28 527
Pozostałe przychody operacyjne, netto	-179	206	69	-150
<b>Zysk na działalności operacyjnej</b>	<b>65 048</b>	<b>69 158</b>	<b>12 501</b>	<b>54 327</b>
<b>Zysk przed opodatkowaniem</b>	<b>37 825</b>	<b>42 003</b>	<b>3 466</b>	<b>31 222</b>
<b>Zysk netto</b>	<b>37 694</b>	<b>37 164</b>	<b>2 318</b>	<b>24 174</b>
<b>Aktywa trwałe, w tym:</b>	<b>75 672</b>	<b>144 544</b>	<b>121 134</b>	<b>121 134</b>
Inwestycje w jednostkach stowarzyszonych - Trigon	295	237	40 612	40 612
Pozostałe aktywa finansowe - Omega	33 328	93 484	33 564	33 564
<b>Aktywa obrotowe, w tym:</b>	<b>515 373</b>	<b>520 751</b>	<b>470 138</b>	<b>470 138</b>
Wierzytelności nabyte	446 470	422 599	410 748	410 748
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	54 053	68 270	35 450	35 450
<b>AKTYWA RAZEM</b>	<b>591 045</b>	<b>665 295</b>	<b>591 272</b>	<b>591 272</b>
<b>KAPITAŁY WŁASNE</b>	<b>227 168</b>	<b>265 418</b>	<b>259 846</b>	<b>259 846</b>
<b>Zobowiązania długoterminowe, w tym:</b>	<b>188 074</b>	<b>269 502</b>	<b>176 074</b>	<b>176 074</b>
Zobowiązania finansowe	185 983	262 904	171 623	171 623
<b>Zobowiązania krótkoterminowe, w tym:</b>	<b>175 804</b>	<b>130 377</b>	<b>155 349</b>	<b>155 349</b>
Zobowiązania finansowe	155 058	88 452	130 322	130 322
<b>Dług netto</b>	<b>286 988</b>	<b>283 086</b>	<b>266 495</b>	<b>266 495</b>
Dług netto / Kapitały własne	1,3	1,1	1,0	1,0
Dług netto / EBITDA gotówkowa za 12 miesięcy	2,6	2,2	2,2	2,2
Dług netto / Spłaty za 12 miesięcy	2,1	1,9	1,8	1,8
<b>Zakup pakietów</b>	<b>75 082</b>	<b>32 841</b>	<b>24 910</b>	<b>14 650</b>
Wpłaty od osób zadłużonych	138 406	151 792	68 933	151 490
<b>EBITDA gotówkowa</b>	<b>110 186</b>	<b>128 839</b>	<b>50 831</b>	<b>122 978</b>
<b>Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej</b>	<b>44 952</b>	<b>89 996</b>	<b>16 270</b>	<b>106 169</b>
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej	-39 352	-60 342	9 978	-45 795
Przepływy pieniężne z działalności finansowej	14 481	-15 579	-59 068	-74 552
<b>Przepływy pieniężne netto, razem</b>	<b>20 081</b>	<b>14 075</b>	<b>-32 820</b>	<b>-14 178</b>

Źródło: Skonsolidowane Sprawozdania Finansowe GK Kredyt Inkaso, obliczenia własne Michael/Ström DM, \*dane za okres 12 miesięcy zakończony 30 września 2016 r.

## **ZASTRZEŻENIE PRAWNE**

**Data pierwszego udostępnienia raportu: 28.12.2016 r.**

**Aktualizacja raportu:** raport nie będzie aktualizowany.

**Podmiotem odpowiedzialnym** za sporządzenie raportu jest **Michael / Ström Dom Maklerski Sp. z o.o.** 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 0000347507, NIP: 525-247-22-15, REGON: 142261319 o wpłaconym kapitale zakładowym w wysokości 734 846,81 PLN, adres e-mail: [kontakt@michaelstrom.pl](mailto: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 ich 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.

Tylko te części raportu, które dotyczą danego Emitenta zostały do niego skierowane przed opublikowaniem raportu.

### **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](http://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. 2013 r. Poz. 1422) 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 2016 r. poz. 380),
  - rekomendacji w rozumieniu Rozporządzenia Ministra Finansów w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz.U. Nr 2016 poz. 1715),
  - 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 udziału stanowiącego co najmniej 5% kapitału zakładowego Domu Maklerskiego lub podmiotów z nim powiązanych.
- Osoba przygotowująca raport nie jest zaangażowana kapitałowo w instrumenty finansowe Emitentów, z wyjątkiem posiadanych 30 sztuk obligacji serii BST1018. Osoba przygotowująca raport i osoba blisko z nią 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 2014 poz. 94), nie pełni funkcji w organach Emitentów instrumentów finansowych i nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tych podmiotach.
- Dom Maklerski nie wykonywał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie raportu czynności dotyczących oferowania instrumentów finansowych Emitentów w obrocie pierwotnym lub pierwszej ofercie publicznej, z wyjątkiem oferowania instrumentów finansowych BEST S.A.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie raportu Dom Maklerski i podmioty z nim powiązane nie pełniły funkcji podmiotu organizującego lub współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych Emitentów.
- 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 emitenta dla Emitentów.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie raportu nie obowiązywała umowa między Domem Maklerskim lub podmiotami z nim powiązanymi a Emitentami w sprawie świadczenia usług z zakresu bankowości inwestycyjnej, z wyjątkiem BEST S.A., z którym Dom Maklerski łączyła umowa o oferowanie instrumentów finansowych
- Dom Maklerski nie otrzymuje wynagrodzenia od Emitentów z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.
- 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.
- Nie posiada wiedzy na temat istnienia innych istotnych powiązań, występujących między Domem Maklerskim lub podmiotem z nim powiązanym a Emitentami.
- Na dzień sporządzenia raportu Domu Maklerskiego i Emitentów nie łączą umowy o świadczenie usług na rzecz Emitentów.
- Dom Maklerski nie posiada instrumentów finansowych wyemitowanych przez Emitentów lub spółki z nimi powiązane. Jest możliwe, że akcjonariusze, członkowie organów lub 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 sp. z o.o.”, który jest dostępny na stronie internetowej Domu Maklerskiego. [www.michaelstrom.pl](http://www.michaelstrom.pl).**

**Zabronione jest wykorzystywanie lub modyfikowanie niniejszego materiału bez zgody Michael / Ström Dom Maklerski Sp. z o.o.**

**Michael / Ström Dom Maklerski Sp. z o.o. 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](http://www.michaelstrom.pl)**