

Efektywna windykacja, efektowny wzrost

Spółka GetBack została utworzona w 2012 r. i w ciągu 5 lat od rozpoczęcia działalności stała się drugim największym podmiotem z branży zarządzania wierzytelnościami w Polsce i jednym z największych w Europie. Oczekujemy, że innowacyjny model biznesowy połączony z wysoką efektywnością procesu dochodzenia wierzytelności umożliwi spółce kontynuację dynamicznego wzrostu również w kolejnych latach. W latach 2016-2019E oczekujemy wzrostu przychodów w tempie 46% CAGR, cash EBITDA w tempie 53% CAGR oraz zysku netto w tempie 41% CAGR. Na podstawie metody zdyskontowanych zysków rezydualnych oraz metody porównawczej do Kruka wyceniamy wartość kapitałów własnych GetBack w przedziale PLN 2,448-3,614m.

Dynamicznie rozwijająca się spółka obrotu wierzytelnościami... Spółka GetBack została utworzona w 2012 r. i dysponując niewielkim kapitałem rozpoczęła działalność od zarządzania portfelami obejmującymi wierzytelności funduszy zewnętrznych. Zastosowany model działania wraz z efektywnym procesem dochodzenia wierzytelności przełożył się na dynamiczny wzrost wyników: w okresie 2013-2016 odzyski spółki rosły w średniorocznym tempie CAGR 232%, cash EBITDA w tempie 176% CAGR, a zysk brutto w tempie 144% CAGR. Jednocześnie, w ciągu 5 lat od rozpoczęcia działalności GetBack stał się drugim największym podmiotem z branży zarządzania wierzytelnościami w Polsce i jednym z największych w Europie.

Efektywny proces dochodzenia wierzytelności... GetBack wypracował efektywny proces dochodzenia wierzytelności oparty o maksymalizację współczynnika kontaktowalności oraz niski poziom umarzania wierzytelności przy jednoczesnym długoterminowym harmonogramie spłat. Dodatkowo, w sądowym procesie dochodzenia wierzytelności spółka ma możliwość skapitalizowania odsetek za opóźnienie oraz zwiększenie dochodzonej kwoty w przypadku zasądzenia kosztów zastępstwa procesowego (KZP) oraz przyznania kosztów zastępstwa egzekucyjnego (KZE).

... **przekłada się na dynamiczny wzrost wyników.** Oczekujemy, że wysokie tempo wzrostu biznesu zostanie utrzymane również w najbliższych latach. Zakładamy wzrost inwestycji w portfele do PLN 1,530m w 2017 r. oraz PLN 1,760m w 2018 r. Spodziewamy się również, że wysokie inwestycje w połączeniu ze sprawdzonym modelem dochodzenia wierzytelności znajdą odzwierciedlenie w dynamicznym wzroście wyników finansowych. W latach 2016-2019E oczekujemy wzrostu przychodów w tempie 46% CAGR, cash EBITDA w tempie 53% CAGR oraz zysku netto w tempie 41% CAGR.

Wycena. Na podstawie metody zdyskontowanych zysków rezydualnych oraz metody porównawczej do Kruka wyceniamy wartość kapitałów własnych GetBack w przedziale PLN 2,448-3,614m. Punkt środkowy naszej wyceny (PLN 3,031m) implikuje wskaźnik P/E na poziomie 13.4x w 2017 oraz 8.3x w 2018E, a także wskaźnik EV/EBITDA gotówkowa na poziomie 9.7x w 2017E oraz 7.5x w 2018E.

Tabela 1. GetBack – Wybrane dane

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Przychody ogółem	220	416	642	927	1 288
- Zmiana r/r	104%	90%	54%	44%	39%
EBIT	123	235	341	512	736
- Zmiana r/r	91%	92%	45%	50%	44%
Cash EBITDA	136	274	456	683	983
- Zmiana r/r	140%	101%	66%	50%	44%
Zysk netto	120	200	226	364	555
- Zmiana r/r	173%	66%	13%	61%	52%

Źródło: Dane spółki, prognozy Vestor DM

100

Michał Fidelus

Dyrektor Działu Analiz,
Makler papierów
wartościowych nr 2220
(+48) 22 378 9212
Michal.Fidelus@vestor.pl

Akwizycja EGB Investments

30 maja 2017 r. GetBack zawarł warunkową umowę nabycia akcji spółki EGB Investments od funduszy zarządzanych przez Altus TFI za PLN 207m (19.5x 2016 P/E). EGB Investments jest firmą windykacyjną obecną na rynku zarządzania wierzytelnościami od 1995 r., a od 2010 r. notowaną na New Connect. Głównym obszarem działalności spółki jest zakup i odzyskiwanie wierzytelności na własny rachunek oraz obsługa wierzytelności sekurytyzowanych lokowanych w funduszach inwestycyjnych zamkniętych. W 2016 r. spółka wypracowała PLN 10.6m zysku netto (+186% r/r) oraz ROE 15.2%. Dług netto wynosił PLN 77m, a wskaźnik dług netto/kapitał własny zmniejszył się do 1.0 z 1.2 w 2015 r.

8 marca b.r. GetBack poinformował o rozpoczęciu negocjacji dotyczących przejęcia dwóch podmiotów z branży zarządzania wierzytelnościami. Jednocześnie 30 maja 2017 r. spółka zawarła warunkową umowę kupna 99.38% kapitału zakładowego EGB Investments od funduszy zarządzanych przez Altus TFI za PLN 207.6m (PLN 16.0 za akcję). EGB Investments jest firmą windykacyjną obecną na rynku zarządzania wierzytelnościami od 1995 r., a od 2010 r. notowaną na New Connect. W listopadzie 2015 r. EGB Investments została przejęta przez fundusze inwestycyjne zamknięte zarządzane przez Altus TFI. Spółka zatrudnia 136 osób (stan na koniec 2016 r.), a głównym obszarem działalności jest zakup i odzyskiwanie wierzytelności na własny rachunek. EGB nabywa przede wszystkim portfele detaliczne z branży finansowej i teleinformatycznej, a zakupy finansuje z emisji obligacji oraz kredytów bankowych. Poza nabywaniem portfeli na rachunek własny spółka zajmuje się również obsługą wierzytelności sekurytyzowanych lokowanych w funduszach inwestycyjnych zamkniętych.

30 maja GetBack zawarł umowę kupna 99.4% akcji EGB Investments za PLN 208m

Tabela 36. EGB Investments – Wybrane dane

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2015	2016	% r/r		2015	2016	% r/r
Przychody ogółem	50.3	25.1	-50%	Aktywa ogółem	147.1	162.4	10.4%
Koszty ogółem	41.5	18.1	-56%	Kapitał własny	64.5	75.1	16.4%
Zysk ze sprzedaży	8.8	7.0	-20%	Dług brutto	77.7	80.4	3.5%
Pozostałe przychody operacyjne	0.3	0.4	42%	Dług netto	75.3	77.0	2.3%
Pozostałe koszty operacyjne	0.2	0.5	185%	Marża zysku netto	7.4%	42.2%	nm
EBIT	8.9	6.9	-22%	Marża EBITDA	15.8%	18.9%	nm
EBITDA	9.5	7.6	-20%	ROA	2.6%	6.8%	nm
Przychody finansowe	9.0	14.7	63%	ROE	5.9%	15.2%	nm
Koszty finansowe	11.5	8.3	-28%	Dług brutto/EBITDA	8.1	10.7	nm
Zysk brutto	6.0	13.3	123%	Dług netto/EBITDA	7.9	10.3	nm
Zysk netto	3.7	10.6	186%	Dług netto/Kapitał własny	1.2	1.0	nm

Źródło: Dane spółki, Vestor DM

Tabela 37. EGB Investments – Wybrane dane

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2015	2016	% r/r		2015	2016	% r/r
Przychody ogółem	50.3	25.1	-50%	Aktywa ogółem	147.1	162.4	10.4%
Koszty ogółem	41.5	18.1	-56%	Kapitał własny	64.5	75.1	16.4%
Zysk ze sprzedaży	8.8	7.0	-20%	Dług brutto	77.7	80.4	3.5%
Pozostałe przychody operacyjne	0.3	0.4	42%	Dług netto	75.3	77.0	2.3%
Pozostałe koszty operacyjne	0.2	0.5	185%	Marża zysku netto	7.4%	42.2%	nm
EBIT	8.9	6.9	-22%	Marża EBITDA	15.8%	18.9%	nm
EBITDA	9.5	7.6	-20%	ROA	2.6%	6.8%	nm
Przychody finansowe	9.0	14.7	63%	ROE	5.9%	15.2%	nm
Koszty finansowe	11.5	8.3	-28%	Dług brutto/EBITDA	8.1	10.7	nm
Zysk brutto	6.0	13.3	123%	Dług netto/EBITDA	7.9	10.3	nm
Zysk netto	3.7	10.6	186%	Dług netto/Kapitał własny	1.2	1.0	nm

Źródło: Dane spółki, Vestor DM

Głównym źródłem przychodów EGB Investments jest obsługa wierzytelności sekurytyzowanych (PLN 11.6m w 2016 r., 46% przychodów ogółem) oraz portfeli własnych (PLN 11m w 2016 r., 44% sprzedaży). Przychody finansowe zarówno w 2016 r., jak i w 2015 r. były determinowane przez aktualizację wartości aktywów finansowych (PLN 13.8m w 2016 r. oraz PLN 6.4m w 2015 r.). W kosztach działalności największy udział mają koszty wynagrodzeń (PLN 6.2m w 2016), usług obcych (PLN 3.8m w 2016 r.) oraz pozostałe koszty rodzajowe (PLN 4.5m w 2016 r.). W 2016 r. spółka wypracowała PLN 10.6m zysku netto (+186% r/r) oraz ROE 14.1%. Dług netto wynosił PLN 77m, a wskaźnik dług netto/kapitał własny w 2016 r. zmniejszył się do 1.0 z 1.2 w 2015 r. Obecna kapitalizacja EGB Investments w wysokości PLN 209m (stan na 12 maja, przy cenie PLN 16.0 za akcję) implikuje wycenę spółki na poziomie 19.7x 2016 P/E.

W 2016 r. EGB Investments wypracowała PLN 10.6m zysku netto oraz 14.1% ROE