



Zapraszamy do zapoznania się z raportem analitycznym na temat **GetBack S.A.** przygotowanym przez analityków Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych. Akcje spółki zadebiutowały na giełdzie 17 lipca bieżącego roku, oscylując podczas pierwszej sesji wokół poziomu ceny emisyjnej - 18,5 zł. Od tego momentu kurs akcji zwyżkował nawet o 54,6%, wyznaczając szczyt notowań na poziomie 28,60zł.

Spis treści:

1. Podsumowanie najważniejszych informacji o spółce
2. Podsumowanie oferty publicznej
3. Analiza rynku i pozycja Grupy GetBack S.A.
4. Analiza wyników finansowych
5. Analiza bilansu i wskaźnikowa
6. Plany strategiczne i perspektywy
7. Ostatnie rekomendacje
8. Analiza techniczna
9. Podsumowanie raportu i wnioski

GetBack

1. Podsumowanie najważniejszych informacji o spółce

Jak powiedział Prezes GetBacku, Konrad Kąkolewski: windykacja umarła, niech żyje pomaganie w wychodzeniu na prostą. Spółka poszła jednak o krok dalej - pomaga nie tylko klientom, ale również bankom.

GetBack został założony 14 marca 2012 roku. W maju 2013 roku została założona Kancelaria Prawna GetBack. Z kolei w marcu 2014 roku spółka rozpoczęła



działalność na rynku rumuńskim. Obecnie, czyli 5,5 roku po założeniu, znajduje się w czołówce polskich spółek z branży zarządzania wierzytelnościami, a pod względem aktywności w nabywaniu portfeli jest liderem na polskim rynku. W marcu 2017 roku GetBack założył spółkę w Wielkiej Brytanii, której celem jest prowadzenie oraz koordynacja kontaktów z inwestorami zagranicznymi. Planowana jest również dalsza ekspansja zagraniczna, a obecnie znane jej kierunki to Hiszpania i Bułgaria.

O unikalności spółki świadczy stosowane podejście do nabywania portfeli wierzytelności - GetBack nie tylko biernie czeka na przetargi, ale aktywnie rozmawia z bankami, będąc animatorem transakcji. Celem spółki jest pomoc zbywcom wierzytelności w rozwiązaniu kwestii zaległych należności pozostających w ich bilansach. Banki stoją między innymi przed wyzwaniem zaimplementowania nowych regulacji odnośnie oczekiwanych strat na kredytach i rezerw z tego tytułu, wprowadzanych przez MSSF 9 od 1 stycznia 2018 roku. Natomiast priorytetowym celem spółki w procesie dochodzenia wierzytelności jest zawieranie długoterminowych ugód z osobami zadłużonymi i doprowadzenie do spłaty zobowiązań przez osobę zadłużoną na drodze polubownej.

Głównym i przeważającym rodzajem działalności GetBack jest odzyskiwanie nabywanych wierzytelności oraz zarządzanie pakietami wierzytelności w funduszach sekurytyzacyjnych. Na dzień 30 czerwca 2017 roku w skład Grupy Kapitałowej wchodziło między innymi 6 funduszy własnych i 11 funduszy zewnętrznych. Łączna wartość aktywów pod zarządzaniem wyniosła 22,8 mld zł.

Działalność GetBacku cechuje nowatorskie podejście do zarządzania wierzytelnościami. Spółka twierdzi, że wypracowała i stosuje własny, wyjątkowy proces dochodzenia wierzytelności, bazujący między innymi na wykorzystaniu nowoczesnych technologii i zautomatyzowaniu pozyskiwania danych kontaktowych osób zadłużonych. Przyjęty model dochodzenia wierzytelności



pozwała na uzyskanie wysokich odzysków na początku procesu i stabilnych odzysków w dłuższym okresie, w oparciu o harmonogramy spłaty wierzytelności w ratach. Stosowane podejście charakteryzuje się w szczególności:

- wysoką skutecznością w zakresie uzyskiwania i utrzymania kontaktu z osobami zadłużonymi,
- zdolnością do wdrożenia i utrzymania harmonogramu spłat, opartego o optymalny poziom rat z punktu widzenia wypłacalności osoby zadłużonej,
- bardzo niskim poziomem umorzeń dochodzonych wierzytelności,
- dążeniem do poprawy efektywności w każdym z elementów prowadzonego procesu,
- równoległym stosowaniem sądowego i polubownego sposobu dochodzenia wierzytelności (w uzasadnionych przypadkach).

2. Podsumowanie oferty publicznej

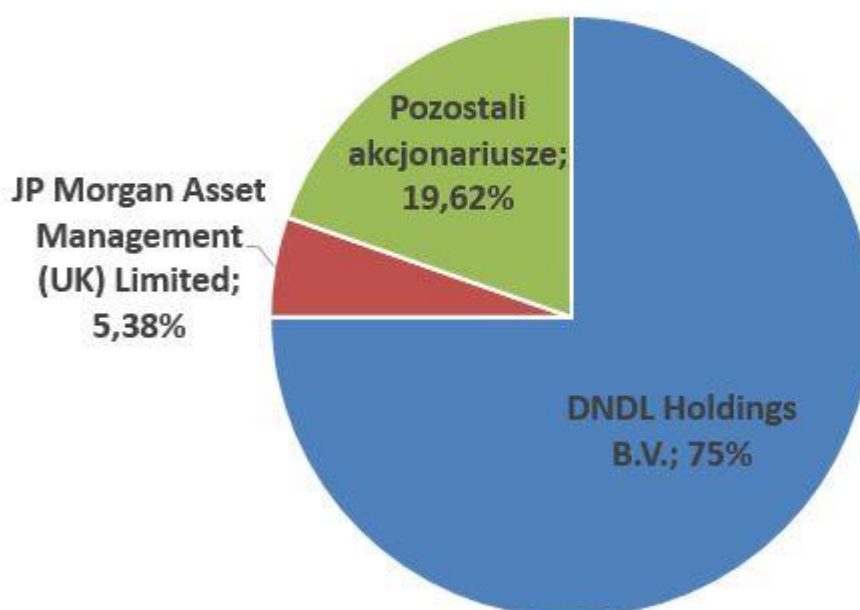
GetBack przeprowadził ofertę publiczną na przełomie czerwca i lipca 2017 roku. Przed IPO kapitał zakładowy spółki dzielił się na 80 mln akcji. W ramach oferty publicznej zaoferowano 20 mln akcji istniejących oraz 20 mln akcji nowej emisji. Cenę maksymalną ustalono na 27 zł, co przekładało się na wartość oferty na poziomie 1,08 mld zł. Ostatecznie w ofercie uplasowano wszystkie akcje, ale po cenie 18,5 zł. Wartość IPO sięgnęła 740 mln zł brutto, a spółka pozyskała z emisji nowych akcji 370 mln zł brutto wobec oczekiwanych 400-500 mln zł brutto.

Spółka zakładała, że środki pozyskane z IPO spożytkuje w okresie od 9 do 12 miesięcy od dnia ich otrzymania. Miały one zostać przeznaczone na nabywanie portfeli wierzytelności na własny rachunek lub na przejęcia atrakcyjnych zdaniem zarządu podmiotów prowadzących działalność podobną lub komplementarną.



W dniu 7 sierpnia 2017 roku GetBack nabył akcje EGB Investments S.A. stanowiące 99,38% kapitału zakładowego za cenę 207,6 mln zł.

Akcjonariat GetBack S.A. na dzień 20.09.2017 Udział w liczbie głosów i kapitale zakładowym



Źródło: opracowanie własne na podstawie GetBack S.A.

Największym akcjonariuszem GetBack jest DNDL Holdings B.V., podmiot pośrednio zależny od konsorcjum funduszy typu private equity, wśród których pośrednią kontrolę nad spółką sprawują fundusze zarządzane przez Abris Capital Partners. Drugim ujawnionym akcjonariuszem jest JP Morgan Asset Management (UK) Limited. Nabycie akcji wynikało z rozliczenia prefinansowania udzielonego JP Morgan, który złożył deklaracje podczas budowania księgi popytu w ramach IPO. Ponadto, NN OFE posiada akcje odpowiadające 1,43% kapitału zakładowego oraz prawa do akcji stanowiące 4,5% kapitału zakładowego. W efekcie z chwilą zamiany praw do akcji na akcje fundusz będzie posiadał udział na poziomie



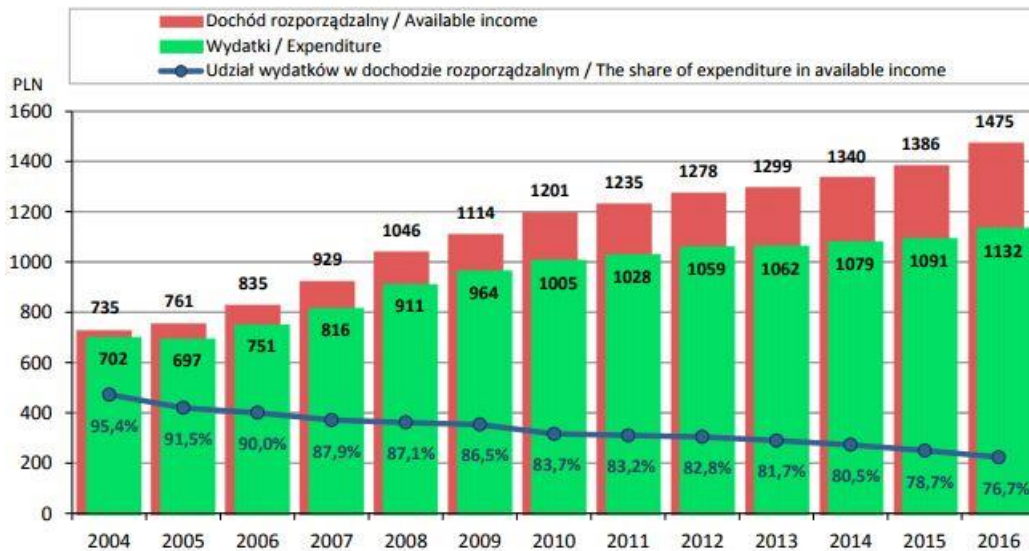
5,93% kapitału zakładowego. Z kolei członkowie zarządu spółki łącznie posiadali 2,96% udziału w kapitale zakładowym.

3. Analiza rynku oraz pozycja Grupy GetBack S.A.

Podstawowym rynkiem dla GetBack jest Polska. Obecna sytuacja makroekonomiczna sprzyja spółce. Poza podstawowymi wskaźnikami ekonomicznymi, takimi jak wzrost PKB i wynagrodzeń oraz spadającemu bezrobociu, warto zwrócić uwagę na rosnący dochód rozporządzalny gospodarstw domowych. Jak wynika z badań GUS, przedstawionych w raporcie „Budżety gospodarstw domowych w 2016 r.”, w 2016 roku nastąpiła wyraźna poprawa sytuacji materialnej wszystkich grup społeczno-ekonomicznych gospodarstw domowych w Polsce. Poziom przeciętnego miesięcznego dochodu rozporządzalnego na osobę w zaokrągleniu do 1 zł wyniósł 1 475 zł i był realnie wyższy o 7,0% od dochodu z roku 2015. Jednocześnie przeciętne miesięczne wydatki osiągnęły wartość 1 132 zł i były realnie wyższe o 4,3% od wydatków z roku 2015. Pozwoliło to na wzrost nadwyżki dochodów nad wydatkami. Tym samym udział wydatków w dochodzie rozporządzalnym spadł do poziomu 76,7%. Obrazuje to poniższy wykres.



Wykres 1. Graph 1.
Poziom przeciętnych miesięcznych dochodów i wydatków na 1 osobę w gospodarstwach domowych oraz udział wydatków w dochodzie rozporządzalnym w latach 2004–2016
Level of average monthly income and expenditure per capita in households and the share of expenditure in available income, 2004–2016

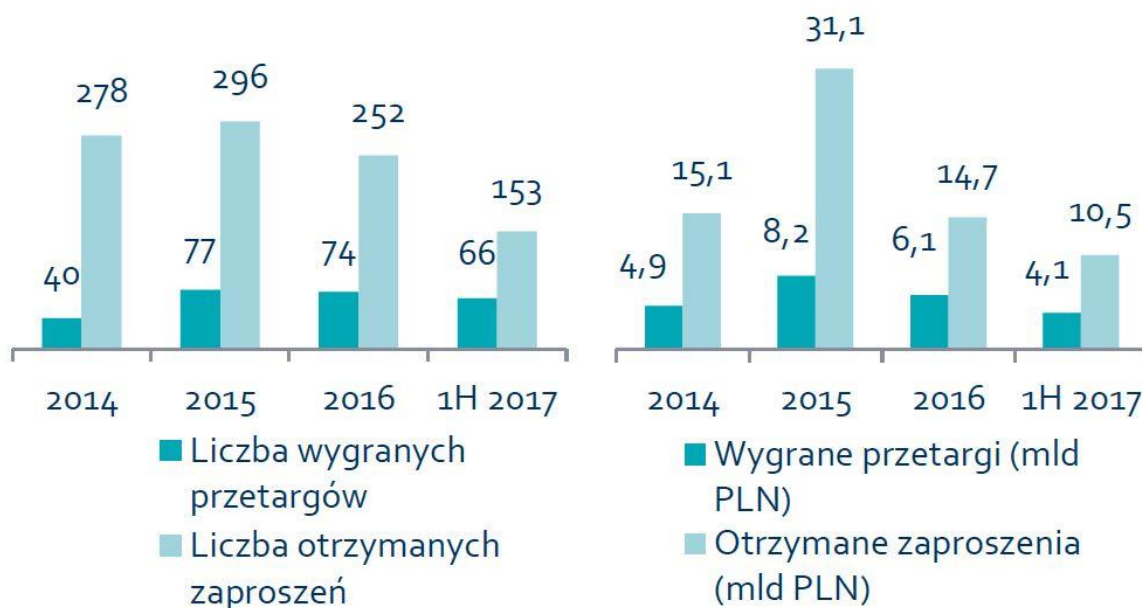


Źródło: GUS, Budżety gospodarstw domowych w 2016 r.

W ocenie zarządu GetBack polski rynek wciąż jest niezwykle atrakcyjny pod względem podaży portfeli wierzytelności o znacznej wartości oferujących możliwość osiągnięcia wysokich i stabilnych odzysków. Zgodnie z przewidywaniami spółki podaż wierzytelności w kolejnych latach może wynosić około 15-16 mld zł rocznie. Szacunki te są wyższe od oczekiwań konkurencji ze względu na opisywany model działalności GetBack - spółka nie tylko czeka na przetargi, ale również sama inicjuje negocjacje z bankami w ramach transakcji bilateralnych. Jak pokazuje poniższa grafika, w I półroczu 2017 roku spółka została zaproszona do 153 przetargów o łącznej wartości 10,5 mld zł, jednak te dane nie uwzględniają transakcji bilateralnych. Dlatego faktyczny potencjał rynku polskiego dla GetBack był wyższy niż podane 10,5 mld zł, wynikające z samych przetargów.



Potencjał rynku w PL



Źródło: GetBack S.A.

Podczas konferencji wynikowej dotyczącej I półrocza 2017 roku, prezes spółki, Konrad Kąkolewski, powiedział, że obecnie GetBack jest numerem 1 pod względem wartości nabyć portfeli w Polsce. Konkurencja albo zaprzestała inwestycji w kraju, albo znacznie je ograniczyła, stawiając na ekspansję zagraniczną. W efekcie niższy popyt na portfele wierzytelności może przełożyć się na ich niższe ceny bądź chociaż stabilizację.

Spółka jest obecna również w Rumunii, choć tu skala działalności jest zdecydowanie mniejsza niż w Polsce (według liczby zatrudnionych pracowników w przeliczeniu na pełne etaty na dzień 30 czerwca 2017 roku: 245 wobec 1 199). W ocenie zarządu jest to perspektywiczny rynek, a wysokie marże zachęcają do dalszego rozwoju. Wzrosty, jakie notuje rumuńska gospodarka, również sprzyjają branży.



W ramach prowadzonej ekspansji zagranicznej GetBack wskazał dotychczas dwa kierunki: Hiszpanię i Bułgarię. Wejście na rynek hiszpański ułatwiła współpraca z Santanderem, dzięki czemu spółka rozpoczęła działalność na nowym rynku od dużych inwestycji i jak podsumował prezes podczas konferencji GetBack „awansował do pierwszej ligi”. Z kolei w Bułgarii spółka widzi dużo ciekawych portfeli wierzytelności. Działalność operacyjna na tym rynku może rozpocząć się w I połowie 2018 roku.

4. Analiza wyników finansowych

Wybrane dane finansowe (tys. zł)	I połowa 2017 roku	I połowa 2016 roku	Zmiana	2016 rok	2015 rok	Zmiana
Przychody netto	337 952	160 032	111,2%	422 671	206 673	104,5%
EBITDA	165 077	92 042	79,3%	240 848	125 549	91,8%
EBITDA gotówkowa*	211 170	132 043	59,9%	273 857	136 278	101,0%
Wynik operacyjny	156 084	89 378	74,6%	234 740	122 566	91,5%
Wynik brutto	89 715	74 182	20,9%	191 176	109 957	73,9%
Wynik netto podmiotu dominującego	111 618	74 173	50,5%	200 013	120 138	66,5%
Przepływy z działalności operacyjnej**	-209 667	-27 447	663,9%	-276 117	-41 761	561,2%
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-150 654	-70 993	112,2%	-280 416	-35 982	679,3%
Przepływy z działalności finansowej	423 399	149 305	183,6%	575 646	112 189	413,1%
Przepływy łącznie	63 078	50 865	24,0%	19 113	34 446	-44,5%

*EBITDA gotówkowa liczona jako zysk na działalności operacyjnej po wyeliminowaniu amortyzacji, amortyzacji ceny nabycia oraz aktualizacji wartości portfeli

**w przepływach operacyjnych uwzględniane są inwestycje w portfele wierzytelności

Źródło: GetBack S.A.

GetBack bardzo dynamicznie zwiększa skalę działalności, co obrazuje tempo wzrostu przychodów netto przekraczające 100%. Można dodać, że jeszcze w 2014 roku przychody netto spółki wynosiły 107,5 mln zł, a do 2016 roku wzrosły



do 422,7 mln zł. Wysoką dynamikę udało się spółce utrzymać również w I półroczu 2017 roku.

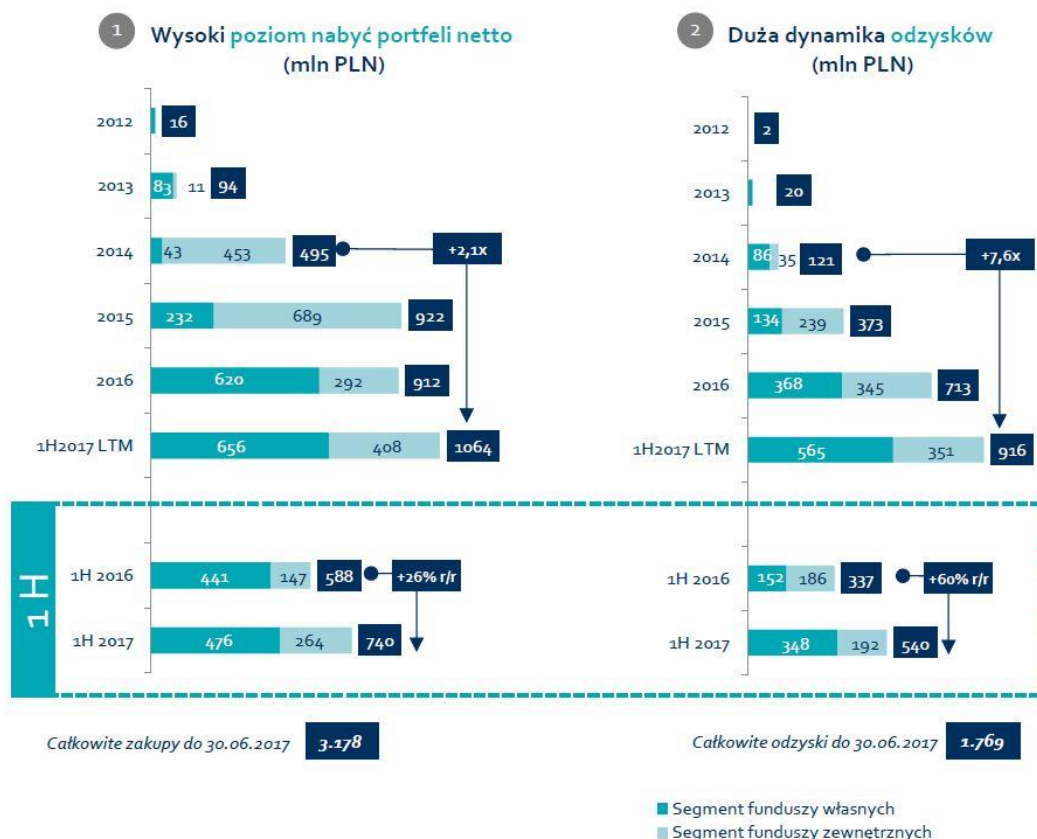
Skala wzrostu osiąganych przychodów jest pochodną inwestycji w portfele wierzytelności. Pierwszy przełom nastąpił w 2014 roku, w którym spółka znacznie zwiększyła skalę działalności w zarządzaniu funduszami zewnętrznymi. W 2015 roku pojawiły się pierwsze duże nakłady na portfele w segmencie funduszy własnych, a już rok później był to dominujący kierunek inwestycji. W dwóch ostatnich latach spółka przeznaczyła ponad 1,8 mld zł na zakup nowych portfeli wierzytelności. Z kolei licząc za ostatnie 12 miesięcy zakończone 30 czerwca 2016 roku, inwestycje przekroczyły 1 mld zł.

W I połowie 2017 roku GetBack przeznaczył na inwestycje 740 mln zł. W prezentacji inwestorskiej dodano, że do połowy sierpnia 2017 roku nabycia portfeli wierzytelności przekroczyły wartość z 2016 roku, a więc zbliżyły się do 1 mld zł. Podczas konferencji wynikowej prezes spółki powiedział, że jeszcze w tym roku na inwestycje w Polsce może zostać przeznaczonych od 250 do nawet 400 mln zł. Tym samym pod względem nabycia portfeli 2017 rok będzie dla spółki rekordowy.

Bardzo dynamicznie rosną również odzyski, które spółka definiuje jako środki uzyskane z portfeli wierzytelności w prowadzonym procesie zarządzania wierzytelnościami, pomniejszone o zmianę zobowiązań wobec osób zadłużonych z tytułu nadpłat w danym roku. Jeszcze w 2014 roku wyniosły one 121 mln zł, a do 2016 roku wzrosły do 713 mln zł. Za ostatnie 12 miesięcy zakończone 30 czerwca 2017 roku przekroczyły 900 mln zł. W I półroczu 2017 roku odzyski wyniosły 540 mln zł, osiągając dynamikę wzrostu na poziomie 60% rdr. Spółka przedstawia również wskaźnik realizacji odzysków do założonych planów z daty nabycia portfeli wierzytelności. W I półroczu wyniósł on 118%, co oznacza,



że odzyski są większe od planowanych, czyli że klienci spłacają więcej niż oczekiwała spółka przygotowując wycenę danego portfela.



Źródło: GetBack S.A.

Do dnia 30 czerwca 2017 roku GetBack wydał łącznie 3,18 mld zł na zakup portfeli wierzytelności. W tym samym okresie łączne odzyski wyniosły 1,77 mld zł, a więc ponad połowę przeprowadzonych inwestycji (56%).

Zyski GetBacku rosną wolniej niż przychody, jednak ich dynamika wciąż pozostaje na wysokim, dwucyfrowym poziomie. Wraz z dynamicznym wzrostem skali działalności spółka ponosi coraz większe koszty. Poniżej w tabeli przedstawione zostały te najmocniej rosnące.



Wybrane dane finansowe (tys. zł)	I połowa 2017 roku	I połowa 2016 roku	Zmiana	2016 rok	2015 rok	Zmiana
Wynagrodzenia i świadczenia pracownicze	66 614	27 467	142,5%	78 101	49 034	59,3%
Usługi obce	81 720	29 408	177,9%	71 788	27 013	165,8%
Koszty finansowe	71 172	15 447	360,7%	44 619	12 717	250,9%

Źródło: GetBack S.A.

Wraz z nabywaniem coraz większej ilości portfeli wierzytelności GetBack musi zatrudniać więcej osób do ich obsługi. Liczba pracowników w przeliczeniu na pełne etaty wyniosła na koniec czerwca 2017 roku 1 199 wobec 651 przed rokiem w Polsce i 245 wobec 107 w Rumunii. W efekcie koszty wynagrodzeń i świadczeń pracowniczych zwiększyły się o 142,5% rdr i wyniosły 66,6 mln zł w I połowie 2017 roku. Jeszcze dynamiczniej rosły koszty usług obcych, które wyniosły 81,7 mln zł (+177,9% rdr). Już poza działalnością operacyjną widoczny jest wzrost kosztów finansowych, jednak więcej informacji na temat zadłużenia spółki zostanie przedstawione w kolejnym rozdziale. Ponadto, wyniki za I półrocze bieżącego roku są obciążone częścią kosztów z tytułu przeprowadzonej oferty publicznej, co można zaliczyć do zdarzeń jednorazowych i niepowtarzalnych w kolejnych okresach.

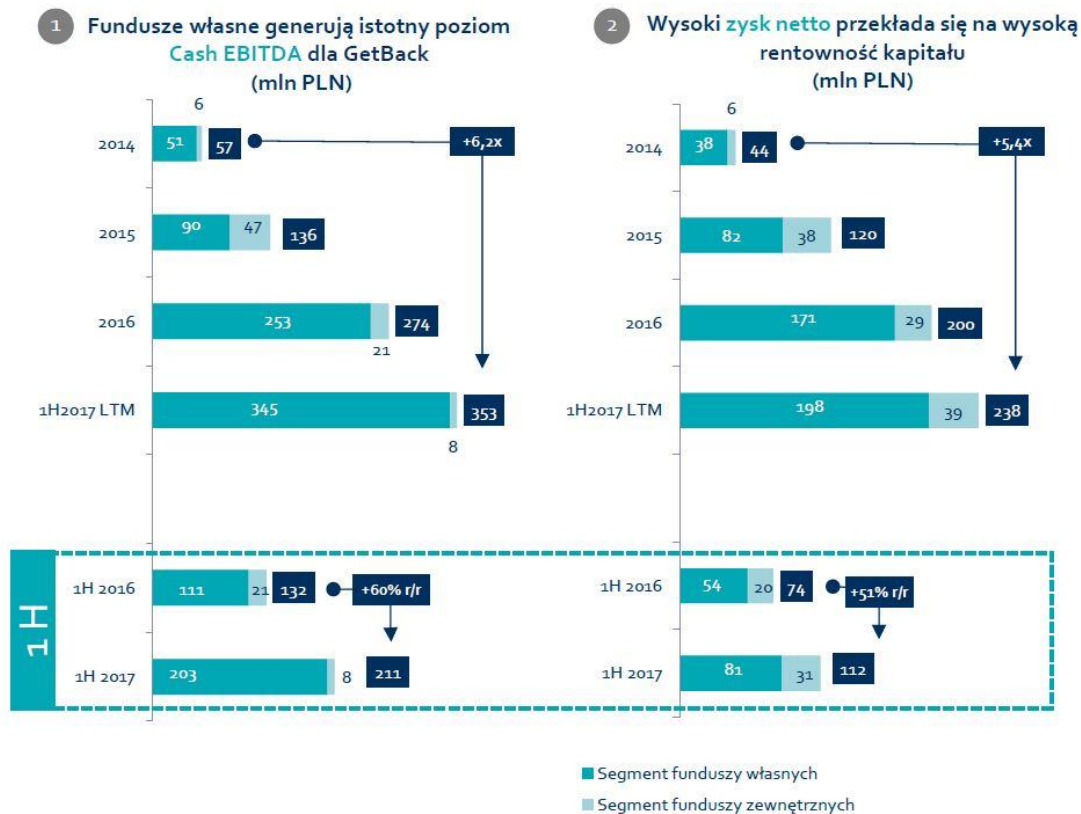
Pozostając w obszarze kosztów warto zwrócić uwagę na wskaźnik cost-to-collect, czyli stosunek kosztów bezpośrednich do odzysków z portfeli. Koszty bezpośrednie obejmują wszystkie koszty departamentów związane z odzyskami z portfeli wierzytelności własnych i zewnętrznych funduszy inwestycyjnych zamkniętych. W przypadku GetBacku wskaźnik cost-to-collect utrzymuje się na relatywnie bardzo niskim poziomie poniżej 20%, podczas gdy średnia rynkowa przekracza 25%. Jest to możliwe między innymi dzięki stosowaniu nowoczesnych rozwiązań technologicznych i wysokiej efektywności.



Źródło: GetBack S.A.

Pozycją wynikową najbliższą oddającą poziom wygenerowanej gotówki wśród windykatorów jest EBITDA gotówkowa (cash EBITDA). W 2014 roku wyniosła ona 57 mln zł, a do 2016 roku wzrosła do 345 mln zł. W I połowie 2017 roku wyniosła 211 mln zł, co było wynikiem o 60% lepszym niż w analogicznym okresie roku poprzedniego. Poniższa grafika pokazuje jeszcze jedną istotną zależność - EBITDA gotówkowa i zysk GetBacku pochodzą głównie z segmentu funduszy własnych.

Zysk netto spółki od 2014 roku zwiększył się z 44 mln zł do 200 mln zł w 2016 roku. W I połowie 2017 roku wyniósł 112 mln zł, co było wynikiem o 51% lepszym niż przed rokiem. Mankamentem tegorocznego zysku netto jest duży udział podatku odroczonego, który podwyższył zaraportowany wynik o 22,1 mln zł. Jednak podczas konferencji wynikowej prezes Getbacku zwrócił uwagę, że na wynik netto relatywnie niski wpływ ma rewaluacja portfeli, która jest średnio o połowę niższa niż u konkurencji.



Źródło: GetBack S.A.

Analizując wyniki poszczególnych segmentów wyraźnie widać, że motorem napędowym GetBacku są fundusze własne. W segmencie funduszy zewnętrznych spółka pokazała słabsze wyniki, przy czym zysk netto okazał się wyższy niż przed rokiem za sprawą wspomnianego powyżej podatku odroczonego. Wyższe przychody segmentu zostały osiągnięte dzięki pozostałym przychodom operacyjnym w wysokości 17,1 mln zł. Przychody związane z zarządzaniem wierzycelnościami i windykacją na zlecenie w segmencie funduszy zewnętrznych wyniosły w I półroczu 2017 roku 30,4 mln zł wobec 47,7 mln zł przed rokiem. Kolejną determinantą pogorszenia wyników okazał się udział w stratach jednostek stowarzyszonych, które wyniosły 12,4 mln zł wobec 0,8 mln zł przed rokiem.



Wybrane dane finansowe (tys. zł)	Segment funduszy własnych		Segment funduszy zewnętrznych	
	I połowa 2017 roku	I połowa 2016 roku	I połowa 2017 roku	I połowa 2016 roku
Przychody operacyjne	302 507	112 213	52 347	47 905
EBITDA	157 232	71 355	7 845	20 687
EBITDA gotówkowa	203 325	111 356	7 845	20 687
Wynik operacyjny	150 220	69 604	5 864	19 774
Wynik brutto	79 739	54 516	9 976	19 666
Wynik netto	81 138	54 036	30 700	20 348

Źródło: GetBack S.A.

GetBack wykazuje w większości ujemne przepływy z działalności operacyjnej. Jest to jednak naturalne wśród spółek z branży windykacyjnej, ponieważ w działalności operacyjnej wykazują one inwestycje w nowe portfele wierzytelności. Środki na inwestycje spółka pozyskuje z odzysków i finansowania dłużnego.

5. Analiza bilansu i wskaźnikowa

Wybrane dane bilansowe (tys. zł)	30.06.2017	31.12.2016
Aktywa trwałe	364 310	222 618
Inwestycje	217 850	140 257
Aktywa obrotowe	2 244 377	1 407 940
Portfele wierzytelności	1 479 696	1 019 632
Należności z tytułu dostaw i usług	578 525	269 678
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	133 466	70 407
Kapitał własny podmiotu dominującego	496 994	385 755
Zobowiązania długoterminowe i rezerwy	1 227 641	583 010
Zobowiązania długoterminowe finansowe z tytułu emisji papierów wartościowych	1 077 228	397 371
Zobowiązania krótkoterminowe	883 818	661 705
Zobowiązania krótkoterminowe finansowe z tytułu emisji papierów wartościowych	237 942	407 528
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe	618 594	223 368
Suma bilansowa	2 608 687	1 630 558

Źródło: GetBack S.A.



Przy analizie bilansu GetBacku trzeba mieć na uwadze, że nie obejmuje on środków pozyskanych z oferty publicznej - bilans został sporządzony na dzień 30 czerwca 2017 roku, a oferta miała miejsce w lipcu. Ma to szczególny wpływ na analizę pasywów spółki i wskaźników zadłużenia.

Po stronie aktywów największą pozycją są inwestycje w portfele wierzytelności. Ich wartość bilansowa na dzień 30 czerwca 2017 roku wyniosła 1,48 mld zł, co stanowiło blisko 57% wszystkich aktywów spółki. Na koniec 2016 roku było to 1,02 mld zł, co oznacza przyrost o 45% w ciągu sześciu miesięcy. Drugą pod względem wielkości pozycją aktywów były należności z tytułu dostaw i usług w kwocie 578,5 mln zł (22% aktywów). Spółka dodała, że 251,5 mln zł zostało rozliczone do dnia opublikowania raportu okresowego, a z pozostałych 327 mln zł należności od funduszy zewnętrznych z tytułu zapłaty ceny sprzedaży za nabyte portfele wierzytelności wynoszą 269,2 mln zł i zostaną uregulowane zgodnie z harmonogramem. Ponadto, w bilansie widnieją inwestycje w jednostki stowarzyszone i fundusze sekurytyzacyjne w łącznej kwocie 217,9 mln zł (8% aktywów).

Po stronie pasywów spółka wykazuje 497 mln zł kapitału własnego przypadającego na akcjonariuszy podmiotu dominującego, jednak tak jak było już wspomniane pozycja ta nie uwzględnia środków pozyskanych w ofercie publicznej. Po stronie kapitału obcego dominują zobowiązania z tytułu emisji obligacji. Długoterminowe zobowiązania z tego tytułu wyniosły na dzień 30 czerwca 2017 roku ponad 1 mld zł, podczas gdy jeszcze na koniec 2016 roku było to niecałe 0,4 mld zł. Po stronie krótkoterminowych zobowiązań przeważają te z tytułu dostaw i usług - 618,6 mln zł na koniec I półrocza bieżącego roku.



Wybrane wskaźniki finansowe	30.06.2017	31.12.2016
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	0,81	0,76
Dług netto	1223,4 mln zł	801,7 mln zł
Dług netto/EBITDA	3,9	3,3
Dług netto/EBITDA gotówkowa	3,5	2,9
Dług netto/kapitał własny	2,5	2,1
Rentowność kapitału własnego	47,8%	51,8%
Rentowność netto	9,1%	12,3%

Źródło: obliczenia własne, GetBack S.A.

Podstawowe wskaźniki zadłużenia GetBacku po I półroczu 2017 roku utrzymują się na relatywnie wysokim poziomie. Jednak jeszcze raz należy podkreślić, że nie uwzględniają one środków pozyskanych z przeprowadzonej oferty publicznej. Po dokapitalizowaniu ulegną obniżeniu. Mimo to warto podkreślić, że GetBack zamierza utrzymywać kapitały własne na niskim poziomie, korzystając z dźwigni finansowej i efektywności operacyjnej w celu generowania wysokich zwrotów z kapitału własnego.

Podczas konferencji wynikowej prezes GetBacku powiedział kilka ciekawych rzeczy na temat zadłużenia. Po pierwsze, spółka wraz z pomocą konsorcjum banków zamierza skonsolidować obecne zadłużenie, co powinno przełożyć się na niższe koszty finansowe. Po drugie, zwrócił on uwagę, że spółka jest w stanie uplasować na rynku obligacje o coraz niższym kuponie, a więc ta forma finansowania staje się dla spółki coraz tańsza. Ponadto, środki na ekspansję zagraniczną GetBack zamierza pozyskiwać w walucie, w której będzie generował odzyski, co ma na celu ograniczenie ryzyka walutowego.



Wybrane wskaźniki porównawcze na dzień 27 września 2017 roku	GetBack	KRUK
C/Z	10,8*	15,1
Dynamika wzrostu przychodów w I półroczu 2017 roku rdr	111%	61%
Dynamika wzrostu zysku netto w I półroczu 2017 roku rdr	51%	95%
Kapitalizacja	2,56 mld zł*	5,36 mld zł

*Z uwzględnieniem niezarejestrowanych jeszcze praw do akcji

Źródło: obliczenia własne

Analiza GetBacku przez pryzmat fundamentalnych wskaźników rynkowych również dostarcza małych problemów. Po pierwsze, niemiarodajne są wskaźniki typu C/WK, czy EV/EBITDA ponieważ kapitał własny na dzień 30 czerwca 2017 roku nie uwzględnia środków pozyskanych z IPO. Z drugiej strony, akcje nowej emisji nie są jeszcze zarejestrowane i znaczna część portali finansowych może podawać wartość wskaźników dla liczby akcji sprzed emisji. Dlatego powyżej w tabeli zaprezentowano tylko wskaźnik ceny do zysku, liczony z uwzględnieniem akcji nowej emisji, które już niedługo powinny zostać zarejestrowane i wprowadzone do obrotu. Naturalną spółką do porównania wydaje się natomiast KRUK.

Wyliczony w przedstawiony powyżej sposób wskaźnik ceny do zysku dla GetBack na dzień 27 września 2017 roku wyniósł 10,8. Natomiast dla KRUKa, pomimo mocnej przeceny we wrześniu, C/Z wyniósł 15,1. Dla lepszego, choć wciąż nie w pełni miarodajnego porównania, w tabeli przedstawiono dynamiki wzrostu przychodów i zysku netto w I półroczu 2017 roku dla obydwu spółek. Pokazuje ono, że GetBack rośnie szybciej pod względem przychodów, jednak zysk netto szybciej zwiększał KRUK. Należy jednak pamiętać, że wyniki GetBacku były obniżone o koszty związane z przeprowadzaną ofertą publiczną. Pomimo tego, zważywszy na dynamiczny wzrost spółki w ostatnich latach, a także plany dalszego rozwoju (przybliżone w kolejnym rozdziale), wskaźnik C/Z na poziomie 10,8 wydaje się niewygórowany.



6. Plany strategiczne i perspektywy

GetBack zamierza dalej dynamicznie rosnać na polskim rynku. W opinii przedstawicieli spółki rodzimy rynek cały czas pozostaje atrakcyjny, a II półrocze 2017 roku może zakończyć się kilkoma ciekawymi transakcjami. Tak jak było już wspomniane, do końca roku spółka może przeznaczyć na inwestycje w Polsce jeszcze 250-400 mln zł.

Mankamentem w wynikach finansowych okazał się segment funduszy zewnętrznych. Spółka zawarła jednak umowy na wyłączność z Altus TFI i Trigonem, obowiązujące do dnia 30 czerwca 2022 roku. Zgodnie z nimi GetBack lub jego spółki zależne mają zarządzać wszystkimi funduszami sekurytyzacyjnymi prowadzonymi przez te podmioty. Spółka oczekuje, że te fundusze mogą zebrać nawet ponad 1 mld zł ze sprzedaży certyfikatów inwestycyjnych, co pozwoli na zbudowanie dużego portfela wierzytelności pod zarządzanie i pozytywnie odbije się na wynikach segmentu. Ponadto, otwarte biuro w Londynie ma ułatwić pozyskiwanie kapitału.

Spółka ma zamiar skoncentrować się na inwestycjach w ramach funduszy własnych, na których zarabia najwięcej, choć inwestycje nie ominą również segmentu funduszy zewnętrznych. Założenia na lata 2017-2019 to między innymi nabycie portfeli wierzytelności o łącznej wartości nominalnej na poziomie 35,8 mld zł. Inwestycje w tych latach mają sięgnąć 5,7 mld zł, co w połączeniu z wielkością nabyć z lat poprzednich ma przelożyć się na osiągnięcie około 2,4 mld zł odzysku w samym 2019 roku. W efekcie GetBack w ciągu trzech lat chce zostać wiodącym podmiotem z branży w regionie Europy Środkowo-Wschodniej.

Na podstawie posiadanego portfela wierzytelności na dzień 30 czerwca 2017 roku GetBack oszacował, że suma przyszłych odzysków z już dokonanych inwestycji wyniesie 5,1 mld zł (wskaźnik ERC to oczekiwana wartość przyszłych odzysków z



portfeli wierzytelności). Spółka dodała, że odzyski historyczne do końca I połowy 2017 roku były wyższe i utrzymywały się na poziomie 118% pierwotnego planu odzysków (wynikającego z zastosowanego modelu, na podstawie którego szacowany jest wskaźnik ERC).

Dane portfelowe (mld PLN)

	ERC na dzień 30.06.2017	Odzyski otrzymane do dnia 30.06.2017	Nabycia netto do dnia 30.06.2017
Fundusze własne	3,7	1,0	1,5
Fundusze zewnętrzne	1,4*	0,8	1,7
Suma	5,1	1,8	3,2

*ERC przynależne GetBack

Źródło: GetBack S.A.

Pozytywną kontrybucję do wyników finansowych może dać dokonana akwizycja. W dniu 7 sierpnia 2017 roku GetBack nabył 99,38% udziałów w EGB Investments za kwotę 207,6 mln zł, a następnie ogłosił przymusowy wykup pozostałej liczby akcji. EGB Investments to notowana na NewConnect firma windykacyjna, która działa na rynku od 1995 roku. Na koniec I półrocza 2017 roku wycena bilansowa posiadanego portfela wierzytelności tej spółki wynosiła 160,5 mln zł. GetBack dostrzega następujące synergije wynikające z akwizycji:

- wzrost udziału w rynku i wzrost percepcji Grupy GetBack jako lidera rynku,
- spadek kosztów operacyjnych, w tym przede wszystkim kosztów ogólnego zarządu oraz usług obcych takich jak obsługa IT, audytu, doradztwa,
- optymalizacja kosztów pozyskania finansowania - powiększona grupa będzie miała dostęp do niższych kosztów pozyskania środków wydatkowanych na zakup nowych portfeli,
- przejęcie „know-how” dotyczącego portfeli korporacyjnych, obsługiwanych obecnie przez EGB pozwoli poszerzyć bogatą ofertę produktową oraz umocnić pozycję GetBack w tym segmencie.



GetBack ma w planach również silną ekspansję zagraniczną. Spółka obserwuje wiele rynków zagranicznych, jednak obecnie potwierdzone kierunku dalszego rozwoju to Hiszpania i Bułgaria. Podczas konferencji wynikowej prezes spółki powiedział, że w ciągu kilku lat nawet połowa przychodów może pochodzić z rynków zagranicznych.

Cień strachu na branżę rzucił KRUK, który zapowiedział, że już od 2018 roku jego efektywna stopa podatkowa może wzrosnąć do 19-20%. Ponadto, spółka informowała o prowadzonych kontrolach skarbowych. Z GetBacku na razie nie dochodzą tego typu informacje. Działając poprzez fundusze sekurytyzacyjne spółki z branży windykacyjnej płacą podatek w momencie wypłaty środków z funduszu, co rzadko ma miejsce - z reguły środki są reinwestowane w nowe pakiety wierzytelności. Jednak nie w każdym kraju takie rozwiązanie funkcjonuje, dlatego wraz z postępującą ekspansją zagraniczną efektywna stopa podatkowa w GetBacku będzie mogła rosnąć - podsumował prezes spółki.

7. Ostatnie rekomendacje

Data rekomendacji	Cena docelowa jednej akcji	Zalecenie	Instytucja
Wrzesień 2017 roku	30 zł	kupuj	Haitong Bank
Wrzesień 2017 roku	34 zł	kupuj	Raiffeisen Centrobank
Sierpień 2017 roku	26,60 zł	akumuluj	Vestor Dom Maklerski

Rekomendacje dla GetBacku po ofercie publicznej zostały wydane przez instytucje uczestniczące w procesie oferty publicznej. Nie odbiegają one znacząco od widełek wycen sprzed IPO. W przypadku Vestora i Raiffeisena oscylują wokół dolnego przedziału, natomiast w przypadku Haitonga jest to środek widełek.



Najwyższa cena docelowa to 34 zł, a najniższa 26,60 zł. Z kolei maksimum wyznaczone przez kurs akcji to 28,60 zł.

8. Analiza techniczna

Akcje GetBacku po sesji 15 września 2017 roku weszły w skład indeksu sWIG80.

GetBack - wykres kursu akcji



Źródło: opracowanie w programie AmiBroker; dane: Stooq.pl

Historia giełdowa spółki jest dość krótka, dlatego analiza techniczna przysparza wielu trudności. Jednak bez wątpienia wykres kursu akcji wygląda imponująco. Obecnie duże problemy widoczne są w obszarze 27 zł - 28 zł. Po dotarciu do tych poziomów kurs akcji powoli osuwa się. Kolejnego wsparcia można szukać w obszarze 22 zł - 23 zł.



9. Podsumowanie raportu i wnioski

GetBack jest młodą firmą, która ma za sobą historię dynamicznego wzrostu. W zaledwie pięć lat spółka została liderem pod względem aktywności na polskim rynku zarządzania wierzytelnościami. Dzięki unikalnemu, aktywnemu podejściu do nabywania wierzytelności sama inicjuje transakcje. Dlatego też szacuje wielkość polskiego rynku nawet na 20 mld zł, podczas gdy konsensus rynkowy oscyluje wokół 10-12 mld zł. Z kolei dzięki zastosowaniu nowoczesnych technologii w procesie windykacji należności osiąga wysoką efektywność operacyjną, co obrazuje między innymi bardzo niski udział kosztów bezpośrednich w odzyskach.

I półrocze 2017 roku pokazało, że GetBack jest w stanie utrzymać dynamiczny rozwój. Spółce udało się po raz kolejny podwoić osiągnięte przychody, które wyniosły 338 mln zł. Zyski utrzymały wysoką, dwucyfrową dynamikę wzrostową, ale jednak rosły wolniej od przychodów. EBITDA gotówkowa wyniosła 211,2 mln zł i była o 59,9% większa niż przed rokiem, a zysk netto 111,6 mln zł (+50,5% rdr). Jest to efekt silnego wzrostu kosztów, przy czym trzeba mieć na uwadze, że część kosztów przeprowadzonej oferty publicznej została wykazana już w I półroczu bieżącego roku.

Głównym motorem napędowym wyników finansowych był segment funduszy własnych. Segment funduszy zewnętrznych pokazał niższe przychody i zyski niż rok temu. Wsparciem dla tego segmentu będą podpisane umowy na wyłączność na zarządzanie funduszami sekurytyzacyjnymi prowadzonymi przez Trigon i Altus TFI.

Na wyróżnienie zasługuje również dynamika wzrostu odzysków z posiadanych portfeli wierzytelności. Te w I półroczu 2017 roku wyniosły 540 mln zł, czyli o 60% więcej niż przed rokiem. Zgodnie z szacunkami spółki oczekiwana wartość



odzysków z portfeli posiadanych na koniec czerwca 2017 roku ma wynieść 5,1 mld zł, przy czym bazując na historycznych danych stosunek realnych odzysków do pierwotnych szacunków wyniósł 118% (jednak historia spółki to tylko 5 lat). W latach 2017-2019 GetBack planuje wydać na portfele wierzytelności 5,7 mld zł, a już w 2019 roku wartość odzysków ma wzrosnąć do 2,4 mld zł (wobec 713 mln zł w 2016 roku).

Wsparciem do osiągnięcia tych wyników będzie ekspansja zagraniczna spółki. Na razie opublikowane kierunki rozwoju to Hiszpania i Bułgaria. Spółka jednak obserwuje wiele innych rynków, a jej celem jest zostanie liderem w regionie Europy Środkowo-Wschodniej.

Inwestorom, szczególnie indywidualnym, może spodobać się chęć zbudowania przez GetBack silnego działu relacji inwestorskich w celu dobrego komunikowania się z rynkiem. Spółka chce szybko i sprawnie dzielić się informacjami z inwestorami, a wręcz wyznaczać standardy dobrej komunikacji.

Mankamentem na pewno jest wysokie zadłużenie spółki. Obecnie sprzyja otoczenie makroekonomiczne (wysokie dochody rozporządzalne, niskie stopy procentowe), co w połączeniu z wysoką efektywnością operacyjną pozwala w pełni korzystać z dźwigni finansowej. Jednak w scenariuszu dekoniunktury i pogorszenia w otoczeniu spółki, wysokie zadłużenie może okazać się istotnym problemem.

Dużo strachu i niepewności rzucił na branżę KRUK, który poinformował o przeprowadzanych kontrolach podatkowych w spółce i oczekiwanym wzroście efektywnej stopy podatkowej do 19%-20% już w 2018 roku. Z GetBacku na moment obecny nie płyną takie informacje, jednak inwestorzy mogą obawiać się tego scenariusza i go dyskontować.



Stowarzyszenie
Inwestorów
Indywidualnych

Adrian Mackiewicz

Doradca inwestycyjny (571), Dyrektor działu analiz

amackiewicz@sii.org.pl

--

Autorzy niniejszej Analizy nie są powiązani w żaden sposób z Emitentem. Niniejsza Analiza powstała w związku z umową zawartą z Grupą Kapitałową GetBack S.A., obejmującą swoim zakresem przygotowanie raportu analitycznego. W ciągu ostatnich 12 miesięcy SII świadczyło również inne usługi z zakresu relacji inwestorskich Grupie Kapitałowej GetBack S.A. Ponadto Stowarzyszenie nie wyklucza złożenia oferty świadczenia takich usług Emitentowi w przyszłości.

Treść powyższej Analizy jest tylko i wyłącznie wyrazem osobistych poglądów jej autora i nie stanowi rekomendacji w rozumieniu przepisów Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. z 2005 r. nr 206, poz. 1715). Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych oraz autor Analizy nie ponoszą jakiegokolwiek odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podejmowane na jej podstawie.