



14.01.2015

Nowe rozdanie?

Przewidujemy, iż procesy konsolidacyjne na rynku wierzytelności, które miały miejsce w ostatnich miesiącach będą kontynuowane w postaci transakcji M&A przy udziale zagranicznych graczy. Podtrzymujemy tezę, że spółki, które z dużym prawdopodobieństwem mogą zdobyć znaczący udział na polskim rynku to PRA Group i Hoist Finance. Z mniejszym prawdopodobieństwem typujemy Grupę Lindorff oraz Encore Capital Group. PRA Group oraz Hoist Finance dysponują potencjałem inwestycyjnym pozwalającym na przejęcia podmiotów takich jak Kredyt Inkaso, BEST czy GetBack. Potencjał inwestycyjny PRA Group szacujemy na 430-470 mln USD przy czym ogranicza go jeden z zapisów umowy kredytowej ograniczający roczne wydatki na akwizycje do 250 mln USD. Szacowany potencjał inwestycyjny Hoist Finance to ok. 360-410 mln EUR. Obydwie spółki dysponują relatywnie tanim finansowaniem – PRA Group na poziomie ok. 2,6% p.a., Hoist Finance na poziomie ok. 2,1% p.a. Po wypowiedzeniu przez Kredyt Inkaso umowy połączenia operacyjnego z BEST, fuzja spółek stoi pod znakiem zapytania. W naszej ocenie obydwie podmioty zarówno osobno jak i połączone mogłyby być celem akwizycji dla dużego gracza jak PRA Group lub Hoist Finance. Interesującym podmiotem jest również spółka GetBack jest wystawiona na sprzedaż przez Idea Bank. Najbardziej prawdopodobnym scenariuszem dla spółki KRUK, jest dalszy rozwój w Polsce i za granicą. Przejęcie KRUKA przez większego inwestora jest możliwe, ale musiałaby to być spółka posiadająca odpowiedni potencjał finansowy, umożliwiający przejęcie tak dużego podmiotu.

Adrianna Kocięda
Analitik

adrianna.kocięda@nwai.pl
tel: 22 201 97 66

Marek Żmudzin
MPW

Analitik
marek.zmudzin@nwai.pl
tel: 22 201 97 74

		Implikowane EV (mln PLN)			
EV/Wartość bilansowa portfela wierzytelności (x)		Kredyt			
		DTP	Inkaso	BEST	GetBack
PRA Group / Aktiv Capital	1,90	308,9	1 016,4	970,1	608,8
Lindorff / Casus Finance	2,36	383,7	1 262,4	1 204,9	756,1
B2Holding / Ultimo	1,23	200,9	660,8	630,7	395,8
Hoist Finance/the lewis group Ltd.	1,02	165,2	543,4	518,6	325,5
Hoist Finance/Campello Holdings	0,88	143,3	471,5	450,0	282,4
Mediana	1,23	200,9	660,8	630,7	395,8
Portfel wierzytelności DTP na 3Q15	162,7				
Portfel wierzytelności Kredyt Inkaso na 3Q15 + Inwestycje w NSFIZ	535,3				
Portfel wierzytelności BEST na 3Q15 + Inwestycje w NSFIZ	510,9				
Portfel wierzytelności GetBack na 3Q15 + Inwestycje w Omega Wierzytelności NSFIZ	320,6				

		Implikowane EV (mln PLN)			
EV/EBITDA (x)		Kredyt			
		DTP	Inkaso	BEST	GetBack
PRA Group / Aktiv Capital	5,35	165,8	604,5	588,5	547,4
Lindorff / Casus Finance	6,97	216,2	788,0	767,1	713,6
Mediana	6,16	191,0	696,3	677,8	630,5
TTM EBITDA DTP na 3Q15	31,0				
TTM EBITDA got. Kredyt Inkaso na 3Q15	113,0				
TTM EBITDA got. BEST na 3Q15	110,0				
TTM EBITDA na 1H15	102,3				
Zadłużenie netto na 3Q15 **		33,2	304,1	369,7	158,0
Kapitalizacja na 13/01/2015		150,0	307,9	294,2	n/d
Cena akcji		4,2	23,8	14,1	n/d
Liczba akcji		35,7	12,9	20,9	20,0
TTM EBITDA		31,0	72,3	90,0	102,3
TTM EBITDA got.			113,0	110,0	

** Zadłużenie GetBack wykazano na koniec 1H15

Źródło: Sprawozdania finansowe DTP, Kredyt Inkaso, GetBack, BEST, Casus Finance, Bloomberg, www.ir.pragroup.com, www.ir.hoistfinance.com, www.encorecapital.com, www.lindorff.com, szacunki NWAI Dom Maklerski

Informacje dotyczące powiązań NWAI Dom Maklerski ze spółkami, będącymi przedmiotem niniejszego raportu oraz pozostałe informacje, wymagane przez Rozporządzenie RM z dnia 19.X.2005 roku umieszczone zostały na ostatniej stronie raportu.

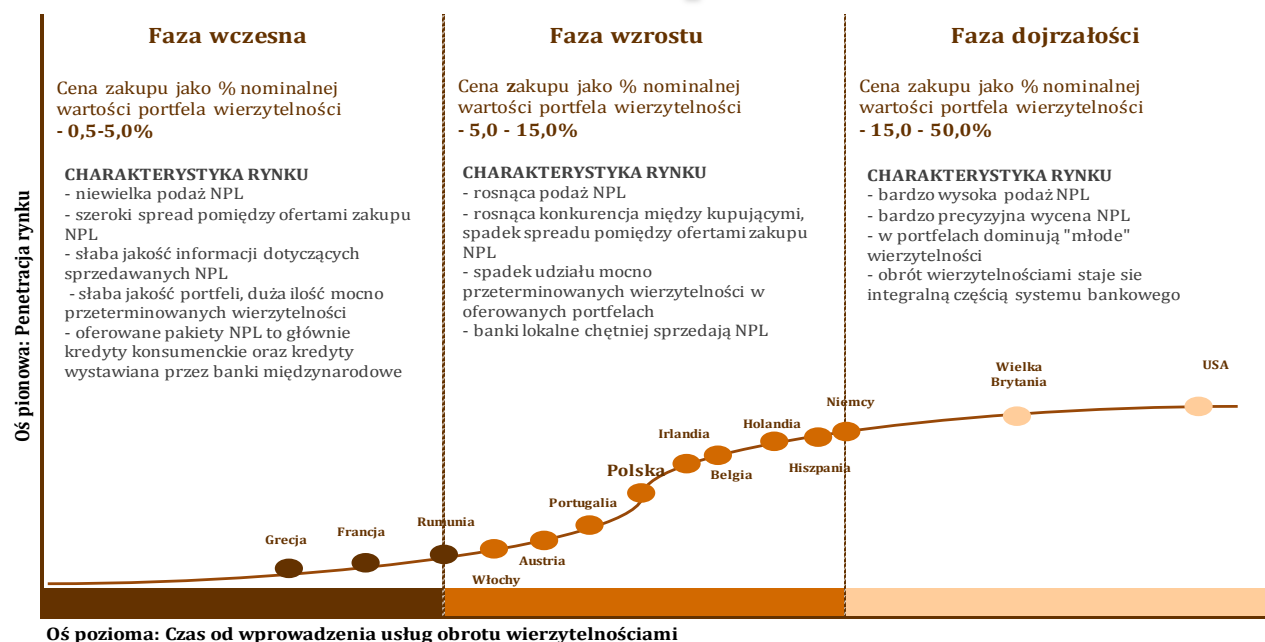
Podsumowanie sytuacji na polskim rynku wierzytelności

Przewidywaliśmy...

W raporcie z maja 2015 pisaliśmy, że trendy mające miejsce na polskim rynku wierzytelności takie jak np. erozja marż i wzmożone zainteresowanie zagranicznych podmiotów polskimi spółkami wskazują na to, iż wchodzi on w fazę dojrzałości. Przewidywaliśmy, że jej kolejnym etapem będzie konsolidacja przy istotnym udziale graczy zagranicznych mających dostęp do tańszego finansowania. W ciągu 8 miesięcy, które upłynęły od wydania raportu, na polskim rynku miało miejsce się wiele transakcji M&A o charakterze lokalnym, które w naszej ocenie są wstępem do dalszej konsolidacji rynku przez zagraniczne podmioty dysponujące tańszym finansowaniem.

Przejęcia na polskim rynku mające miejsce w 2H15 są wstępem do dalszej konsolidacji przez zagraniczne podmioty

Cykl rynku obrotu wierzytelnościami



Źródło: Nwai Dom Maklerski, Hoist Finance

Wydarzyło się...

Spółki, które wskazywaliśmy jako odczuwające presję konkurencyjną skutkującą osłabieniem wyników finansowych np. Casus Finance i PRESCO stały się przedmiotem ruchów konsolidacyjnych. Casus Finance została przejęta przez Grupę Lindorff, zaś PRESCO sprzedała swój portfel wierzytelności KRUK-owi. Istotną i zaskakującą dla rynku transakcją było przejęcie przez BEST pakietu 33% akcji w Kredyt Inkaso. Wstępnie spółki planowały połączenie, jednak z powodu braku konsensusu w kwestii ustalenia parytetu wymiany akcji, umowa dotycząca połączenia została wypowiedziana przez Kredyt Inkaso na początku stycznia 2016. Uwaga inwestorów skupiła się spółce GetBack, która jest wystawiona na sprzedaż i której ewentualne przejęcie może istotnie wpłynąć na strukturę polskiego rynku wierzytelności. Przez cały czas transakcjom M&A towarzyszyły procesy, o których pisaliśmy wcześniej: największe polskie spółki wierzytelnościowe kontynuowały ekspansję za granicą obniżając jednocześnie koszty finansowania zakupów portfeli.

Grupa Lindorff przejęła Casus Finance

BEST nabyła 33% akcji Kredyt Inkaso

KRUK podpisał umowę nabycia portfela wierzytelności od PRESCO

Scenariusz na 2016 rok

W naszej ocenie, procesy konsolidacyjne na rynku wierzycelności, które miały miejsce w ostatnich miesiącach będą miały kontynuację w postaci transakcji M&A przy udziale zagranicznych graczy. Podtrzymujemy tezę, że spółki, które z dużym prawdopodobieństwem mogą zdobyć znaczący udział na polskim rynku to PRA Group i Hoist Finance. Do grupy spółek przyglądających się polskiemu rynkowi dołożyliśmy Encore Capital Group zaś postanowiliśmy wyeliminować Intrum Justitia.

1. Spółki obserwujące polski rynek to PRA Group, Hoist i Encore Capital Group.

Podtrzymujemy tezę, że PRA Group oraz Hoist Finance są podmiotami, które z największym prawdopodobieństwem mogą zwiększyć swoje zaangażowanie na polskim rynku wierzycelności. Potencjał inwestycyjny PRA Group szacujemy na 430-470 mln USD (możliwość zwiększenia zadłużenia ok. 210 mln USD + roczne CFO na poziomie ok. 220-260 mln USD), przy czym jednym z kowenantów umowy kredytowej jest ograniczenie rocznych wydatków spółki na akwizycje do 250 mln USD. Potencjał inwestycyjny Hoist Finance szacujemy na 360-410 mln EUR. Obydwie spółki dysponują relatywnie tanim finansowaniem – PRA Group na poziomie ok. 2,6% p.a., Hoist Finance na poziomie ok. 2,1% p.a. O zainteresowaniu Hoist Finance polskim rynkiem świadczy jej zaangażowanie w BEST III NSFIZ. Polskie podmioty mogą być celem przejęć spółki Encore Capital Group, właściciela Cabot Finance, prowadzącego ekspansję w Europie. Z grupy spółek przyglądających się polskiemu rynkowi postanowiliśmy wyeliminować Intrum Justitia, która pomimo obecności w Polsce i zapowiedzi przejęcia na poziomie grupy, nie wykonuje żadnych działań mogących dawać sygnały zainteresowania ekspansją w Polsce.

Potencjał inwestycyjny PRA Group szacujemy na 430-470 mln USD zaś Hoist Finance na 360-410 mln EUR.

Koszty finansowania PRA Group wynoszą ok. 2,6% p.a., Hoist Finance ok. 2,1% p.a.

2. Najbardziej interesującymi celami inwestycyjnymi dla inwestorów zagranicznych mogą być Kredyt Inkaso i GetBack.

Po wypowiedzeniu przez Kredyt Inkaso umowy połączenia operacyjnego z BEST, fuzja spółek stoi pod znakiem zapytania. Dodatkowo Zarząd Kredyt Inkaso podczas konferencji prasowej nie wykluczył, iż spółka jest otwarta na rozmowy dotyczące przejęcia z inwestorem zagranicznym. Drugim interesującym celem inwestycyjnym jest spółka Getback wystawiona na sprzedaż przez Idea Bank. Obydwie podmioty mają silną pozycję na rynku polskim, nowoczesny model biznesowy oraz optymalną skalę działalności w kontekście wartości potencjalnej transakcji. Czynniki ryzyka to: (i) Kredyt Inkaso – skomplikowana sytuacja właścicielska; (ii) Getback - potencjalnie wysokie oczekiwania właściciela co do ceny przejęcia. Według naszych kalkulacji, spółki, które wymieniliśmy jako potencjalnych konsolidatorów rynku, dysponują zbyt małym potencjałem finansowym aby przejąć KRUKA.

Kredyt Inkaso i Getback mogą być interesującymi celami akwizycyjnymi dla zagranicznych inwestorów

3. KRUK będzie kontynuować scenariusz rozwoju lub zostanie przejęty przez bardzo duży podmiot.

Uważamy, że pierwszym, najbardziej prawdopodobnym scenariuszem dla spółki KRUK, jest dalszy rozwój w Polsce i za granicą. Ostatnio transakcja KRUKA polegająca na przejęciu portfela wierzycelności od spółki PRESCO skłania nas do stwierdzenia, że KRUK będzie prowadzić ekspansję na rynku krajowym właśnie w taki sposób. Spółka ma silną kulturę korporacyjną, którą stworzyła na przestrzeni ostatnich lat, co może być argumentem przemawiającym za tym aby przejmować same portfele a nie całe przedsiębiorstwa. Nadal uważamy, iż przejęcie KRUKA przez większego inwestora jest możliwe, ale musiałaby to być spółka posiadająca odpowiedni potencjał finansowy, umożliwiający przejęcie tak dużego podmiotu.

Najbardziej prawdopodobnym scenariuszem dla KRUK-a, jest dalszy rozwój w Polsce i za granicą

4. Przejęcie Casus Finance przez Grupę Lindorff – wstęp do dalszej ekspansji?

W sierpniu 2014r. miała miejsce transakcja przejęcia Casus Finance przez Grupę Lindorff. Pojawienie się Grupy Lindorff w Polsce było zaskoczeniem i mogłoby wskazywać na chęć dalszej ekspansji na polskim rynku. Argumentem przemawiającym za tym, iż Lindorff będzie prowadzić dalszą ekspansję w Polsce jest fakt, iż przejęty wraz z Casus Finance portfel wierzycelności odpowiada jedynie za 1% portfela całej Grupy. Uważamy, że spółka ponosząc nakłady związane z ekspansją w Polsce, może być zainteresowana zwiększeniem udziału Polski w portfelu wierzycelności do wyższego poziomu niż 1% aktualnie. Niemniej jednak

Polska odpowiada za 1% portfela wierzycelności Grupy Lindorff

biorąc pod uwagę dość wysoki poziom zadłużenia Grupy Lindorff (Dług netto/EBITDA= 5,3x na koniec 3Q15), uważamy jej potencjał do przejęć większych podmiotów za ograniczony. Podkreślamy, iż Lindorff Group znajduje w portfelu funduszu Nordic Capital, co może przemawiać za tym, iż w horyzoncie kilku lat prawdopodobny jest scenariusz, w którym Lindorff wraz z wchłoniętym przez siebie Casus Finance sama może zostać sprzedana kolejnemu inwestorowi lub upubliczniona.

Lindorff wraz z przejętym Casus Finance może być przedmiotem dalszych transakcji

5. Vindexus, DTP są potencjalnymi celami inwestycyjnymi zarówno dla podmiotów zagranicznych jak i Polskich.

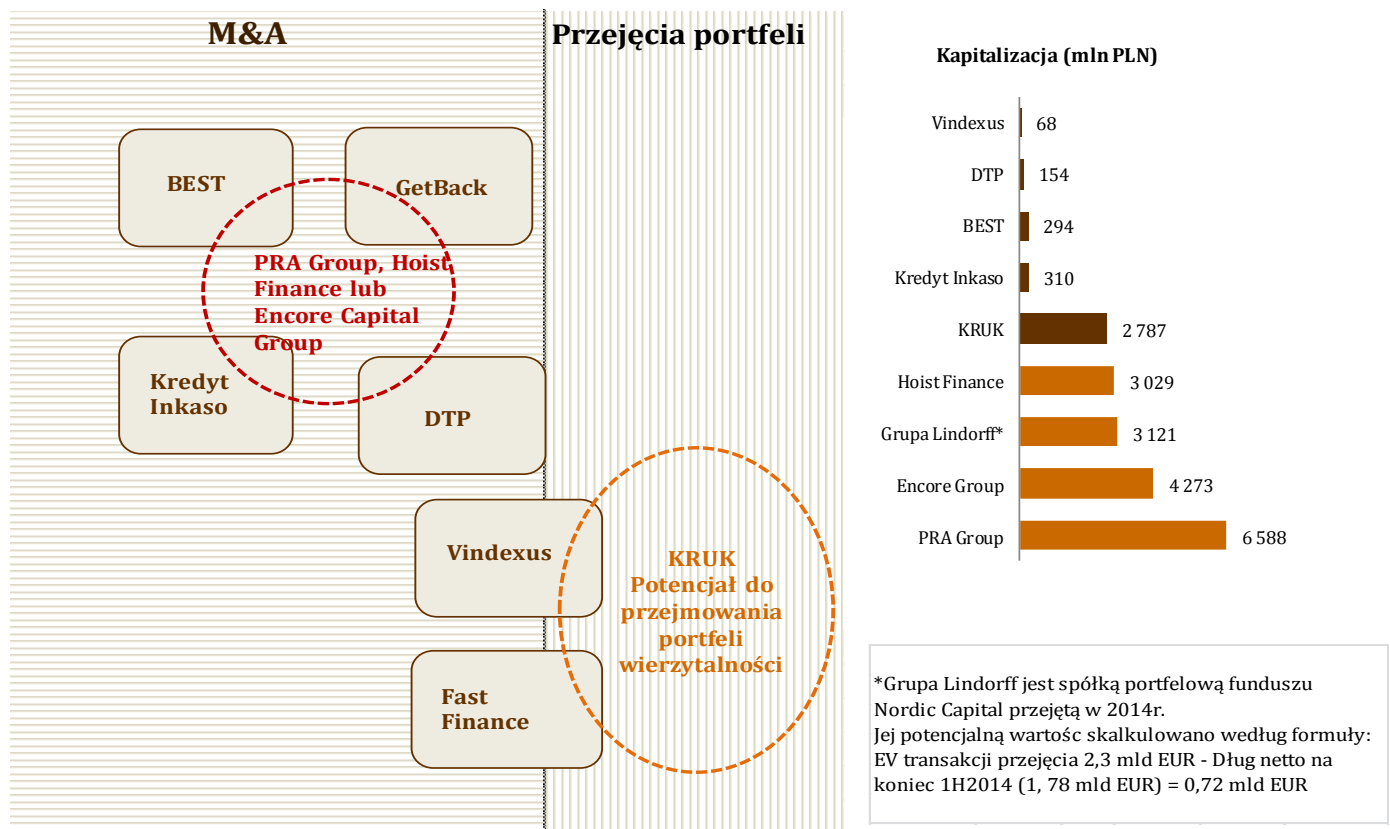
Mniejsze podmioty takie jak Vindexus czy DTP są w naszej ocenie potencjalnym celem inwestycyjnym zarówno dla podmiotów zagranicznych jak i polskich. Spółka DTP poinformowała w komunikacie, iż znajduje się na końcowej fazie rozmów z inwestorem branżowym. Akwizycja DTP będzie kolejną transakcją, która wyznaczy poziomy wskaźników M&A dla spółek wierzitelnościowych. Spodziewamy się, że spółki o słabszej kondycji ekonomicznej jak np. Fast Finance będą sprzedawać same portfele nie zaś całe przedsiębiorstwo.

DTP znajduje się w końcowej fazie rozmów dot. przejęcia przez inwestora branżowego

6. Ultimo, EGB pozostają w strukturach właścicieli

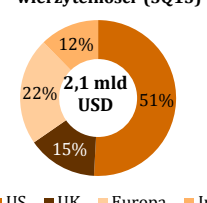
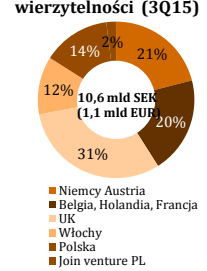
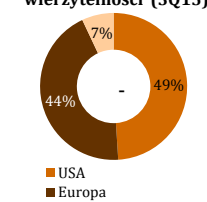
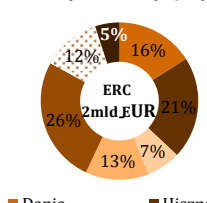
Ultimo, które w 2014r. zostało odkupione od Advent International przez B2 Holding oraz EGB przejęte przez Altus TFI, są podmiotami, które w naszej ocenie mogą na razie pozostać portfelami przejmujących. Ultimo ze względu na to, iż swoim modelem biznesowym pasuje do B2 Holding powinno być jego inwestycją docelową (odpowiada za 54% portfolio wierzitelności spółki). Natomiast EGB ze względu na obsługę operacyjną funduszy sekurytyzacyjnych uruchamianych właśnie przez TFI.

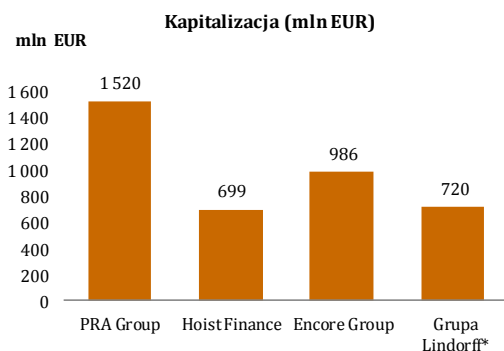
Potencjalne scenariusze konsolidacyjne na polskim rynku



Źródło: Opracowanie własne NWAI Dom Maklerski

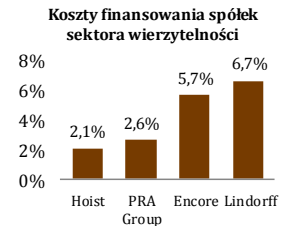
Spółki sektora wierzycelności potencjalnie zainteresowane ekspansją w Polsce

Spółka	Model biznesowy	Zasięg geograficzny	Finanse 2015P (Bloomberg cons.)	Struktura sprzedaży
Portfolio Recovery Associates Group (PRA Group) Kapitalizacja 1,65 mld USD (1,52 mld EUR) Ticker: PRAA US	Amerykańska spółka obrotu wierzycelnościami. W 2014r. PRA Group przejęła norweską spółkę Aktiv Kapital. PRA Group zainwestowała 34,7 mln USD w fundusz sekurytyzacyjny w koinwestycji z Kredyt Inkaso i GetBack.	PRA Group operuje w 15 państwach Ameryki Pn i Europy: USA, UK, Austrii, Kanadzie, Finlandii, Niemczech, Norwegii, Szwecji, Szkocji i Hiszpanii. Od 2015r. Spółka działa na rynku polskim w ramach umów koinwestycyjnych.	Przychody (mln USD) 958,0 (mln EUR) 883,8 marża EBITDA 38,5% marża netto 20,9% Dług netto (USD) 1,7	Struktura portfela wierzycelności (3Q15)  <ul style="list-style-type: none"> US 51% UK 15% Europa 22% Inne 12%
Hoist Finance Kapitalizacja 6,46 mld SEK (699 mln EUR) Ticker: HOFI SS	Szwedzka spółka obrotu wierzycelnościami, na rachunek własny oraz na zlecenie. Przejęła w 2014r. Polską NAVI Lex oraz zainwestowała w BEST III NSFIZ (50%)	Niemcy, Austria, Francja, Belgia, Niderlandy, UK, Włochy, Polska	Przychody (mln SEK) 2300,0 (mln EUR) 248,9 marża EBITDA 34,4% marża netto 13,6%	Struktura portfela wierzycelności (3Q15)  <ul style="list-style-type: none"> Niemcy 14% Austria 12% Belgia, Holandia, Francja 21% UK 31% Włochy 20% Polska 20% Join venture PL 9% Niemyca 2%
Encore Capital Group Kapitalizacja 1,1 mld USD (986 mln EUR) Ticker: ECPG US	Amerykańska spółka obrotu wierzycelnościami konsumenckimi oraz hipotecznymi	USA, UK, Irlandia, Kolumbia, Peru, Indie, Costa Rica	Przychody (mln USD) 1 160,0 (mln EUR) 1 070,1 marża EBITDA 31,1% marża netto 11,6%	Struktura portfela wierzycelności (3Q15)  <ul style="list-style-type: none"> USA 49% Europa 44% Ameryka Południowa 7%
Lindorff Group Spółka portfelowa Nordic Capital	Spółka zajmująca się obrotem wierzycelnościami na rachunek własny oraz inkasem wierzycelności na zlecenie. W 2015r. Lindorff przejęła polską Casus Finance.	Spółka prowadzi działalność w Szwecji, Norwegii, Finlandii, Estonii, na Litwie, Łotwie, w Rosji, Niemczech, we Włoszech, w Hiszpanii, w Danii, Holandii i Polsce	Przychody (mln EUR)* 391,0 marża EBITDA* 34,0% marża netto* -4,1% * dane za 9M2015	Struktura portfela wierzycelności (3Q15)  <ul style="list-style-type: none"> Dania 26% Holandia 13% Norwegia 7% Hiszpania 21% Niemcy 16% Szwecja 5% Polska 12%



*Grupa Lindorff jest spółką portfelową funduszu Nordic Capital przejętą w 2014r. Jej potencjalną wartość skalkulowano według formuły: EV transakcji przejęcia 2,3 mld EUR - Dług netto na koniec 1H2014 (1, 78 mld EUR) = 0,72 mld EUR

- **PRA Group** - dysponuje kosztem finansowania na poziomie 2,6%.
- **Encore Capital Group** – spółka finansuje się w głównej mierze obligacjami (68% długu). Pozostała część to kredyty, jej średni koszt finansowania to 5,7%.
- **Hoist Finance** – głównym źródłem finansowania spółki są depozyty zgromadzone poprzez spółkę zależną HoistSpar oraz obligacje, średnioroczny koszt finansowania Hoist szacujemy na poziomie 2,1%.
- **Grupa Lindorff** – spółka finansuje się głównie obligacjami o oprocentowaniu 6,7%, zadłużenie podmiotu istotnie wzrosło po przejęciu go przez fundusz Nordic Capital.



Zagraniczne spółki sektora wierzycelności - zadłużenie

Spółka	Finansowanie	Wskaźniki na koniec 3Q15
Portfolio Recovery Associates Group (PRA Group)	<p>Na koniec 3Q15 Spółka miała 1,654 bn USD zadłużenia, w tym:</p> <ul style="list-style-type: none"> - 169 mln USD sellers note mln USD kredytu oprocentowanego wg. LIBOR + 3,75% - 173,8 mln USD kredytu oprocentowanego wg. 2,5% (efekt. 2,69%) - 427,7 mln USD kredytu oprocentowanego wg. 2,5% (efekt. oproc. 2,68%) - 264 mln USD obligacji zamiennych na akcje zapadających w 2020r. Oprocentowanych oprocentowanych według stałej marży 3,0% rocznie (ekt. oproc. 4,92%) - Kredyt 568,5 mln USD oprocentowany wg. IBOR+2,50-3,00% (efektywne oproc. w 2015 3,55%) 	<p>Dług netto/ EBITDA (x) 4,1</p> <p>Skor. dług netto (mln USD) 1 968</p> <p>Skor. dług netto/ EBITDA got. (x) 1,9</p> <p>Wskaźnik ogólnego zadłużenia 69,8%</p> <p>Dług netto (USD mln) 1 585</p>
Encore Capital Group	<p>-Kredyt 716 mln USD oprocentowany według LIBOR + (250-300) bp – efektywne oprocentowanie w 1-3Q15 wyniosło 3,12%; zabezpieczone Senior notes zapadające w 2018r. o wartości 75 mln USD oprocentowane wg. 7,375 - 7,75%; 115 mln USD Convertible Senior Notes zapadające w 2017r. Oprocentowane wg. 3,0% (efektywna stopa 6,0%); 172,5 mln USD Convertible Senior Notes zapadające w 2020r. Oprocentowane wg. 3,0% (efektywna stopa 6,350%) ; Kredyt Propel Facility I o wartości 63 mln USD o efektywnym oprocentowaniu w 1-3Q15 na poziomie 3,02%; kredyt Propel Facility II o wartości 91,5 mln USD o efektywnym oprocentowaniu w 1-3Q15 na poziomie 2,43%; Zabezpieczone Propel Notes o wartości 71,9 mln USD oprocentowane wg. 1,44%; 161 mln USD Convertible Senior Notes zapadające w 2021r. Oprocentowane wg. 2,875% (efektywna stopa 4,7%), kredyt revolvingowy 298 mln USD oprocentowany wg. LIBOR (or EURIBOR for any loan drawn in euro) + 3.5%, Cabot Senior Notes o wartości 438 mln USD zapadające w 2019r. oprocentowane wg. 10,375%, Cabot Senior Notes na 290 mln USD oprocentowane wg. 6,5%, Marlin Bonds na 246 mln USD oprocentowane wg. 10,5%.</p>	<p>Dług netto/ TTM Q215 EBITDA (x) 2,8</p> <p>Wskaźnik ogólnego zadłużenia 84%</p> <p>Dług netto (USD mln) 2 941</p>
Hoist Finance	<p>Zadłużenie spółki wynosi 14,447 mln SEK (1,56 mld EUR), w tym:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Baza depozytowa 12,815 mln SEK (depozyty detaliczne o zapadalności 2,5 - 3,0 lata oprocentowane ok. 1,5-2,5% w zależności od stóp procentowych) - Obligacje - 1,296 mln SEK (139,7 mln EUR) 	<p>Dług netto/EBITDA got.(x) 5,7</p> <p>Wskaźnik ogólnego zadłużenia 87%</p> <p>Dług netto (EUR mln) 1 351</p>
Lindorff Group	<p>- Zadłużenie na poziomie 1,887 mln EUR głównie z tytułu obligacji - szacowane średnie oprocentowanie obligacji na przestrzeni 5,8 lat to 6,68%</p>	<p>Dług netto/EBITDA (x) 5,3</p> <p>Wskaźnik ogólnego zadłużenia 72%</p> <p>Dług netto (EUR mln) 1 805</p>

Źródło: Opracowanie własne Nwai Dom Maklerski, Bloomberg, www.ir.pragroup.com, www.ir.hoistfinance.com, www.encorecapital.com, www.lindorff.com

Portfolio Recovery Associates Group (PRA Group)

PRA Group jest amerykańską spółką obrotu wierzytelnościami o kapitalizacji 1,65 mld USD. Zarząd PRA Group, który oczekuje średniorocznego wzrostu EPS na poziomie 15%, prowadzi ekspansję w Europie, kierując się ku krajom CEE. Według PRA Group rynek amerykański i brytyjski są wysoko konkurencyjne i czeka je trend spadkowy oraz proces konsolidacji. Realizując strategię rozwoju na nowych rynkach w 2014r. PRA Group przejęła norweską Aktiv Kapital AS przy wskaźnikach 2013EV/ERC=0,68x, 2013EV/EBITDA = 5,33x. W Polsce spółka zakupiła pierwszy portfel wierzytelności poprzez fundusz sekurytyzacyjny za 34,7 mln USD (w koinwestycji z Kredyt Inkaso i BEST).

Potencjał inwestycyjny na poziomie do 430-470 mln USD

Na koniec 3Q15 kluczowe wskaźniki ograniczające zwiększanie zadłużenia wyniosły odpowiednio: skor. kapitał/dług = 1,8x, zaś dług skor. / (ERC+75% należności) = 28%. Zapisy umów kredytowych oraz kowenanty Senior Notes ustawiają główne wskaźniki finansowe na poziomach: skor. kapitał/dług < 2,0 oraz Dług skor. / (ERC+75% należności) < 33%. Uwzględniając te ograniczenia szacujemy, iż na koniec 3Q15 spółka miała przestrzeń do zwiększania zadłużenia o ok. 210 mln USD. Linie kredytowe, jakimi dysponuje PRA Group pozwalają na zwiększenie zadłużenia na poziomie o ok. 350-400 mln USD (w ramach Domestic and Canadian Revolving Credit and Term Loan na 171 mln USD oraz Multicurrency Revolving Credit Facility na 199,3 mln USD). Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej spółki wyniosły odpowiednio: 225 mln USD w 2013r; 262 mln USD w 2014 oraz 125 mln USD w 1-3Q215r. Biorąc pod uwagę potencjał do zwiększenia poziomu zadłużenia o ok. 210 mln USD oraz CFO na poziomie ok. 220-240 mln USD, potencjał inwestycyjny spółki szacujemy na poziomie do ok. 430-470 mln USD. Jednym z kowenantów umowy kredytowej jest ograniczenie rocznych wydatków na akwizycje do 250 mln USD.

PRA Group - wskaźniki zadłużenia oraz kowenanty

PRA Group - wyniki finansowe 9M15 (mln USD)	Kowenanty	
ERC****	4 900,0	
Należności	2 167,1	
TTM EBITDA*	369,1	
TTM EBITDA skor. (got)**	1 033,3	
Zysk netto	173,9	
Zadłużenie finansowe	1 654,5	
Dług netto	1 585,0	
Skor. dług ***	1 968,3	
Kapitał skor.	1 064,8	
skor. zadł. / (ERC + należności)	28%	max. 33%
Skor. dług/TTM EBITDA(x)	5,3	
Skor. dług /skor. EBITDA (x)	1,9	
Skor. dług / kap. (x)	1,8	max. 2,0

* TTM EBITDA - trailing twelve months EBITDA

**TTM skor. EBITDA - trailing twelve months EBITDA + TTM collections

*** Skor. dług - zadłużeni efinansowe + podatek odroczony + depozyty (got)

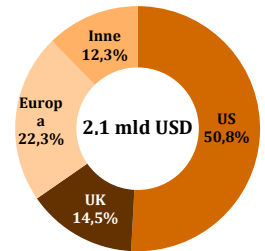
**** ERC - Estimated remaining collections

Główne ograniczenia i kowenanty wynikające z umów kredytowych

- Zadłużenie finansowe < 33% (ERC + 75% należności)
- Skor zadł. / Kapitał skor. < 2,0
- Roczny CAPEX < 40 mln USD
- Roczna dywidenda < 20 mln USD
- Roczna waryość skupu akcji < 315 mln USD
- Roczna wartość wydatków na akwizycje < 250 mln USD
- Roczny EBIT > 0

Źródło: PRA Group, Szacunki NWAI Dom Maklerski

PRA Group - Struktura portfela wierzytelności (3Q15)



Kowenanty pozwalają na zwiększenie zadłużenia do ok. 210 mln USD...

... potencjał w ramach linii kredytowych wynosi ok. 350-400 mln USD...

...ale spółka może wydać na akwizycje do 250 mln USD rocznie

Hoist Finance AB

Hoist Finance jest szwedzką spółką obrotu wierzycelnościami o kapitalizacji 6,3 mld SEK / 699 mln EUR. Poza obrotem wierzycelnościami, Hoist Finance AB poprzez HoistSpar oferuje depozyty detaliczne w Szwecji, które są głównym źródłem finansowania Grupy (na koniec 3Q15 12,8 mld SEK stanowiących 88,7% zadłużenia). Portfel wierzycelności spółki na koniec 3Q15 wynosił 10,6 mld SEK (1,14 mld EUR). W 2014r. Hoist Finance przejęła wrocławską NAVI Lex oraz zaangażowała się w 50% w BEST III NSFIZ (aktywa BEST III NSFIZ na 30/11/15 wynosiły 188,2 mln PLN). Spółka jest aktywna na rynku M&A, w 3Q15 dokonała akwizycji brytyjskiej spółki Campello Holdings (wartość transakcji 1,3 mld SEK).

Potencjał inwestycyjny na poziomie 360-410 mln EUR

Potencja inwestycyjny Hoist Finance oceniamy biorąc pod uwagę trzy czynniki: (i) potencjał do zwiększenia bazy depozytowej przez HoistSpar; (ii) wymogi kapitałowe oraz (iii) politykę dywidendową. Spółka planuje utrzymać CET1 powyżej 12% oraz przeznaczać na wypłatę dywidendy 25-30% zysku netto w średnim terminie i 50% w długim terminie. Na koniec 3Q15 wskaźnik CET1 wyniósł 12,98% przy wymaganym minimalnym poziomie 8,5%. Biorąc pod uwagę aktualne poziomy CET1, oraz politykę dywidendową, uważamy, iż przestrzeń do finansowania inwestycji będzie wyznaczać poziom zgromadzonych depozytów. Depozyty zgromadzone przez HoistSpar wzrosły z 11,0 mld SEK na koniec 2014 do 12,8 mld SEK na koniec 3Q15 (+16,7%). Zakładając, iż baza depozytowa Hoist Finance może wzrastać rocznie o ok. 3,5-4,0 mld SEK (377-430 mln EUR), przy wypłacie dywidendy na poziomie do ok. 20 mln EUR, potencjał inwestycyjny spółki kształtuje się na poziomie 360-410 mln EUR. Dodatkowo spodziewamy się, iż w celu spełnienia wymogów kapitałowych Hoist Finance może emitować obligacje adekwatnie do wzrostu wartości bazy depozytowej.

Hoist Finance - wskaźniki zadłużenia na koniec 3Q15 (mln SEK)

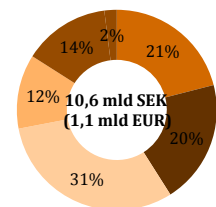
	SEK mln	EUR mln
ERC**	10 639	1 145
TTM EBITDA skor. (got)*	2 219	239
Zadłużenie finansowe	14 447	1 554
Dług netto	12 558	1 351
Kapitał	2 226	239
Dług netto/ ERC	118%	
Zadłużenie finansowe /TTM skor. EBITDA(x)	6,5	
Dług netto /TTM skor. EBITDA (x)	5,7	
Zadłużenie / kap. (x)	6,5	

*TTM skor. EBITDA - trailing twelve months EBITDA + TTM collections

** ERC - Estimated remaining collections

Źródło: Hoist Finance, Szacunki NWAI Dom Maklerski

Hoist Finance - Struktura portfela wierzycelności (3Q15)



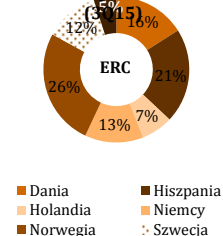
■ Niemcy Austria
■ Belgia, Holandia, Francja
■ UK
■ Włochy
■ Polska
■ Join venture PL

Przy zachowaniu wymogów kapitałowych oraz założeń polityki dywidendowej Hoist Finance może przeznaczyć na inwestycje ok. 360-410 mln EUR rocznie

Lindorff Group

Norweska Lindorff Group jest spółką obrotu wierzytelnościami, znajdującą się w portfelu funduszu private equity Nordic Capital. Grupa Lindorff jest jednym z najaktywniejszych graczy na rynku M&A w sektorze wierzytelności. W 2015r. Lindorff przejęła nie tylko Casus Finance, ale również dział wierzytelności hiszpańskiego Banco Sabadell oraz Banco Mare Nostrum. Biorąc pod uwagę, fakt, iż Lindorff jest spółką portfelową funduszu private equity, rozważamy scenariusz, w którym Nordic Capital będzie dążył do zwiększenia jej skali działalności poprzez dalsze przejęcia. Argumentem przemawiającym za tym, iż Lindorff będzie prowadzić dalszą ekspansję w Polsce jest fakt, iż przejęty wraz z Casus Finance portfel wierzytelności odpowiada jedynie za 1% portfela całej Grupy. Uważamy, że Lindorff ponosząc nakłady związane z ekspansją w Polsce, może być zainteresowany zwiększeniem udziału Polski w portfelu wierzytelności o więcej niż dotychczasowy 1%. Może się to odbywać poprzez nabywanie nowych portfeli i obsługiwanie ich w oparciu o infrastrukturę i know-how przejęte wraz z Casus Finance. Drugim rozwiązaniem może być przejęcie całej spółki wraz z portfelem wierzytelności. Przejęcie całego przedsiębiorstwa może być dla Lindorff szybszą drogą do zwiększenia skali działalności w Polsce. Uważamy, iż czynnik czasowy może być istotną kwestią z punktu widzenia właściciela Grupy Lindorff, który jako private equity ma ograniczony horyzont czasowy inwestycji w spółkę. Zwracamy uwagę na relatywnie wysoki koszt finansowania jakim dysponuje Lindorff. Jego większość stanowią obligacje o oprocentowaniu ok. 6,68%.

Lindorff - Struktura portfela wierzytelności



Grupa Lindorff - struktura finansowania obligacjami

	Zapadalność	Waluta	Wartość	Oprocentowanie
Super Senior secured	06.04.2020	EUR	255	EURIBOR+3,50%
Senior secured notes	15.08.2020	EUR	250	3M EURIBOR + 5,50%
Senior secured notes	15.08.2020	EUR	100	3M EURIBOR + 5,50%
Senior secured notes	15.08.2020	NOK	1682	3M NIBOR + 5,75%
Senior secured notes	15.08.2021	EUR	550	7%
Senior secured notes	15.08.2021	EUR	150	7%
Senior notes	15.08.2022	EUR	250	9,50%
Senior notes	15.08.2022	SEK	1850	3M STIBOR + 8,775%

Źródło: Lindorff Group

Potencjalne cele akwizycyjne w Polsce

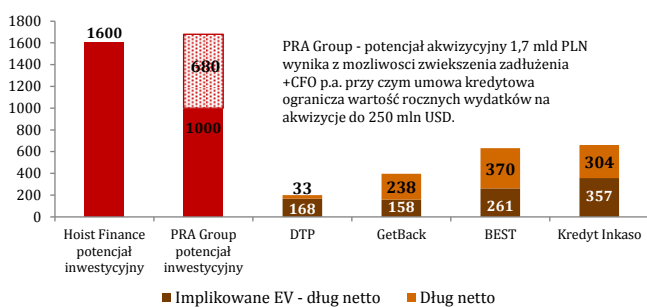
W niniejszym paragrafie rozważamy potencjalne scenariusze akwizycyjne dla spółek zagranicznych, skupiając się na przedstawieniu wskaźników, przy jakich zagraniczne spółki dokonywały przejęć. Szczególną uwagę zwróciliśmy na wskaźniki transakcji przeprowadzonych przez PRA Group oraz Hoist Finance a także dokonaliśmy symulacji EV dla poszczególnych polskich spółek przy danych wskaźnikach. Ze względu na niedostępność niektórych danych, skupiliśmy się na oszacowaniu wartości EV wybranych spółek w oparciu o wskaźniki EV/EBITDA(x) oraz EV/bilansowa wartość portfela wierzycelności (x), transakcji M&A, które miały miejsce w ostatnich latach na rynku wierzycelności.

Wskaźniki wybranych transakcji M&A sektora wierzycelności

EV/Wartość bilansowa portfela wierzycelności (x)		Implikowane EV (mln PLN)			
		DTP	Inkaso	BEST	GetBack
PRA Group / Aktiv Capital	1,90	308,9	1 016,4	970,1	608,8
Lindorff / Casus Finance	2,36	383,7	1 262,4	1 204,9	756,1
B2Holding / Ultimo	1,23	200,9	660,8	630,7	395,8
Hoist Finance/the lewis group Ltd.	1,02	165,2	543,4	518,6	325,5
Hoist Finance/Campello Holdings	0,88	143,3	471,5	450,0	282,4
Mediana	1,23	200,9	660,8	630,7	395,8
Portfel wierzycelności DTP na 3Q15	162,7				
Portfel wierzycelności Kredyt Inkaso na 3Q15 + Inwestycje w NSFIZ	535,3				
Portfel wierzycelności BEST na 3Q15 + Inwestycje w NSFIZ	510,9				
Portfel wierzycelności GetBack na 3Q15 + Inwestycje w Omega Wierzycelności NSFIZ	320,6				

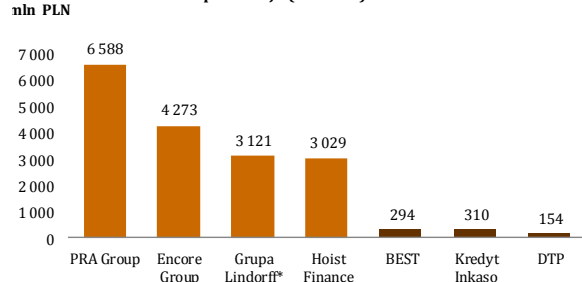
EV/EBITDA (x)		Implikowane EV (mln PLN)			
		DTP	Inkaso	BEST	GetBack
PRA Group / Aktiv Capital	5,35	165,8	604,5	588,5	547,4
Lindorff / Casus Finance	6,97	216,2	788,0	767,1	713,6
Mediana	6,16	191,0	696,3	677,8	630,5
TTM EBITDA DTP na 3Q15	31,0				
TTM EBITDA got. Kredyt Inkaso na 3Q15	113,0				
TTM EBITDA got. BEST na 3Q15	110,0				
TTM EBITDA na 1H15	102,3				
Zadłużenie netto na 3Q15 **		33,2	304,1	369,7	158,0
Kapitalizacja na 12/01/2015		153,6	310,5	294,2	n/d
Cena akcji		4,3	24,0	14,1	n/d
Liczba akcji		35,7	12,9	20,9	20,0
TTM EBITDA		31,0	72,3	90,0	102,3
TTM EBITDA got.			113,0	110,0	

mln PLN



mln PLN

Kapitalizacja (mln PLN)



Źródło: Sprawozdania finansowe DTP, Kredyt Inkaso, GetBack, BEST. Casus Finance, Bloomberg, www.ir.pragroup.com, www.ir.hoistfinance.com, www.encorecapital.com, www.lindorff.com, Szacunki NWAI Dom Maklerski

Kredyt Inkaso i BEST

Nabycie przez BEST 33% udziału w Kredyt Inkaso

W 3Q15 Grupa BEST nabyła 33% akcji w Kredyt Inkaso zamiarem połączenia. Struktura transakcji wyglądała następująco:

- Nabycie od AGIO RB FIZ 100% udziałów w Gamex Sp. z o. o. posiadającej 29,43% udziału w Kredyt Inkaso (4,3 mln akcji) za 152, 3 mln PLN, co implikuje cenę za akcję na poziomie 40 PLN.
- Nabycie pakietu 3,5% na GPW.

W 3Q15 Grupa BEST nabyła 33% akcji Kredyt Inkaso z zamiarem połączenia.

Fuzja prawna podmiotów była planowana na przełom 1Q16 i 2Q16, (w momencie zakończenia roku obrotowego Kredyt Inkaso), zaś połączenie operacyjne miało się odbyć w kolejnych 3 kwartałach 2016r. Oczekiwane efekty skali miały się przekładać się na łączne wpływy w latach 2016-20 na poziomie 400 mln PLN oraz synergie kosztowe na poziomie 30 mln łącznie w latach 2016-20. Strategia po połączeniu w scenariuszu bazowym zakładała łączne inwestycje w portfele wierzytelności w 2016-20 do 5 mld PLN w tym 700 mln PLN na portfele na rozpoznanych już rynkach zagranicznych.

Wypowiedzenie przez Kredyt Inkaso umowy o współpracy przy połączeniu

W styczniu 2016r. Zarząd Kredyt Inkaso wypowiedział umowę współpracy dot. połączenia z BEST motywując ją brakiem konsensusu w zakresie ustalenia szczegółowych warunków połączenia, w szczególności w przedmiocie ustalenia parytetu wymiany akcji. Po wypowiedzeniu przez Kredyt Inkaso umowy połączenia operacyjnego z BEST, fuzja spółek stoi pod znakiem zapytania. Dodatkowo Zarząd Kredyt Inkaso podczas konferencji prasowej nie wykluczył, iż spółka będzie rozmawiać z zagranicznymi inwestorami o przejęciu. Skłania nas to do przekonania, iż Kredyt Inkaso pomimo znaczącego udziału BEST w akcjonariacie może być interesującym celem akwizycyjnym dla inwestora branżowego.

Potencjalne scenariusze

Uważamy, iż z punktu widzenia dużego inwestora branżowego z potencjałem inwestycyjnym porównywalnym do PRA Group lub Hoist Finance, spółki Kredyt Inkaso i BEST mogą być interesującymi celami akwizycyjnymi nie tylko jako odrębne podmioty ale również łącznie.

Dla dużego inwestora Kredyt Inkaso i BEST mogą być interesującym celem przejęcia zarówno osobno jak i łącznie.

Grupa BEST + Kredyt Inkaso - zadłużenie pro forma na koniec 3Q15

	MCAP	Dług netto	TTM EBITDA	TTM EBITDA gotów.
Kredyt Inkaso	310,5	304,1	72,3	113,0
BEST	294,2	369,7	90,0	110,0
Pro forma Kredyt Inkaso + BEST	604,7	673,9	162,3	223,0

Źródło: Emitent, Szacunki NWAI Dom Maklerski

Zadłużenie Kredyt Inkaso

Na 30.09.2015r. (1H roku obrotowego) zadłużenie Kredyt Inkaso wynosiło 353,8 mln PLN, z czego 88,1% stanowiły obligacje korporacyjne zaś pozostała część to głównie kredyty zaciągnięte przez KI I NS FIZ i KI II NS FIZ. Zadłużenie długoterminowe stanowiło 61,9% zadłużenia ogółem. Biorąc pod uwagę środki pieniężne w wysokości 49,7 mln PLN, zadłużenie netto wynosiło 304,1 mln PLN. W grudniu 2015r. Spółka wyemitowała obligacje korporacyjne serii Y o wartości 40 mln PLN oprocentowane według stawki WIBOR 6M+3,95% p.a. Obligacje te mają służyć refinansowaniu zapadających na początku lutego obligacji KR20116 i KRI0116 oprocentowanych według stawki odpowiednio: WIBOR6M + 5,4% i WIBOR6M + 5,5%. Szacujemy, iż po wykupie zapadających w lutym 2016 serii koszt finansowania obligacjami spadnie do 6,14% p.a. Biorąc pod uwagę kowenanty na poziomie

Średni koszt finansowania spółki obligacjami to ok. 6,3%

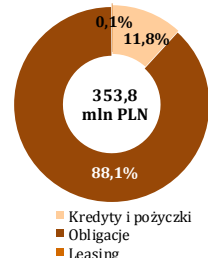
Kredyt Inkaso ma przestrzeń do zwiększania zadłużenia na poziomie skons. O ok. 190-200 mln PLN

skonsolidowanym Kredyt Inakso, po spłacie zapadających w lutym 2016r. obligacji o wartości 40 mln PLN, ma przestrzeń do zwiększania zadłużenia o ok. 190-250 mln PLN.

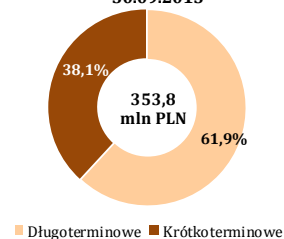
Wyemitowane obligacje na dzień 30.09.2015r.

Seria	Wartość emisji (mln PLN)	Kupon	Data wykupu	Kowenanty
KR20116	5	WIBOR 6M + 5,40%	2016-01-02	Dla serii KRI0416, KRI1216: Zadłużenie Finansowe/Kapitały Własne Emitenta > 2,0x na poziomie jednostkowym KI SA
KRI0116	35	WIBOR 6M + 5,50%	2016-01-02	
KRI0416	15	WIBOR 6M + 6,00%	2016-04-04	Dla K110517 : Zobowiązania finansowe/wartość aktywów netto > 0,65x dla Funduszu KI I NSFIZ
KRI0916	30	WIBOR 6M + 5,70%	2016-09-05	
KRI1216	18	WIBOR 6M + 6,00%	2016-12-08	
K110517*	50	WIBOR 6M + 3,85%	2017-05-09	Dla serii KRI0717, KRI0118, seria X: Skon. Zadłużenie finansowe Netto/ Skon. Kapitały Własne >2,25x; gdy >2,0x to podwyższenie marży o 25pb.
KRI0717	53	WIBOR 6M + (4,20% - 4,45%)	2017-07-13	
KRI0118	17	WIBOR 6M + (4,40% - 4,65%)	2018-01-15	
Seria X	69	WIBOR 6M + (3,60% - 3,85%)	2018-10-29	
Seria I*	17,7	WIBOR 3M + 5%	2016-01-08	Zadłużenie finansowe Netto/ Skon. Kapitały Własne >2,0x
Seria Y	40	WIBOR 6M + 3,95%	2019-06-21	
Suma	349,7			

Struktura zadłużenia na 30.09.2015



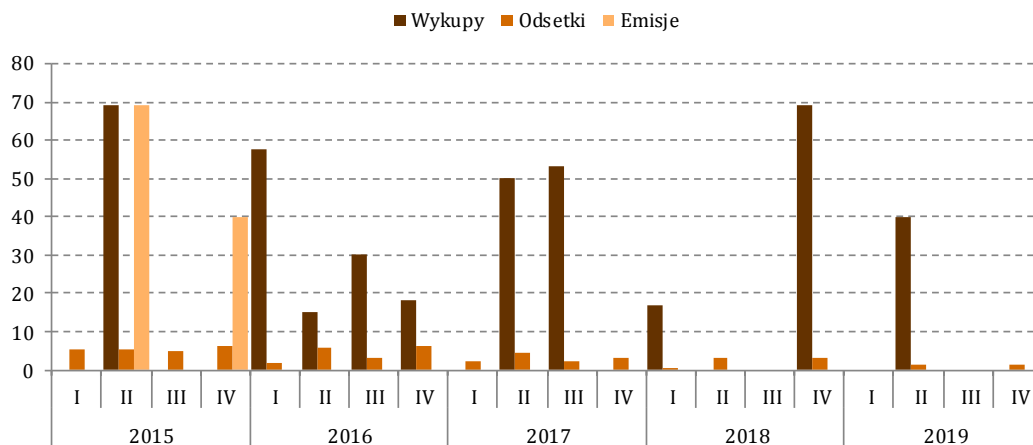
Struktura zadłużenia na 30.09.2015



*- emitent: KI I NSFIZ

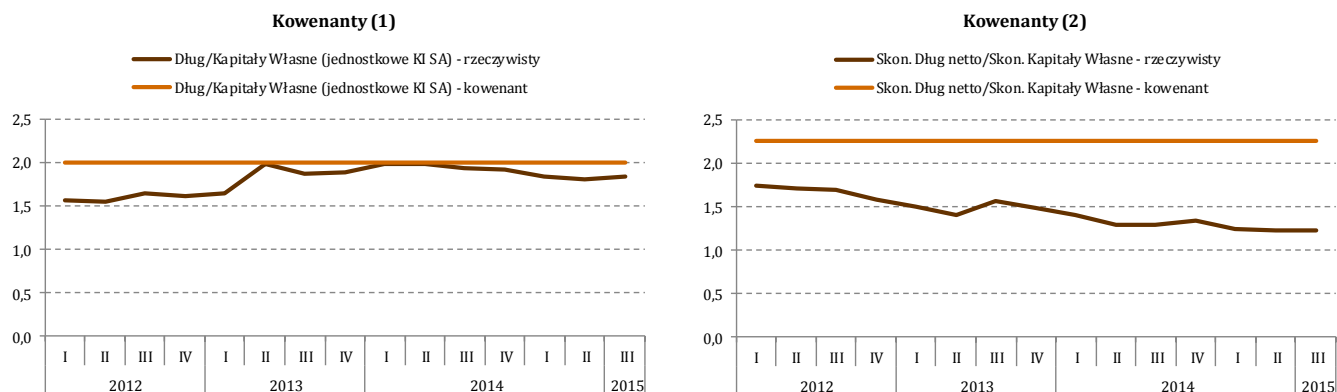
Źródło: Emitent, Szacunki Nwai Dom Maklerski

Prognozowane spłaty oraz płatności z tytułu odsetek aktualnych emisji



Źródło: Emitent, Szacunki Nwai Dom Maklerski

Kowenanty aktualnych emisji



Źródło: Emitent, Szacunki NWAI Dom Maklerski

Zadłużenie Grupy BEST

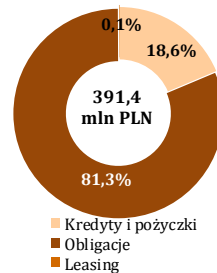
Grupa Best specjalizuje się w obsłudze wierzycelności sektora bankowego (98% portfela), których wartość na koniec Q315 wynosiła 9,8 mld PLN. W ramach TFI Grupa BEST zarządza czterema funduszami: BEST Capital FIZAN, BEST I NSFIZ, BEST II NSFIZ, BEST III NSFIZ. W BEST III NSFIZ 50% udział ma HOIST Finance. Na 30.09.2015r. zadłużenie Grupy BEST wynosiło 391,4 mln PLN, z czego 81,3% stanowiły obligacje korporacyjne zaś pozostała część to głównie kredyty. Zadłużenie długoterminowe stanowiło 57,3% zadłużenia ogółem. Biorąc pod uwagę środki pieniężne w wysokości 21,7 mln PLN, zadłużenie netto wynosiło 369,7 mln PLN. Średni koszt finansowania spółki w okresie 9M 2015 szacujemy na 5,2%, przy czym koszt finansowania obligacjami na 5,5% p.a.

Średni koszt finansowania spółki obligacjami to ok. 5,5%

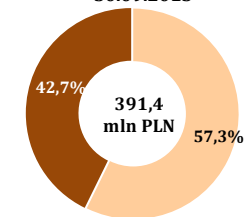
Wyemitowane obligacje na dzień 30.09.2015r.

Seria	Wartość emisji (mln PLN)	Kupon	Data wykupu	Główne kowenanty
G	39	WIBOR 3M + 4,7%	2016-05-28	Dla serii G, K1, K2, K3, K4, L1: Zadłużenie Finansowe Emitenta > 10% Kapitałów Własnych Grupy; Dług netto > 200% Kapitałów Własnych Grupy Kapitałowej Emitenta
C*	40	WIBOR 6M + 4,3%	2018-01-17	
K1	45	WIBOR 3M + 3,8%	2018-04-30	
K2	50	6%	2018-10-30	
K3	35	WIBOR 3M + 3,3%	2019-03-10	Dla serii K1, K2, K3, K4, L1: Wskaźnik Ogólnego Zadłużenia > 2,5
K4	20	WIBOR 3M + 3,5%	2020-03-10	
L1	60	WIBOR 3M + 3,6%	2020-08-28	
M	15	4,20%	2016-03-07	
N	17	WIBOR 3M + 2,75%	2016-09-09	
Suma	321,0			

Struktura zadłużenia na 30.09.2015



Struktura zadłużenia na 30.09.2015



■ Długoterminowe ■ Krótkoterminowe

*- emitent: BEST II NSFIZ

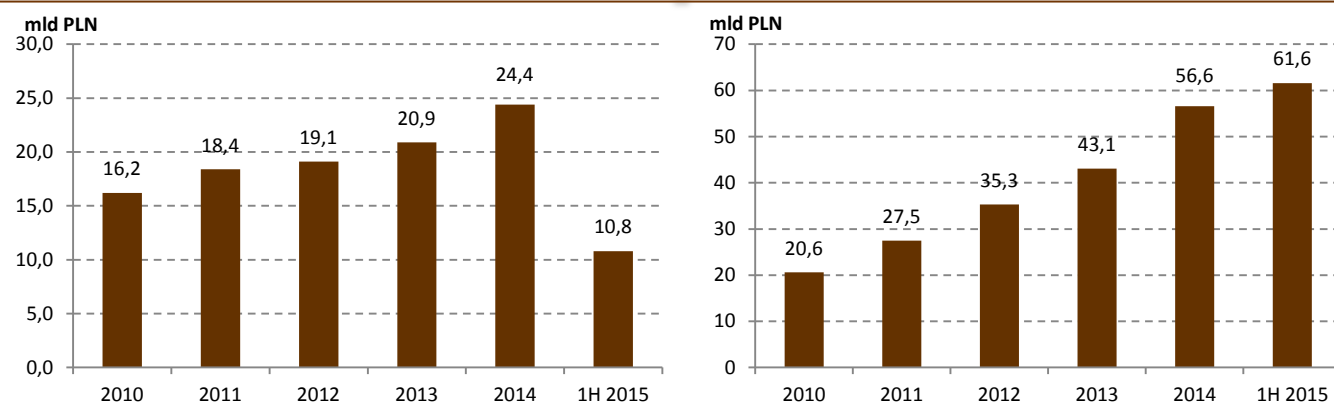
Źródło: Emitent, Szacunki NWAI Dom Maklerski

Otoczenie rynkowe

Wielkość rynku wierzycelności w Polsce

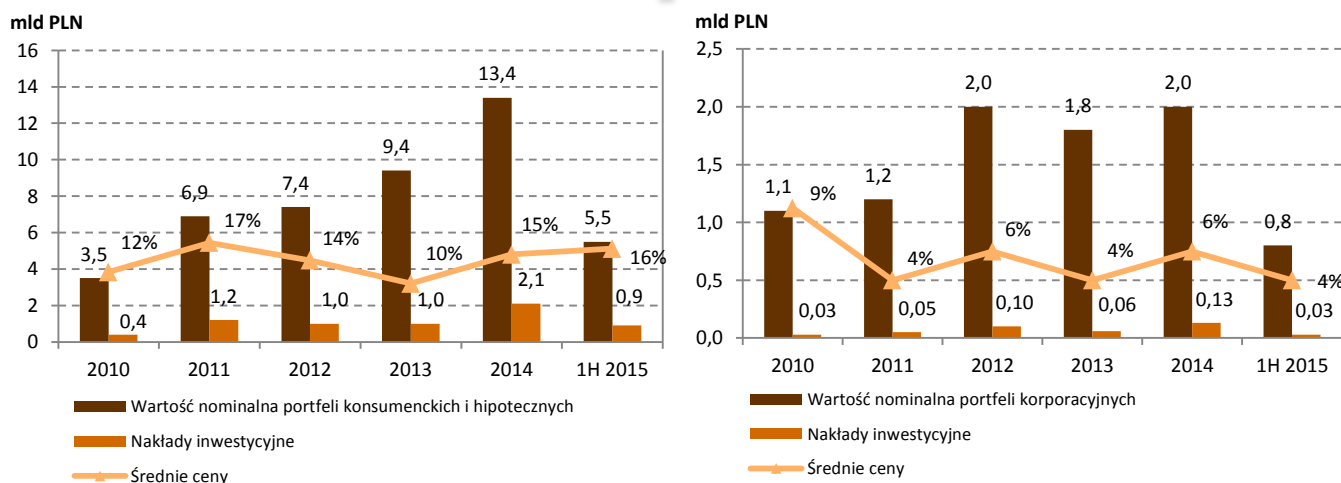
Wartość rynku portfeli przeznaczonych do windykacji wyniosła 10,8 mld PLN w pierwszej połowie 2015 roku i była o 15% wyższa niż w analogicznym okresie poprzedniego roku. Patrząc na strukturę rynku, zdecydowana większość sprzedawanych portfeli pochodzi z sektora bankowego, gdzie 92% to wierzycelności detaliczne (konsumenckie i hipoteczne), a pozostałe 8% to wierzycelności korporacyjne. Podaż niezabezpieczonych wierzycelności detalicznych w 1 połowie 2015 roku wyniosła 5,5 mld PLN przy nakładach inwestycyjnych w wysokości 0,9 mld PLN. Wartość nominalna portfeli korporacyjnych w 1H 2015 roku osiągnęła kwotę 0,8 mld PLN. Firmy windykacyjne przyznają, że jest to segment z dużym potencjałem, ale banki wciąż nie zdecydowały o sprzedaży na istotną skalę. Zgodnie z raportem Konfederacji Przedsiębiorstw Finansowych w Polsce, zrzeszającej 13 największych przedstawicieli tego sektora, saldo obsługiwanych wierzycelności na koniec pierwszego półrocza 2015 roku wyniosło 61,6 mld PLN. Licząc od początku badania (grudzień 2010) wartość obsługiwanych wierzycelności wzrosła trzykrotnie. Rosnąca wartość portfeli sprzedanych do zarządzania długiem pokazuje obecny trend w sektorze bankowym, który dąży do poprawy jakości swoich portfeli kredytowych i wskaźników adekwatności kapitałowej.

Wartość portfeli przeznaczonych do windykacji i saldo obsługiwanych wierzycelności ogółem



Źródło: Grupa Kapitałowa KRUK, KPF, Szacunki NWAI Dom Maklerski

Struktura wartości nominalnej sprzedanych portfeli, nakładów inwestycyjnych i średnich cen

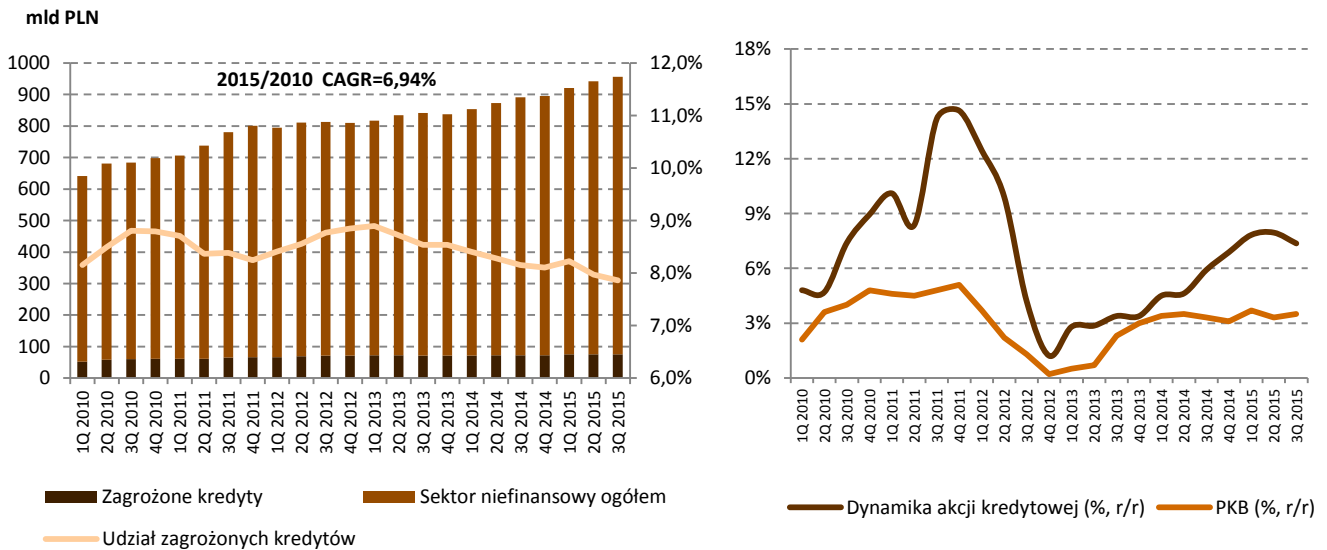


Źródło: Grupa Kapitałowa KRUK, Szacunki NWAI Dom Maklerski

Skala akcji kredytowej głównym warunkiem rozwoju rynku windykacji

Głównym czynnikiem rozwoju rynku windykacji jest dynamika akcji kredytowej. Wraz z powiększającą się wartością udzielonych kredytów w gospodarce wzrasta wartość niespłaconych należności (przy założeniu stabilnego poziomu jakości portfela kredytowego). Tempo wzrostu akcji kredytowej jest skorelowane z tempem wzrostu nominalnego PKB. W ostatnim czasie można było zaobserwować jednak szybsze tempo udzielanych kredytów niż wzrostu PKB, głównie za sprawą niskich stóp procentowych, które przekładają się na łagodzenie polityki kredytowej banków.

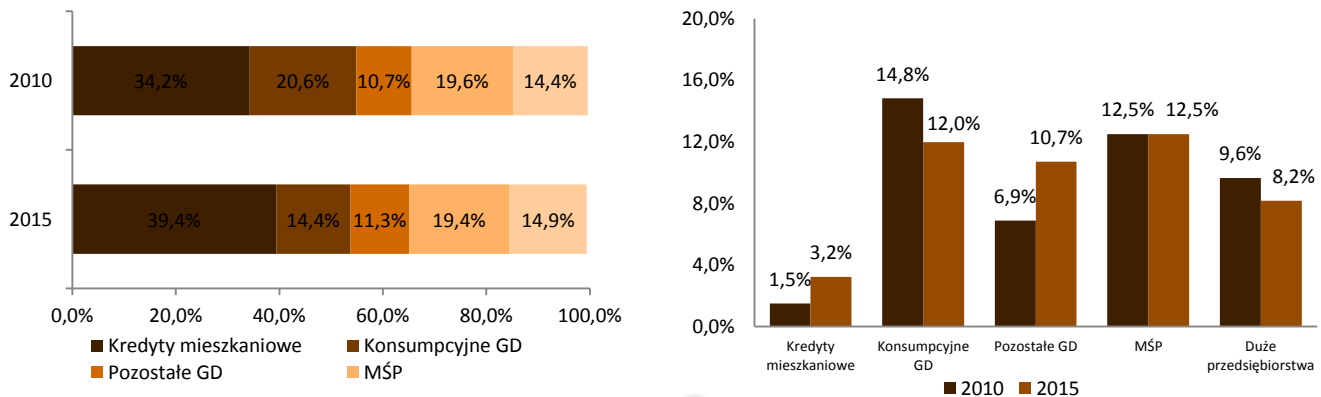
Wartość bilansowa udzielonych kredytów oraz dynamika akcji kredytowej



Źródło: KNF, GUS, Szacunki NWAI Dom Maklerski

Wartość bilansowa brutto kredytów od sektora niefinansowego w Polsce wyniosła w 3Q 2015 roku 956,3 mld PLN, co stanowi wzrost o 7,4% w skali roku. Średnioroczna stopa wzrostu (CAGR) z ostatnich 5 lat wynosi 6,94%. Wartość zagrożonych kredytów w 3Q 2015 roku wynosi 75,2 mld PLN. Odsetek zagrożonych kredytów obecnie znajduje się na poziomie 7,9%. Przez okres ostatnich pięciu lat wskaźnik ten pozostawał w przedziale 8-9%. Można jednak zauważyć trend spadkowy trwający od pierwszego kwartału 2013 roku. To właśnie z tego segmentu kredytów pochodzi w praktyce większość spraw przekazanych do windykacji usługi inkasa. Rozwój jakości kredytów bankowych stanowi dobry wskaźnik popytu na usługi inkasa oferowane przez firmy windykacyjne ze strony banków i wierzycieli.

Struktura udzielanych kredytów oraz odsetek zagrożonych kredytów w danym segmencie



Źródło: KNF, Szacunki NWAI Dom Maklerski

Na przestrzeni pięciu lat nastąpiły niewielkie zmiany w strukturze udzielanych kredytów. W segmencie gospodarstw domowych największą część stanowiły kredyty mieszkaniowe. Ich udział zwiększył się z 34,2% w 2010 r. do 39,4% w 2015 r. Spory spadek zanotował segment kredytów konsumpcyjnych gospodarstw domowych, który obecnie stanowi 14,4% vs. 20,6% przed pięcioma laty. W segmencie przedsiębiorstw udział kredytów pozostał na podobnym, kredyty udzielane dla małych i średnich przedsiębiorstw (MŚP) stanowią 19,4%, a dla dużych firm 14,9% (wcześniej odpowiednio 19,6% i 14,4%).

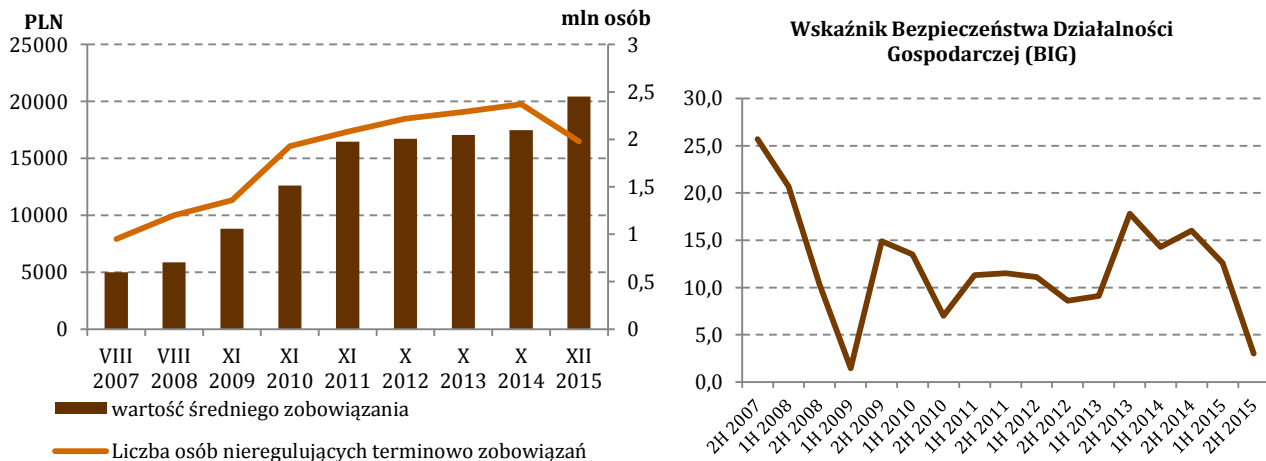
W strukturze zagrożonych kredytów również nastąpiły zmiany w okresie pięciu lat. Wzrósł udział kredytów mieszkaniowych (z 1,5% w 2010 do 3,2% w 2015) i pozostałych kredytów udzielanych gospodarstwom domowym (6,9% vs. 10,7%). Spadek udziału zagrożonych kredytów odnotował segment dużych przedsiębiorstw i kredytów konsumpcyjnych dla gospodarstw domowych.

Zadłużenie Polaków

Według raportu InfoDług BIG zaległe zobowiązania, przekraczające 200 PLN z co najmniej 60-dniowym opóźnieniem miało 1,98 mln Polaków. Stanowi to 6,3% udziału osób wśród ogółu dorosłych Polaków. Wartość średniego zobowiązania wyniosła 20 428 PLN. Łączna kwota zaległych zobowiązań osób nieregulujących terminowo zobowiązań wyniosła 40,39 mld PLN. W przeciągu ostatniego roku ubyło prawie 400 tys. dłużników, lecz zdecydowanie wzrosła wartość średniego zobowiązania. Łączna kwota zadłużenia pozostała więc na podobnym poziomie.

Wskaźnik BIG, obrazujący poziom bezpieczeństwa działalności gospodarczej wśród firm posiadających zatory płatnicze, pokazuje zdecydowane pogorszenie się sytuacji przedsiębiorstw w ostatnich miesiącach. Głównym powodem spadku jest wzrost poziomu przeterminowanych należności i spadek odsetka wierzycelności płaconych w terminie. Wskaźnik ten może być dobrym prognostykiem dla przyszłego wzrostu rynku wierzycelności korporacyjnych.

Zaległe zobowiązania Polaków oraz Wskaźnik Bezpieczeństwa Działalności Gospodarczej (BIG)



Źródło: BIG, Szacunki NWAI Dom Maklerski



Szanse i zagrożenia dla rozwoju rynku wierzycelności

W świetle zmian zachodzących w otoczeniu rynkowym przewidujemy z dużym prawdopodobieństwem zaistnienie poniższych procesów i zdarzeń:

- **Zwiększenie podaży wierzycelności hipotecznych** – W związku z podjętymi pracami nad ustawą o restrukturyzacji kredytów hipotecznych we frankach, część banków zdecydowała się na sprzedaż przeterminowanych długów hipotecznych. Już w poprzednim roku Getin sprzedał portfel wierzycelności zabezpieczonych hipotecznie o wartości nominalnej prawie 1 mld PLN. W tym roku swoje portfele hipotek wystawiły na sprzedaż m.in.: Raiffeisen, Getin, BZ WBK i PKO BP. Jest to rozwiązanie korzystne dla banków, ponieważ muszą one tworzyć rezerwy finansowe i dodatkowo finansować się by wykazać nadzorowi, że są wypłacalne. A dla firm windykacyjnych jest to atrakcyjna część rynku, ze względu na to, że kredyty są zabezpieczone mieszkaniami. Wartość zagrożonych kredytów mieszkaniowych stanowi obecnie 12,1 mld PLN (w 2010 roku było to tylko 3,3 mld PLN). Kwota ta byłaby większa, gdyby nie sprzedaż części portfela kredytów zagrożonych.
- **Poprawa ściągłości długów dzięki rządowym programom socjalnym** – Chcąc spełnić swoje przedwyborcze obietnice rząd zapowiada wprowadzenie programu 500+ oraz podniesienia kwoty wolnej od podatku. Wejście w życie obu tych postulatów pozytywnie wpłynie na poprawę ściągłości długów w segmencie wierzycelności gospodarstw domowych.
- **Obniżka stóp procentowych w Polsce** – Potencjalną szansą dla zwiększenia akcji kredytowej może być impuls w postaci obniżki stóp procentowych przez nową Radę Polityki Pieniężnej. Skład nowej RPP, który zostanie wybrany na początku 2016 roku, może mieć gołębie nastawienie do dalszego kształtowania polityki monetarnej. Dodatkową presję na obniżkę stóp mogą wywierać słabe odczyty inflacji CPI. W grudniu oczekiwania kształtują się na poziomie -0,5%. Obecnie stopy procentowe znajdują się na poziomie najniższym w historii, ich dalszy spadek obniży koszt kredytu i zwiększy akcję kredytową.
- **Podatek bankowy** – Po uchwaleniu podatku bankowego od aktywów, którego wielkość wynosi 0,44% od sumy aktywów w skali roku, banki mogą ograniczyć akcję kredytową. Warto zauważyć, że znaczącą część aktywów banków stanowią należności z tytułu udzielonych kredytów. Uchwalony podatek ma charakter podobny do tego, który został wprowadzony na Węgrzech w 2010 roku. Efektem podatku w takiej postaci był wzrost udziału kredytów zagrożonych z poziomu 7,8% do 13,7% w przeciągu dwóch lat, spadek aktywów sektora bankowego o 25% i ograniczenie akcji kredytowej o prawie 30%.
- **Zaostrzenie kryteriów kredytowych** – Jak wynika z ankiety NBP skierowanej do przewodniczących komitetów kredytowych w bankach, większość z nich spodziewa się dalszego zaostrzenia kryteriów w przypadku kredytów mieszkaniowych i wzrostu marż kredytowych. Po znacznym spadku popytu na kredyty mieszkaniowe w 3Q 2015 roku dalsza perspektywa nie jest zachęcająca. Inaczej sytuacja przedstawia się w wypadku kredytów konsumpcyjnych i kredytów dla przedsiębiorstw - tutaj ankietowani spodziewają się braku istotnych zmian w polityce kredytowej, a nawet wzrostu popytu. Ankieta była historycznie bardzo dobrym prognozykiem przyszłych zmian zachodzących na rynku kredytowym.

Niniejszy raport został sporządzony przez NWAI Dom Maklerski S.A. wyłącznie w celu informacyjnym i nie jest próbą reklamy ani oferowania papierów wartościowych, a zaprezentowane w nim opinie i oceny są niezależne. Rozpowszechnianie lub powielanie w całości lub w części bez pisemnej zgody NWAI Dom Maklerski jest zabronione (również poza granicami kraju siedziby NWAI Dom Maklerski, a w szczególności na terenie Australii, Kanady, Japonii i USA). Podmiotem sprawującym nadzór nad NWAI Dom Maklerski w ramach prowadzonej działalności jest Komisja Nadzoru Finansowego.

Analitycy wymienieni na stronie tytułowej są osobami, które przygotowały i sporządziły niniejszy raport. Data wskazana w prawym górnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji jest datą sporządzenia oraz datą pierwszego udostępnienia. Niniejszy raport został przygotowany z dochowaniem należytej staranności, w oparciu o fakty i informacje uznane za wiarygodne (w szczególności dane pochodzące ze strony <https://gpwcatalyst.pl/>), jednak NWAI Dom Maklerski nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania rekomendacji były wszelkie informacje na temat spółek oraz ich obligacji, jakie były publicznie dostępne do dnia jej sporządzenia.

NWAI Dom Maklerski nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej analizie. Odbiorca niniejszego dokumentu powinien przeprowadzić własną analizę informacji zawartej lub przytoczonej w niniejszym dokumencie, jak również ocenę merytoryczną oraz ocenę ryzyka związanych w inwestowaniem w instrumenty finansowe, których niniejszy dokument może nawiązywać.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy NWAI Dom Maklerski S.A. nie pełnił funkcję animatora rynku i animatora emitenta dla instrumentów finansowych wyemitowanych przez Kredyt Inkaso S.A., BEST, DTP, GetBack i KRUK S.A. i z tego tytułu nie otrzymał wynagrodzenia od tych spółek. W ciągu ostatnich 12 miesięcy NWAI Dom Maklerski S.A. nie pełnił funkcji oferującego dla instrumentów finansowych spółek Kredyt Inkaso S.A., BEST, DTP, GetBack i KRUK S.A. NWAI Dom Maklerski S.A. jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych wyemitowanych przez emitenta.

Analitik sporządzający niniejszy dokument nie posiada instrumentów finansowych opisywanych w tym raporcie, ani jakichkolwiek instrumentów pochodnych z nim związanych. Pomiędzy analitykiem i jego osobami bliskimi a spółką, której raport dotyczy nie występują jakiegokolwiek powiązania.

Objaśnienie używanej terminologii fachowej

ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych

ROA - stopa zwrotu z aktywów

EBIT - zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

EPS - zysk netto na 1 akcję

DPS - dywidenda na 1 akcję

CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję

P/E - iloraz ceny rynkowej akcji i EPS

P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji i wartości księgowej jednej akcji

EV/EBITDA - iloraz kapitalizacji powiększonej o dług netto spółki oraz EBITDA

EV - dług netto + wartość rynkowa (EV - wartość ekonomiczna)

BOOK VALUE - wartość księgowa

Dług netto - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów netto ze sprzedaży marża EBITDA - relacja sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży

DEFINICJE

Obligacje stałokuponowe:

- Z-spread

$$P = \frac{C}{f} \sum_{j=1}^n \frac{1}{\left(1 + \frac{(r_T(j) + \varphi)}{f}\right)^{f \times T(j)}} + \frac{100}{\left(1 + \frac{(r_T(n) + \varphi)}{f}\right)^{f \times T(n)}}$$

gdzie C to wartość kuponu, P- cena brudna obligacji, φ - Z-spread, zaś stopa WIBOR związana jest z czynnikiem dyskontowym Z_T relacją:

$$r_T = \left[(Z_T)^{-\frac{1}{f \times T}} - 1 \right] \times f$$

Obligacje zmiennokuponowe

- Discount Margin

$$P = \frac{W_{FIX} + q}{1 + \Delta_1(W_{Stub} + \delta)} + \sum_{j=2}^n Z_\delta(T_j) \Delta_j(L + q) + 100 Z_\delta(T_n)$$

gdzie,

$$Z_{\delta}(T_j) = \frac{Z_{\delta}(T_{j-1})}{1 + \Delta_j(W + \delta)}; Z_{\delta}(T_1) = \frac{1}{1 + \Delta_1(W_{Stub} + \delta)}$$

δ - Discount Margin, P - cena brudna obligacji, q - marża, W_{FIX} - znany WIBOR dla obecnego okresu odsetkowego, W_{Stub} - Stopa WIBOR pomiędzy dniem wyceny a kolejnym kuponem, W - obecny poziom WIBOR w zależności od częstotliwości wypłat kuponu (np. 3m, 6m), $\Delta_1, \dots, \Delta_n$ - wartości kuponów uwzględniające długość okresu odsetkowego (w ujęciu ACT365) oraz T_1, \dots, T_n daty wypłaty kuponów.

Kalkulacja Discount Margin zakłada, że wszystkie przyszłe wypłaty kuponów będą odbywać się według obecnej stopy procentowej. Discount Margin nie uwzględnia kształtu terminowej krzywej stóp procentowych.

- Zero Discount Margin

$$P = \frac{W_{FIX} + q}{1 + \Delta_1(W_{Stub} + \gamma)} + \sum_{j=2}^n Z_{\gamma}(T_j) \Delta_j(L(T_{j-1}, T_j) + q) + 100Z_{\gamma}(T_n)$$

gdzie,

$$Z_{\gamma}(T_j) = \frac{Z_{\gamma}(T_{j-1})}{1 + \Delta_j(W(T_{j-1}, T_j) + \gamma)}; Z_{\gamma}(T_1) = \frac{1}{1 + \Delta_1(W_{Stub} + \gamma)}$$

$W(T_{j-1}, T_j)$ - oznacza terminową stopę WIBOR pomiędzy dwoma terminami T_{j-1} a T_j , γ - Zero Discount Margin.

Zero Discount Margin uwzględnia kształt krzywej stóp procentowych zarówno w czynniku dyskontowym jak i ustalaniu przyszłych przepływów pieniężnych (kuponów).