

czwartek, 30 listopada 2017 | raport analityczny

GetBack: kupuj (nowa)

GBK PW; GBK.WA | Finanse, Polska

Apetyt rośnie w miarę jedzenia

Rozpoczynamy rekomendowanie spółki GetBack od zalecenia kupuj z ceną docelową wyznaczoną na poziomie 33,38 PLN za akcję. GetBack w okresie zaledwie 5 lat stał się drugim największym polskim graczem na rynku windykacyjnym pod względem wartości nominalnej zarządzanych portfeli wierzytelności oraz wysokości odzysków z nich. Dynamiczny wzrost spółki został z jednej strony oparty na znaczących zakupach portfeli wierzytelności (1,8 mld PLN nakładów w latach 2015-16), a z drugiej na efektywnym wieloetapowym procesie windykacji. Przewagą grupy GetBack jest elastyczne podejście do rynku zakupów dzięki wsparciu funduszy własnych przez fundusze zewnętrzne współtworzone przez TFI oraz podmioty globalne. Uważamy, że rosnące możliwości zakupowe GetBack spowodują ekspansję grupy na nowe rynki oraz w znaczący sposób zwiększą inwestycje na rynku rumuńskim. GetBack prezentuje nową filozofię na rynku windykacyjnym, która zakłada z jednej strony wyższą elastyczność w ustalaniu rat dla dłużnika, ale z drugiej zakłada maksymalizację wartości wierzytelności oraz praktycznie wyklucza umorzenia długu. Uważamy, że taka strategia windykacji pozwala spółce w znaczący sposób wydłużyć krzywą spłat, jak i ERC. Prognozujemy, że trzyletni CAGR zysku netto GetBack wyniesie aż 27,3%, co prezentuje się bardzo dobrze na tle grupy porównawczej (15,7%) i Kruka (23,4%).

Efektywne procesy przekładają się na wyniki

Nowoczesny skiptracing, ekspercka wiedza na temat wycen portfeli czy brak umorzeń przekładają się na ponadprzeciętną efektywność GetBack z ROE'16 na poziomie 70%. Nowa filozofia rynkowa spółki zakłada maksymalizację odzysku z zakupionego portfela (także kapitalizując do długu odsetki czy koszty sądowe) przy jednoczesnym ugodowym podejściu. Filozofia skutkuje wyższą niż rynkowa krzywą odzysku oraz znaczącymi rewaluacjami. Oczekujemy, że zysk netto będzie rósł w tempie dwucyfrowym przez następne 3 lata, zaś ROE znormalizuje się na poziomie >20%.

GetBack ma apetyt na większość polskiego rynku

Oparcie modelu zakupów wierzytelności na dwóch filarach (wewnętrznym oraz zewnętrznym) spowodowało, że udział rynkowy GetBack w polskim rynku wierzytelności wzrósł do szacowanych przez nas 52%. Dzięki przeprowadzonej emisji akcji oraz poprawiającej się sytuacji kapitałowej oczekujemy, że GetBack wyda na nowe portfele aż 9 mld PLN w kolejnych 5 latach. Jednocześnie uważamy, że rynek w Polsce ma duży potencjał szacowany przez nas na 81,5 mld PLN nominalu, który może zostać uwolniony przez banki czy nowych graczy takich jak ubezpieczyciele.

Atrakcyjna wycena pomimo konserwatywnych prognoz

Na fair 2018 EV/Cash EBITDA GetBack notowany jest z 10% dyskontem do Kruka. Ponadto na 2018P P/E oraz P/BV GetBack notowany jest z odpowiednio 52% i 41% dyskontem do Kruka oraz odpowiednio 43% i 12% dyskontem do grupy porównawczej co naszym zdaniem stwarza okazję inwestycyjną. Nasze prognozy zysku netto są obecnie zgodne z rynkiem na 2018 rok, ale 17% poniżej na 2019. Uważamy, że główna różnica może leżeć po stronie kosztów, a w szczególności kosztów finansowania.

(mIn PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody ogółem	219,7	416,4	771,5	1 170,3	1 510,7
Koszty ogółem	-94,2	-175,6	-363,4	-491,9	-641,3
EBIT	122,6	234,7	384,2	647,0	834,4
Zysk netto	120,1	200,0	261,2	370,5	412,2
ROE (%)	95,6%	70,0%	37,2%	30,8%	25,9%
Marża EBIT	55,8%	56,4%	49,8%	55,3%	55,2%
P/E	19,1	11,5	8,8	6,2	5,6
EV/EBITDA	19,9	12,9	9,7	7,1	6,4
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Cena bieżąca	23,00 PLN
Cena docelowa	33,38 PLN
Kapitalizacja	2,3 mld PLN
Free float	0,9 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	5,0 mln PLN

Struktura akcjonariatu

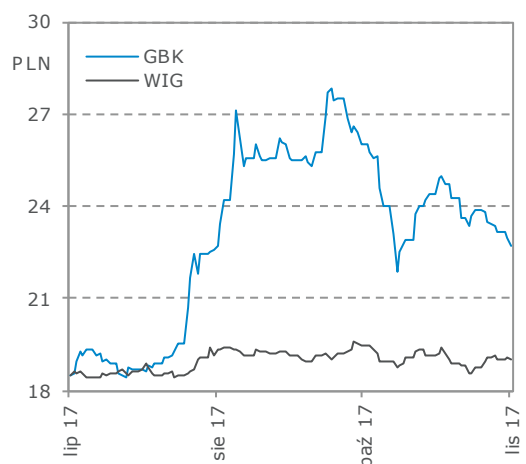
DNLD Sp. z o.o.	60,07%
NN PTE	5,93%

Pozostali akcjonariusze 34,00%

Profil spółki

GetBack jest liderem rynku windykacyjnego w Polsce koncentrującym się na bankowych wierzytelnościach detalicznych z rosnącym udziałem sektora telekomunikacyjnego. Ponadto, spółka posiada działalność operacyjną na rynku rumuńskim i biuro w Wielkiej Brytanii. W Polsce i w Rumunii grupa prowadzi działalność w dwóch wzajemnie uzupełniających się segmentach – zakupu wierzytelności na własny rachunek oraz dla zewnętrznych partnerów.

Kurs akcji GBK na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
GetBack	33,38	-	kupuj	-

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
GetBack	23,00	33,38	+45,1%

Analitik:

Michał Konarski
+48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl

Opis Spółki

GetBack jest spółką działającą w obszarze windykacji należności z siedzibą we Wrocławiu. Spółka kupuje portfele wierzycielskie głównie z sektora bankowego przy rosnącym udziale spółek telekomunikacyjnych oraz innych sektorów. Głównym rynkiem GetBack jest Polska. Spółka posiada również spółki zależne w Rumunii, Bułgarii i biuro w Londynie. Zakupy portfeli finansowane są ze środków własnych oraz ze środków z funduszy inwestycyjnych zewnętrznych, od których za zarządzanie Spółka pobiera opłaty. Od początku działalności do końca 2016 roku GetBack nabył wierzycielskość o łącznej wartości nominalnej 19,4 mld PLN za łączną kwotę 2,3 mld PLN, plasując Spółkę na drugim miejscu na rynku. Łączna wartość odzysków w omawianym okresie wyniosła 1 229 mln PLN. Spółka szacuje łączne należne GetBack ERC (obejmujące własne i zewnętrzne fundusze) na poziomie 5,5 mld PLN. Grupa GetBack w 2016 roku wypracowała 200 mln PLN zysku netto (181 mln PLN po 9M'17), co przekłada się na 70% wskaźnik ROE (liczonego jako stosunek zysku netto do średniego kapitału własnego).

Obszar działalności GetBack

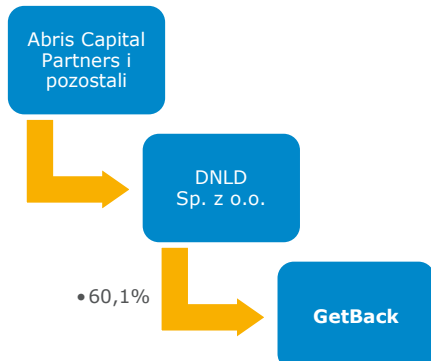


Źródło: GetBack, Dom Maklerski mBanku

Struktura właścicielska

GetBack jest kontrolowany (60,07% udziału) przez DNLD Sp. z o.o. pośrednio zależną od konsorcjum funduszy typu private equity, wśród których pośrednią kontrolę nad Spółką sprawują fundusze zarządzane przez Abris Capital Partners.

Struktura właścicielska GetBack



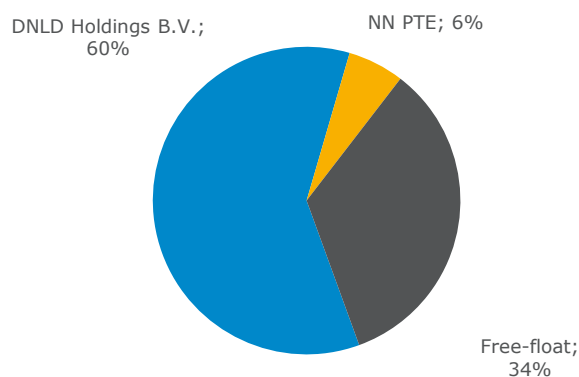
Źródło: GetBack, Dom Maklerski mBanku

Historia zmian właścicielskich GetBack

Spółka GetBack S.A. rozpoczęła swoją działalność gospodarczą w 2012 roku pod skrzydłami grupy Getin Holding. Dnia 9 lipca 2014 Idea Expert (podmiot należący również do Getin Holding) nabyła 100% akcji w kapitale zakładowym GetBack za łączną cenę 250 mln PLN powiększoną o 20 mln PLN wynikającą z klauzuli opcyjnej. W dniu 14 marca 2016 roku Idea Expert S.A. wniosła aportem do spółki Getin International S.a.r.l udziały w GetBack o wartości 187 721 615,8 EUR. W dniu 15 marca 2016 roku Getin International S.a.r.l jako sprzedający zawarł ze spółką Emest International Sp. z o.o. warunkową umowę sprzedaży 100% akcji GetBack. Cena sprzedaży za akcje wyniosła 825 mln PLN, a rozliczenie transakcji zostało podzielone na dwa etapy. W ramach pierwszej transzy Getin International S.a.r.l otrzymał 515 mln PLN w dniu zamknięcia transakcji, a pozostała kwota (334 mln PLN wraz z odsetkami) została zapłacona dniu 27 marca 2017 roku. W celu zabezpieczenia tej wierzycielskość ustanowiony został zastaw na akcjach GetBack S.A. stanowiących 62% kapitału Spółki. Powyższa umowa nie przewidywała możliwości bezpośredniego wpływu na działania.

W lipcu 2017 roku zakończyła się transakcja sprzedaży akcji spółki na GPW. Celem transakcji była sprzedaż 20 mln akcji przez dotychczasowego głównego akcjonariusza DNLD Sp. z o.o. (pośrednio zależnego od konsorcjum funduszy typu private equity, wśród których pośrednią kontrolę nad Spółką sprawują fundusze zarządzane przez Abris Capital Partners) oraz sprzedaż do 20 mln akcji nowej emisji. Nowa emisja zostanie przeznaczona na nabywanie portfeli wierzycielskość na własny rachunek zarówno w Polsce jak i za granicą. Emisja może zostać również wykorzystana na ewentualną akwizycję podmiotów prowadzących działalność podobną lub komplementarną do działalności GetBack (w przypadku pojawienia się atrakcyjnych okazji nabycia w ciągu 9-12 miesięcy od daty otrzymania środków z emisji). Akcjonariusz sprzedający zobowiązał się do niezbywania kolejnych akcji przez 360 dni, a Spółka do nie emitowania akcji przez 180 dni.

Struktura akcjonariatu



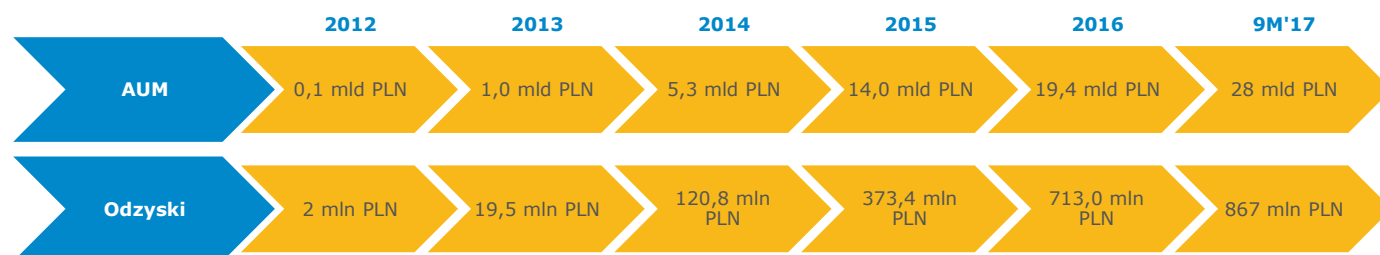
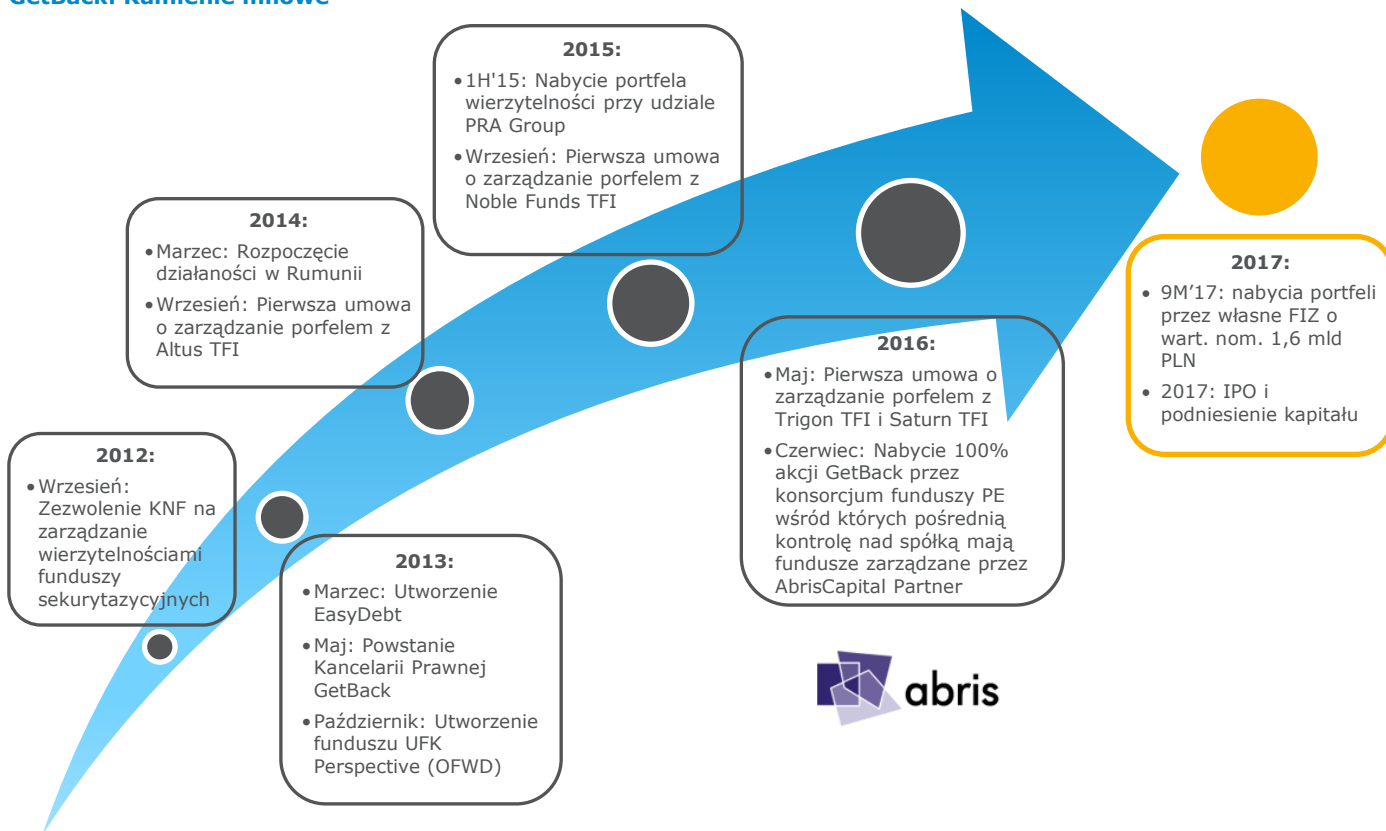
Źródło: GetBack, Dom Maklerski mBanku

Historia zmian właścicielskich GetBack



Źródło: GetBack, Dom Maklerski mBanku

GetBack: Kamienie milowe



Źródło: GetBack, Dom Maklerski mBanku

Podsumowanie inwestycyjne

GetBack pomimo swojego relatywnie młodego wieku stał się liderem polskiego rynku windykacyjnego, z szacowanym przez nas udziałem rynkowym w 2016 roku w Polsce na poziomie 49% wyrażonym nakładami inwestowanymi na rynku wierzycelności w Polsce. Spółka koncentruje się na bankowych wierzycelnościach detalicznych, chociaż coraz większą część zakupów stanowią portfele telekomunikacyjne, które z jednej strony charakteryzują się wyższą ceną, ale z drugiej wyższą jakością i stopą zwrotu. Niewątpliwą przewagą konkurencyjną GetBack są ponadprzeciętne możliwości zakupowe, które opierają się na dwóch stabilnych filarach: funduszach własnych oraz funduszach zewnętrznych. Fundusze zewnętrzne nie tylko dają GetBack elastyczność zakupową i pozwalają na uczestniczenie w nawet najbardziej wymagających przetargach, ale również wymuszają na serwisancie (GetBack) przejrzystość, jakość oraz efektywność. W okresie 2014-1Q'17 GetBack zaproszony był do 879 przetargów o wartości nominalnej ~65 mld PLN, z czego wygrał 209 przetargów o wartości nominalnej ~20 mld PLN. Pomimo dynamicznego wzrostu GetBack przez ostatnie 4 lata, oczekujemy dalszego przyspieszenia, dzięki wzmocnieniu bazy kapitałowej oraz ekspansji na nowe rynki. Dotychczasowy dynamiczny wzrost sumy bilansowej przełożył się na wyjątkowe ROE Spółki, który w 2016 roku osiągnął poziom 70%. Wysoki zwrot z kapitałów jest niezwykle istotny dla spółek z branży, ponieważ umożliwia dalszą ekspansję oraz utrzymanie w ryzach zadłużenia. Oczekujemy, że CAGR zysku netto w latach 2016-2021 wyniesie 21,1%. Jednocześnie Spółka jest bliska ogłoszenia nowej polityki dywidendowej w najbliższych dniach, która może zaowocować pierwszymi wypłatami już w 2018 roku.

Wicelider rynku w zaledwie 5 lat

GetBack stał się wiceliderem rynku (liderem jest Kruk S.A.) zaledwie w 5 lat intensywnego rozwoju. Na koniec 9M'17 roku Spółka zajmowała 2. miejsce w kategorii: łącznej wartości nominalnej zarządzanych portfeli (28 mld PLN vs. lider na poziomie 53 mld PLN), odzysków (867 mln PLN vs. lider na poziomie 994 mln PLN), ERC – uwzględniającego ERC funduszy własnych i ERC należnego funduszom zewnętrznym (5,0 mld PLN vs. lider na poziomie 5,5 mld PLN na koniec 1H'17) oraz zysku netto (181 mln PLN vs. 292 mln PLN osiągnięte przez lidera). Jednocześnie GetBack po 9M'17 jest liderem pod względem nakładów (1,6 mld PLN vs. Kruk na poziomie 0,8 mld PLN). Jednocześnie Spółka może pochwalić się najwyższym ROE w sektorze i oczekujemy, że pozycja ta zostanie zachowana przez kolejne 2 lata. Uważamy, że wyjątkowy model biznesowy umożliwi Spółce dalszą efektywną pogoń za liderem rynku.

Duże zakupy będą jeszcze większe

Oczekujemy, że GetBack zwiększy do 2,1 mld PLN nakłady (1,6 mld PLN po 9M'17) na nowe portfele w 2017 roku. Pozwoli to na zwiększenie udziału w rynku w Polsce do pozycji dominującej. Ponadto, oczekujemy inwestycji na zagranicznych rynkach takich jak Rumunia, Bułgaria czy Hiszpania. Tak znaczące nakłady będą możliwe dzięki emisji nowych akcji oraz strukturze finansowania opartej na dwóch filarach: funduszach wewnętrznych oraz zewnętrznych. Po intensywnych 9M'17 roku nasza prognoza jest obecnie nieco bardziej optymistyczna (6,1 mld PLN) niż oczekiwania Zarządu, który na nowe portfele chce w sumie przeznaczyć 5,7 mld PLN do końca 2019 roku (zgodnie z założeniami Grupy co do nominalu nabyć portfeli oraz oczekiwanej ceny nabyć w stosunku do wartości nominalnej wierzycelności, przyjętej na przeciętnym poziomie historycznym z lata 2015-2016).

Stabilnie rosnący rynek, ale z wysokiej bazy

Oczekujemy, że Polski rynek wierzycelności będzie stabilnie rósł w tempie 2,5% CAGR przez kolejne 5 lat. Chociaż tempo wzrostu może wydawać się niskie, rok 2016 był wyjątkowy ze względu na dwie duże transakcje przeprowadzone na rynku, tj. sprzedaż portfela wierzycelności przez Pekao oraz zakup PRESCO przez Kruka. Jednocześnie uważamy, że wprowadzenie nowych regulacji (np. IFRS9) będzie korzystnie wpływało na jakość oferowanych portfeli na rynku, tj. krótszy wskaźnik przeterminowania. Dodatkowo oczekujemy, że portfele wystawiane na przetargi będą coraz większe, co spowoduje konsolidację rynku.

Efektywny proces windykacyjny...

Niewątpliwą przewagą konkurencyjną GetBack jest wieloetapowy proces windykacji. Tak jak u głównego konkurenta, filarem pomyślnej egzekucji jest proces polubowny, który w przypadku GetBack często zabezpieczony jest pozwem i wyrokiem sądowym. Pozwala to Spółce nie tylko zapobiec ewentualnemu przedawnieniu sprawy, ale także na kapitalizację odsetek, opłat sądowych oraz kosztów zastępstwa procesowego (KZP) i egzekucyjnego (KZE) do długu. Co ważne GetBack nie umarza długów, ale dostosowuje płatności do możliwości dłużnika. Wierzymy, że pozwoli to w sposób istotny przedłużyć krzywą spłat, która teraz jest konserwatywnie założona na okres 10 lat.

... przekłada się na wyniki

Zysk netto GetBack wzrósł z 10 mln PLN do 200 mln PLN zaledwie w 4 lata. Wyniki są konsekwencją przemyślnych, dobrze wycenionych zakupów portfeli, ale przede wszystkim efektywnego procesu windykacji. Odzyski z nabytych portfeli wzrosły z 121 mln PLN w 2014 roku do 867 mln PLN na koniec 9M'17 roku. Efektywny proces jest też odzwierciedlony w krzywej spłat, która jest wyższa niż u konkurencji. Przejawia się to także w rewaluacjach (weryfikacja prognoz), które wyniosły w 2016 roku 58 mln PLN (30% zysku brutto). Uważamy, że rewaluacje będą się powtarzać w GetBack ze względu na konserwatywne podejście Zarządu oraz audytorów. Zwracamy uwagę, że rewaluacje są integralną częścią biznesu, co pokazują wyniki Kruka (29% zysku brutto w 2016 i 21,5% na koniec 9M'17 roku).

Tempo wzrostu będzie imponujące

W latach 2013-2016 zysk netto GetBack rósł średniorocznie w tempie +171% (CAGR). Uważamy, że ze względu na wyższą bazę, tempo wzrostu musi spaść, ale będzie nadal wyższe niż u konkurencji. Oczekujemy, że 3-letni CAGR prognozowanego zysku netto wyniesie 27%, co przełoży się na ROE na poziomie 26% w 2019 roku. Nasze prognozy wsparte są przez pozytywne rewaluacje (33% zysku brutto w 2017 roku), które uważamy, że spadną stopniowo do 0 w przeciągu następujących 10 lat.

Kompetentny i zmotywowany Zarząd jest jednym z kluczowych czynników sukcesu Spółki

Uważamy, że jednym z kluczowych czynników sukcesu GetBack jest jego kompetentny, silnie zmotywany i nastawiony na wzrost biznesu Zarząd. Zwracamy uwagę na szerokie doświadczenie Zarządu zdobywane w międzynarodowych firmach takich jak Intrum Justitia czy EOS czy KPMG. Zarząd posiada około 3% akcji Spółki.

Powiązania z LC Corp B.V.

Udział portfeli nabytych od podmiotów ze znaczącym udziałem LC Corp B.V. wyniósł odpowiednio 8,25% nakładów w 2015 roku oraz 14,2% nakładów w 2016. W zakresie zobowiązań z tytułu dostaw i usług oraz pozostałych zobowiązań długoterminowych, zobowiązania wobec grupy kapitałowej LC Corp B.V. na dzień 31 grudnia 2016 r. wynosiły odpowiednio 224,9 mln PLN z tytułu nabycia pakietów wierzytelności oraz 41,9 mln PLN z tytułu nabycia certyfikatów inwestycyjnych w funduszach inwestycyjnych zamkniętych. Dodatkowo, w dniu 26 września 2016 r. Spółka zawarła z Getin Noble Bank S.A. umowę kredytową o kredyt inwestycyjny w kwocie 60 mln PLN. W dniu 30 listopada 2016 r. Spółka zawarła z Idea Bank S.A. umowę kredytu obrotowego w rachunku bieżącym do kwoty 4,0 mln PLN. W dniu 8 kwietnia 2014 r. Spółka zawarła z Getin Noble Bank S.A. umowę o kredyt w rachunku bieżącym, na podstawie której Getin Noble Bank S.A. udostępnił Spółce linię kredytową do dnia 6 października 2017 r. do kwoty 20 mln PLN. Uważamy, że wysokość ww. zobowiązań GetBack nie wpływa w żadnym wypadku na niezależność podejmowanych przez GetBack decyzji. Ponadto oczekujemy, że GetBack będzie aktywnie walczył o portfele nieregularne od podmiotów zależnych p. Leszka Czarneckiego, a w szczególności od GNB, który będzie jednym z głównych dostawców na rynku w kolejnych latach (szacujemy 2 mld PLN w 2017 roku).

Ustalamy naszą 9-miesięczną cenę docelową dla GetBack na poziomie 33,38 PLN na akcję

Naszą wycenę GetBack opieramy na trzech metodologiach – wycenie DCF, DDM oraz zysków ekonomicznych – które następnie uśredniamy przypisując każdej metodzie równe wagi. Modele zysków ekonomicznych oraz zdyskontowanych dywidend oparte są na tych samych założeniach czasowych, które można podzielić na dwa etapy: Etap I (lata 2017-26) oraz Etap II (długoterminowa prognoza - kolejne 15 lat).

Na fair 2018 EV/Cash EBITDA GetBack notowany jest z 10% dyskontem do Kruka. Ponadto na 2018P P/E oraz P/BV GetBack notowany jest z odpowiednio 52% i 41% dyskontem do Kruka oraz odpowiednio 43% i 12% dyskontem do grupy porównawczej. Uważamy, że pewne dyskonto jest uzasadnione przez krótką historię GetBack, gorszą sytuację kapitałową oraz znaczącą część zakupów dokonaną w okresie koniunktury gospodarczej, co może, ale nie musi, oznaczać znaczące negatywne aktualizacje w okresie dekonunktury.

Przewagi konkurencyjne i kluczowe cele biznesowe

Zdywersyfikowany model biznesowy

GetBack opiera model biznesowy na dwóch filarach: funduszach własnych oraz funduszach zewnętrznych. Model biznesowy zapewnia Grupie wysoki zwrot z kapitałów własnych, a zarazem pozwala na znacznie wyższe inwestycje niż konkurencja opierająca się jedynie na środkach własnych. Dodatkowo, współpraca z zewnętrznymi podmiotami wymusza na GetBack wysoką jakość usług i dopracowanie procesów operacyjnych według wymagań kontrahentów. Uważamy, że dodatkowa kontrola Spółki ogranicza w sposób istotny ryzyko dla akcjonariuszy.

Proaktywne podejście do rynku wierzytelności

GetBack proaktywnie podchodzi do rynku wierzytelności nie tylko uczestnicząc w przetargach, ale także proponując swoje rozwiązania kontrahentom (np. projekty optymalizacji portfeli, tworzenie struktur optymalizacyjnych). Dzięki temu GetBack potrafi również tworzyć podaż portfeli wierzytelności. GetBack wprowadza też na rynek nowe instrumenty, takie jak np. umowy cyklicznej sprzedaży wierzytelności (forward flow).

- Forward flow: umowa cyklicznej sprzedaży wierzytelności (obecnie Spółka jest stroną 5 takich umów) zawarta została z podmiotami z sektora bankowego oraz telekomunikacyjnego.

Wycena portfeli i doświadczenie

Dzięki bardzo dużej ilości przetargów w jakich GetBack uczestniczy, Spółka wypracowała unikalny know-how na temat rynku oraz wyceny portfeli. Pozwala to na maksymalizację możliwości identyfikacji atrakcyjnych inwestycji oraz precyzyjne kwotowania wybranych portfeli. GetBack buduje też unikalną bazę danych, która może być wykorzystywana do następujących wycen.

Skala działania ma znaczenie

Uważamy, że podjęcie decyzji przez GetBack o uruchomieniu funduszy zewnętrznych było kluczowe dla przyszłości Spółki. W przeciągu 5 lat Spółka zajęła 2 miejsce pod względem wartości nominalnej wierzytelności pod zarządzaniem i jest jednym z liderów mierząc rynek nakładami (w 2015 GetBack był liderem). Dzięki dużej skali działania GetBack jest zapraszany do wszystkich transakcji na rynku, także tych największych oraz efektywniej zarządza kosztami i procesami. GetBack jest obecnie przygotowany do podjęcia znacznie większej ilości spraw.

Skuteczny proces windykacji wsparty przez technologie

GetBack wypracował skuteczny wieloetapowy proces windykacji, który opisujemy w dalszej części tej analizy. Zalicza się do niego korzystanie z najnowszych technologii, które pozwalają na skuteczniejszy kontakt z dłużnikiem oraz umożliwiają analizę dużych zbiorów danych, a także wypracowany proces polubowny, który pomaga w utrzymywaniu kontaktu z dłużnikiem. Proklientowskie podejście skutkuje maksymalizacją spłat, które niejednokrotnie przekraczają plany Spółki oraz wydłużenie okresu realizacji odzysków.

Doświadczony zespół

Zespół menadżerski GetBack zbierał doświadczenie w takich instytucjach jak: KPMG, PZU, BZ WBK AVIVA, Raiffeisen Polbank, EOS czy Intrum Justitia. Bogate doświadczenie przełożyło się na nowe i stabilne relacje z kontrahentami i klientami. Zespół wdraża także innowacyjne rozwiązania, które do tej pory nie były spotykane na polskim rynku windykacyjnym (np. forward flow umowy cyklicznej sprzedaży wierzytelności).

Kluczowe cele biznesowe 2017-2019

Celem grupy przez następne 3 lata jest zbudowanie wiodącej pozycji w zakresie zarządzania wierzytelnościami w Europie Środkowo-Wschodniej ze znaczącą obecnością w wybranych krajach Europy Zachodniej. W latach 2017-2019 grupa ma plan nakładów na poziomie 5,7 mld PLN (4,0 mld PLN z funduszy własnych oraz 1,7 mld PLN z funduszy zewnętrznych).

W segmencie funduszy wewnętrznych Grupa planuje zwiększenie portfeli wierzytelności w Polsce, Rumunii i innych krajach Europy Zachodniej. W latach 2017-2019 GetBack planuje nabyć portfele o wartości nominalnej 25,3 mld PLN, co zakładając utrzymanie ceny na średnim poziomie z lat 2015-16 (15,44%) przekłada się na wartość portfeli w cenie nabycia wynoszącą 4,0 mld PLN. GetBack oczekuje odzysków na poziomie ~1,4-1,6 mld PLN w segmencie funduszy wewnętrznych (zgodnie z danymi historycznymi o nabyciach portfeli w latach 2012-2016, planów Grupy w zakresie nabywania nowych portfeli wierzytelności w latach 2017-2019 oraz modelowej krzywej spłat wierzytelności reprezentującej odzyski w relacji do ceny nabycia).

W segmencie funduszy zewnętrznych grupa GetBack w latach 2017-2019 zamierza nabyć portfele o wartości nominalnej 10,5 mld PLN, co zakładając utrzymanie ceny na średnim poziomie z lat 2015-16 (15,44%) przekłada się na wartość portfeli w cenie nabycia wynoszącą 1,7 mld PLN. W segmencie funduszy zewnętrznych grupa planuje zwiększenie portfeli wierzytelności w Polsce i Rumunii. GetBack zamierza kontynuować, rozpoczęty proces poszerzania współpracy z TFI. Ponadto, GetBack zamierza pozyskiwać kolejnych dużych, światowych klientów global. Jednym z elementów tej działalności było otwarcie przez grupę biura w Londynie.

GetBack: Plan na lata 2017-2019

(mld PLN)	Fundusze własne	Fundusze zewnętrzne Affluent i Global	Razem
Cena nabycia	4,0	1,7	5,7
Odzyski w 2019 r.	~1,4-1,6	~0,8-1,0	~2,2-2,6

Źródło: GetBack, Dom Maklerski mBanku

Zarząd i Rada Nadzorcza

Doświadczony Zarząd

Zarząd GetBack ewaluował wraz z firmą poszerzając się o najlepszych specjalistów z branży windykacyjnej oraz finansowej. Obecny Zarząd GetBack zdobywał swoje kompetencje w międzynarodowych firmach windykacyjnych – Intrum Justitia, EOS czy Ultimo, instytucjach finansowych – PZU, Bank Handlowy, Raiffeisen Polbank czy BZ WBK Aviva oraz audytorskich takich jak KPMG. Szeroki przekrój doświadczenia pozwala Zarządowi szerzej spojrzeć na rynek oraz wyszukiwać rozwiązań skrojonych na miarę poszczególnych branż takich jak np. ubezpieczyciele czy instytucje finansowe. Poniżej, krótka charakterystyka obecnego Zarządu.

W skład Zarządu wchodzi od jednego do sześciu członków. Liczbę członków Zarządu określa Rada Nadzorcza. Członkowie Zarządu są powoływani i odwoływani przez Radę Nadzorczą. Członkowie Zarządu są powoływani na wspólną trzyletnią kadencję. Kadencja całego Zarządu upływa 27 kwietnia 2018 roku.

Konrad Kąkolewski (CEO): W GetBack od początku działalności jako Prezes Zarządu, odpowiedzialny m.in. za strategię rozwoju i business development. Ponad 20 lat doświadczenia w sektorze finansowym: audyt bankowy, sprawozdawczość finansowa i rachunkowości oraz restrukturyzacja finansowa. Poprzednio m.in. w KPMG, Banku Handlowym i PZU.

Anna Paczuska (COO): Odpowiedzialna m.in. za operacje. Od 18 lat związana z branżą zarządzania wierzytelnościami. Posiada szeroką wiedzę z zakresu przepisów ustawowych i wykonawczych. Poprzednio m.in. w EOS KSI i Intrum Justitia.

Paweł Trybuchowski (Wiceprezes Zarządu): Odpowiedzialny m.in. za zakupy i wycenę portfeli. 17-letnie doświadczenie w firmach zarządzających wierzytelnościami. Poprzednio m.in. w Kancelarii Corpus Iuris, Ultimo i Intrum Justitia.

Bożena Solska (CFO): Odpowiedzialna m.in. za rachunkowość i zarządzanie finansami. Ponad 20 lat doświadczenia w sektorze finansowym, specjalistka w zakresie zarządzania finansami przedsiębiorstw, rachunkowości i sprawozdawczości oraz audytu. Poprzednio m.in. w TU Warta, BZ WBK AVIVA, PZU, KPMG.

Mariusz Brysik (członek Zarządu): Radca Prawny odpowiedzialny m.in. za procedury formalno-prawne i compliance. 14-letnie doświadczenie w zakresie doradztwa prawnego ze szczególnym uwzględnieniem branży zarządzania wierzytelnościami. Poprzednio m.in. w Getin Noble Bank.

Marek Patuła (członek Zarządu): Ponad 20-letnie doświadczenia w branży finansowej i bankowości. Pierwsze lata kariery były związane z zarządzeniem regionem biznesowym Raiffeisen Bank w Poznaniu oraz pionem bankowości korporacyjnej oraz SME. Ponad 8 lat temu został powołany do Zarządu banku Raiffeisen, gdzie odpowiadał za obszar bankowości detalicznej, zaś 4 lata temu po akwizycji Polbank EFG SA i połączeniu z Raiffeisen, przejął odpowiedzialność za obszar ryzyka.

Trzech członków Zarządu Spółki posiada pośrednio niekontrolujący udział w kapitale zakładowym Spółki (razem 2,96%) poprzez posiadane udziały w spółce pośrednio kontrolującej Emitenta.

Rada Nadzorcza

W skład Rady Nadzorczej wchodzi od trzech do siedmiu członków powoływanych i odwoływanych przez Walne Zgromadzenie Spółki. Członkowie Rady Nadzorczej są powoływani na wspólną trzyletnią kadencję. Kadencja całej RN upływa 28 kwietnia 2018 roku.

William Kenneth Maynard (przewodniczący Rady Nadzorczej): W GetBack od stycznia 2017 Członek Chartered Institute of Bankers. Posiada ponad 40 letnie doświadczenie w zakresie usług finansowych, uznany specjalista na rynku transakcji wierzytelności. Jego doświadczenie zawodowe to, m.in.: Lloyds Bank, Yorkshire Building Society, Woodchester Credit Lyonnais, Next Group plc, GE Capital Woodchester, Cabot Financial, Advent Global PE, Ultimo S.A., Tessera Group, Bluestone Credit Man. Ltd. Credit Services Association. Był jednym z założycieli Debt Buyers and Sellers Group.

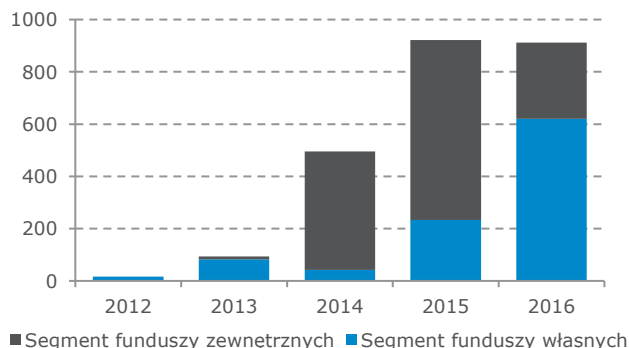
Pozostali członkowie Rady Nadzorczej GetBack to Wojciech Łukawski, Jarosław Śliwa, Rafał Morlak oraz Rune Mou Jepsen.

Krzywa i możliwości zakupowe GetBack

Zdywersyfikowany model zakupowy

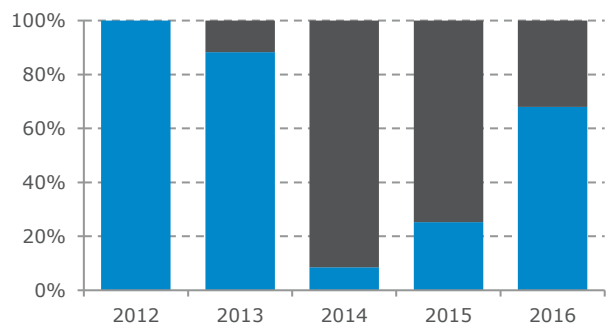
Do istotnych przewag konkurencyjnych GetBack należy zaliczyć model zakupu portfeli wierzytelności, który oparty jest na dwóch filarach: i) zakupach z funduszy wewnętrznych oraz ii) zakupach z funduszy zewnętrznych. Model wsparcia zakupów przez fundusze zewnętrzne jest wynikiem niskiej bazy kapitałowej jaką Spółka posiadała na początku swoich operacji. Zdywersyfikowany model biznesowy pozwolił GetBack na szybszy wzrost oraz większą skalę działalności. Dzięki dodatkowym funduszom GetBack nie musi rezygnować w przetargach z atrakcyjnych portfeli oraz istotnie zwiększył możliwości zakupowe także odnośnie pojedynczych bardzo dużych portfeli. GetBack w przetargach występuje w roli nabywającego i zarządzającego transakcją. Fundusze zewnętrzne spowodowały również, że biznes jest transparentny i zdefiniowany przez wysokie wymagania partnerów biznesowych (głównie TFI).

Cena nabycia portfeli netto (mln PLN)



Źródło: GetBack, Dom Maklerski mBanku

Udział segmentów w nakładach

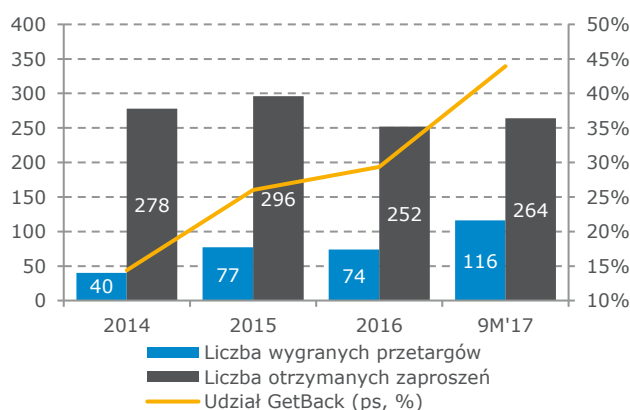


Źródło: GetBack, Dom Maklerski mBanku

Przetargi i historyczne zakupy GetBack

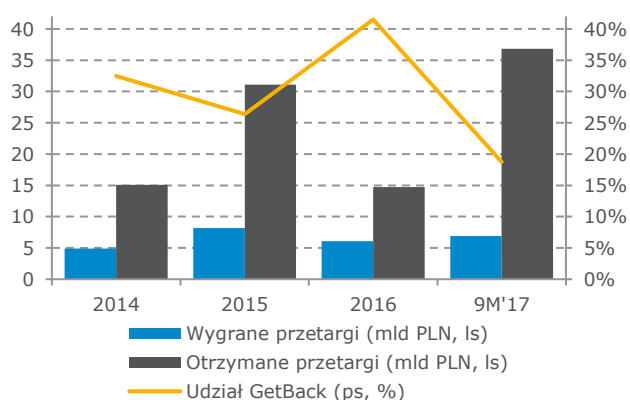
W przeciągu ostatnich 5 lat łączna wartość nominalna zarządzanych przez Grupę wierzytelności wzrosła do 28 mld PLN, przy liczbie obsługiwanych spraw na poziomie 3,6 mln. Szczególnie silne pod względem zakupów były lata 2014-16, gdzie Spółka wsparta przez fundusze zewnętrzne nabyła 16,9 mld PLN nominalu spraw co spowodowało, że GetBack stał się jednym z liderów całego rynku. Od 2014 roku do końca września 2017 roku GetBack otrzymał 1 090 zaproszeń do przetargów o wartości nominalnej 97,7 mld PLN, z czego wygrał 307 przetargów o wartości nominalnej około 26,1 mld PLN.

Liczba przetargów wygranych



Źródło: GetBack, Dom Maklerski mBanku

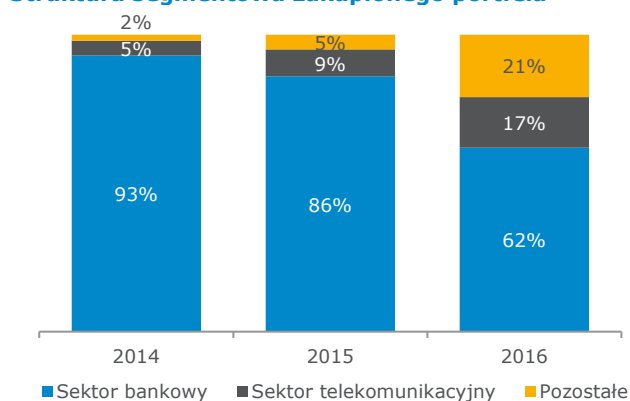
Przetargi wygrane (wartość nominalna)



Źródło: GetBack, Dom Maklerski mBanku

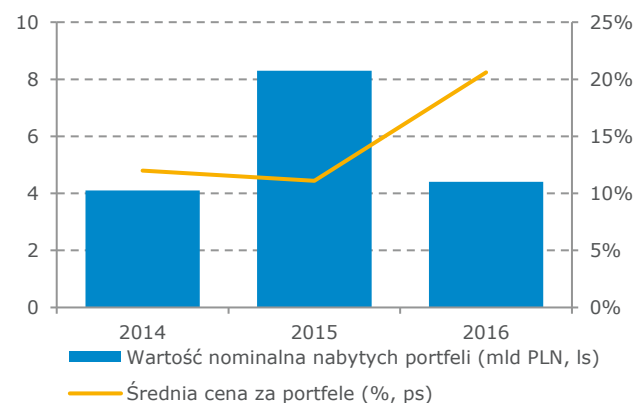
GetBack dywersyfikuje strukturę segmentową portfeli nabywanych. W 2014 roku 93% zakupionych portfeli należało do sektora bankowego a jedynie 5% do telekomów. Tymczasem w 2016 roku już tylko 62% portfeli nabywanych przez GB było z sektora bankowego a 17% z rynku telekomunikacyjnego. Zmiana struktury została odzwierciedlona we wzroście średniej ceny jaką GetBack płacił za portfele z 12,0% w 2014 roku do 20,6% w 2016. Należy jednak nadmienić, że portfele telekomunikacyjne charakteryzują się około 3-krotnie wyższą ceną od portfeli bankowych, ale ich jakość i rentowność jest również na znacząco wyższym poziomie, co zostało odzwierciedlone w wynikach finansowych Spółki. Uważamy, że GetBack będzie starał się utrzymać wysoki udział portfeli telekomunikacyjnych w zakupach, chociaż naszym zdaniem będzie to trudne do osiągnięcia ze względu na ograniczenia rynkowe wynikające z podaży.

Struktura segmentowa zakupionego portfela



Źródło: GetBack, Dom Maklerski mBanku

Średnia cena za portfel



Źródło: GetBack, Dom Maklerski mBanku

Wycena nabywanych wierzytelności

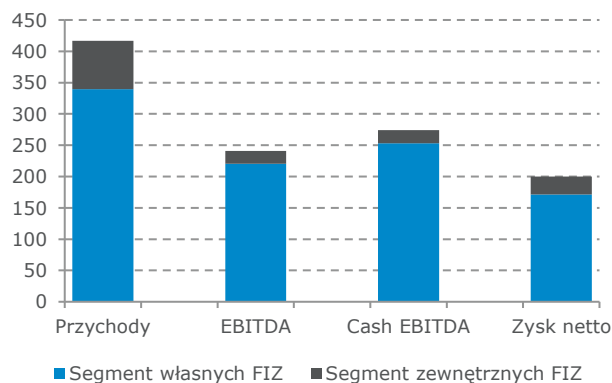
Wycena wierzytelności jest jednym z najważniejszych procesów w grupie GetBack. Uważamy, że wartość godziwa przez ostatnie lata została wyznaczana w sposób konserwatywny, co przejawia się w znaczących aktualizacjach. GetBack ustala wartość godziwą nabywanych portfeli jako sumę zdyskontowanych oczekiwanych strumieni pieniężnych, w kwocie różnicy pomiędzy przyszłymi wpływami z tytułu ściągniętych wierzytelności a kosztami dochodzenia roszczeń na drodze polubownej, sądowej oraz komorniczej. W swoich szacunkach Zarząd zakłada wysokość stopy dyskontowej, wysokość odzysków z danego portfela, zabezpieczenia na portfelu oraz zbliżoną do siebie charakterystykę należności. Krzywa stosowana do każdego nabywanego portfela wierzytelności dobierana jest indywidualnie bazując na wiedzy eksperckiej Spółki. Dla przykładu przy wycenie pakietów wierzytelności na koniec 2016 roku przyjęto następujące założenia:

- Stopa dyskontowa – od 1,2% do 86,5% (znacząca rozpiętość wynika z uwzględnienia skrajnych przypadków nabytych portfeli. Standardowo poziom stopy dyskontowej znajduje się w przedziale 17%-25% - takie poziomy stanowią podstawę do podejmowanych decyzji inwestycyjnych).
- Okres, za który oszacowano wpływy to styczeń 2017 – grudzień 2026

Segment Własnych FIZ

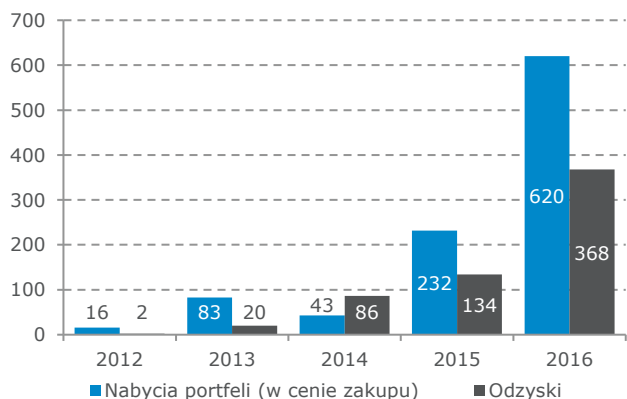
Segment portfeli własnych jest dominujący w grupie GetBack i odpowiada za 92,5% cash EBITDA oraz 85,5% zysku netto. Wartość bilansowa portfeli wierzytelności funduszy z segmentu własnego wzrosła ze 188 mln PLN (2014) do 1 020 mln PLN (2016). Nakłady w segmencie wzrosły z 16 mln PLN w 2012 roku przez 232 mln PLN w 2015 do 620 mln PLN w 2016 (nakłady zawierają wartość netto pożyczek dla osób zadłużonych w kwocie 55,6 mln PLN). Segment jest wspierany przez aktualizacje wartości portfela, która w latach 2014, 2015, 2016 wyniosła odpowiednio 18,3 mln PLN, 4,7 mln PLN oraz 56,4 mln PLN. Aktualizacja wynikała z realizacji odzysków powyżej zakładanych wyjściowych krzywych. GetBack ocenia ERC segmentu funduszy własnych na 4,2 mld PLN.

Wyniki finansowe w podziale na segmenty (mln PLN)



Źródło: GetBack, Dom Maklerski mBanku

Nabycia portfeli oraz odzyski w segmencie wewnętrznym

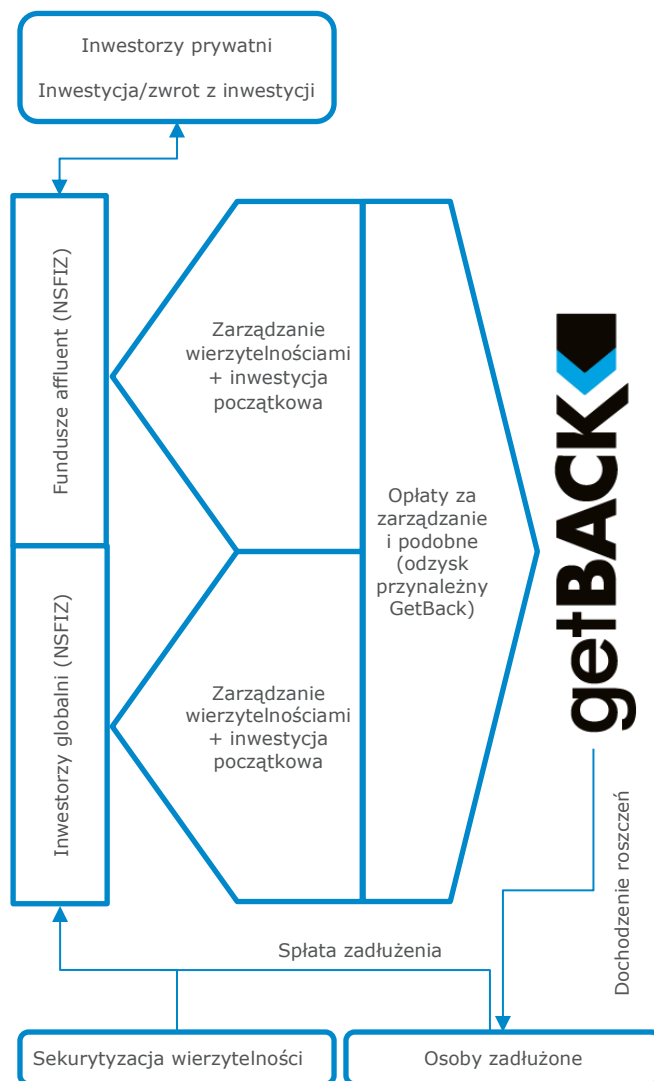


Źródło: GetBack, Dom Maklerski mBanku

Segment Zewnętrznych FIZ (klienci affluent i global)

GetBack zdecydował się na skorzystanie z funduszy zewnętrznych (klienci affluent i global) ze względu na własną sytuację kapitałową, która ograniczała możliwości zakupowe Spółki. Pomimo znaczącego wzrostu funduszy własnych GetBack kontynuuje i zamierza kontynuować współpracę z zewnętrznymi funduszami. Pozwalają one na lepsze wykorzystanie potencjału obsługi wierzytelności, który znacząco przekracza skalę obecnie zarządzanych funduszy własnych. Korzystanie z funduszy zewnętrznych pozwala GetBack na aktywne uczestniczenie w przetargach oraz wykorzystywanie okazji inwestycyjnych, pomimo braków własnych środków. GetBack nabywa portfele na rachunek funduszy zewnętrznych i zarządza nimi pobierając optymalne wynagrodzenie uzależnione od efektów (% wartości aktywów w skali roku, i/lub % przychodów netto z wierzytelności.) Przychody z portfeli nabytych przez fundusze zewnętrzne rozliczane są po pokryciu opłaty za zarządzanie oraz innych kosztów funduszy oraz kosztów dochodzenia wierzytelności (opłaty sądowe, opłaty administracyjne czy koszty korespondencji). Dystrybucja certyfikatów funduszy odbywa się za pośrednictwem domów maklerskich oraz banków. Minimalna wartość inwestycji wynosi równowartość 40 tys. EUR. Fundusze sekurytyzacyjne we współpracy z GetBack są lub były oferowane przez Altus TFI, Trigon TFI, Noble Funds TFI, Open Finance TFI czy Saturn TFI. Certyfikaty funduszy mogą być uprzywilejowane co do wykupu i wypłaty środków. Po zaspokojeniu uprzywilejowanych inwestorów, środki mogą być wypłacone pozostałym uczestnikom, w tym GetBack. W latach 2015-2016 592 klientów nabyło łącznie 785.478 certyfikatów inwestycyjnych funduszy z Grupy w ramach 19 emisji prywatnych. W przypadku funduszy, w których występuje mechanizm umarzania certyfikatów, w zależności od funduszu, średni okres czasu, w jakim GetBack S.A. z uczestnika mniejszościowego staje się jednym uczestnikiem wynosi około 4 lata.

Model współpracy z funduszami zewnętrznymi



Źródło: GetBack, Dom Maklerski mBanku

Klienci affluent

Altus
Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

TRIGON
DOM MAKLESKI

NOBLE FUNDS
TOWARZYSTWO FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH S.A.

open tfi

Saturn Funds

Źródło: Strony internetowe funduszy, Dom Maklerski mBanku

Gwarancja stopy zwrotu

Obecnie fundusze zewnętrzne objęte gwarantowaną stopą zwrotu to fundusze zarządzane przez Trigon TFI. Parametry funduszy zostały tak ustalone, aby dodatkowe zakupy certyfikatów przez GetBack nie były konieczne. Oznacza to, że w przy oczekiwanych spłatach (zgodnych z krzywą), fundusze zewnętrzne objęte gwarancjami dysponować będą środkami pieniężnymi wystarczającymi do umorzenia certyfikatów zgodnie z przyjętym harmonogramem. Gwarantowana minimalna stopa zwrotu była na poziomie 5.0% dla następujących funduszy – Centauris Windykacji NS FIZ, Trigon Profit XXII NS FIZ, Trigon Profit XXIII NS FIZ. W pozostałych funduszach, gdzie gwarantowana jest minimalna stopa zwrotu, wynosi ona 6.0%.

Klienci Global

Poprzez segment klientów globalnych GetBack definiuje wspólne inwestowanie wraz z podmiotami spoza Grupy (głównie inwestorami zagranicznymi) w certyfikaty wybranych funduszy inwestycyjnych z siedzibą w Polsce w celu zakupu portfeli wierzytelności przez te fundusze, a następnie zarządzanie tymi portfelami samodzielnie przez Emitenta lub wspólnie z innym serwisem. Obecnie GetBack współpracuje z PRA Group (fundusz Omega).

Nabycie portfeli wierzytelności dokonywane jest przez fundusz inwestycyjny i ze środków funduszu. Przychody z portfeli wierzytelności nabytych do funduszu inwestycyjnego, w którym większościowym uczestnikiem jest inwestor zagraniczny, a mniejszościowym uczestnikiem jest Emitent, rozliczane są następująco: w pierwszej kolejności pokrywana jest opłata za zarządzanie portfelem wierzytelności funduszu, następnie pokrywane są inne koszty funduszu, w szczególności koszty windykacji (opłaty sądowe, opłaty administracyjne, koszty korespondencji itp.). Ze względu na to, że inwestor zagraniczny posiada uprzywilejowane certyfikaty inwestycyjne funduszu, przysługuje mu pierwszeństwo w wypłacie dochodu funduszu w kwocie określonej w statucie funduszu. Po zaspokojeniu jego roszczenia wynikającego ze statutu pozostałe dochody wypłacane są pozostałym uczestnikom, w tym GetBack.

Zakupy w funduszach zewnętrznych

Nabycia portfeli na fundusze zewnętrzne znacznie przyspieszyły w 2014 roku. Nabycia portfeli netto na fundusze zewnętrzne wyniosły w 2013 roku 11 mln PLN, aby wzrosnąć do 453 mln PLN w 2014, rekordowych 689 mln PLN w 2015 roku i 292 mln PLN w 2016 roku. GetBack chce nadal korzystać z funduszy zewnętrznych w relacji 1:2 do funduszy zewnętrznych (1:1 na koniec 9M'17).

W przypadku niektórych transakcji portfel jest nabywany na własny fundusz, aby następnie został przeniesiony na fundusz zewnętrzny. Mechanizm ten ułatwia alokację nabytych portfeli pomiędzy fundusze oraz stanowi odpowiedź na oczekiwania sprzedających, którzy preferują ograniczenie liczby podmiotów biorących udział w transakcji.

Nabycia portfeli netto*, (w cenie nabycia, mln PLN)

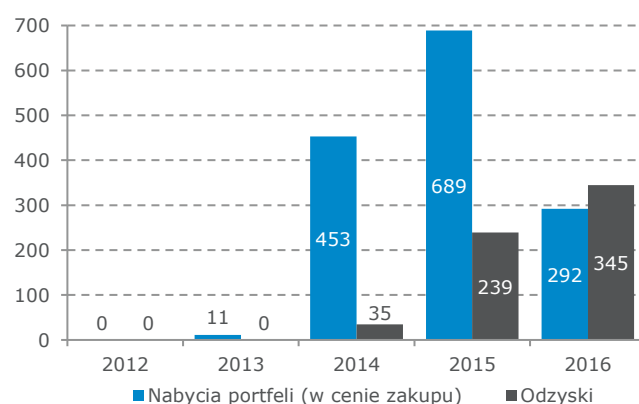
	Fundusze własne	W tym portfele nabyte od zew. FIZ	Zewnętrzne FIZ	W tym portfele nabyte od własnych funduszy
2012	15,5	-	-	-
2013	82,7	-	11	3,7
2014	42,7	-	452,6	323,6
2015	232,2	263	689,3	142
2016**	620,3	170,6	291,5	230,3
Razem	993,5	433,6	1 444,3	699,6

* Kwota nabyć netto oznacza cenę nabycia portfeli, które nie zostały nabyte w celu przeniesienia.

** Zawiera w 2016 r. wartość netto pożyczek udzielonych osobom zadłużonym w kwocie 55,6 mln PLN.

Źródło: GetBack, Dom Maklerski mBanku

Nabycia portfeli oraz odzyski w segmencie zewnętrznym



Źródło: GetBack, Dom Maklerski mBanku

Jednocześnie, odzyski z portfela wzrosły z 35 mln PLN w 2014 roku do 345 mln PLN, zaś przychody z 12,7 mln PLN do 77,2 mln PLN w analogicznym okresie. Przekłada się to na spadek wskaźnika przychody/odzysk z 33,4% w 2014 do 25,4% w 2016, co Spółka tłumaczy poprzez realizację większej wartości spłat z portfeli hipotecznych, obniżeniem spłat z KZP/KZE (występuje głównie w początkowym okresie po nabyciu portfela) oraz rozpoczęciem działalności poza grupą Idea Banku. Ponadto w przychodach funduszy zewnętrznych uwzględnione są udziały w zyskach (stratach) jednostek stowarzyszonych, które były bliskie zeru w 2014, +11,7 mln PLN w 2015 roku i -10,7 mln PLN w 2016 roku. Strata w 2016 roku wynikała ze zmiany wartości certyfikatów OMEGA NS FIZ (wycena spadła w 2016 roku ze względu na wypłatę dochodu). Spółka szacuje, że ERC przynależne dla GetBack z funduszy zewnętrznych wynosi 1,32 mld PLN (ERC dla całych funduszy zewnętrznych to 4,25 mld PLN).

Bazując na danych historycznych GetBack księgował 36% (w 2014 roku) do 25% (w 2016 roku) przychodów z tytułu zarządzania funduszami zewnętrznymi.

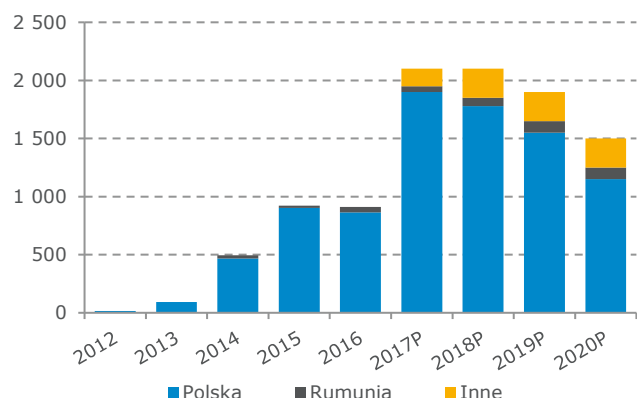
Potencjał do dalszych zakupów

Uważamy, że nakłady GetBack na nowe portfele znacząco wzrosną w kolejnych latach. Przewidujemy potencjał polskiego rynku na 17,8 mld PLN nominalu w 2017 roku, co oznacza wzrost prawie o 1 mld PLN R/R. Uważamy, że polski rynek znowu zostanie zasilony w 2017 roku przez znaczące transakcje jednorazowe (np. portfele Getin Noble Bank o wartości 1-2 mld PLN czy portfele Banku Pekao) tak jak to miało miejsce w 2016 roku (portfel Pekao). Z drugiej strony oczekujemy normalizacji na rynku rumuńskim do poziomu 2,9 mld PLN wartości nominalnej z 6,7 mld PLN w 2016 roku.

Ponadto uważamy, że w przypadku problemów z podażą na rynku polskim oraz rumuńskim GetBack jest przygotowany do dalszej ekspansji geograficznej. W naszych prognozach zakładamy, że GetBack podaży śladem największego polskiego konkurenta Kruka do Hiszpanii (wygrał 1 przetarg o wartości nominalnej 2,7 mld PLN, chociaż jeszcze go nie sfinalizował, oraz przetarg o wartości nominalnej 246 mln EUR).

Uważamy, że potencjał zakupowy GetBack zasilony przez podniesienie kapitału oraz fundusze jest na tyle duży, że pozwoli na nakłady w wysokości 2,1 mld PLN w 2017 i 2018 roku oraz 1,9 mld PLN w 2019 roku. Nasza prognoza jest nieco powyżej oczekiwań GetBack na poziomie 5,7 mld PLN w latach 2017-2019.

Nakłady na nowe portfele GetBack

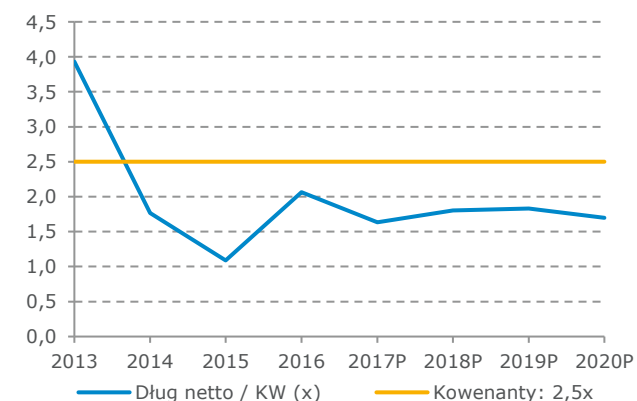


Źródło: GetBack, Dom Maklerski mBanku

Oczekujemy, że alokacja nakładów po raz pierwszy w znaczącym stopniu będzie skierowana również poza granice Polski. Oczekujemy, że w 2017 roku GetBack wyda 1,9 mld PLN w Polsce, 50 mln PLN w Rumunii oraz 150 mln PLN na nowym rynku (Hiszpania). W ujęciu nominalnym oczekujemy, że w 2017 roku GetBack osiągnie 48% udział w Polskim rynku wierzytelności.

Uważamy, że GetBack może sobie pozwolić na tak znaczące inwestycje ze względu na nowy kapitał, który zostanie podniesiony podczas procesu IPO oraz wysokiemu ROE. Wysoki wzrost z kapitałów własnych powoduje, że wskaźnik długu netto do kapitałów własnych spadnie z 2,1x do 1,8x w 2019 roku.

Wskaźnik zadłużenia GetBack

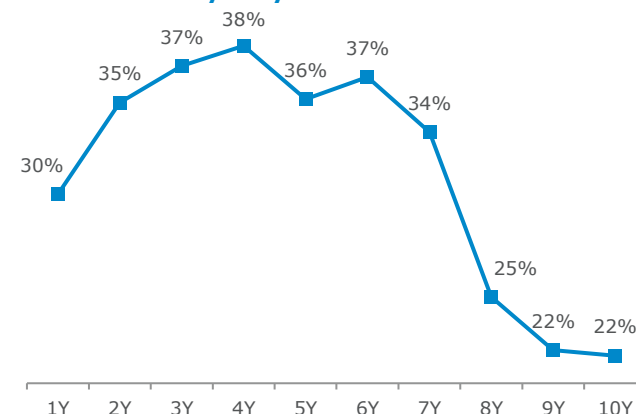


Źródło: GetBack, Dom Maklerski mBanku

Krzywa spłat

Bazując na rzeczywistych wpływach spłat, Spółka sporządziła tzw. krzywą spłat, czyli uśredniony historyczny rozkład wpływów pieniężnych z tytułu nabytych pakietów wierzytelności ujętych jako udział w wartości nakładów na zakup pakietów. Ze względu na krótką historię GetBack krzywa oparta na historycznych danych składa się jedynie z 4 lat. Poza okresem historycznym (lata 1-4 – na bazie realizacji odzysków w latach 2012-2016), krzywa modelowa stanowi uśrednienie krzywych wykorzystywanych przez Spółkę do oceny potencjalnych spłat z posiadanych portfeli wierzytelności. Całkowita wartość spłat implikowanych przez krzywą modelową w okresie 10 lat wynosi w przypadku Grupy 315,2% ceny nabycia.

Historyczna i modelowa krzywa odzysków w stosunku do ceny nabycia



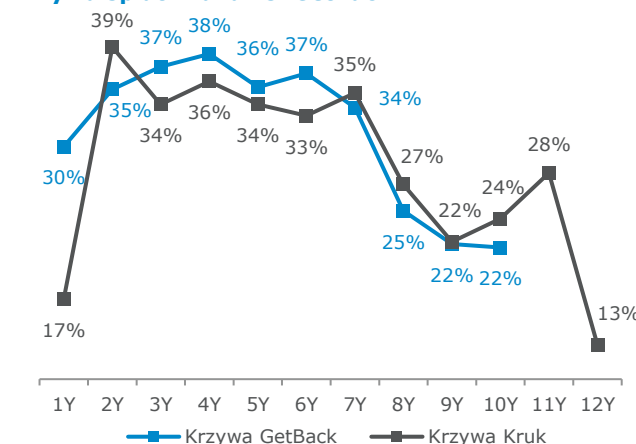
Źródło: GetBack, Dom Maklerski mBanku

Spłaty w kolejnych latach jako % nakładu z lat poprzednich

	1Y	2Y	3Y	4Y
2012	30,9%	33,7%	31,5%	38,4%
2013	38,5%	35,4%	38,7%	
2014	28,0%	35,3%		
2015	30,7%			
Razem	30,3%	35,3%	37,3%	38,4%

Źródło: GetBack, Dom Maklerski mBanku

Krzywa spłat Kruka vs. GetBack

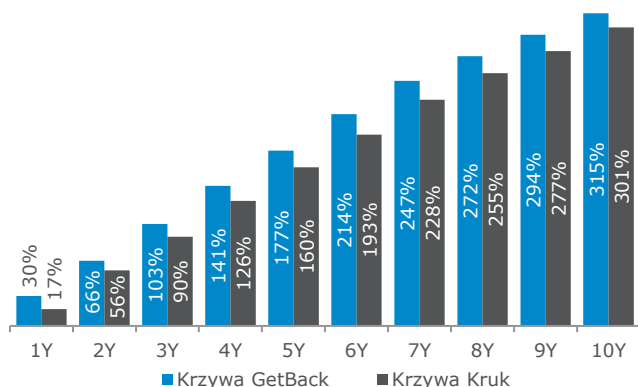


Źródło: GetBack, Dom Maklerski mBanku

W porównaniu do 10-letnich krzywych i dłuższych spłat spółek porównywalnych (IJ, B2Holding czy nawet Kruk), historyczna krzywa spłat GetBack (za lata 2012-2016) charakteryzuje się wysoką spłacalnością. Oznacza to, że w

połączeniu ze średnią krzywą dla pozostałych 6 lat, rentowność GetBack jest najwyższa. Czynniki, które kształtują krzywe to kontaktowalność, skuteczność polubownego działania, skuteczność windykacji sądowej, zachowanie osób zadłużonych, sytuacja makroekonomiczna czy w końcu otoczenie operacyjne. W GetBack wysokie odzyski w pierwszych 4 latach są pochodną nie tylko wysokiej kontaktowalności, automatyzacji oraz nowoczesnego skip tracinu, ale samego procesu, który pozwala kapitalizować do długu karne odsetki oraz KZP/KZE.

Skumulowane krzywe spłat



Źródło: GetBack, Kruk, Dom Maklerski mBanku

Uważamy, że GetBack będzie w stanie utrzymać relatywnie wysoką skumulowaną wartość spłat (jako procent wartości godziwej portfela) w długim terminie. W naszej opinii Spółka dysponuje przewagą konkurencyjną w postaci skiptracinu, baz danych oraz efektywnego procesu windykacyjnego, który nie pozwala na przedawnienia spraw. Dotychczasowe doświadczenia GetBack wskazują, że fakt naliczania dodatkowych odsetek oraz kosztów KZP/KZE przez firmę windykacyjną nie wpływa znacząco na chęć dłużnika do zawarcia umowy, a później na terminowość obsługi kolejnych płatności.

Z drugiej strony sądzimy, że znaczący popyt na wiarytelności ze strony GetBack przełoży się na coraz szersze inwestycje za granicą. Konsekwencją tego może być obniżenie krzywej spowodowane gorszą efektywnością na rynkach zagranicznych. Na krzywą GetBack szczególnie wpływ mogą potencjalnie mieć zakupy w Europie Zachodniej, gdzie Spółka ma najmniejsze know-how rynkowe.

Kapitalizowanie odsetek i kosztów sądowych

Od momentu pozwania przed sądem sprawy dłużnika GetBack ma możliwość kapitalizacji zadłużenia i żądania dalszych odsetek. Dodatkowo na podstawie wyroku lub nakazu zapłaty GetBack może żądać doliczenia kosztów opłat sądowych oraz kosztów zastępstwa procesowego/egzekucyjnego (KZP/KZE). Pozew zapobiega przedawnieniu sprawy przez kolejne 10 lat. Jednocześnie po złożeniu pozwu GetBack stara się zawrzeć umowę z klientem, która nie zawiera umorzeń. Uważamy, że taki model biznesowy maksymalizuje zwrot z zakupionego portfela, co przekłada się z kolei na wyższą krzywą w początkowym okresie. W 2016 roku GetBack wniósł 320 tysięcy spraw do e-sądów oraz 40 tysięcy do sądów właściwych. W tym samym czasie liczba spraw przyrosła z 1,0 mln do 2,1 mln (o +1,1 mln).

Opłaty i koszty

Opłata sądowa – W przypadku pozwania sprawy w EPU (e-sąd, Elektroniczne Postępowanie Upominawcze) opłata sądowa wynosi 1,25% wartości przedmiotu sporu (wps), ale nie mniej niż 30 PLN. W przypadku sądu właściwego opłata wynosi 5% wartości przedmiotu sporu, zaś za sprawy z uznaniem długu opłata wynosi 1,25%. W przypadku, gdy sąd wydał nakaz zapłaty, a dłużnik nie wniósł sprzeciwu 75% uiszczonej opłaty (w przypadku 5%) zostaje zwrócona (efektywna 1,25%).

Opłata manipulacyjna – 1% od opłaty sądowej

Opłata skarbową od pełnomocnictwa – 17 PLN za jedno pełnomocnictwo.

KZP – Stawka liczona zgodnie z obowiązującymi przepisami:

Stawka liczona w EPU

Przedział wps (PLN)	Koszt (PLN)
Do 500	60
500 – 1 500	180
1 500 – 5 000	600
5 000 – 10 000	1 200
10 000 – 50 000	2 400
50 000 – 200 000	3 600
200 000 – 5 000 000	7 200
Powyżej 5 000 000	25 000

Źródło: GetBack, Dom Maklerski mBanku

Stawka liczona w sądzie właściwym

Przedział wps (PLN)	Koszt (PLN)
Do 500	90
500 – 1 500	270
1 500 – 5 000	900
5 000 – 10 000	1 800
10 000 – 50 000	3 600
50 000 – 200 000	5 400
200 000 – 2 000 000	10 800
2 000 000 – 5 000 000	15 000
Powyżej 5 000 000	25 000

Źródło: GetBack, Dom Maklerski mBanku

W postępowaniu o nadaniu klauzuli na rzecz następcy prawnego wiarytelność nie jest kapitalizowana (wysokość naliczanych odsetek się nie zwiększa), ale powiększana jest o stałe koszty. Do stałych kosztów zaliczają się:

Opłata sądowa – 50 PLN

Opłata skarbową – 17 PLN

KZP – 120 PLN

KZE – KZE naliczane jest w zależności od wysokości egzekwowanego świadczenia (+ zaliczka komornicza):

Koszty zastępstwa egzekucyjnego

Przedział świadczenia (PLN)	Koszt (PLN)
Do 500	22,5
500 – 1 500	67,5
1 500 – 5 000	225
5 000 – 10 000	450
10 000 – 50 000	800
50 000 – 200 000	1 600
200 000 – 2 000 000	2 700
2 000 000 – 5 000 000	3 750
Powyżej 5 000 000	7 500

Źródło: GetBack, Dom Maklerski mBanku

Przykład:

Zakładamy, że GetBack kupił wierzytelność w wysokości 9 200 PLN (średnia nominalna wartość sprawy na koniec 2016 roku). Dla celów modelowych zakładamy, że odsetki od tej kwoty stanowią 20% wierzytelności. W momencie procesu odsetki kapitalizują się do łącznej kwoty 1 200 PLN.

Przykład kapitalizowania kosztów w e-sądzie

Koszty sądowe i procesowe	(PLN)
Wierzytelność nabyta	9 200,00
Skapitalizowanie odsetek	11 040,00
	+
Opłata sądowa = 1,25%	138,00
	+
Opłata manipulacyjna	1,38
	+
Opłata skarbową	17,00
	+
KZP	1 200,00
Razem	12 396,38
Różnica	+34,7%

Źródło: Dom Maklerski mBanku

Pożyczki

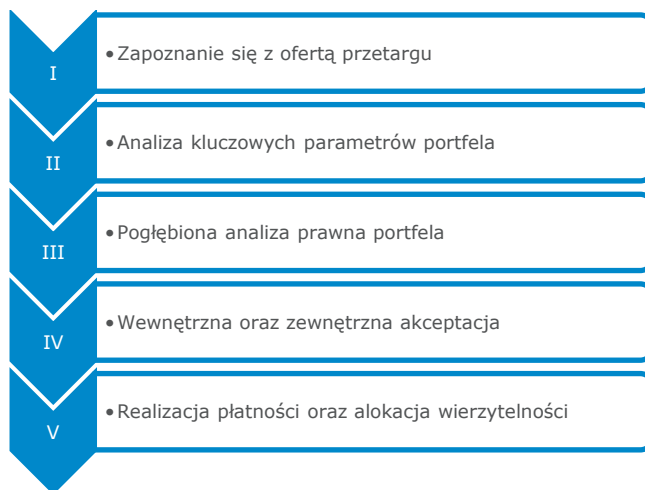
GetBack wzorem innych firm windykacyjnych rozpoczął pilotażowy program pożyczkowy o nazwie „Program Pożyczek Rehabilitacyjnych”. Pożyczki są udzielane w celu spłaty zadłużenia i wykreślenia ich z listy BIG. Uważamy, że działalność ta pozostanie marginesem działalności GetBack o niskiej skali działalności na rynku. Ponadto uważamy, że w obecnym środowisku politycznym biznes wysokomarżowych pożyczek jest szczególnie narażony na ryzyko regulacyjne. Pożyczki przywracają do „krwioobieg” systemu finansowego dłużników, którzy nie mogą liczyć na kredyty w tradycyjnych instytucjach ze względu na swoją historię (dane w BIK, BIG czy ERIF). Należności z tytułu udzielonych pożyczek wyniosły na koniec 2016 roku 12,1 mln PLN i wygenerowały przychód netto w wysokości 1,1 mln PLN.

Wieloetapowy proces nabywania wierzytelności

Proces nabywania wierzytelności jest jednym z najważniejszych procesów w firmie windykacyjnej. Zła ocena wartości portfela może w przyszłości rzutować na oczekiwany zwrot, a co za tym idzie dochodowość biznesu. Proces wyceny jest wieloetapowy, potwierdzany przez niezależny podmiot. Dodatkowo podczas procesu

podejmowane są decyzje czy portfel zostanie zakupiony na własny fundusz czy zewnętrzny. Od początku 2014 roku GetBack otrzymał łącznie 879 zaproszeń do przetargów o wartości nominalnej ok. 65 mld PLN. Dzięki uczestniczeniu w tak dużej ilości przetargów GetBack zdobywa unikalne know-how dotyczące rynku i składu portfeli, które są oferowane. Ma to kluczowe znaczenie w momencie, kiedy portfel jest wystawiany po raz drugi na przetarg w zmodyfikowanej formie. Pozwala to Spółce sprawniej ocenić ryzyko oraz wartość oferowanych należności.

Etapy procesu nabywania wierzytelności



Źródło: GetBack, Dom Maklerski mBanku

Etap I: Zapoznanie się z ofertą przetargu

W I etapie GetBack zapoznaje się z ofertą przetargu. Standardowe portfele wystawione do przetargu opiewają na nominal o wartości do 200 mln PLN. Optymalna wartość portfela według GetBack znajduje się w przedziale 200 mln PLN – 1 mld PLN. Na rynku pojawiają się także okazjonalnie portfele o wartości od 1 mld PLN do 3 mld PLN (np. portfel Pekao w 2016 roku).

Etap II: Analiza kluczowych parametrów portfela

Aby oszacować rzeczywistą wartość portfela GetBack przeprowadza analizę danych źródłowych. GetBack przeprowadza również due-diligence dokumentacji dotyczącej portfela, a następnie przeprowadza segmentację wierzytelności, analizę statystyczną, aby na końcu oszacować możliwe odzyski z portfela.

Etap III: Analiza kluczowych parametrów portfela

Po przeprowadzeniu wstępnych badań na oferowanym portfelu, GetBack przeprowadza pogłębioną analizę prawną. Portfel jest analizowany przez Kancelarię Prawną GetBack. Analiza ta pozwala Spółce na opracowanie optymalnego schematu postępowania oraz nadanie priorytetów poszczególnym sprawom (np. zbliżające się przedawnienia).

Etap IV: Wewnętrzna oraz zewnętrzna akceptacja

Po analizie portfeli następuje przygotowanie rekomendacji przez zespół wycen dla komitetu nabywania wierzytelności. Dodatkowo, weryfikacja i potwierdzenie ceny nabycia portfela zostaje przeprowadzona również przez niezależny podmiot dokonujący wyceny. W kolejnym kroku następuje podjęcie decyzji przez zarządzającego aktywami.

Etap V: Realizacja płatności oraz alokacja wierzytelności

W finalnym etapie następuje weryfikacja warunków formalnych, które determinują czy dany portfel jest nabywany przez własny fundusz czy zewnętrzny. W przypadku niektórych transakcji portfel jest nabywany na własny fundusz, aby następnie został przeniesiony na fundusz zewnętrzny. Mechanizm ten ułatwia alokację nabytych portfeli pomiędzy fundusze oraz stanowi odpowiedź na oczekiwania sprzedających, którzy preferują ograniczenie liczby podmiotów biorących udział w transakcji. Część umów dotyczących nabycia portfeli zawiera mechanizm odroczonej płatności.

Unikalny proces dochodzenia wierzytelności

Uważamy, że jedną z kluczowych przewag konkurencyjnych GetBack jest proces dochodzenia wierzytelności. To właśnie ten proces przekłada się na dużą skuteczność GetBack w dochodzeniu wierzytelności oraz niski poziom umarzenia wierzytelności, co finalnie przekłada się na wyniki finansowe Spółki. Proces w naszej ocenie w istotny sposób różni się od głównych konkurentów na rynku, a w szczególności charakteryzuje się wysoką kontaktowalnością z dłużnikami dzięki zaawansowanemu technikom teleinformatycznym (skiptracing). W odróżnieniu od konkurencji GetBack oprócz procesu polubownego na szeroką skalę stosuje proces sądowy. Dzieje się tak w uzasadnionych przypadkach, kiedy istnieje duże ryzyko przedawnienia lub jest duża wartość wierzytelności. Rozpoczęcie postępowania sądowego przerywa bieg terminu przedawnienia, daje możliwość skapitalizowania odsetek za opóźnienie oraz umożliwia zwiększenie dochodzonej kwoty przez uwzględnienie kosztów zastępstwa procesowego (KZP) oraz kosztów zastępstwa egzekucyjnego (KZE). Prawomocne orzeczenie sądowe przekłada się na ustalenie nowego 10-letniego terminu przedawnienia oraz stanowi dodatkowy element motywujący osobę zadłużoną.

Przykładowy schemat dochodzenia wierzytelności w podziale na tryb polubowny i sądowy

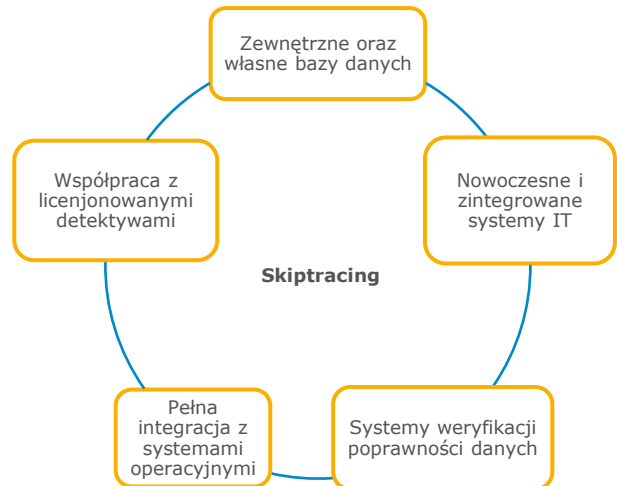


Źródło: GetBack, Dom Maklerski mBanku

Etap I: Kontakt z dłużnikiem

Etap wstępny w GetBack zakłada maksymalizację zakresu informacji o zadłużonych. GetBack korzysta z własnych jak i zewnętrznych baz danych oraz np. z mediów społecznościowych w celu nawiązania kontaktu z dłużnikiem. Etap ten jest niezwykle ważny, ponieważ możliwie wysoki poziom kontaktowalności przekłada się na zwiększenie wartości zrealizowanych odzysków.

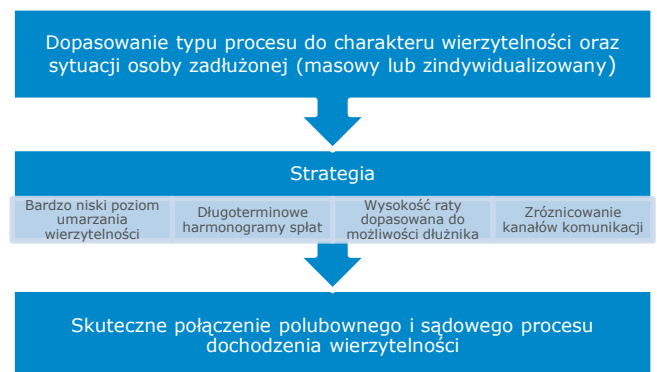
Kompleksowy skiptracing



Źródło: GetBack, Dom Maklerski mBanku

Etap II: Dochodzenie wierzytelności

Po skutecznym nawiązaniu kontaktu z dłużnikiem GetBack rozpoczyna proces dochodzenia wierzytelności. GetBack proponuje dopasowanie procesu egzekucji do sytuacji osoby zadłużonej. Oznacza to długoterminowe harmonogramy spłat, wysokość raty dopasowanej do możliwości dłużnika, zróżnicowanie kanałów komunikacji najbardziej odpowiadającej dłużnikowi, a przede wszystkim bardzo niski poziom umarzenia wierzytelności. W tym etapie GetBack pokazuje skuteczne połączenie polubownego oraz sądowego procesu dochodzenia wierzytelności.



Źródło: GetBack, Dom Maklerski mBanku

W zależności od charakteru wierzytelności GetBack dobiera typ procesu indywidualny lub masowy.

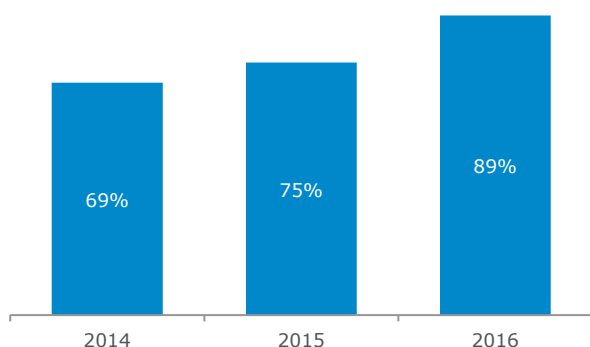
Proces masowy ma zastosowanie przy wartości nominalnej spraw nieprzekraczającej 0,1 mln PLN. Charakteryzuje się on wysokim stopniem automatyzacji pozwalającym na przyspieszenie oraz redukcję kosztów. GetBack indywidualnie podchodzi do harmonogramu spłat oraz edukacji osób zadłużonych mających na celu zachęcenie do podjęcia współpracy ze Spółką. Proces masowy jest najczęściej stosowany w odniesieniu do dłużników detalicznych.

Proces zindywidualizowany ma zastosowanie przy wierzytelnościach o wartości powyżej 0,1 mln PLN. Proces charakteryzuje w pełni zindywidualizowana strategia dochodzenia wierzytelności. Proces jest wspierany przez Kancelarię Prawną GetBack. GetBack w sposób bieżący monitoruje sytuację majątkową dłużnika także przy udziale oddziałów terenowych. Jednym z przykładowych rozwiązań charakterystycznych dla procesu zindywidualizowanego jest pomoc dłużnikowi GetBack poprzez know-how oraz własne narzędzia w celu udroźnienia jego środków pieniężnych np. pomoc w windykacji lub wyegzekwowaniu należności od kontrahenta dłużnika GetBack.

Etap III: Utrzymanie relacji z dłużnikiem

GetBack uważa, że po nawiązaniu kontaktu z osobą zadłużoną oraz zawarciu umowy istotną częścią biznesu jest utrzymanie relacji oraz edukacja zadłużonych. Do najważniejszych działań edukacyjnych GetBack należy zaliczyć publikację oraz dystrybucję materiałów informacyjnych czy porady prawne oferowane przez własną wyspecjalizowaną jednostkę organizacyjną – Biuro Pomocy i Wsparcia Dłużnika. Ponadto GetBack w celu podtrzymania pozytywnej relacji z klientem stosuje system lojalnościowy, konkursy z nagrodami rzeczowymi oraz upominki (np. płyta z piosenkami Jacka Borkowskiego, byłego dłużnika GetBack). GetBack różnicuje formy kontaktu z dłużnikami, tak aby odpowiadały one potrzebom różnych grup społecznych. Dłużnicy GetBack mają do dyspozycji np. nowoczesną platformę internetową getBack24. Co ważne, GetBack stosuje bardzo niski poziom umorzeń wierzytelności, przez co ciągły kontakt i skłonność windykatora do negocjacji w razie dalszych problemów dłużnika są bardzo istotne dla podtrzymania strumienia spłat. Wszystkie te działania prowadzą według Spółki do maksymalizacji spłat. Według danych Spółki wskaźnik skuteczności ugód i obietnic osiągnął poziom 89% na koniec 2016 roku, wobec 75% w 2015 roku oraz 69% w 2014 roku.

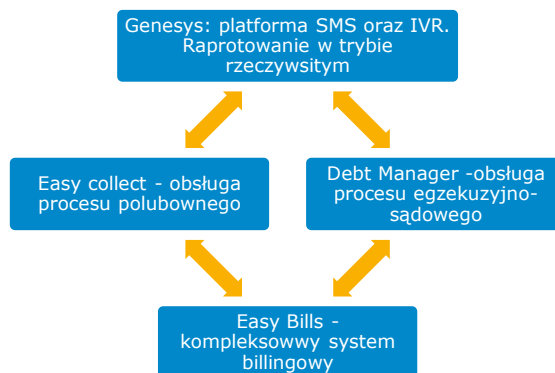
Wskaźnik skuteczności ugód i obietnic



Źródło: GetBack, Dom Maklerski mBanku

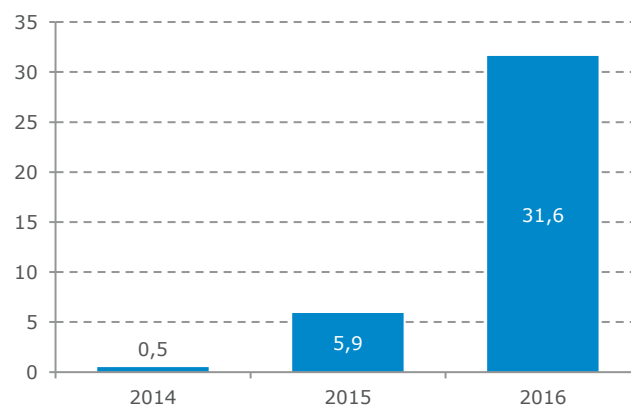
Technologia ma znaczenie

Uważamy, że znaczącą składową sukcesu GetBack jest jego przewaga technologiczna. GetBack stosuje najnowocześniejsze metody skiptracingu oraz różnicuje formy kontaktu z dłużnikami. W samym 2016 roku GetBack zanotował 5,1 mln połączeń wychodzących, 1,9 mln połączeń przychodzących, wysłał 10 mln SMS-ów i MMS-ów, wysłał 8,7 mln listów pocztą tradycyjną oraz skierował 320 tysięcy pozwów do sądów elektronicznych oraz 40 tysięcy pozwów do sądów tradycyjnych.



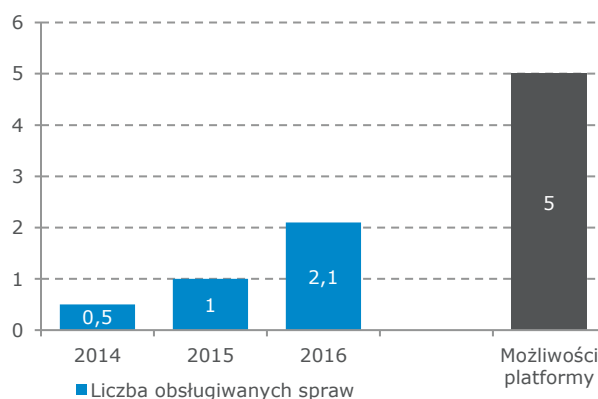
Ponadto, inwestycje w systemy wspierające systemy operacyjne na poziomie 31,6 mln PLN w samym 2016 roku umożliwiają obecnie Spółce obsługę ponad dwukrotnie większej liczby spraw.

Poziom inwestycji w systemy wspierające procesy operacyjne (mln PLN)



Źródło: GetBack, Dom Maklerski mBanku

Skalowalna platforma (mln)



Źródło: GetBack, Dom Maklerski mBanku

Wpływ zaawansowanej platformy technicznej na wyniki GetBack widoczny jest w rosnącej skuteczności procesów operacyjnych zobrazowany wskaźnikiem Odzysk/FTE na poziomie 812,5 tys. wobec 303,0 tys. PLN w Kruk S.A.

Rynek

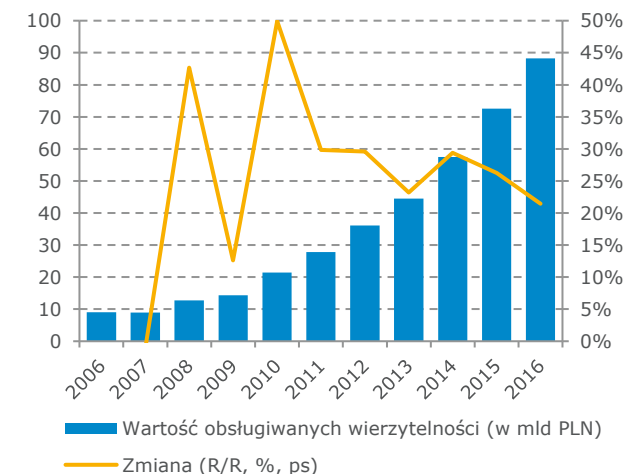
Banki nadal głównym dostawcą wierzycielności

Sektor bankowy jest obecnie głównym kontrybutorem portfeli wierzycielności na polskim rynku. Na przestrzeni lat sprzedaż wierzycielności konsumenckich oraz korporacyjnych została wsparta przez pierwsze znaczące portfele hipoteczne (np. GNB czy BZ WBK) oraz coraz większą skłonność banków do sprzedaży swoich starych portfeli (np. Bank Pekao czy IPF). Uważamy, że w kolejnych latach rynek definiować będzie przede wszystkim wzrost akcji kredytowej banków oraz wierzycielności hipoteczne, które do tej pory były rzadko sprzedawane przez banki. Sceptycznie podchodzimy do nowych podmiotów pozabankowych takich jak dostawcy energii, których przeterminowane należności stanowią małą część obecnego rynku. Uważamy, że konsolidacja rynku jest nieunikniona ze względu na coraz większe portfele oferowane przez sektor bankowy wymagające znacznych nakładów kapitału, których mniejsi gracze nie posiadają.

Rynek od 10 lat rośnie w średnim tempie 26%

W 2016 wartość rynku windykacyjnego, zdefiniowanego jako wartość nominalna spraw przekazanych do zewnętrznych firm windykacyjnych, wyniosła 88,2 mld PLN i była o 21% wyższa, niż w roku poprzednim. Przez ostatnie 10 lat rynek wzrósł w sumie 9-krotnie, co daje średnioroczne tempo wzrostu na poziomie 25,6%. Przez ostatnie dwa lata wzrost rynku nieco wyhamował, chociaż nadal pozostaje powyżej 20% R/R. Uważamy, że ze względu na coraz większy rozmiar dynamika będzie spadała również w kolejnych latach. Jednocześnie zwracamy uwagę, że rynek oszacowany przez Konferencję Przedsiębiorstw Finansowych w Polsce (KPF) zbiera dane od 14 firm windykacyjnych, co może nie dawać pełnego obrazu rynku.

Rynek windykacji w Polsce



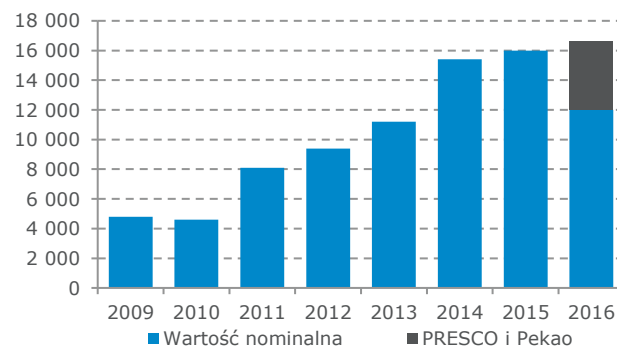
Źródło: KPF, Dom Maklerski mBanku

Rynek zakupu wierzycielności w wartości nominalnej

Wartość rynku zakupu wierzycielności wyniosła 16,6 mld PLN...

Wartość rynku zakupu wierzycielności w 2016 wyniosła 16,6 mld PLN względem 16,0 mld PLN w 2015, co oznacza wzrost na poziomie 4% R/R analogicznie jak w 2015 roku. Niemniej jednak w 2016 roku miały dwa znaczące zdarzenia jednorazowe, które znacząco zwiększyły wartość nominalną portfeli. Rynek detaliczny w 2016 roku został wsparty przez sprzedaż portfela przez Pekao o wartości nominalnej 1,9 mld PLN (stanowił 12% portfeli detalicznych oraz 11% całego rynku) oraz przez zakup wierzycielności P.R.E.S.C.O. przez Kruka o wartości nominalnej 2,7 mld PLN (stanowił 17% portfeli detalicznych oraz 16% całego rynku). Wyłączając te dwie transakcje wartość nominalna zakupionych portfeli spadłaby o 25% R/R. Uważamy, że jest to dowód, że wprowadzenie podatku bankowego w 2016 w Polsce nie spowodowało większej podaży portfeli na rynku.

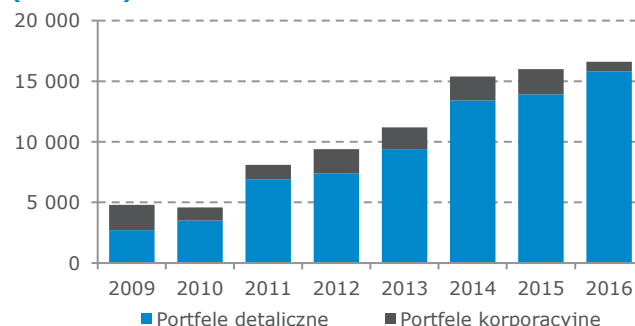
Wartość nominalna portfeli (mln PLN)



Źródło: Kruk, Dom Maklerski mBanku

W 2016 roku relatywnie niski wzrost, pomimo zdarzeń jednorazowych do 8-letniej średniej na poziomie 19%, spowodowany był w 2015 roku przez zawyżoną bazę spowodowaną pojedynczymi nabyciami portfeli hipotecznych zaś w 2016 roku przez niską sprzedaż wierzycielności w obszarze korporacji. Wartość nominalna portfeli sprzedanych przez korporacje spadła w 2016 roku do szacowanych 0,8 mld PLN z 2,1 mld PLN w 2015 roku. Zwracamy uwagę, że za nieregularny rozwój rynku w przeszłości również odpowiadał segment korporacyjny. Charakteryzuje się on nierównomiernymi odstępami pomiędzy poszczególnymi aukcjami portfeli wierzycielności, a te z kolei mają relatywnie dużą (względem segmentu detalicznego) wartość nominalną transakcji.

Wartość nominalna portfeli w podziale na typy (mln PLN)

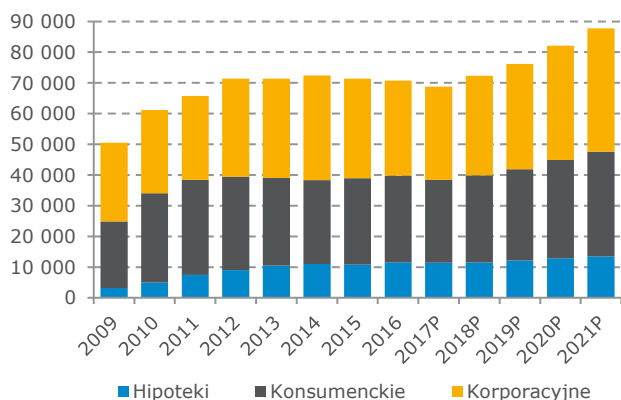


Źródło: Kruk, Dom Maklerski mBanku

Potencjał rynku jest nadal ogromny

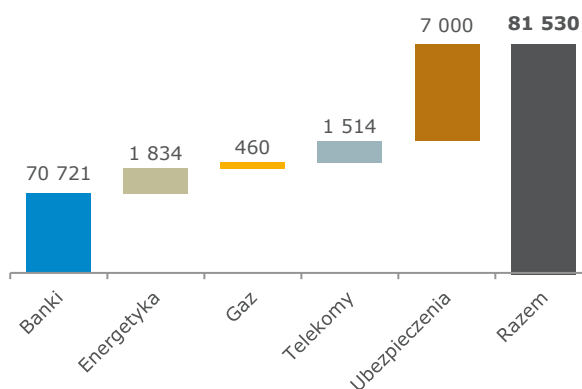
Wartość nominalna sprzedanych wierzytelności w Polsce stanowi jedynie 23% kredytów niepracujących na rynku. W przypadku wierzytelności konsumenckich poziom ten wynosi 49%, hipotek 18% a kredytów korporacyjnych 2%. Łączna wartość kredytów niepracujących na polskim rynku wynosiła na koniec 2016 roku 70,7 mld PLN (dane KNF). Dodatkowo widzimy potencjał płynący z firm ubezpieczeniowych, energetycznych oraz telekomunikacyjnych. Bazując na danych publicznie dostępnych szacujemy wielkość rynku wierzytelności w rynku energetycznym na 1,8 mld PLN, gazowym 0,46 mld PLN, telekomunikacyjnym na 1,5 mld PLN i ubezpieczeniowym na 7 mld PLN. Uważamy, że dostępne dane dotyczące rynku wyrażonej w wartości nominalnej zawierają już znaczącą część rynku telekomunikacyjnego, ale małą część rynku energetycznego oraz ubezpieczeniowego.

Kredyty przeterminowane w sektorze bankowym (mln PLN)



Źródło: KNF, Dom Maklerski mBanku

Potencjał rynku w podziale na sektory (mln PLN)



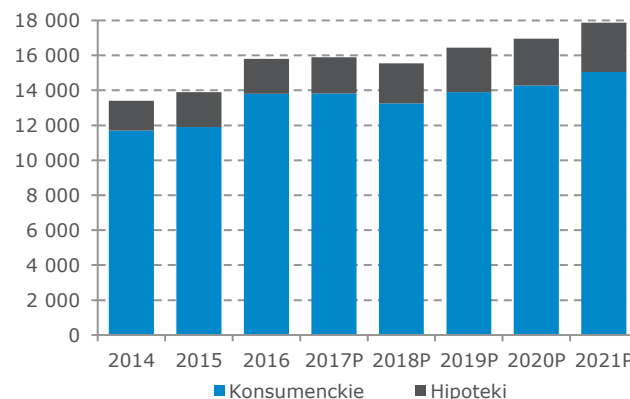
Źródło: KNF, szacunki własne, Dom Maklerski mBanku

Uważamy, że skłonność korporacji oraz banków będzie coraz wyższa do sprzedaży kredytów niepracujących. Jednocześnie uważamy, że portfele trafiające na rynek będą coraz młodsze, co pozytywnie powinno się odbić na rentowności rynku windykacyjnego. Impulsem do sprzedaży kredytów powinno być wprowadzenie IFRS 9 oraz wzrastające wymogi kapitałowe zmuszające banki do restrukturyzacji bilansu. Zwracamy również uwagę na rynek hipoteczny, który jako jedyny odnotowuje pogorszenie wskaźnika NPL na przestrzeni ostatnich dwóch lat. Z kolei oczekujemy, że pozostałe korporacje otworzą się na sprzedaż wierzytelności wraz z uświadomieniem i edukacją rynku przez firmy windykacyjne, że ryzyko wizerunkowe jest ograniczone ze względu na model ugodowy.

Optymistyczna prognoza rynku wierzytelności detalicznych...

Oczekujemy, że wartość nominalna portfeli detalicznych będzie wzrastać w tempie +2,5% R/R przez kolejne 5 lat. Korygując wartość nominalną w 2016 roku o zakupy portfeli Pekao oraz PRESCO tempo wzrasta do 8,3%. Relatywnie niskie tempo wynika z wyprzedaży starych portfeli, które „zalegały” na bilansie banków. Z drugiej strony oczekujemy, że udział kredytów hipotecznych wzrośnie. Uważamy, że zakup kredytów hipotecznych wymaga znaczących nakładów oraz zdolności obsługi, przez co część rynku była niezdolna do przeprowadzenia takich transakcji. Oczekujemy, że poza bankowe firmy coraz chętniej będą sprzedawały wierzytelności. Z drugiej strony obecna sytuacja gospodarcza oraz program 500+ pozytywnie działają na jakość kredytów konsumenckich, gdzie oczekujemy spadku wskaźnika NPL z 10,9% w 2016 roku do 9,5% w 2020 roku. W połączeniu ze wzrostem wolumenów kredytowych oczekujemy, że wielkość portfela wierzytelności w sektorze bankowym pomiędzy 2016 rokiem a 2020 wzrośnie jedynie o +3,8 mld PLN, wobec wzrostu wolumenu kredytów na poziomie +76 mld PLN. Podsumowując oczekujemy, że wartość nominalna kredytów niepracujących w segmencie detalicznym wzrośnie z 15,8 mld PLN w 2016 roku do 15,9 mld PLN w 2017 oraz stopniowo wzrośnie do 17,9 mld PLN w 2021 roku.

Wartość nominalna sprzedawanych kredytów detalicznych (mln PLN)

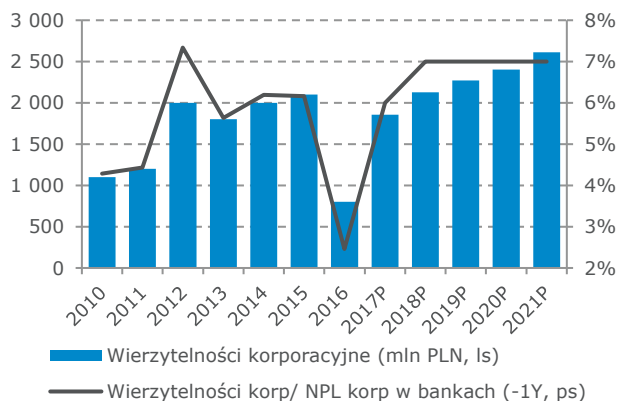


Źródło: Kruk, Dom Maklerski mBanku

...oraz ostrożna rynku korporacyjnego

Z powodu dużej niepewności co do momentu i częstotliwości przeprowadzenia przetargów, podchodzimy konserwatywnie do naszych prognoz. Zakładamy, że spadek wartości rynku korporacyjnego w 2016 roku był zdarzeniem jednorazowym. W konsekwencji oczekujemy, że wartość rynku wzrośnie o 132% R/R do 1,9 mld PLN w 2017, a dalej bardzo stabilnie wzrośnie do poziomu 2,6 mld PLN w 2021 roku. Zwracamy uwagę, że prognozowany wzrost rynku wynika ze skali przyrostu korporacyjnych kredytów z utratą wartości w latach 2016-21.

Wartość nominalna sprzedawanych kredytów korporacyjnych (mln PLN)



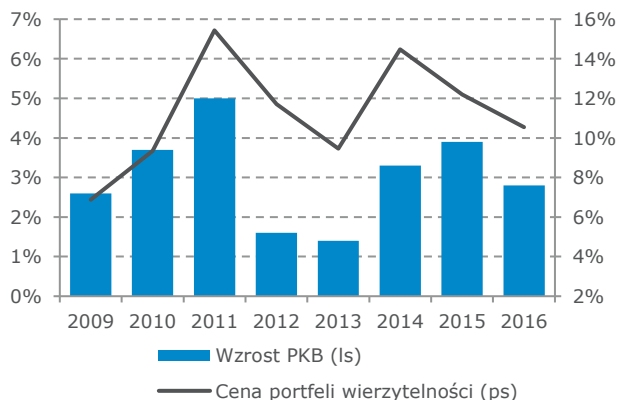
Źródło: Kruk, Dom Maklerski mBanku

Rynek zakupu wierzytelności w wartości godziwej

Kluczowa nie jest cena, ale zdolności i technika

Chociaż wartość rynku wierzytelności jest mierzona w wartościach nominalnych, z punktu widzenia firm windykacyjnych prowadzących działalność w zakresie windykacji zakupionych portfeli wierzytelności kluczową kwestią jest wartość rynku w wartości godziwej, czyli przy uwzględnieniu ceny, po jakiej spółka nabywa dany portfel. Taka cena jest wyrażona jako procent wartości nominalnej sprzedanego portfela i obrazuje, jakiej skali odzysku z portfela oczekuje firma windykacyjna. Cena jest determinowana m.in. przez know-how danej firmy windykacyjnej opierający się na badaniach statystycznych, due-diligence przejmowanych portfeli, które mają za zadanie określić rentowność portfeli dla danego podmiotu windykującego. Uważamy, że bardziej zaawansowane podmioty są w stanie zaakceptować wyższe ceny, ponieważ ich odzysk może być wyższy niż to zakłada konkurencja. Ponadto uważamy, że wpływ na ceny ma konkurencja. Przetargi na małe portfele, a co za tym idzie wymagające niższych nakładów są bardziej obłożone niż przetargi na duże portfele np. hipoteczne. Cena portfeli jest determinowana również przez m.in. vintage spraw oraz typ portfela. Im portfele młodsze i złożone z mniejszych spraw, prostszych do windykacji tym cena jest wyższa. Ponadto, cena portfeli jest również zależna od wzrostu gospodarczego.

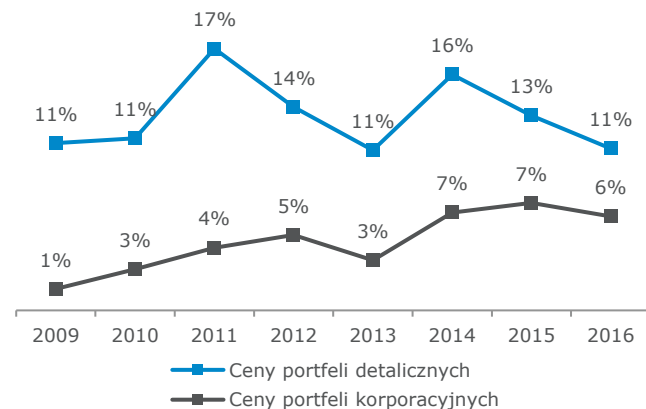
Cena portfeli a wzrost gospodarczy



Źródło: Kruk, Dom Maklerski mBanku

Średnia cena rynkowa portfela detalicznego w 2016 spadła do 10,5% z 12,2% rok wcześniej, znacznie poniżej 7-letniej średniej na poziomie 13,1%. W przypadku portfeli korporacyjnych średnia cena w 2016 wyniosła 6% względem 7% w 2015 i 7-letniej średniej na poziomie 5,2%. Zwracamy uwagę, że chociaż średnia cena portfela detalicznego jest o średnio 2,5x wyższa, niż średnia cena portfela korporacyjnego, te dwa segmenty rynku nie są ze sobą porównywalne w tym parametrze. Wynika to głównie z faktu, że wierzytelności korporacyjne są znacznie trudniejszymi portfelami, z mniejszą statystycznie szansą odzysku. Sytuacja dłużnika jest znacznie gorsza - w przeważającej części są to podmioty w trakcie procesu likwidacji.

Średnie ceny detalu i korporacjach w Polsce



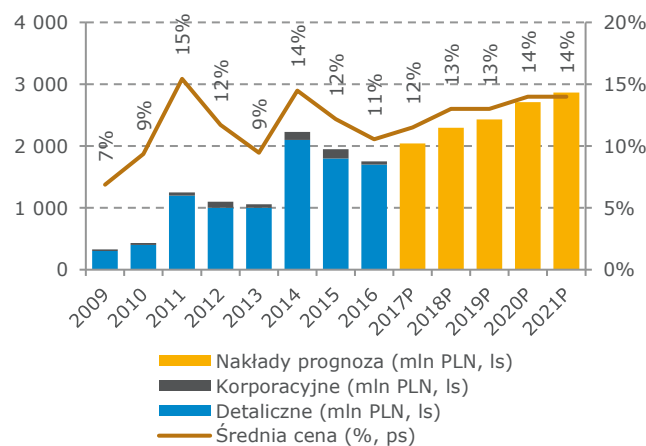
Źródło: Kruk, Dom Maklerski mBanku

Zakładamy wzrost cen rynkowych wraz z postępującym ożywieniem gospodarczym

W naszych prognozach oczekujemy, że w perspektywie lat 2017-2019 średnie ceny rynkowe w poszczególnych segmentach wzrosną napędzone przez wzrost PKB do 4,0% w 2017 roku. Oczekujemy, że średnia cena za portfel wzrośnie do 12% w 2017 roku, aby następnie się stopniowo ustabilizować na poziomie 14%. Uważamy, że wzrost cen będzie również stymulowany przez coraz młodsze portfele wystawione na sprzedaż i wciąż rosnącą konkurencję, która wymusi konsolidację rynku.

W konsekwencji prognozujemy, że rynek zakupu wierzytelności detalicznych wyrażony w wartości godziwej będzie rósł średnio o 10,4% rocznie w latach 2016-2021 z 1,75 mld PLN w 2016 do 2,87 mld PLN w 2021.

Prognoza cen portfeli i nakładów

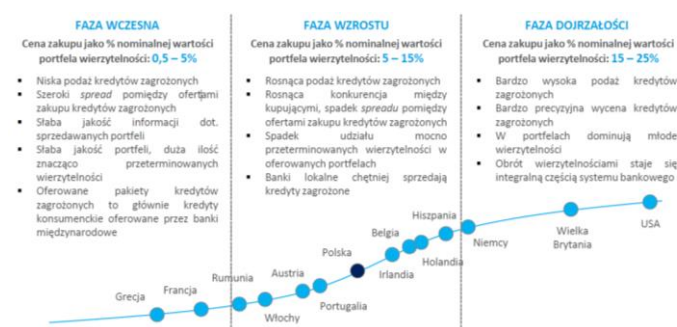


Źródło: Kruk, Dom Maklerski mBanku

Otoczenie konkurencyjne

Rynek wierzycelności w Polsce powoli wchodzi w fazę dojrzałości z obecnej fazy wzrostu. Oznacza to, że konkurencja jest doświadczona a spectrum produktów szeroki. Jednocześnie atrakcyjność rynku została zauważona przez międzynarodowych graczy, którzy rozpoczęli proces konsolidacji rynku. Ultimo w 2014 roku zostało przejęte przez B2Holding, zaś w 2016 roku DTP przez PRA Group, Casus Finanse przez Lindorff, zaś PRESCO przez Kruka. Oczekujemy, że dalsza konsolidacja będzie postępowała przede wszystkim z powodu większych wymogów, jakie będą musiały spełnić spółki w procesie przetargów np. rosnąca wartość nominalna oferowanych portfeli. Mniejsza ilość spółek windykujących w Polsce oraz dojrzałość rynku przełoży się również naszym zdaniem na wyższe ceny portfeli.

Fazy dojrzałości rynku



Źródło: Hoist, GetBack, Dom Maklerski mBanku

Porównanie modeli biznesowych

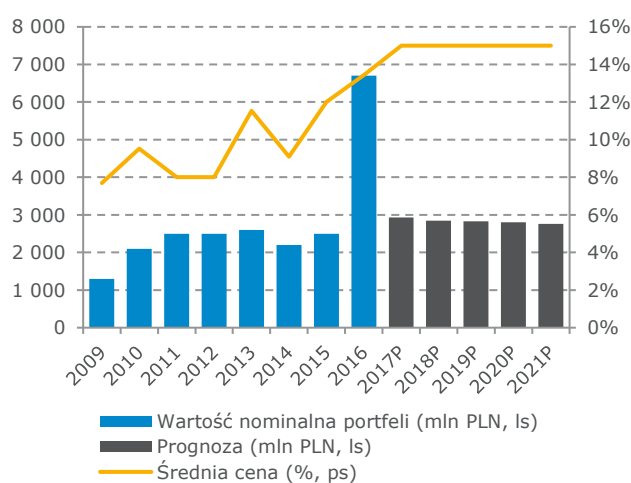
	GetBack	Kruk	BEST	Kredyt Inkaso	Lindorff	PRA	Pragma Inkaso
Usługi	Obsługa wierzycelności	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	Obsługa prawna	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	Restrukt. wierzycelności	✓	✓	-	-	-	✓
Portfele	Konsumenckie	✓	✓	✓	✓	-	-
	Korporacyjne	✓	✓	-	✓	-	-
	Hipoteczne	✓	✓	-	✓	-	✓
	MŚP	✓	✓	-	✓	-	✓
Finansowanie	Własne fundusze	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	Giełda	-	✓	✓	✓	✓	✓
	Obligacje	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	Kredyty bankowe	✓	✓	-	✓	-	✓
	Współinwestycje	✓	-	-	✓	-	-
Polska	✓	✓	✓	✓	✓	✓	
Zagranica	✓	✓	-	✓	✓	-	

Źródło: GetBack, Spółki, Dom Maklerski mBanku

Rumunia

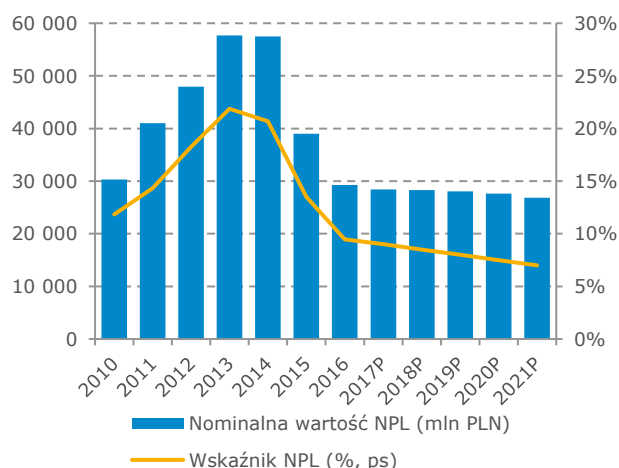
Po stagnacji rynku zakupów wierzycelności w latach 2010-16 na poziomie 2,1 - 2,6 mld PLN, w 2016 roku nastąpił jego gwałtowny wzrost o 168% do poziomu 6,7 mld PLN. Naszym zdaniem jest to konsekwencja działań banku centralnego, który nakazał czyszczenie starych kredytów niepracujących. Wskaźnik NPL spadł z 20,7% na koniec grudnia 2014 r. do 9,5% na koniec grudnia 2016 r. Na rynku jednocześnie nie był widoczny wzrost średnich cen zakupów, który na koniec 2016 wyniósł 13%. W latach 2017-21 spodziewamy się normalizacji rynku do poziomu 2,8 mld PLN. Jednocześnie zakładamy stopniowy wzrost cen z 13% na koniec 2016 do 15% na koniec 2021 r. Uważamy, że GetBack zwiększy swój udział do 34% w 2017, 35% w 2018, a następnie 36% w 2019 r.

Prognoza cen portfeli i nakładów w Rumunii



Źródło: Kruk, Dom Maklerski mBanku

Kredyty niepracujące w Rumunii



Źródło: Kruk, Dom Maklerski mBanku

Ryzyka

Naszym zdaniem najważniejszymi czynnikami ryzyka na jakie narażona jest GetBack, pomijając typowe czynniki ryzyka związane z funkcjonowaniem Grupy (np. nowe prawo zakazujące sprzedaży wierzytelności, walutowe, interpretacji prawa, naturalne katastrofy etc.), są:

Ryzyko regulacyjne prawne

Znaczące opóźnienia w spłatach oraz brak możliwości realizacji założeń biznesowych ze względów regulacyjnych może negatywnie przekładać się na wyniki finansowe Spółki, zdolności do obsługi zadłużenia oraz zdolności zakupowe. Przykładem takiego ryzyka była ostatnia próba wprowadzenia ustawy mającej na celu regulację FIZ-ów przez Ministerstwo Finansów. Ustawa ta mogła spowodować znaczące obciążenia podatkowe dla sektora windykacyjnego, co z kolei postawiłoby pod znakiem zapytania dalszą działalność zakupową w Polsce. Ponadto widzimy ryzyko regulacyjne również w przypadku nieprzebrnięcia zasad określonych w przepisach prawnych, co może skutkować wycofaniem przez KNF wymaganej zgody na zarządzanie sekurytyzowanymi wierzytelnościami funduszu sekurytyzacyjnego. Uważamy, że ryzyko związane z nieprzebrnięciem przez GetBack zasad prawnych jest minimalne. Z drugiej strony ryzyko regulacyjne ze strony rządu jest realne, ale nie eksponuje GetBack bardziej niż konkurencji na rynku.

Ryzyko związane z gospodarką

Uważamy, że koniunktura gospodarcza jak i jej brak mają swoje pozytywne strony dla biznesu windykacyjnego. Z jednej strony podczas koniunktury windykator może liczyć na wyższe od zakładanych spłat, zaś z drugiej podczas spowolnienia gospodarczego ceny portfeli spadają, przyspiesza wzrost kredytów nieregularnych w sektorze bankowym a koszt obsługi długu spada. Niemniej jednak złe przygotowanie windykatora do czasów braku koniunktury np. przejawiające się w złej sytuacji kapitałowej (utrudniony dostęp do kapitału) mogą odbić się negatywnie na przychodach.

Ryzyko związane z kosztami działalności

Widzimy ryzyko operacyjne związane ze wzrostem kosztów działalności niezależnych od GetBack. Do takich pozycji kosztowych zaliczamy: (i) koszty opłat sądowych, notarialnych i komorniczych; (ii) koszty opłat pocztowych, bankowych i innych procesowych; (iii) koszty wynagrodzeń w i poza organizacją; (iv) koszty finansowania, w tym koszty emisji papierów dłużnych; (v) koszty administracyjne oraz usług telekomunikacyjnych, pocztowych i archiwizacji/digitalizacji danych, (vi) koszty związane z ekspansją nieprzewidziane przez Zarząd.

Ryzyko złej wyceny kupowanych portfeli

Uważamy, że właściwa wycena portfeli nabywanych jest bardzo istotna dla biznesu windykacyjnego. Żle przeprowadzona wycena może skutkować nie osiągnięciem przez Spółkę zakładanej stopy zwrotu, a co za tym idzie może negatywnie odbić się na wynikach Spółki. Ponadto, nieosiągnięta stopa zwrotu z zakupionych portfeli może wpływać negatywnie na relacje z funduszami zewnętrznymi oraz partnerami globalnymi rzutując na współpracę w przyszłości, a co za tym idzie dalsze możliwości zakupowe Spółki. Spółka ocenia ryzyko złej wyceny na ograniczone ze względu na jej wiedzę ekspercką oraz konstrukcję przetargów, które nie pozwalają na znaczące przepłacenie za dany portfel.

Ryzyko związane z konkurencją

Pierwotny rynek GetBack charakteryzuje się wysoką konkurencją w porównaniu np. do takich rynków jak Rumuński. Otoczenie konkurencyjne ma znaczący wpływ na ceny oferowanych wierzytelności oraz możliwości zakupowe Spółki. Uważamy, że znacząca presja na ceny związana z otoczeniem konkurencyjnym może spowodować ograniczenie zakupów przez Spółkę, a co za tym idzie przełoży się na przyszłe wyniki lub zmusi Spółkę do rozwoju na innych rynkach, na których GetBack nie posiada wiedzy eksperckiej. Otoczenie konkurencyjne może również ulec znaczącej zmianie w przypadku wejścia na rynek dużych podmiotów zagranicznych. Uważamy, że ryzyko związane z konkurencją jest ograniczone w GetBack. Obecnie GetBack jest liderem na polskim rynku wierzytelności wyznaczając trendy dla pozostałych graczy. Widzimy również ograniczone ryzyko związane z wejściem na polski rynek podmiotów z zagranicy ze względu na relatywnie małe portfele oferowane w przetargach oraz znaczące bariery wejścia (np. infrastruktura). Niemniej jednak uważamy, że na przestrzeni kolejnych lat ryzyko to będzie ograżało coraz większą rolę z powodu i) konsolidacji rynku, ii) coraz większych portfeli oferowanych przez sektor bankowy z powodu jego organicznego wzrostu.

Ryzyko zmiany wysokości odsetek ustawowych

Wysokość odsetek ustawowych bezpośrednio przekłada się na przychody Spółki z przeterminowanych należności. Od dnia 17 grudnia 2014 r. do dnia 31 grudnia 2015 r. obowiązywała stawka na poziomie 8%, natomiast do 17 grudnia 2014 r. (od 2008 roku) wysokość odsetek ustawowych wynosiła 13% i nie ulegała zmianie pomimo niskiej inflacji. Z kolei w dniu 1 stycznia 2016 r. zmianie uległy zasady wyliczania wysokości odsetek ustawowych, rozróżniono odsetki ustawowe za opóźnienie. Historyczne zmiany wysokości odsetek ustawowych miały wpływ na uzyskiwane przez Spółkę dochody. Zgodnie z obowiązującymi przepisami bieżąca stopa odsetek ustawowych za opóźnienie wynosi 7%. Zmiana stawki może mieć wpływ na zmianę potencjalnych przychodów Grupy z tytułu odsetek.

Ryzyko związane z odejściem kluczowych pracowników

Dobre wyniki GetBack w bardzo dużej mierze zależne są od kadry menadżerskiej oraz kluczowych pracowników. Uważamy, iż pomimo starań GetBack w celu zatrzymania kluczowych pracowników rozwijająca się konkurencja stwarza przesłanki dla rotacji kadry, szczególnie biorąc pod uwagę lokalizację GetBack (Wrocław), która jest zbieżna z Krukiem oraz z Ultimo.

Ryzyko wizerunkowe

Uważamy, że istnieją poważne ryzyko wizerunkowe dla GetBack, które może przełożyć się negatywnie na wyniki finansowe. W przypadku negatywnego postrzegania Spółki przez konsumentów uważamy, że istnieje realne ryzyko niższej kontaktowości związanej z unikaniem kontaktu przez wierzycieli, a co za tym idzie niższych osiąganych spłat. Ponadto, zły wizerunek firmy może rzutować na liczbę zaproszeń do przetargów na wierzytelności. Zbývający wierzytelności nie chcą, aby ich wizerunek był w przyszłości dotknięty przez nie etyczne działania firm windykujących.

Ryzyko związane z przejęciami

Uważamy, iż GetBack dzięki wysokiemu zwrotowi z kapitałów własnych będzie systematycznie poprawiać swoją pozycję kapitałową. Jednym z celów, na jakie może GetBack przeznaczyć kapitał jest akwizycja. Potencjalna akwizycja, szczególnie poza granicami Polski, może być źródłem ryzyka w przypadku niedostatecznego rozpoznania wartości przejmowanego podmiotu czy portfela.

Wycena

Naszą wycenę GetBack opieramy na trzech metodologiach – wycenie DCF, DDM oraz zysków ekonomicznych, które następnie uśredniamy przypisując każdej metodzie równe wagi. Modele zysków ekonomicznych oraz zdyskontowanych dywidend oparte są na tych samych założeniach czasowych, które można podzielić na dwa etapy: Etap I (lata 2017-26) oraz Etap II (długoterminowa prognoza – kolejne 15 lat).

Główne założenia operacyjne

Wszystkie nasze modele wyceny bazują na tych samych założeniach na lata 2017-2026. Uważamy, że ten 10-letni okres jest wystarczający by uchwycić fazę dalszego wzrostu rynku zakupów wierzytelności oraz osiągane przez Spółkę korzyści skali. Nasze główne założenia operacyjne obejmują następujące zagadnienia:

- **Wydatki na portfele wierzytelności:** W 2017 r. zakładamy istotny wzrost nakładów na portfele nabyte do rekordowego poziomu 1 000 mln PLN (+61% R/R) na segment funduszy własnych oraz 1 100 mln PLN (+277% R/R) na funduszy zewnętrznych. Rynek powinien zostać wsparty przez dalsze przejęcia firm windykacyjnych oraz przez duże portfele z sektora bankowego (oczekujemy sprzedaży portfeli wierzytelności o nominalnie 2 mld PLN z GNB oraz portfeli z Pekao).
- **Przychody segmentu funduszy własnych:** Nasze założenia dotyczące przychodów i spłat w przyszłości bazują na niższych i bardziej płaskich krzywych, które naszym zdaniem będą konsekwencją dojrzewania rynku oraz konkurencji. Oczekujemy, że krzywa z sumą spłat na poziomie 315%, którą wykorzystujemy dla historycznie zakupionych portfeli obniży się do 280% w długim okresie naszej prognozy. Prognozujemy, że przychody segmentu funduszy własnych wzrosną w latach 2016-2021 na wskaźniku CAGR o 41%.
- **Przychody segmentu funduszy zewnętrznych:** Analogicznie jak w segmencie funduszy własnych nasze założenia dotyczące przychodów i spłat w przyszłości bazują na niższych i bardziej płaskich krzywych, które naszym zdaniem będą konsekwencją dojrzewania rynku oraz konkurencji. Oczekujemy, że krzywa z sumą spłat na poziomie 315%, którą wykorzystujemy dla historycznie zakupionych portfeli obniży się do 280% w długim okresie naszej prognozy. Prognozujemy, że przychody segmentu funduszy zewnętrznych wzrosną w latach 2016-2021 na wskaźniku CAGR o 19,0%. Zakładamy również, że do RZIS GetBack fundusze zewnętrzne kontrybuują 16%-18% swoich przychodów.
- **Marża EBIT:** W ostatnich trzech latach marża EBIT GetBack pozostawała relatywnie stabilna na poziomie 56%-60%. Uważamy, że z uwagi na dalsze dynamiczne zwiększanie skali działalności marża GetBack ulegnie jedynej lekkiej deterioracji do 55% w 2019 roku. Na tej podstawie, w latach 2016-2019P prognozujemy wzrost EBIT na wskaźniku CAGR o 52,6%.

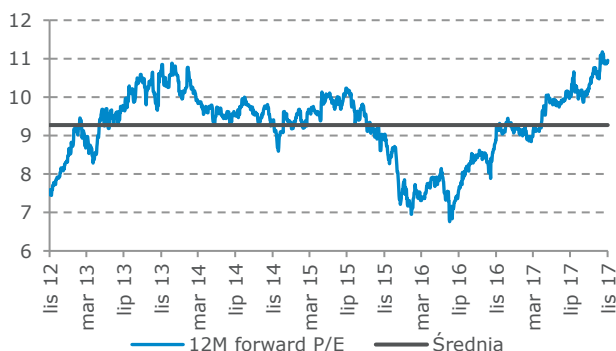
(PLN)	waga	cena
Model DCF	33%	34,13
Metoda zdyskontowanych dywidend (DDM)	33%	30,02
Metoda zysków ekonomicznych	33%	30,92
średnia wartość godziwa		31,69
cena docelowa za 9 m-cy		33,38

- **Dźwignia finansowa:** Uważamy, że mimo zakładanych przez nas w kolejnych latach istotnych nakładów finansowych na nowe portfele wierzytelności, GetBack będzie w stanie obniżyć poziom zadłużenia. Obniżenie długu było możliwe dzięki pozyskaniu wpływów z oferty. Prognozujemy, że wskaźnik długu netto/kapitał własny nie przekroczy w latach 2017-2021 poziomu 1,8x, a w ostatnim roku szczegółowej prognozy wyniesie 2,0x, w porównaniu do kowenant na poziomie 2,5x.
- **Efektywna stopa podatkowa:** GetBack korzysta obecnie z bardzo niskiej efektywnej stopy podatkowej, która wręcz w 2016 roku pozytywnie za kontrybuowała do wyników grupy. Konserwatywnie uważamy, że istnieje realne ryzyko legislacyjne, które może spowodować wzrost efektywnego opodatkowania do poziomu 19%. Z tego względu zakładamy stopniową normalizację efektywnej stopy podatkowej do 4,5% w 2018, 9% w 2019 oraz 19% w latach kolejnych.
- **Rentowność kapitałów:** GetBack osiąga obecnie jedno z najwyższych ROE na polskim i europejskim rynku obrotu wierzytelnościami z wynikiem 70% w 2016 r. (liczonego jako stosunek zysku netto do średniego kapitału własnego). W 2017 r. zakładamy spadek ROE do 37% głównie z uwagi na pozyskanie wpływów z oferty, a następnie stałe zmniejszanie się ROE do 22% w 2021 r. Jednocześnie zakładamy wzrost zysku netto w latach 2016-2021 na wskaźniku CAGR o 21,1%.
- **Dywidenda:** Dotychczas Zarząd nie przewidywał rekomendowania akcjonariuszom Spółki wypłaty dywidendy za 2017 rok. Niemniej jednak, zmiana strategii Zarządu może nastąpić nawet w najbliższych dniach, gdyż Zarząd wskazywał, że wypłata dywidendy do parudziesięciu milionów PLN nie pociągnęłaby za sobą wzrostu efektywnej stawki podatkowej. Nasza prognoza przewiduje wypłatę dywidendy dopiero w 2021 roku.
- **Nowe rynki:** Uważamy, że duże zdolności zakupowe grupy GetBack spowodują szersze wyjście na nowe rynki (obecnie Grupa prowadzi działalność operacyjną w Polsce oraz Rumunii). Zakładamy, że grupa śladami największego konkurenta z rynku polskiego (Kruka) spółka szerzej wejdzie na rynek hiszpański, który charakterystyką jest najbardziej zbliżony do polskiego. Oczekujemy, że w latach 2017-2021 GetBack przeznaczy 1,2 mld PLN na portfele na nowych rynkach. Zakupy będą częściowo przeprowadzone przy użyciu segmentu funduszy zewnętrznych także pozyskanych od nowych międzynarodowych partnerów. Służyć ma temu nowo otwarte biuro w Londynie. W ostatnim czasie GetBack ogłosił, że wygrał przetarg na wierzytelności o wartości nominalnej 2,7 mld PLN w Hiszpanii (choćby transakcja nie jest jeszcze sfinalizowana) oraz portfel o wartości nominalnej 246 mln EUR. Ponadto, spółka otworzyła biuro w Bułgarii co może zwiastować inwestycje na tym rynku.

Analiza porównawcza

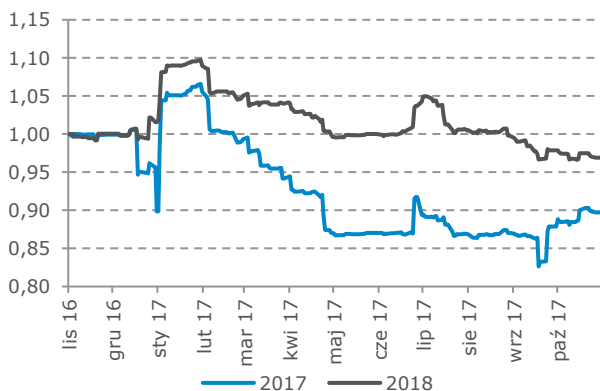
Obecnie na wskaźniku 12M Forward P/E sektor notowany jest z 18% premią do swojej 5-letniej historycznej średniej, oraz z 6% premią na wskaźniku 12M Forward P/BV. Obecna premia do średniej to rezultat bardzo wysokiej dynamiki kursu akcji spółek z branży zarządzania wierzytelnościami w przeciągu ostatnich 12 miesięcy. Wśród liderów znajdują się takie spółki jak Kruk, Encore Cap czy Arrow Global, których kurs akcji wzrósł o odpowiednio 36,1%, 60,4% oraz 35,0%. Jednocześnie, w przypadku tych spółek, wysoka dynamika kursu nie została poparta pozytywną zmianą oczekiwań odnośnie przyszłych wyników. W omawianym okresie, średnie oczekiwania dla rynku odnośnie zysku netto na 2017 rok spadły o 10,2% a na 2018 rok o 3% (w EUR).

Wskaźnik 12M fwd P/E dla rynku windykacyjnego*



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku
*Średnia dla spółek windykacyjnych

Zmiana zysku netto dla spółek windykacyjnych

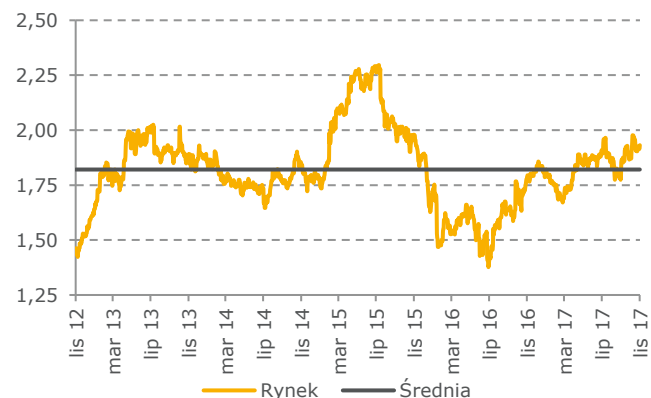


Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Analiza porównawcza

	Cena	MCap (mln EUR)	P/E (x)			P/BV (x)			EV/EBITDA		
			2017P	2018P	2019P	2017P	2018P	2019P	2017P	2018P	2019P
GetBack	23,0	547,6	8,8	6,2	5,6	2,3	1,7	1,3	9,7	7,1	6,4
Kruk	281,0	1 253,6	15,0	13,1	11,3	3,4	2,8	2,3	13,8	12,1	10,6
Intrum Justitia	288,8	3 833,0	17,1	13,3	11,9	1,8	1,7	1,5	14,3	12,2	10,7
PRA Group	34,9	1 331,9	23,8	20,8	14,5	1,5	1,4	1,2	n.a.	n.a.	n.a.
Encore Capital Group	46,3	1 005,1	12,0	11,4	10,2	2,1	1,8	1,6	n.a.	n.a.	n.a.
Arrow Global	383,0	760,4	11,8	9,5	8,3	3,2	2,5	2,0	6,5	5,1	4,3
Hoist	86,8	706,5	13,6	10,4	9,3	2,2	1,9	1,7	18,5	16,7	15,6
Credit Corp Group	22,6	688,8	19,4	16,8	14,9	4,4	3,8	3,4	14,3	11,8	10,4
B2Holding	19,7	745,0	15,2	10,2	8,7	2,5	2,1	1,9	12,1	9,9	8,7
Collection House	1,4	117,1	9,6	9,6	8,5	1,0	0,9	0,9	8,2	8,2	7,3
Mediana			14,3	10,9	9,7	2,2	1,9	1,7	12,2	10,4	9,3

Wskaźnik 12M fwd P/BV dla rynku windykacyjnego*



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku
*Średnia dla spółek windykacyjnych

GetBack vs Kruk

Wskaźniki P/E oraz P/BV GetBack implikują duże dyskonto do Kruka. P/E GetBack na poziomie 6,2x w 2018 roku znajduje się 52% poniżej wskaźnika Kruka, zaś wskaźnik P/BV 41% poniżej. Dodatkowo, porównując spółki na EV/EBITDA dyskonto GetBack w latach 2017-2019 znajduje się w przedziale 30%-40%. W Kruku zakładamy nakłady na niższym poziomie do GetBack w latach 2018-19 (1,4-1,7 mld PLN vs 2,1-1,9 mld PLN). Różnica w rentowności spółek wynika w części z krzywej spłat, której skumulowana wartość w GetBack jest wyższa niż w Kruku ze względu na inną strategię windykacji. Oczekiwane ERC Kruka na koniec 1H'17 wynosiło 5,5 mld PLN, zaś GetBack (obejmujące własne i zewnętrzne fundusze) 5,0 mld PLN

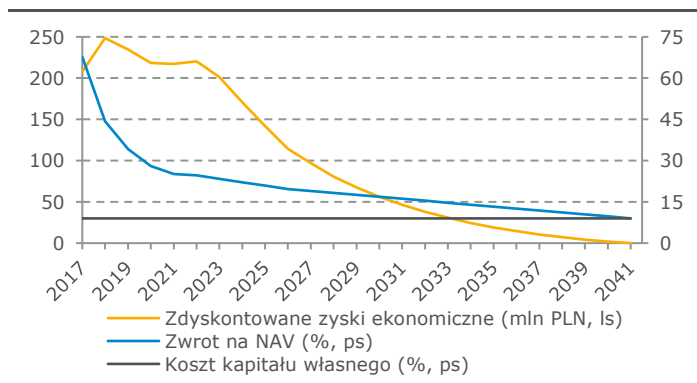
Wycena metodą zysków ekonomicznych

W tej metodologii wartość firmy określa suma kapitału początkowego – NAV (skorygowanego o wartości niematerialne i prawne, które nie mają miejsca w spółce GetBack) oraz wartość przyszłych zysków ekonomicznych tj. [(zwrot na TNAV – koszt kapitału) x kapitał początkowy]. Poza różnicą pomiędzy ROE a kosztem kapitału, wzrost aktywów jest tu głównym czynnikiem kreującym wartość. Po szczegółowej prognozie na lata 2017-26, uwzględniamy w wycenie długoterminową prognozę 15-letnią, w której ROE liniowo schodzi do kosztu kapitału.

Metoda zysków ekonomicznych

(mln PLN)	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Kapitał własny na początek okresu	386	836	1 206	1 618	2 072	2 366	2 558	2 587	2 584	2 537
Zysk netto	261	370	412	454	521	582	612	609	562	530
Wyplacone dywidendy	0	0	0	0	-227	-391	-582	-612	-609	-562
Kapitał własny na koniec okresu	836	1 206	1 618	2 072	2 366	2 558	2 587	2 584	2 537	2 506
ROE (%)	67,7	44,3	34,2	28,0	25,1	24,6	23,4	22,1	20,9	19,7
Koszt kapitału własnego	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0
Nadwyżkowa stopa zwrotu (%)	58,7	35,3	25,2	19,0	16,1	15,6	14,4	13,1	11,9	10,7
Zysk ekonomiczny	226,5	295,3	303,7	308,2	334,3	369,4	367,8	340,2	308,0	271,2
Współczynnik dyskonta	0,92	0,84	0,77	0,71	0,65	0,60	0,55	0,50	0,46	0,42
Zdyskontowany zysk rezydualny	207,8	248,5	234,5	218,4	217,3	220,2	201,2	170,7	141,8	114,5

	(mln PLN)	%
Początkowa wartość kapitałów własnych	385,8	13,5
Zdyskontowany zysk rezydualny (2017-2026)	1 975,0	69,1
Zdyskontowany zysk rezydualny (2027-2041)	499,2	17,5
Wartość firmy na dzień 01/2017	2 859,9	100,0
Korekta o wartość pieniądza w czasie	232,5	
Obecna wartość firmy	3 092,4	
Liczba akcji (mln szt.)	100,0	
Wartość firmy na akcję (PLN)	30,92	



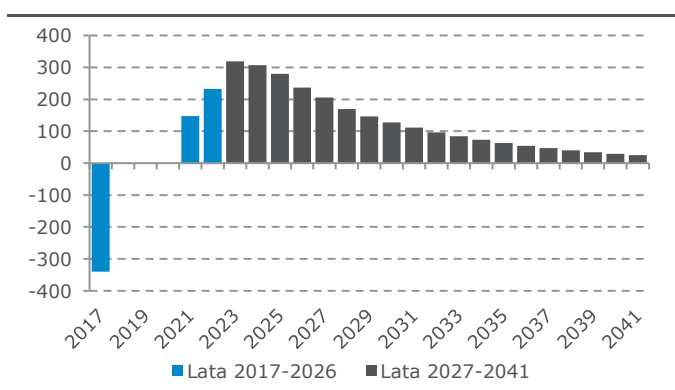
Wycena metodą zdyskontowanych dywidend (DDM)

W tej metodologii wielkość dywidendy oparta jest na szczegółowych założeniach modelu, w tym naszych prognoz odnośnie wypłaty dywidendy. Jednocześnie poziom długu netto do kapitałów własnych jest utrzymywany na poziomie nieprzekraczającym poziomu 1,6x. W Etapie II, nasz model DDM jest zintegrowany z modelem zysków ekonomicznych, gdzie wzrost kapitałów własnych jest determinowany przez naszą prognozę wypłaty dywidendy na poziomie 100%. Wartość rezydualna oparta jest na I etapowym modelu Gordona.

Metoda zdyskontowanych dywidend

(mln PLN)	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Wypłacone dywidendy/podniesienie kapitału	370	0	0	0	-227	-391	-582	-612	-609	-562
Stopa wypłaty dywidendy (%)	0	0	0	0	50	75	100	100	100	100
Współczynnik dyskonta (x)	0,92	0,84	0,77	0,71	0,65	0,60	0,55	0,50	0,46	0,42
Zdyskontowana dywidenda	-339,4	0,0	0,0	0,0	147,5	232,9	318,5	307,0	280,3	237,2

	(mln PLN)	%
Zdyskontowane dywidendy (2017-2026)	1 184,0	42,8
Zdyskontowane dywidendy (2027-2041)	1 305,7	47,2
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	276,3	10,0
Wartość firmy na dzień 12/2017	2 766,0	100,0
Korekta o wartość pieniądza w czasie	236,2	
Obecna wartość firmy	3 002,2	
Liczba akcji (mln szt.)	100,0	
Wartość firmy na akcję (PLN)	30,02	



Model zdyskontowanych przepływów pieniężnych

Metoda DCF oparta jest na wolnych przepływach pieniężnych ustalonych na podstawie naszej szczegółowej prognozy na lata 2017-26P i zdyskontowanych średnim ważonym kosztem kapitału GetBack. W przepływach uwzględniamy wydatki na zakup wierzytelności, jak i amortyzację portfeli. Zakładamy stopę wzrostu po okresie prognozy na poziomie 2%. Wartość firmy obliczana jest poprzez odjęcie długu netto na koniec 2016 od wartości przedsiębiorstwa (EV).

Koszt kapitału i WACC

W celu obliczenia kosztu kapitału w Polsce przyjęliśmy następujące założenia: stopa wolna od ryzyka 3,50%, premia za ryzyko rynkowe 5,0%. Beta na poziomie 1,1.

WACC

	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Stopa wolna od ryzyka	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
Premia za ryzyko rynkowe	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Beta	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Koszt kapitału własnego	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0
Koszt długu	12,8	12,0	12,7	12,7	12,7	12,7	12,7	12,7	12,7	12,7
Efektywna stopa podatkowa (%)	-20,0	4,5	9,0	19,0	19,0	19,0	19,0	19,0	19,0	19,0
Koszt długu po podatku	15,4	11,5	11,6	10,3	10,3	10,3	10,3	10,3	10,3	10,3
WACC	10,8	9,9	10,0	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5

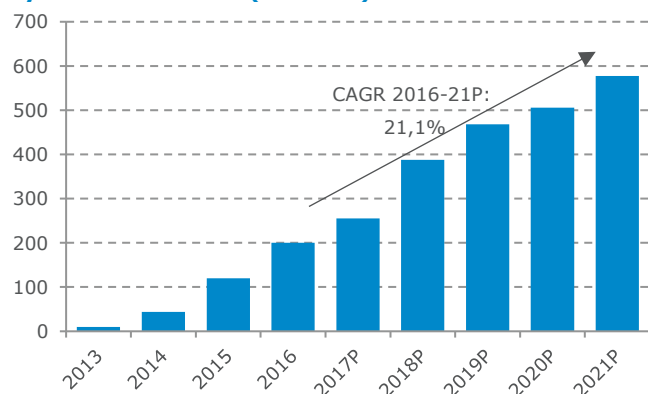
Model DCF

(mln PLN)	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody ogółem	771	1 170	1 511	1 864	2 114	2 327	2 472	2 554	2 569	2 664
EBIT	384	647	834	1 029	1 163	1 271	1 340	1 364	1 324	1 324
marża EBIT (%)	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0
Podatki	77	-29	-75	-195	-221	-241	-255	-259	-252	-252
NOPAT	461	618	759	833	942	1 029	1 085	1 105	1 072	1 072
Amortyzacja	24	31	35	38	40	43	45	46	48	50
Amortyzacja portfeli	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nakłady na zakup wierzytelności	-926	-862	-880	-674	-554	-322	-214	-127	-60	-348
CAPEX	-286	-55	-57	-58	-60	-62	-64	-66	-68	-71
Zmiana kapitału obrotowego	-310	-320	-303	-289	35	-88	-57	-22	20	-91
FCF	-1 037	-588	-445	-150	402	599	795	936	1 012	613
Stopa dyskonta (WACC)	10,8	9,9	10,0	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5
Współczynnik dyskonta	0,9	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4
Zdyskontowany FCF	-936,4	-483,0	-332,4	-102,4	250,6	340,7	412,6	443,7	438,5	242,5
Suma FCF	274,4									
Wartość rezydualna (TV)	8 362,0									
Wzrost FCF po okresie prognozy (%)	2,0									
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	3 308,2									
Wartość firmy (EV)	3 582,6									
Dług netto (2016)	795,7									
Udziałowcy mniejszościowi	0,1									
Podwyższenie kapitału w efekcie emisji akcji	370,0									
Wartość firmy na dzień 01/2017	3 156,8									
Korekta o wartość pieniądza w czasie	256,6									
Obecna wartość firmy (mln PLN)	3 413,4									
Liczba akcji (mln szt.)	100,0									
Wartość firmy na akcję (PLN)	34,13									

Wyniki i prognozy

GetBack w ostatnich latach notował imponujące wzrosty przychodów oraz zysków przy bardzo wysokim ROE na tle sektora. Chociaż bardzo wysokie tempo wyników z przeszłości jest pochodną niskiej bazy to oczekujemy, że GetBack w kolejnych latach utrzyma tempo wzrostu powyżej spółek porównywalnych. W latach 2013-2016 zysk netto wzrósł z 10,1 mln PLN do 200,0 mln PLN osiągając dynamikę na wskaźniku CAGR na poziomie 171%. Głównym kontrybutorem wyników jest segment portfeli własnych gdzie zysk netto w 2016 roku odpowiadał za 85,5% zysku całej grupy wobec 14,5% segmentu zewnętrznych funduszy. Jednocześnie proporcja ta jest zbliżona w przypadku przychodów, gdzie za 79% przychodów netto odpowiadają przychody z nabytych pakietów wierzytelności (segment funduszy własnych), a 21% to przychody z tytułu zarządzania portfelami wierzytelności (segment funduszy zewnętrznych). W 2017 roku oczekujemy wzrostu zysku netto o 30,6%, wspieranego przez prawie 130% wzrost nakładów. W okresie 2016-21 uważamy, że dynamika zysku netto na wskaźniku CAGR zwolni jednak do 21,1% ze względu na efekt bazy.

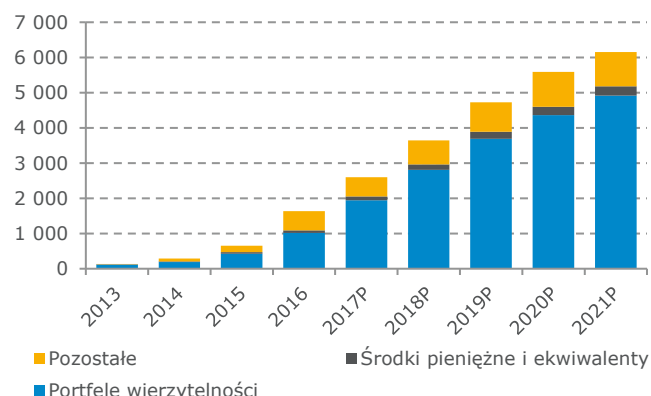
Zysk netto GetBack (mln PLN) w latach 2013-21P



Źródło: GetBack, Dom Maklerski mBanku

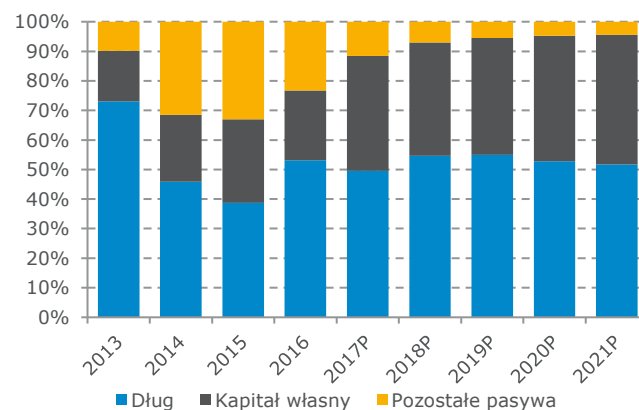
Wysokiej dynamice wyników towarzyszył również wzrost sumy bilansowej w latach 2013-2016 o 134,5% na wskaźniku CAGR, napędzany głównie przez nabycia pakietów wierzytelności. W analizowanym okresie zakupy portfeli finansowane były z wypracowywanych zysków i finansowania dłużnego. Znaczący wzrost zakupów w segmencie portfeli własnych w 2016 roku został odzwierciedlony w zadłużeniu spółki. W rezultacie wskaźnik dług netto/kapitał własny wzrósł z 1,1x w 2015 roku do 2,1x na koniec 2016 r. Przy kowenantach na poziomie 2,5x GetBack ma możliwość do dalszego zwiększania dźwigni finansowej. W roku 2017 wzrost aktywów szacujemy na 101,3%, a CAGR w latach 2016-2021 na 34,8%. Istotnym kontrybutorem wzrostu sumy bilansowej w kolejnych latach będą w naszej ocenie inwestycje na nowych rynkach, które były do tej pory marginalną działalnością spółki. Mimo znacznego wzrostu inwestycji uważamy, że znaczna ich część będzie finansowana ze środków generowanych z działalności bieżącej, w związku z czym zadłużenie Spółki na wskaźniku dług netto / kapitał własny spadnie z 2,1x na koniec 2016 r. do 1,8x na koniec 2019 r. Jednocześnie zakładamy, że GetBack wypłaci pierwszą dywidendę w 2021 r. w wysokości 50% zysku z 2020 r.

Wzrost sumy bilansowej (mln PLN) w latach 2013-21P



Źródło: GetBack, Dom Maklerski mBanku

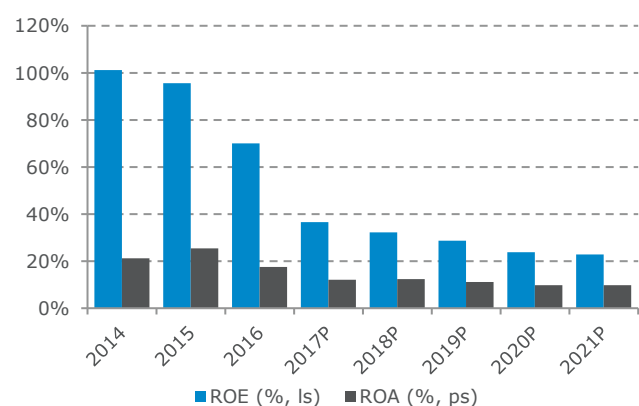
Struktura pasywów w latach 2013-21P



Źródło: GetBack, Dom Maklerski mBanku

W 2016 r. GetBack osiągnął ROE na poziomie 70%, co jest jednym z najlepszych wyników wśród międzynarodowych spółek porównywalnych. Ze względu na wzmocnienie bazy kapitałowej w 2017 r. prognozujemy, że rentowność kapitałów spadnie do 37% oraz ulegnie normalizacji do 22% do roku 2021.

ROE* vs. ROA** GetBack (%)

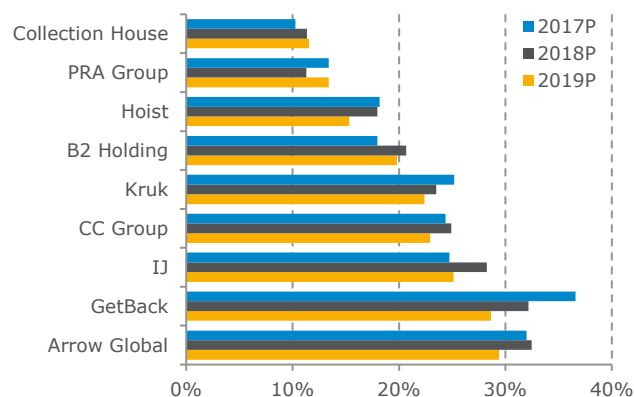


* Zysk netto / średnie KW

** Zysk netto / średnie aktywa

Źródło: GetBack, Dom Maklerski mBanku

Prognozowane ROE GetBack na tle konkurencji (%)

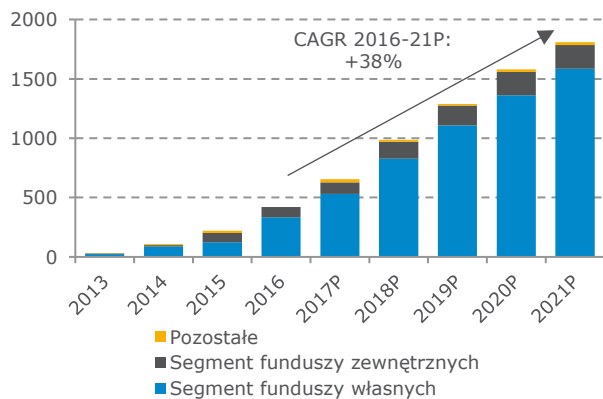


Źródło: Bloomberg konsensus, Dom Maklerski mBanku

Prognoza przychodów

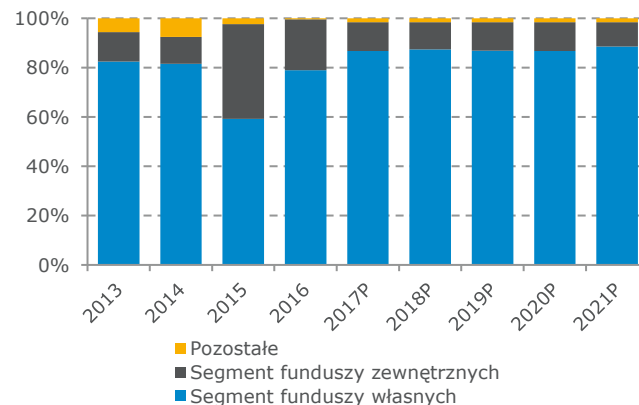
W GetBack głównym czynnikiem odpowiedzialnym za dynamiczny wzrost przychodów netto są przychody z nabytych portfeli wierzytelności (segment funduszy własnych), którego udział w przychodach ogółem utrzymuje się na poziomie ~80% w okresie 2014-2016 z wyjątkiem 2015 roku kiedy spadł do 59%. Jednocześnie, udział przychodów z tytułu zarządzania portfelami wierzytelności (segment funduszy zewnętrznych) wzrósł z 10% w 2014 roku do 21% w 2016 z jednorazowym wzrostem w 2015 roku do 38% przychodów. Rozkład przychodów uzależniony jest od zakupów portfeli wierzytelności co zostało uwidocznione na przykładzie roku 2015, kiedy GetBack wydał na nowe portfele 232 mln PLN na segment funduszy własnych oraz 689 mln PLN na segment funduszy zewnętrznych. Pozostałe produkty (Pożyczka rehabilitacyjna) mają marginalne znaczenie i stanowią około 1% całkowitych przychodów. W kolejnych 5 latach oczekujemy, że GetBack na nowe portfele wyda 9,1 mld PLN z czego 5,1 mld PLN na segment portfeli własnych. Bazując na naszych założeniach dotyczących wielkości zakupów i poziomu spłat oczekujemy, że przychody GetBack będą rosły w latach 2016-2021 na wskaźniku CAGR w średniorocznym tempie 38%, przy rosnącej kontrybucji segmentu portfeli własnych (do 90%). Jednocześnie nie oczekujemy, że przychody segmentu pozostałych produktów przekroczą 2% całkowitych przychodów.

Wzrost przychodów całkowitych



Źródło: GetBack, Dom Maklerski mBanku

Struktura przychodów z portfeli

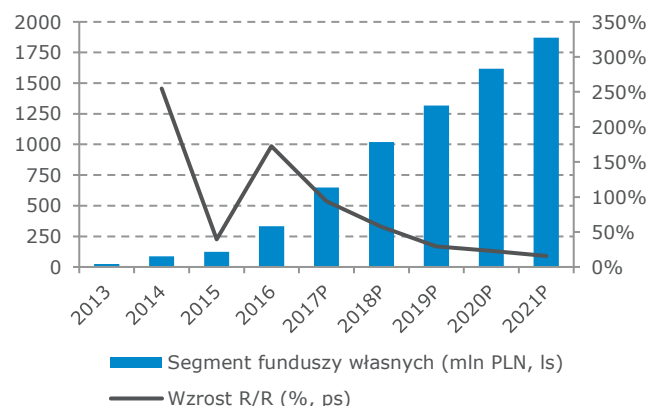


Źródło: GetBack, Dom Maklerski mBanku

Przychody z nabytych portfeli wierzytelności

Oczekujemy, że przychody z portfeli własnych GetBack wzrosną o 94,0% w 2017 roku, 57,4% w 2018 roku oraz o 29,2% w 2019 roku. Tak wysoka dynamika będzie możliwa dzięki wzrostowi nakładów na nowe portfele. Ponadto, przychody w segmencie zostaną wsparte przez pozytywne rewaluacje, które będą pochodną wyższych odzysków niż prognozowane.

Przychody z portfeli własnych

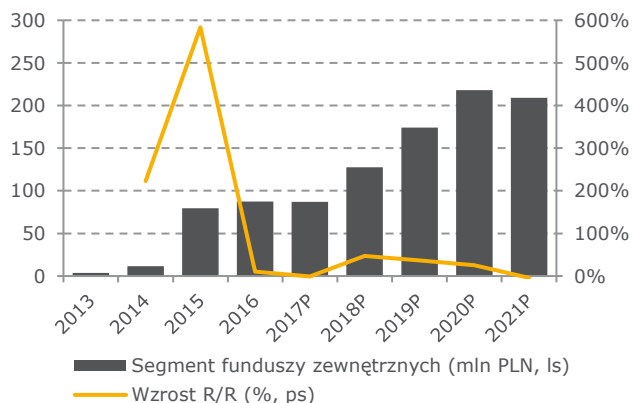


Źródło: GetBack, Dom Maklerski mBanku

Przychody z tytułu zarządzania portfelami wierzytelności

Spółka zamierza kontynuować działalność funduszy zewnętrznych, pomimo ich niższej rentowności niż segmentu portfeli własnych. Fundusze zewnętrzne dają Spółce potrzebną elastyczność przy przetargach. Niemniej jednak wraz ze wzmocnieniem sytuacji kapitałowej Spółki przez emisję nowych akcji uważamy, że segment funduszy zewnętrznych będzie tracił na znaczeniu, a jego kontrybucja do przychodów skurczy się do 11% w 2021 roku z 20% w 2016 roku.

Przychody z portfeli zewnętrznych



Źródło: GetBack, Dom Maklerski mBanku

Aktualizacje

Przychody z tytułu aktualizacji GetBack w 2016 roku wyniosły 56,4 mln PLN (+57,8 mln PLN z weryfikacji prognoz) oraz 4,7 mln PLN (+17,6 mln PLN z weryfikacji prognoz) w 2015 roku. Pozytywne rewaluacje stanowiły w 2016 roku 30% zysku brutto Spółki oraz 17% przychodów z pakietów wierzytelności. Dane prezentowane przez GetBack nie odbiegają od wyników głównych konkurentów. W 2016 roku rewaluacje portfeli stanowiły 12% przychodów Kruka oraz 29,4% wyniku brutto. Uważamy, że prognozowana krzywa (na lata 5+) jest założona zbyt konserwatywnie ze względu na inny profil biznesu oraz podejście do dłużnika skutkujący efektywniejszą windykacją niż w przypadku konkurencji. Oczekujemy, że pozytywne rewaluacje będą powtarzalnym elementem grupy i wyniosą 33% zysku brutto oraz 10% przychodów z portfeli wierzytelności w 2017 roku. Jednocześnie uważamy, że pozytywne aktualizacje powinny zmierzać do zera w przeciągu następných 10 lat.

Historyczne aktualizacje wartości portfeli

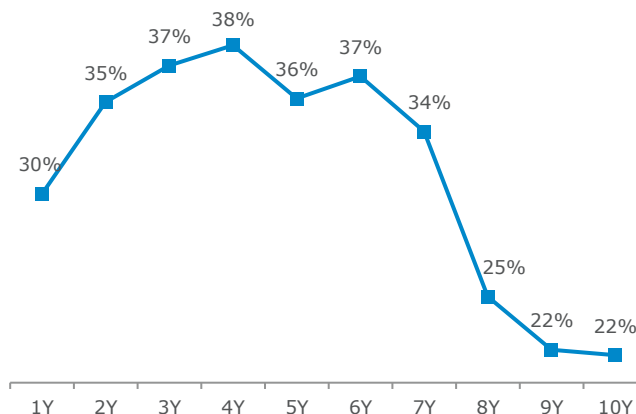
(mln PLN)	2015	2016
Weryfikacja prognoz	17,6	57,8
Zmiana stopy dyskontowej	-12,9	-1,4
Aktualizacja wartości portfeli razem	4,7	56,4

Źródło: GetBack, Dom Maklerski mBanku

Krzywa przyjęta w prognozach

Bazując na rzeczywistych wpływach spłat, Spółka sporządziła tzw. krzywą spłat, czyli uśredniony historyczny rozkład wpływów pieniężnych z tytułu nabytych pakietów wierzytelności ujętych jako udział w wartości nakładów na zakup pakietów. Ze względu na krótką historię GetBack krzywa oparta na historycznych danych składa się jedynie z 4 lat. Poza okresem historycznym (lata 1-4 – na bazie realizacji odzysków w latach 2012-2016), krzywa modelowa stanowi uśrednienie krzywych wykorzystywanych przez Spółkę do oceny potencjalnych spłat z posiadanych portfeli wierzytelności. Całkowita wartość spłat implikowanych przez krzywą modelową w okresie 10 lat wynosi w przypadku Grupy 315,2% ceny nabycia. Nasze założenia dotyczące przychodów i spłat w przyszłości bazują na niższych i bardziej płaskich krzywych, które naszym zdaniem będą konsekwencją dojrzewania rynku oraz konkurencji. Oczekujemy, że krzywa z sumą spłat na poziomie 315%, którą wykorzystujemy dla historycznie zakupionych portfeli obniży się do 280% w długim okresie naszej prognozy.

Historyczna i modelowa krzywa odzysków w stosunku do ceny nabycia GetBack



Źródło: GetBack, Dom Maklerski mBanku

Ekspozycja GetBack na waluty oraz stopy procentowe

GetBack jest narażony na ruchy walut oraz ruchy stóp procentowych chociaż jego wrażliwość w naszej ocenie jest ograniczona. Największą ekspozycję FX GetBack posiada w walucie rumuńskiej, co nie powinno być zaskoczeniem ze względu na prowadzone tam operacje. Umocnienie się RON do PLN o 6,5% spowoduje wzrost zysku brutto o 7,15 mln PLN. Niemniej jednak uważamy, że taki scenariusz jest mało prawdopodobny. Przez ostatnie 5-lat odchylenie standardowe od średniego kursu RON/PLN wyniosło zaledwie 2%. Znacznie poważniejszym ryzykiem dla GetBack są ruchy stóp procentowych. Grupa finansuje swoją działalność kapitałem zewnętrznym – środkami pozyskanymi z emisji obligacji, kredytami i kredytami bankowymi. Podwyżka stóp procentowych o 100 p.b. oznacza stratę wyniku brutto na poziomie 25,0 mln PLN. Z jednej strony oczekujemy, że kurs RON/PLN będzie stabilny w przyszłości, co powinno mieć neutralny wpływ na wyniki, ale z drugiej strony oczekujemy podwyżki stóp procentowych na poziomie 75 p.b. w 2018 roku.

Struktura oprocentowanych instrumentów finansowych

(mln PLN)	Stała stopa	Zmienna stopa
Portfele wierzytelności	0	1 020
Aktywa finansowe	295	15
Zobowiązania finansowe	617	614
Razem	912	1 648

Źródło: GetBack, Dom Maklerski mBanku

Zysk lub strata brutto bieżącego okresu

(mln PLN)	+100 p.b.	-100 p.b.
Portfele wierzytelności	-16,3	16,9
Pozostałe instrumenty finansowe o zmiennej stopie procentowej	-5,0	5,0
Instrumenty finansowe o stałej stopie procentowej	-3,8	3,8
Razem	-25,0	25,6

Źródło: GetBack, Dom Maklerski mBanku

Ryzyko zmiany kursu walutowego - wpływ na wynik brutto

(tys. PLN)	EUR	USD	RON	GBP
Wartość narażona na ryzyko (tys. PLN)	906	-799	109 341	279
Wzrost kursu walutowego względem PLN o	6,80%	11,10%	6,50%	12,30%
Spadek kursu walutowego względem PLN o	-6,80%	-11,10%	-6,50%	-12,30%
Wpływ na wynik brutto w przypadku wzrostu kursu walutowego (tys. PLN)	61	-89	7 151	34
Wpływ na wynik brutto w przypadku spadku kursu walutowego (tys. PLN)	-61	89	-7 151	-34

Źródło: GetBack, Dom Maklerski mBanku

Nakłady na nowe portfele GetBack

(mln PLN)	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Segment funduszy własnych	42,7	232,2	620,0	1 000,0	1 000,0	1 100,0
Segment funduszy zewnętrznych	452,6	689,3	291,5	1 100,0	1 100,0	800,0
Razem	495,3	921,5	911,5	2 100,0	2 100,0	1 900,0
Polska	467,0	901,5	864,7	1 900,0	1 780,0	1 550,0
Rumunia	28,3	20,0	46,8	50,0	70,0	100,0
Inne rynki	0,0	0,0	0,0	150,0	250,0	250,0

Źródło: GetBack, Dom Maklerski mBanku

Nakłady na portfele

Nakłady GetBack na nowe portfele znacząco wzrosły przez ostatnie dwa lata i oczekujemy, że będą dalej rosnąć w szybkim tempie przez kolejne lata. W segmencie funduszy własnych nakłady na portfele wzrosły z 83 mln PLN w 2013 roku do 620 mln PLN w 2016 roku. W analogicznym okresie w segmencie funduszy zewnętrznych nakłady wzrosły z 11 mln PLN do 292 mln PLN. Jednocześnie oczekujemy, że GetBack w kolejnych 3 latach wyda 3,1 mld PLN w segmencie funduszy wewnętrznych, zaś w zewnętrznych 3,0 mld PLN. Jednocześnie oczekujemy, że ceny za portfele w Polsce wzrosną z 10,5% w 2016 roku do 12% w 2017 roku oraz 13% w 2018 roku, ze względu na dojrzwianie rynku oraz korelację z PKB. Oczekujemy, że polski rynek pozostanie dominujący w strukturze wydatków na średnim poziomie 79% z rosnącym udziałem rynków zagranicznych

Przychody z pakietów wierzytelności – księgowość

Przychody GetBack rozpoznawane są zgodnie z Międzynarodowymi standardami rachunkowości, co potwierdzone jest przez opinie biegłego rewidenta - Deloitte. Wartość godziwa ustalana jest przez GetBack jako suma zdyskontowanych oczekiwanych strumieni pieniężnych, w kwocie różnicy pomiędzy przyszłymi wpływami z tytułu ściągniętych wierzytelności a kosztami dochodzenia roszczeń na drodze polubownej, sądowej oraz komorniczej. Wycena sporządzana jest z wykorzystaniem podejścia „Oczekiwanych strumieni pieniężnych”, w którym wszelkie ryzyko kredytowe i płynności powinny być uwzględniane w strumieniach pieniężnych, a nie w stopie dyskontowej.

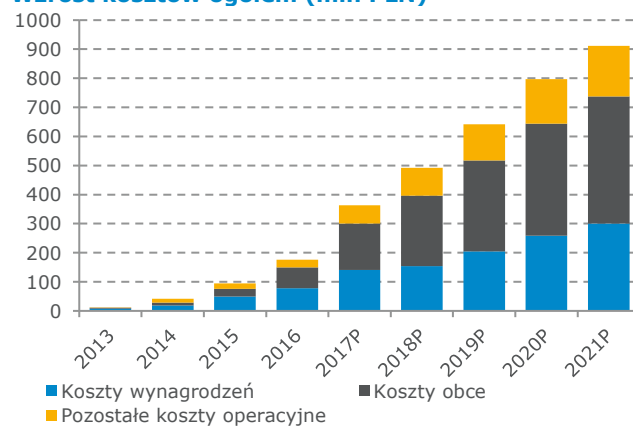
Przychody z pakietów wierzytelności obejmują kwoty odzyskane zarówno w wartości nominalnej długu jak i zasądzonych kosztów sądowych prawomocnymi wyrokami sądowymi (np. KZP). Ujemowane są w księgach i w sprawozdaniu finansowym pod datą ich otrzymania. Przychody z pakietów wierzytelności obejmują rzeczywiste spłaty zadłużenia pomniejszone o amortyzację portfeli. Grupa dokonuje amortyzacji portfeli poprzez rozliczenie w czasie nabycia wierzytelności współmiernie do osiągniętych przychodów i wartości nominalnej portfeli. Oznacza to, że cena nabycia portfeli rozliczana jest proporcjonalnie do wielkości uzyskanych wpływów z poszczególnych pakietów w stosunku do wartości nominalnej nabytego pakietu. Dodatkowo ujemowane są koszty z tytułu wydatków na dochodzenie roszczeń na drodze sądowej oraz egzekucji komorniczej.

W przychodach bieżącego okresu ujemowane są, poza przychodami z tytułu spłat, zmiany wartości godziwej wynikające ze zmian szacunków dotyczących oczekiwanych przyszłych przepływów pieniężnych dla danego pakietu oraz zmian w stopie dyskontowej (tzw. aktualizacje). Spółka nie stosuje metody IRR analogicznej jak np. główny konkurent Kruk.

Koszty ogółem

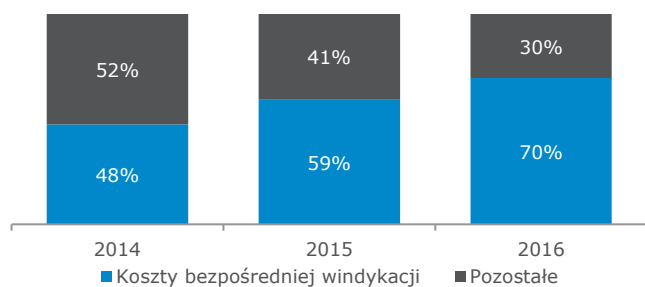
Oczekujemy, że koszty w GetBack będą rosły w kolejnych 5-latach w średniorocznym tempie 39,0% zbliżonym do tempa wzrostu przychodów (+38,4%). Koszty bezpośrednio związane z windykacją wyniosły 19,9 mln PLN w 2014 roku (48% kosztów ogółem bez amortyzacji), 55,8 mln PLN w 2015 roku (59%) oraz 122,1 mln PLN w 2016 roku (70%). Przełożyło się to na bardzo dobry wskaźnik cost-to-collect na poziomie ok. 17% w 2016 roku, który oczekujemy że pozostanie niezmienny do 2021 roku ze względu na wysoką efektywność Spółki. Niemniej jednak uważamy, że wraz ze zwiększaniem skali działalności nominalny wzrost kosztów związanych z windykacją, marketingiem, płacami czy ekspansją zagraniczną będzie nie do uniknięcia. Największego wzrostu kosztów oczekujemy w kosztach usług obcych i pozostałych kosztach operacyjnych, zaś najwolniejszego w kosztach osobowych, które w latach 2017 i 2018 będą napędzane jedynie przez inflację płac i wzrost zatrudnienia o około 600 osób. Biorąc pod uwagę wysoką dynamikę przychodów w następnych 5 latach oczekujemy jedynie lekkiego spadku marży EBIT do 55% w 2021 roku z poziomu 56% w latach 2015-2016.

Wzrost kosztów ogółem (mln PLN)



Źródło: GetBack, Dom Maklerski mBanku

Udział kosztów bezpośrednich w kosztach ogółem (bez amortyzacji)

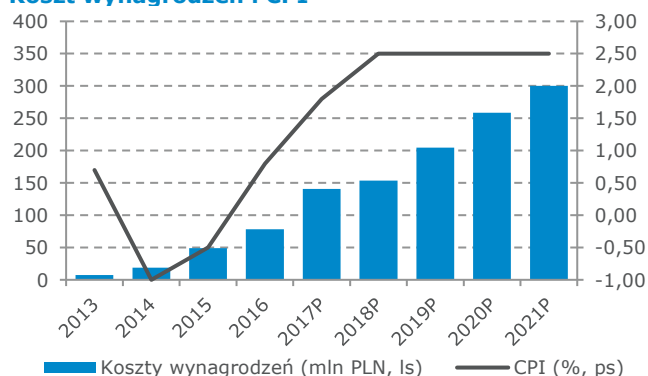


Źródło: GetBack, Dom Maklerski mBanku

Koszty wynagrodzeń

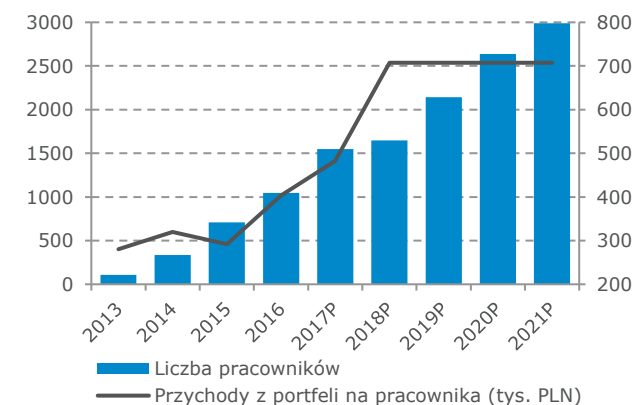
Znaczącą pozycją w kosztach są koszty wynagrodzeń. Koszty wynagrodzeń wzrosły z 18,8 mln PLN w 2014 roku przez 49,0 mln PLN w 2015 roku do 78,1 mln PLN w 2016 roku. Wynagrodzenie Zarządu w 2016 roku wyniosło ~4% kosztów wynagrodzeń ogółem. Oczekujemy, że koszty wynagrodzeń będą rosnąć w latach 2016-2021 w średniorocznym tempie 30,9%. Oczekujemy, że na wzrost kosztów z jednej strony będzie miał wpływ wzrost liczby pracowników a z drugiej inflacja (1,8% w 2017 i 2,5% w kolejnych latach). W naszej prognozie zakładamy wzrost liczby pracowników o 500 osób w 2017 roku, 100 osób w 2018 roku, zaś następnie wzrost do 2 989 w 2021 roku. W naszych prognozach wskaźnik przychodów z portfeli na pracownika będzie dalej rósł z 320 tys. PLN w 2014 przez 404 tys. PLN w 2016 roku do 707 tys. PLN w 2021. GetBack nie posiada obecnie programu opcji menadżerskich, który uważamy że jest prawdopodobny w przyszłości.

Koszt wynagrodzeń i CPI



Źródło: GetBack, Dom Maklerski mBanku

Liczba pracowników (LS) oraz przychody z portfeli na pracownika (PS)

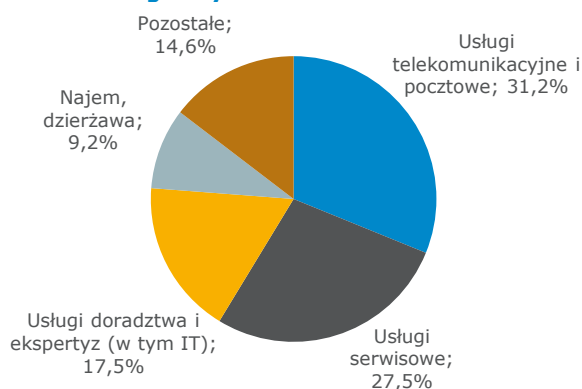


Źródło: GetBack, Dom Maklerski mBanku

Usługi obce

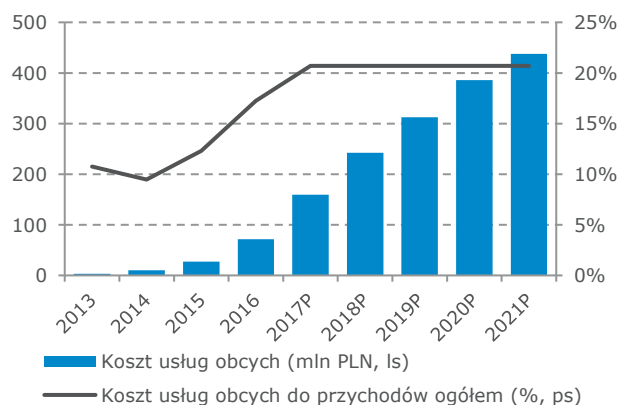
Usługi obce są drugą najistotniejszą pozycją kosztów po kosztach wynagrodzeń w GetBack. W 2016 roku usługi obce stanowiły 41% kosztów całkowitych (liczone jako koszty wynagrodzeń + koszty obce + pozostałe koszty operacyjne) i oczekujemy, że ich udział wzrośnie do 48,0% do roku 2021. Największą pozycją w usługach obcych są koszty telekomunikacyjne i pocztowe, które stanowiły na koniec 2016 roku 31,2% całości, a następnie usługi serwisowe (27,5%) i usługi doradztwa i ekspertyz (17,5%). Wskaźnik kosztów do dochodów liczony jako koszty usług obcych do przychodów całkowitych wzrósł z 10,8% w 2013 roku do 17,2% w 2016. Uważamy, że wzrost skali działalności pociągnie za sobą stopniowy wzrost kosztów usług obcych w tempie wyższym niż wzrost przychodów. Oczekujemy wskaźnika kosztów usług obcych do przychodów na poziomie 20,7% w roku 2021.

Struktura usług obcych w 2016r.



Źródło: GetBack, Dom Maklerski mBanku

Koszt usług obcych vs. wskaźnik koszty do przychodów

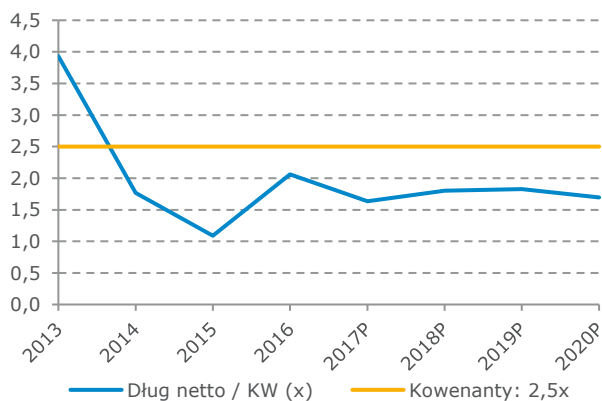


Źródło: GetBack, Dom Maklerski mBanku

Finansowanie

Znaczący wzrost aktywów w ostatnich 4 latach znalazł odzwierciedlenie w rosnącym długu Spółki i kosztach finansowania. Koszt finansowania w 2016 roku wyniósł 44,6 mln PLN i wzrósł z 4,65 mln PLN w 2013 roku (CAGR równy 112,5%). Uważamy, że tempo wzrostu kosztów finansowania powinno znacząco zwolnić w kolejnych latach dzięki emisji akcji w 2017 roku oraz bardzo wysokiej rentowności grupy pozytywnie wpływającej na kapitały własne. Ponadto uważamy, że grupa po wejściu na giełdę oraz otrzymaniu ratingu od międzynarodowych firm (S&P rating B z perspektywą stabilną; Eurorating rating BB) pozwoli na zmniejszanie kosztu długu. Wskaźnik długu do kapitałów własnych wzrósł z szacowanych przez nas 1,8x w 2014 przez 1,1x w 2015 do 2,1x w 2016 roku i oczekujemy jego spadku do 1,8x w 2018 w wyniku emisji akcji. Niemniej jednak w długim okresie oczekujemy jego ponownego wzrostu do 2,0x ze względu na znaczące zakupy nowych portfeli i wypłatę dywidendy. Przy kowenantach na poziomie 2,5x stawia to GetBack w dobrej sytuacji na przyszłość i pozwoli grupie na dalszą ekspansję na przykład na nowe rynki.

Wskaźnik zadłużenia GetBack

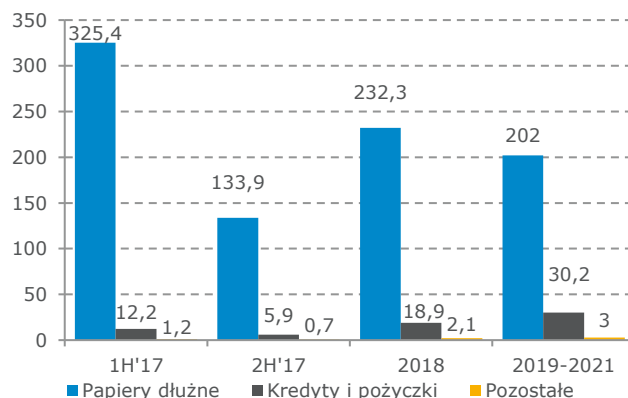


Źródło: GetBack, Dom Maklerski mBanku

Zapadalność zobowiązań

W 2017 roku zapada w sumie 479,3 mln PLN zobowiązań z czego 459,3 mln PLN stanowią papiery dłużne. W 2018 roku zapada 253,3 mln PLN z czego 232,3 papierów dłużnych, a w latach 2019-2021 zapada 235,3 mln PLN zobowiązań z czego 202,0 mln PLN papierów dłużnych. Obecnie na Catalyst znajduje się 16 serii obligacji GetBacku, których rentowności większości papierów mieszczą się w przedziale 5,4-5,6% brutto.

Zapadalność zobowiązań (mln PLN)



Źródło: GetBack, Dom Maklerski mBanku

Efektywna stawka podatkowa

GetBack realizuje zysk przez NS FIZ, który jest zwolniony przedmiotowo z podatku oraz stratę przez GetBack S.A. Pozwala to grupie na uzyskanie niskiej efektywnej stawki podatkowej, a wręcz doprowadziło do wykazania zysku w 2015 i 2016 roku na poziomie odpowiednio 10,4 mln PLN oraz 9,1 mln PLN. Uważamy, że efektywna stawka podatkowa powinna ulec normalizacji w przyszłości do poziomu 19% w 2020 roku (przez 5% w 2018 oraz 9% w 2019 roku).

Dywidenda

GetBack przez ostatnie 3 lata nie wypłacał dywidendy przeznaczając cały zysk netto na wzmocnienie kapitałów. Uważamy, że po fazie szybkiego wzrostu i poprawiającej się sytuacji dłużnej GetBack zdecyduje się na wypłatę dywidendy, ale dopiero w 2021 roku. Zakładamy, że wskaźnik wypłaty dywidendy w latach 2021-22 wyniesie 50%-75%. Jednocześnie polityka dywidendowa może zostać zaktualizowana nawet w najbliższych dniach. Zgodnie z wypowiedziami Zarządu, GetBack może zaproponować dywidendę do parudziesięciu milionów PLN, która nie powinna pociągnąć za sobą wzrostu efektywnej stawki podatkowej.

Rachunek wyników

(mln PLN)	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
Przychody	30,0	107,5	206,7	422,7	746,1	1 165,0	1 514,4	1 865,5	2 114,5
- fundusze własne	24,7	87,7	122,5	333,7	647,4	1 018,8	1 316,2	1 617,6	1 871,8
- fundusze zewnętrzne	3,6	11,6	79,4	87,5	86,9	127,7	174,1	218,2	208,9
- pozostałe	1,7	8,2	4,9	1,5	11,9	18,6	24,1	29,7	33,7
Pozostałe przychody operacyjne	0,3	0,1	1,3	4,4	39,4	19,7	11,1	13,5	15,6
Udział w wyniku jednostek stowarzyszonych	0,0	0,0	11,7	-10,7	-14,0	-14,4	-14,8	-15,3	-15,7
Przychody ogółem	30,3	107,6	219,7	416,4	771,5	1 170,3	1 510,7	1 863,7	2 114,3
Koszty wynagrodzeń	-7,3	-18,8	-49,0	-78,1	-140,8	-153,6	-204,7	-258,5	-300,3
Koszty obce	-3,3	-10,2	-27,0	-71,8	-159,7	-242,3	-312,7	-385,8	-437,7
Pozostałe koszty operacyjne	-1,4	-12,9	-18,1	-25,7	-63,0	-96,0	-123,9	-152,8	-173,4
Koszty ogółem	-12,0	-41,9	-94,2	-175,6	-363,4	-491,9	-641,3	-797,1	-911,3
EBITDA	18,3	65,7	125,5	240,8	408,1	678,5	869,4	1 066,6	1 203,0
Amortyzacja	-0,8	-1,4	-3,0	-6,1	-23,8	-31,5	-35,0	-37,9	-40,3
EBIT	17,5	64,3	122,6	234,7	384,2	647,0	834,4	1 028,8	1 162,6
Przychody finansowe	0,3	0,3	0,1	1,1	9,0	9,4	11,3	12,1	12,3
Koszty finansowe	-4,7	-10,3	-12,7	-44,6	-166,4	-258,8	-381,1	-468,0	-519,3
Wynik na sprzedaży aktywów finansowych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	13,2	54,2	110,0	191,2	217,9	388,2	453,3	560,7	643,3
Podatek	-3,1	-10,0	10,4	9,1	43,6	-17,5	-40,8	-106,5	-122,2
Zysk udziałowców mniejszościowych	0,0	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Zysk netto	10,1	44,1	120,1	200,0	261,2	370,5	412,2	453,9	520,8

Bilans

(mln PLN)	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	7,8	16,9	51,3	70,4	64,4	87,5	111,6	131,3	142,2
Należności z tytułu dostaw i usług	0,2	5,0	74,6	269,7	529,6	778,4	1 061,5	1 330,3	1 273,8
Zakupione wierzytelności	114,5	188,2	422,3	1 019,6	1 945,5	2 807,3	3 687,4	4 361,3	4 915,7
Rzeczowe aktywa trwałe oraz WNiP	3,1	5,7	19,6	60,9	323,5	346,9	368,5	389,0	408,9
Inne aktywa	0,8	73,8	87,7	209,9	419,8	440,8	462,8	486,0	510,3
Aktywa ogółem	126,4	289,5	655,4	1 630,6	3 282,8	4 460,9	5 691,9	6 697,9	7 250,8
Kredyty i pożyczki krótko- i długoterminowe	92,4	132,8	253,5	866,1	1 727,4	2 585,7	3 401,9	3 951,2	4 207,5
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	7,1	72,2	172,6	268,8	483,8	430,7	430,7	430,6	430,6
Pozostałe	5,3	18,9	43,5	109,8	54,9	57,7	60,5	63,6	66,7
Zobowiązania ogółem	104,8	223,8	469,6	1 244,7	2 266,1	3 074,1	3 893,1	4 445,4	4 704,9
Udziały mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,1	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Kapitał własny	21,5	65,7	185,7	385,8	1 016,7	1 386,9	1 798,8	2 252,4	2 546,0

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej								
Zysk netto	44,1	120,1	200,0	261,2	370,5	412,2	453,9	520,8
Amortyzacja	1,4	3,0	6,1	23,8	31,5	35,0	37,9	40,3
Koszty finansowe netto	10,1	12,6	43,5	157,3	249,4	369,8	455,9	507,0
Inwestycje w portfele wierzytelności	209,6	-29,4	-384,1	-925,9	-861,8	-880,1	-673,8	-554,4
Zmiana kapitału obrotowego i inne	34,7	-148,1	-141,7	-309,7	-320,2	-302,3	-288,9	35,3
Środki pieniężne netto z działalności operacyjnej	299,8	-41,8	-276,1	-793,2	-530,7	-365,5	-15,1	549,0
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej								
Odsetki otrzymane	0,3	0,1	1,1	9,0	9,4	11,3	12,1	12,3
Zmiana wartości pożyczek udzielonych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zakup, (sprzedaż) rzeczowych aktywów trwałych oraz WNIP	-3,9	-16,9	-47,5	-286,4	-54,8	-56,6	-58,4	-60,2
Pozostałe	-318,6	-19,2	-234,0	-97,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Środki pieniężne netto z działalności inwestycyjnej	-322,3	-36,0	-280,4	-374,9	-45,4	-45,2	-46,2	-47,9
Przepływy pieniężne z działalności finansowej								
Wpływy netto z emisji akcji (skup akcji)	0,0	0,0	0,0	370,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidendy wypłacone	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-226,9
Zmiana wartości kredytów i pożyczek	40,4	120,7	612,6	861,3	858,3	816,2	549,4	256,3
Odsetki zapłacone	-10,3	-12,7	-44,6	-166,4	-258,8	-381,1	-468,0	-519,3
Pozostałe	1,5	4,2	7,7	97,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Środki pieniężne netto z działalności finansowej	31,6	112,2	575,6	1 162,1	599,2	434,8	81,1	-490,3
Przepływy pieniężne netto, ogółem	9,1	34,4	19,1	-6,0	23,1	24,1	19,7	10,8
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na początek okresu	7,8	16,9	51,3	70,4	64,4	87,5	111,6	131,3
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na koniec okresu	16,9	51,3	70,4	64,4	87,5	111,6	131,3	142,2
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej*	90,2	-12,4	108,0	132,7	331,1	514,7	658,7	1 103,4

*wyluczając nakłady na zakup wierzytelności oraz amortyzacje portfeli

Wskaźniki

	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
Wzrost (%)								
Przychody ogółem	255,5	104,2	89,5	85,3	51,7	29,1	23,4	13,4
Koszty Ogółem	250,2	124,8	86,5	107,0	35,3	30,4	24,3	14,3
EBIT	268,3	90,6	91,5	63,7	68,4	29,0	23,3	13,0
EBITDA	258,9	91,2	91,8	69,4	66,3	28,1	22,7	12,8
Zysk netto	336,7	172,4	66,5	30,6	41,8	11,3	10,1	14,7
Aktywa	129,1	126,4	148,8	101,3	35,9	27,6	17,7	8,3
Zadłużenie (%)								
Pasywa do KW (%)	341%	253%	323%	223%	222%	216%	197%	185%
Dług do KW (%)	67%	58%	69%	63%	65%	65%	64%	62%
Dług netto / KW (x)	1,77	1,09	2,06	1,64	1,80	1,83	1,70	1,60
Dług netto / EBITDA (x)	1,77	1,61	3,30	4,08	3,68	3,78	3,58	3,38
Dług netto / Cash EBITDA	2,04	1,48	2,91	2,94	2,71	2,69	2,47	2,26
Dochodowość								
Efektywna stopa podatkowa (%)	-18,3%	9,4%	4,8%	20,0%	-4,5%	-9,0%	-19,0%	-19,0%
ROA (%)	21,2%	25,4%	17,5%	10,6%	9,6%	8,1%	7,3%	7,5%
ROE (%)	101,1%	95,6%	70,0%	37,2%	30,8%	25,9%	22,4%	21,7%
Marża EBITDA	61,1%	57,1%	57,8%	52,9%	58,0%	57,5%	57,2%	56,9%
Marża EBIT	59,8%	55,8%	56,4%	49,8%	55,3%	55,2%	55,2%	55,0%
Wycena								
P/E	41,73	19,14	11,50	8,81	6,21	5,58	5,07	4,42
P/BV	28,02	12,38	5,96	2,26	1,66	1,28	1,02	0,90
EV/EBITDA	36,78	19,93	12,85	9,71	7,07	6,43	5,74	5,29
EV/Cash EBITDA	42,46	18,36	11,30	7,01	5,20	4,57	3,95	3,53

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)
EBIT – zysk operacyjny
EBITDA – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją
BOOK VALUE – wartość księgowa
WNDB – wynik na działalności bankowej
MC/S – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży
EBIT/EV – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej
P/E – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję
P/CE – cena do zysku wraz z amortyzacją
ROE – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych
P/BV – (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję
Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent
Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży

PRZEWAŻENIE (OW, overweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku
RÓWNOWAŻENIE (N, neutral) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku
NIEDOWAŻENIE (UW, underweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%
AKUMULUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%
TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%
REDUKUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%
SPRZEDAJ – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%
Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego obsługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Dom Maklerski mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Do opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowił podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

mBank S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem opracowania oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem opracowania (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Opracowanie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją. Po uwagach przekazanych przez emitenta dokonano zmian w treści opracowania. Uwagi emitenta dotyczyły wyłącznie weryfikacji prawdziwości historycznych danych ujmowanych w opracowaniu i nie obejmowały żadnych elementów ocennych oraz żadnych szacunków i prognoz. Emitent nie publikuje prognoz danych finansowych.

mBank S.A. pełnił rolę Współprowadzącego Księgę Popytu w ofercie publicznej akcji emitenta przeprowadzonej w ciągu ostatnich 12 miesięcy.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. otrzymał od emitenta wynagrodzenie za świadczone usługi.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 30 listopada 2017 o godzinie 08:15.
Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 30 listopada 2017 o godzinie 08:15.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczył, będzie świadczył, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie, publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy klienci Domu Maklerskiego mBanku.

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Domu Maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

Zdyskontowanych dywidend (DDM) – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.

Zysków ekonomicznych – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Zdyskontowanych aktywów netto (NAV) – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

Dom Maklerski mBanku nie wydał w ciągu ostatnich 12 miesięcy rekomendacji dotyczącej spółki GetBack S.A.

Dom Maklerski mBanku

Senatorska 18
00-082 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszc
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kliszcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

Michał Marczak
+48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

Michał Konarski
+48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

Paweł Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Zybala
+48 22 438 24 04
piotr.zybala@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Bogusz
+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

Piotr Gawron
dyrektor
+48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Krzysztof Bodek
+48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

Tomasz Jakubiec
+48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mbank.pl

Jędrzej Łukomski
+48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Adam Prokop
+48 22 697 47 90
adam.prokop@mbank.pl

Szymon Kubka, CFA, PRM
+48 22 697 48 54
szymon.kubka@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Tomasz Galanciak
+48 22 697 49 68
tomasz.galanciak@mbank.pl

Magdalena Bernacik
+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
+48 22 697 48 82
marzena.lempicka@mbank.pl

Bartosz Orzechowski
+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@mbank.pl

Biuro Aktywnej Sprzedaży

Kamil Szymański
dyrektor
+48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
+48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl