

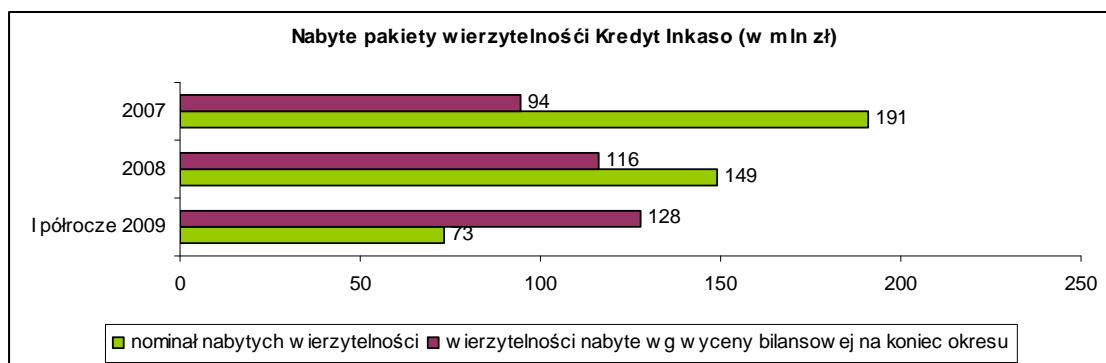


KREDYT INKASO S.A. - Czy sytuacja gospodarcza odbija się na wynikach?

Profil działalności Kredyt Inkaso S.A.

Kredyt Inkaso to spółka zajmująca się nabywaniem pakietów wierzytelności z tytułu usług masowych. Dotychczas skupiała się przede wszystkim na wierzytelnościach, dla których wierzycielami pierwotnymi są firmy telekomunikacyjne (zgodnie z wewnętrznymi szacunkami KI jest w tym segmencie głównym graczem, nabywając ok. 30-40% zgłaszanych w przetargach wierzytelności). Model działania KI opiera się na zleceniu, związanych z windykacją działań operacyjnych w głównej mierze podmiotom zewnętrznym, przede wszystkim współpracującej z KI kancelarii. Taki model działania pozwala na ograniczenie kosztów operacyjnych związanych np. z utrzymaniem call center, czy służb windykacyjnych (zatrudnienie na koniec września wynosiło 30 osób). Relatywnie niskie koszty bieżącej działalności pozwalają na wykorzystanie środków w głównej mierze na nabywanie pakietów wierzytelności i zwiększanie skali działalności.

Spółka debiutowała w 2007 r. pozyskując z publicznej oferty 15 mln zł. Dokonując oceny działalności oraz wykorzystania środków pozyskanych z IPO i w późniejszym okresie z emisji długu należy mieć na uwadze charakter branży, w której działa Kredyt Inkaso SA. Od pozyskania środków z rynków finansowych (czy to w postaci długu czy equity), poprzez nabycie pakietów wierzytelności do wykazania głównej części przepływów, uzyskiwanych na etapie egzekucji komorniczej mija 2-3 lat. Można więc powiedzieć, że pierwsze przychody z pakietów wierzytelności nabywanych ze środków z IPO pojawiły się w rachunku wyników KI dopiero w pierwszej połowie roku obrotowego 2009/2010 (II i III kw. 2009 r.), a główna ich część powinna przypadać na kolejne kwartały. Na koniec września 2009 r. procentowy udział wierzytelności o okresie życia od 2 do 3 lat wyniósł przeszło 50% wartości godziwej całego portfela (cały portfel wierzytelności był wart 127,7 mln zł).

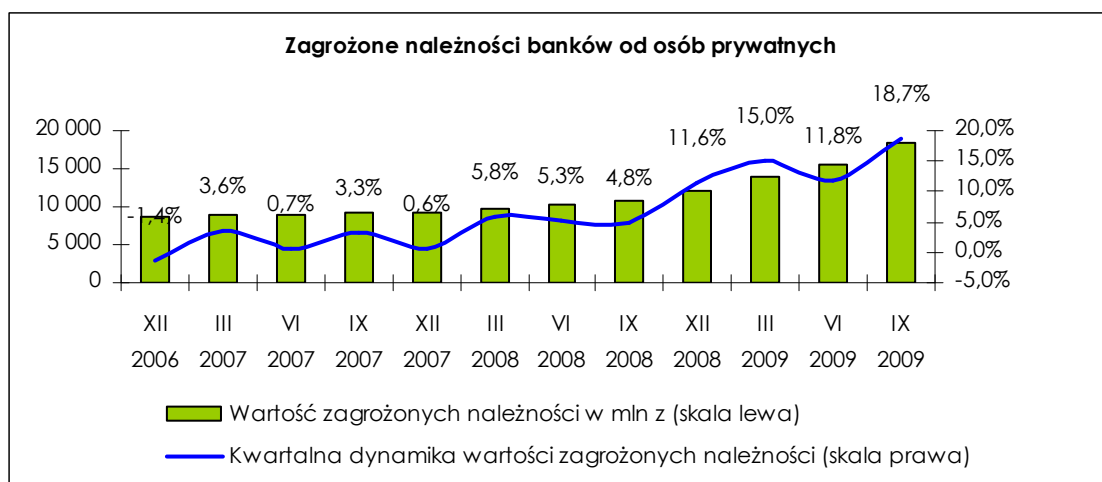




Źródło: Spółka, SII

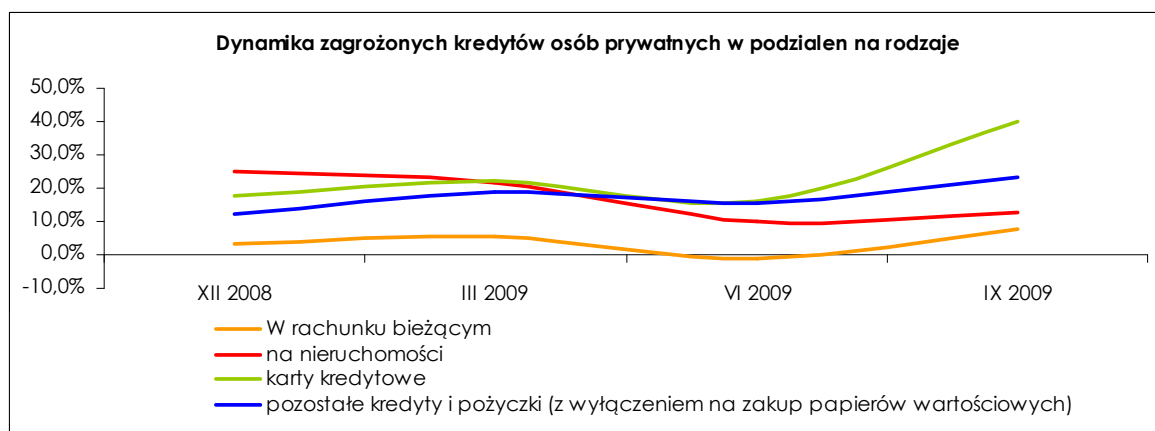
Sytuacja w branży

Po III kw. 2009 r. łączne zagrożone należności w polskich bankach wyniosły 50,1 mld zł (za Kompleksowym Raportem o Długach przygotowywanym przez KRDD). Od ostatniego kwartału 2008 r. zauważalny jest znaczny wzrost dynamiki zagrożonych należności banków od osób prywatnych. Wyniosły blisko 18,5 mld zł (wzrost o 18,7%).



Źródło: KRDD, NBP, SII

W III kw. 2009 r. największą dynamikę zanotowano w segmencie zadłużenia wynikającego z kart kredytowych (wzrost o 39,8%) oraz pożyczek gotówkowych, samochodowych i na zakupy ratalne (+23,5%). Zagrożona część kredytów hipotecznych wzrosła w tym samym okresie o 12,6%.



Źródło: KRDD, SII



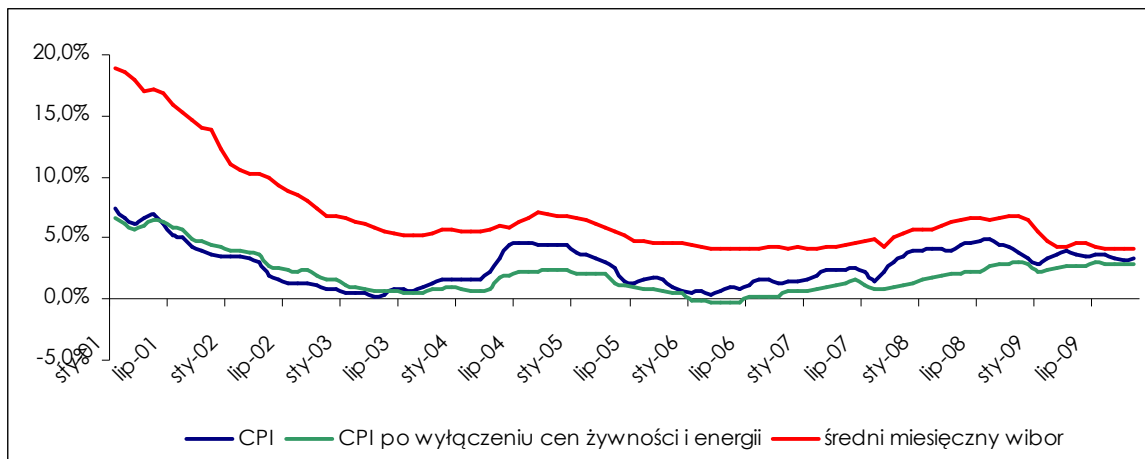
Zaprzestanie spłacania kredytów hipotecznych ma jednak miejsce zazwyczaj na końcu. W pierwszej kolejności konsumenci przestają spłacać pozostałe wierzytelności o mniejszym nominale i mniejszym znaczeniu z punktu widzenia ich codziennego funkcjonowania.

Poziom stóp procentowych

Można powiedzieć, iż dla działalności Kredyt Inkaso najważniejszymi czynnikami (poza oferowanymi cenami w przetargach) jest dostęp do kapitału oraz jego cena. Jeżeli chodzi o dostęp do kapitału to biorąc pod uwagę charakter branży (działalność oparta na niewielkim majątku trwałym mogącym służyć jako zabezpieczenie) oraz nastawienie banków (pakiety wierzytelności nie są postrzegane jako dobre zabezpieczenie oraz zauważalna ostatnio ograniczona dostępność nawet dla branż postrzeganych jako znacznie bezpieczniejsze niż branża wierzytelności), praktycznie wyłączona jest możliwość pozyskiwania funduszy w postaci kredytów bankowych (choć jest to możliwe czego przykładem jest chociażby notowana na NC Fast Finance SA).

Z pozostałych dostępnych źródeł Spółka zdecydowała się w ostatnich okresach (częściowo zapewne w wyniku niekorzystnej sytuacji na rynku akcji) na korzystanie z emisji długu (obecnie opartych głównie na zmiennym kuponie). Z uwagi na wspomniany brak majątku mogącego służyć jako zabezpieczenie pozyskanie kapitału wymaga zaoferowania relatywnie wyższych poziomów premii za ryzyko dla potencjalnych inwestorów. Pozytywnie należy postrzegać przeprowadzane w 2009 r. emisje obligacji, pomimo niekorzystnego otoczenia. Zwracać uwagę może relacja początkowej wartości emisji do wartości obligacji ostatecznie objętych. Nie jest to jednak wynikiem braku popytu lecz kwestii proceduralnych.

Od marca 2009 r., wyliczane przez GUS wskaźniki inflacji kształtują się w okolicach górnego ograniczenia celu tj. 3,5%. Zgodnie z oczekiwaniami rynkowymi inflacja w najbliższych 3 do 6 miesięcy powinna zmierzać w kierunku środka celu (2,5%), by od drugiej połowy 2010 r. zmierzać w kierunku górnego zakresu wahań przyjętego przez RPP. Na taką ścieżkę inflacji wskazuje m.in. publikowany przez BIEC Wskaźnik Przyszłej Inflacji, który wzrósł w grudniu po raz pierwszy od siedmiu miesięcy. Podobne tendencje wynikają ze średniej oczekiwanej inflacji w ciągu najbliższych 12 miesięcy. W związku z powyższym, o ile w najbliższych dwóch kwartałach raczej nie należy spodziewać się zmian poziomu stopy referencyjnej (nowa Rada plus wspomniany spadek inflacji), o tyle w drugiej połowie roku 2010 może pojawić się presja na podniesienie stóp procentowych. Warto zauważyć, iż pomimo spadku aktywności gospodarczej inflacja w Polsce pozostawała na w miarę wysokim poziomie w porównaniu chociażby do państw strefy euro. Gdyby założenie wzrostu stóp procentowych w drugiej połowie 2010 r. się zmaterializowało – wzrost o 0,5 do 0,75 punktu procentowego, to jednak z punktu widzenia Kredyt Inkaso taka zmiana miałaby wpływ w większym stopniu na wycenę aktywów niż na koszty obsługi długu, a przez to na wynik netto.



Źródło: NBP, GUS, opracowanie własne

Korzystnie na rynek wierzycielności masowych może wpływać również sytuacja na rynku pracy. Pomimo lepszych prognoz gospodarczych ich wpływ na rynek pracy w 2010 r. może być wciąż ograniczony. Firmy wciąż dysponują rezerwami mocy i wydajności co nie powinno zachęcać do silnego zwiększania zatrudnienia.

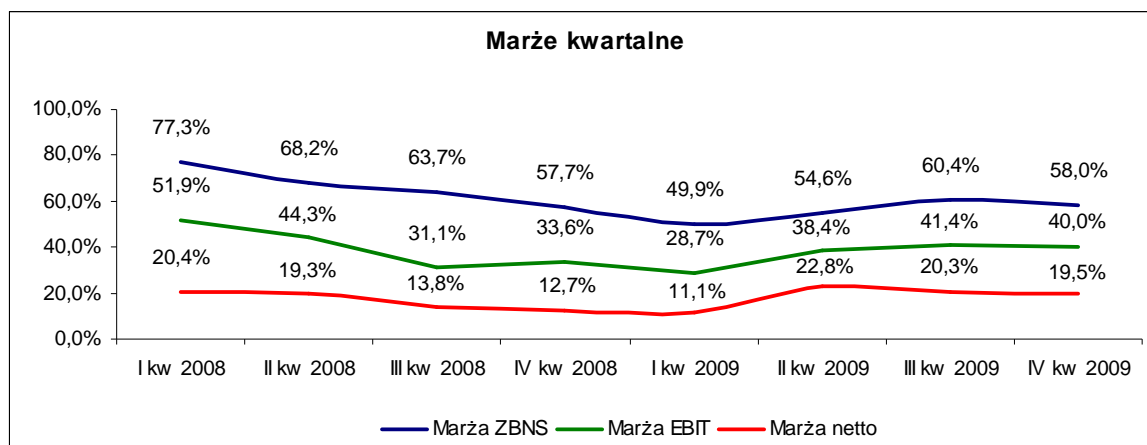
Wyniki finansowe

Wyniki I połowy roku obrotowego 2009/10

Przychody netto ze sprzedaży wzrosły w pierwszej połowie 2009 r. o 67% z 8,1 mln do 13,6 mln. Dynamika przychodów z wierzycielności nabytych była jeszcze wyższa i wyniosła 72,6%. Koszty nabycia wierzycielności w I półroczu roku obrotowego 2009/2010 wyniosły 5 mln zł co oznacza wzrost o 135%. Złożyły się na to dwie rzeczy. Po pierwsze część uzyskanych przychodów pochodziła z postępowań egzekucyjnych, zawierających koszty zastępstwa procesowego, które są jednocześnie kosztem spółki. Po drugie zanotowane wyższe ceny wierzycielności są wynikiem wyższej jakości portfela (wyższa jakość równa się wyższa cena). Taka relacja przełożyła się na spadek marży brutto na sprzedaży z poziomu 65,6% do 57,4%. Spadek kosztów zarządu (25% vs. I p 2008/9), niższy niż dynamika przychodów wzrost pozostałych kosztów działalności podstawowej (utrzymywanie contact center, koszty obsługi przedprocesowej), a także niższa strata na pozostałej działalności operacyjnej (prawdopodobnie niższe odpisy na należności z zasądzonych kosztów sądowych) pozwoliły na wzrost marży EBIT do 39,8% vs. 36,7% przed rokiem. Koszty odsetek w I półroczu 2009/10 wyniosły 1,46 mln zł (wzrost o 14%). Na koniec września 2009 r. zobowiązania z tytułu obligacji KI wynosiły 37,95 mln zł, z czego 17,75 mln długoterminowych oraz 20,2 mln zł krótkoterminowych. Do końca roku KI przeprowadziła jeszcze dwie emisje obligacji o wartości 17,3 mln zł. Zauważalne jest tutaj przesunięcie ciężaru zadłużenia na rzecz emisji obligacji o dłuższym terminie zapadalności. Taką zmianę



należy ocenić pozytywnie, ponieważ środki pozyskiwane z obecnych emisji obligacji Spółka, nie będzie musiała angażować w bieżącą obsługę zapadających obligacji krótkoterminowych, lecz będzie mogła wykorzystać je bezpośrednio na zakup kolejnych pakietów wierzytelności, w tym wierzytelności sektora bankowego, które charakteryzują się większym nominałem. Marża netto na koniec okresu wyniosła 21,6%, przy 16,1% przed rokiem.



Źródło: Spółka, SII

	2007/8	2008/9	I poł 2008/9	I poł 2009/10
Kapitał własny	82 236	88 239	74 876	97 260
Kapitał z aktualizacji wyceny	54 385	58 729	46 590	65 304
ZN	4 242	2 537	1 314	2 941
ROE*	5,2%	2,9%	3,5%	6,0%
ROE (skorygowany o KW z aktualizacji wyceny)**	15,2%	8,6%	9,3%	18,4%

*liczony jako Zysk Netto do sumy kapitałów własnych, ** dla obliczeń od wartości bilansowej KW odejmujemy wykazaną w bilansie wartość kapitału z aktualizacji wyceny pakietów wierzytelności,

Wprowadzenie elektronicznych sądów

1 stycznia 2010 r. weszły w życie przepisy o Elektronicznym Postępowaniu Upominawczym, przewidziane dla uregulowanych w KPC postępowań upominawczych. Nie zastępuje ono tradycyjnej formy postępowania lecz stanowi jedynie jego alternatywę. Przewidziane jest dla spraw, które nie są skomplikowane i nie wymagają przeprowadzenia postępowania dowodowego. Do złożenia pozwu wymagana jest rejestracja na stronie internetowej e-sądu oraz dysponowanie ważnym certyfikatem służącym do składania podpisu



elektronicznego. Po uprawomocnieniu się nakazu wydanego w elektronicznym postępowaniu upominawczym elektroniczna klauzula wykonalności nadawana jest z urzędu. Instytucja e-sądu pozwala również na wszczęcie drogą elektroniczną (na wniosek powoda lub osoby działającej w jego imieniu) egzekucji komorniczej. Zmiana prawa powinna być czynnikiem korzystnie wpływającym na działalność operacyjną Kredyt Inkaso. Z jednej strony przyczyni się do przyspieszenia całego procesu związanego z częścią sądową odzyskiwania wierzytelności (szybszy wpływ na RZiS i Cash Flow), z drugiej strony zmniejszy koszty (m.in. niższe koszty opłaty sądowej za pozew - 1,25% wartości przedmiotu sporu wobec 5% w postępowaniu standardowym). Potencjalnym zagrożeniem może być chęć wykorzystania nowego trybu przez pierwotnych wierzycieli. Uważamy jednak, iż nie będzie ona znacząca. Dokonując analizy publikowanych przez Spółkę informacji w raportach finansowych wydaje się, iż w związku ze zmianą prawa KI wstrzymywała się z rozpoczynaniem sądowej drogi dla części wierzytelności. W I półroczu 2009 r. złożono jedynie 11 tys. pozwów (vs. 55 tys. w okresie październik 2008 – marzec 2009). Lepsze oszacowanie wpływu zmiany prawa na osiągnięte przez KI rezultaty będzie jednak uzależnione od skuteczności działania sądu elektronicznego i jego wydajności.

Podsumowanie

W biznesie jaki prowadzi KI jedną z najważniejszych rzeczy jest dostęp do kapitału. Częściowo będzie on zapewniony ze środków własnych, dzięki uzyskiwaniu przychodów z wierzytelności nabywanych ze środków z IPO oraz w okresach po IPO. Od 2007 r. do I połowy 2009 r. KI nabyła portfel wierzytelności o łącznej wartości przeszło 410 mln zł. Dodatkowo Spółka wciąż dysponuje możliwościami dodatkowych emisji obligacji. Pozytywnie należy ocenić plany spółki (w pierwszych przetargach Spółka bierze już udział) dotyczące silniejszego zaistnienia w segmencie wierzytelności sektora bankowego. Choć publikowany przez NBP średni kwartalny wskaźnik kredytów zagrożonych rośnie od IV kw. 2008 r. (dla przedsiębiorstw z 6,21% do 11% w III kw. 2009 r., dla gospodarstw domowych z 3,6% do 5,1%) to jednak pierwotni właściciele decydują się na sprzedaż pakietów dopiero po upływie minimum 12-18 miesięcy, co oznacza, że zwiększona podaż wierzytelności, które przestały być spłacane w wyniku kryzysu powinna pojawić się dopiero w tym i przyszłym roku. Skuteczne uczestniczenie w przetargach na wierzytelności bankowe będzie jednak wymagać po stronie KI nawiązania współpracy z funduszem sekurytyzacyjnym, której do tej pory nie było. W naszej ocenie nie powinno to być jednak dla Spółki problemem. Z wejściem w nowy segment rynku wiążą się również ryzyka. Brak doświadczenia może prowadzić do nieprawidłowego oszacowania jakości portfela, a także oferowania zbyt wysokich cen. Przy spełnieniu się niekorzystnego scenariusza okoliczności te mogłyby negatywnie wpłynąć na osiągnięte wyniki finansowe, a także na zamrożenie gotówki na potencjalnie dłuższy okres.

Atrakcyjność sektora bankowego uzależniona będzie od znoszących się wzajemnie czynników podaży i popytu. Zwiększona podaż wierzytelności będzie zapewne



wpływać na niższe ceny. Efekt ten może ulec osłabieniu z uwagi na to, iż sektor wierzytelności bankowych odznacza się stosunkowo większą atrakcyjnością (lepsze rozpoznanie dłużników, wyższy priorytet spłacalności dla dłużników) co może zwiększyć konkurencję. Czynnikiem skutecznie ją hamującym są jednak stosunkowo duże nominały, wymagające relatywnie większego zaangażowania kapitałowego.

Po stronie popytu na zwiększoną konkurencję wpływać może lepszy sentyment na rynkach finansowych, umożliwiający pozyskiwanie kapitału. Kryzys finansowy z jakim mieliśmy do czynienia dotychczas przede wszystkim oddziaływał na ograniczone możliwości finansowania niż na zwiększenie podaży wierzytelności (przesunięcie kilkunastomiesięczne).

Nawet gdyby wprowadzenie e-sądów zwiększyło chęć banków do dochodzenia wierzytelności w większym stopniu we własnym zakresie to jednak duża (pod względem nominalnym) wartość należności zagrożonych w sektorze bankowym powinna jednak w zupełności zaspokoić zgłaszany przez firmy windykacyjne popyt. Uważamy jednak, iż e-sądy będą czynnikiem znacznie bardziej ułatwiającym działalność firmom windykacyjnym niż wierzycielom pierwotnym, dla których dochodzenie wierzytelności nie jest *core businessem*.

Szacujemy, że po trzech kwartałach 2009 r. KI zanotuje 21,2 mln zł przychodów (wzrost o 67% vs trzy kwartały 2008/9) , 8,5 mln zł zysku EBIT (wzrost o 58%) oraz 4,4 mln zysku netto (wzrost o 97%). Przy założeniu zrealizowania takich wyników, przyjęciu obecnej ceny rynkowej (kurs z 11 stycznia 2010 r.) oraz oparciu wyliczeń na wynikach z czterech ostatnich kwartałów (z uwzględnieniem trzeciego kwartału 2009/10) Spółka byłaby notowana przy wskaźnikach: P/E 13,9 (obecnie 17), P/BV 0,72 (obecnie 0,73), P/EBITDA 6,55 (obecnie 7,72), EV/EBITDA 9,4 (obecnie 11,6).

Autor:

Piotr Pochmara

Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych

Niniejsze opracowanie nie jest rekomendacją w rozumieniu przepisów Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, lub ich emitentów (Dz. U. z 2005 r. Nr 206, poz. 1715). Stąd SII oraz autor nie ponoszą odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.