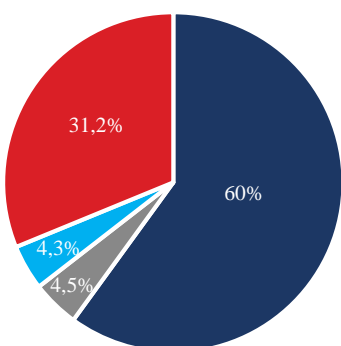


Poniższe opracowanie zostało przygotowane wyłącznie w celach edukacyjnych i nie stanowi propozycji konkretnej decyzji inwestycyjnej w odniesieniu do jakiegokolwiek instrumentu finansowego oferowanego przez GetBack S.A.

Prognozowana wartość
31,84 zł
Informacje o spółce (na 01.10.2017)

Kurs akcji w PLN:	25,75
Kapitalizacja w mld PLN:	2,06
Liczba akcji w mln:	100
Free Float:	40,0%
Stopa zwrotu od ostatniej publikacji 26.06.2017:	39,19%
Max 1R w PLN:	28,6
Min 1R w PLN:	18,32

Akcjonariat


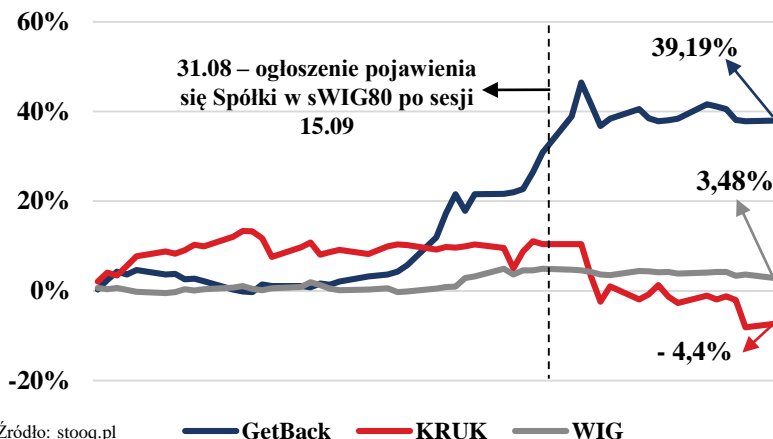
- DNLN Holdings BV
- OFE Nationale-Nederlanden
- JP Morgan Asset Management
- Pozostali

Źródło: stooq.pl

Wyniki finansowe

Dane (mln PLN)	2015	2016	1H2017
Aktywa	655	1 630	2 608
Kapitały	186	386	497
Przychody	207	423	338
EBIT	123	235	156
Wynik netto	120	200	112
Dług odsetkowy	256	872	1 357
Marża operacyjna	59,3%	55,5%	46,2%

Źródło: sprawozdanie finansowe GetBack

GBK vs KRU vs WIG od 17.07.2017 (dzień debiutu)


Źródło: stooq.pl

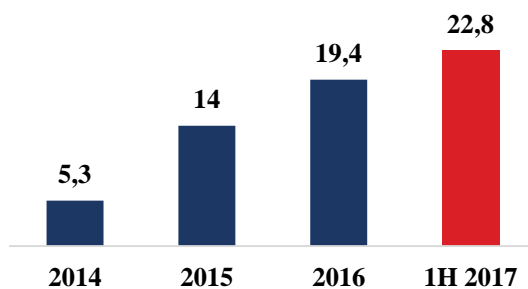
Podsumowanie wyników Spółki za 1 półrocze 2017

Opublikowane przez Spółkę wyniki za pierwsze półrocze 2017 roku mocno przekroczyły nasze oczekiwania z ubiegłego kwartału. Wzrost osiągniętych przychodów oraz zysku dla danego okresu w ujęciu rocznym wyniósł odpowiednio 115% i 51% potwierdzając wcześniej przyjmowane przez nas założenia o dynamicznym wzroście i stabilizując pozycję GetBack jako drugiego co do wielkości podmiotu branży windykacyjnej w Polsce. Bezpośredni wpływ na tak dobre dane miało utrzymanie wysokiej efektywności procesu windykacji portfeli wierzytelności na własny rachunek. Zgodnie z historycznymi oraz modelowymi krzywymi odzysku długu z nabywanych portfeli wierzytelności GetBack jest w stanie odzyskać 100% zainwestowanej w portfel gotówki po ok. 3 latach posiadając jednocześnie potencjał na odzyskanie dodatkowych 215% wartości. Oznaczałoby to, że przy obecnych portfelach z funduszy własnych i zewnętrznych Spółka ma do odzyskania jeszcze ponad 5 mld zł, podczas gdy do tej pory od początku działalności łączne odzyski nominalnie wyniosły 1,8 mld zł. Utrzymanie sprawnego procesu w połączeniu z nabywaniem kolejnych młodych (a więc względnie łatwiej odzyskiwalnych) portfeli usprawiedliwia w naszej ocenie dodatkowe zadłużanie się Spółki, którego głównym celem pozostaje zwiększanie aktywów pod zarządzaniem. Ponieważ GetBack wciąż zdaje się osiągać istotne korzyści wynikające ze wzrostu skali działalności wywołanej efektywnym zadłużaniem się zdecydowaliśmy o zwiększeniu naszych oczekiwań dotyczących ogólnych wyników za rok 2017. Ponieważ możliwości do zwiększania dźwigni finansowej stają się powoli coraz bardziej ograniczone (bazowy wskaźnik wypłacalności dla tej branży - dług netto/EBITDA gotówkowa na poziomie 3,9, a więc tuż poniżej 4 uznawanego za granicznie bezpieczną wartość) postanowiliśmy również jednocześnie podtrzymać nasze poprzednie prognozy dla dalszych okresów.

Najważniejsze wydarzenia po dniu bilansowym 30.06.2017

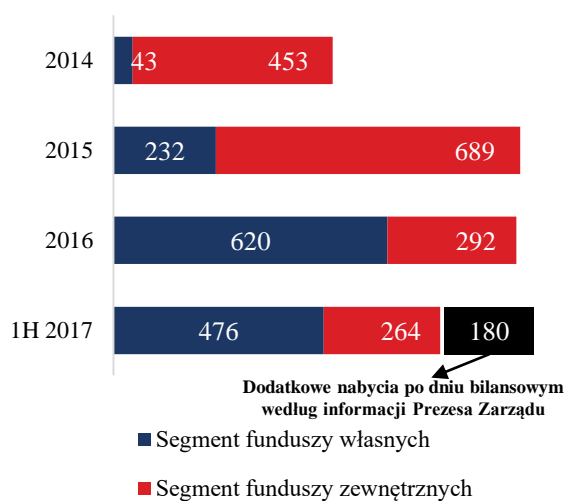
- ✓ Zakup 7 sierpnia 99,38% akcji EGB Investments za kwotę 207,6 mln zł. Oczekujemy, że fuzja ta przyniesie synergie zarówno przychodowe jak i kosztowe, a także przełoży się na wzrost udziału w rynku, optymalizację kosztów finansowania oraz lepszą kontrolą poziomu zadłużenia (większa Grupa ma większe możliwości zadłużania i pozyskiwania kapitału), a także pozwoli na przejęcie „know-how” dotyczącego portfeli korporacyjnych obsługiwanych obecnie przez EGB, w których GetBack ma jeszcze niewielkie doświadczenie.
- ✓ Wejście Spółki do indeksu sWIG80, przekładające się na silny krótkoterminowy wzrost popytu na akcje GetBack oraz potencjalnie większe zainteresowanie ze strony inwestorów instytucjonalnych w przyszłości.
- ✓ Emisja obligacji o łącznej wartości nominalnej 320,7 mln zł umożliwiająca nabycie kolejnych portfeli wierzytelności.
- ✓ Rosnące nakłady inwestycyjne Spółki, które zgodnie z zapowiedziami Prezesa Zarządu na dzień Konferencji (20.09.2017) wynikowej już przekroczyły poziom 920 mln zł i najprawdopodobniej po raz pierwszy przekroczą poziom 1 mld zł za cały rok, po raz kolejny dały GetBackowi pozycję lidera jeśli chodzi o zakup portfeli wierzytelności.

Aktywa pod zarządzaniem (w mld zł) GetBack w latach 2013-1H2017



Źródło: Sprawozdania finansowe Spółki

Nabycia portfeli netto (w mln zł) GetBack w latach 2014-1H 2017



Dodatkowe nabycia po dniu bilansowym według informacji Prezesa Zarządu

■ Segment funduszy własnych

■ Segment funduszy zewnętrznych



Czynniki dalszego wzrostu

1. Efektywny proces odzyskiwania długów pomimo ciągłego wzrostu skali działalności.
2. Synergie przychodowo – kosztowe oraz know-how nabyte z EGB Investments.
3. Realizacja odzysków z portfeli na poziomie wyższym niż uprzednio założone w prognozach Spółki (118% w 1H2017), co pozwala na oczekiwanie jeszcze wyższych zwrotów w przyszłości.
4. Zaangażowanie na perspektywicznych rynkach zagranicznych (Hiszpania oraz Rumunia)



Znaki ostrzegawcze

1. Rosnący udział kosztów operacyjnych w segmencie funduszy własnych (27% na koniec 1H 2016 vs 40% obecnie).
2. Niska efektywność segmentu funduszy zewnętrznych (zwrot na poziomie 6 mln zł za 1H 2017 przy zaangażowaniu ponad 650 mln zł środków).
3. Intensywnie wykorzystywana dźwignia finansowa.



Rekomendacje Domów Maklerskich

1. Raiffeisen – 04.09.2017 – KUPUJ – Cena docelowa 34,00 zł
2. PEKAO Investment Banking – 06.09.2017 – TRZYMAJ – Cena docelowa 29,20 zł
3. Haitong Bank – 12.09.2017 – KUPUJ – Cena docelowa 30,00 zł

Modele szacujące wartość

Dokonując aktualizacji prognozy wartości posłużyliśmy się metodą porównawczą oraz dochodową. W przypadku metody porównawczej warto zwrócić uwagę na spadek wartości większości wskaźników dla polskich spółek porównywalnych, które to zostały wywołane przez spadek cen kursu akcji przy jednoczesnej poprawie wyników finansowych.

Model porównawczy

					P/E	P/BV	EV/Revenue	EV/EBITDA
Spółki porównawcze	Ticker	Kraj	Cena akcji (01.10.2017)	Waluta				
KRUK	KRU	Polska	293,45	PLN	15,5	3,98	7,20	14,4
BEST	BST	Polska	33,87	PLN	30,1	1,87	7,21	13,1
Intrum Justitia	IJ	Szwecja	288	SEK	30,3	1,79	10,65	18,5
PRA Group	PRAA	USA	28,65	USD	17,4	1,32	4,18	16,5
Encore Capital Group	ECPG	USA	44,3	USD	17,9	2,11	3,92	15,5
Hoist Finance	HOFI	Szwecja	84	SEK	15,3	2,26	6,14	5,4
B2 Holding	B2H	Norwegia	18,9	NOK	21,0	2,51	6,51	14,2
Mediana					17,9	2,1	6,5	14,4
Dane finansowe GetBack (ostatnie dostępne 12 miesięcy)					237,8	497,2	600,3	313,8
Zadłużenie netto (mln zł)					1 223			
Wartość implikowana przez wskaźnik (mln zł)					4 260	1 047	2 685	3 311
Liczba akcji (mln sztuk)					100			
W przeliczeniu na 1 akcję					30,0			

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Spółek. Użyte do szacunku dane finansowe dotyczą ostatnich 12-miesięcy sprawozdawczych tj. 01.07.2016 -30.06.2017.

Model zdyskontowanych przepływów pieniężnych

ROK (Dane w mln zł)	2016	IH2017	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p	2021+p	WACC	7,60%
Łączne przychody	423	338	752	955	1 098	1 208	1 269	1 332	Stopa wzrostu FCFE do nieskończoności	1,00%
<i>rentowność operacyjna</i>	55,5%	46,2%	52,5%	52,0%	48,3%	46,5%	46,5%	46,5%	Koszt kapitału własnego	11,67%
Zysk (strata) na działalności operacyjnej	235	156	395	497	530	562	590	619	Koszt długu przed opodatkowaniem	6,1%
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	-21	-12	-23	-29	-33	-36	-38	-40	Tarcza podatkowa	19,0%
<i>Pozostałe przychody operacyjne</i>	4	17	22	27	32	35	36	38	Koszt długu po opodatkowaniu	4,9%
<i>Pozostałe koszty operacyjne</i>	-26	-29	-44	-56	-65	-71	-75	-78	Udział kapitału	27%
EBIT	235	156	395	497	530	562	590	619	Udział długu odsetkowego	73%
Amortyzacja	6	9	12	16	18	20	21	22	Wartość bieżąca CF (mln PLN)	307
Zmiana kapitału pracującego	505	614	558	274	193	148	81	85	Wartość rezydualna (PV w mln PLN)	4 151
Inwestycje odtworzeniowe	280	151	239	36	41	46	48	50	Enterprise Value (mln PLN)	4 458
FCFF	N/A	N/A	-465	109	213	282	370	388	Korekty do equity value:	
Koszt kapitału własnego	N/A	N/A	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	(-) Dług netto (mln PLN)	1 223
WACC	N/A	N/A	6,7%	7,0%	7,2%	7,2%	7,2%	7,6%	Equity value (w mln PLN)	3 234
Czynnik dyskontujący	N/A	N/A	0,94	0,87	0,81	0,76	0,71	0,69	Liczba akcji (w mln szt):	100
Present Value CFn	N/A	N/A	-436	95	173	213	261	270	W przeliczeniu na akcję (PLN)	32,3
Zmiana przychodów	216	178	329	203	143	110	60	63		

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Spółki oraz własnych prognoz finansowych.

Zdecydowaliśmy się podtrzymać ostatnio stosowane wagi dla każdej z metod, tj. 80% dla metody dochodowej oraz 20% dla metody porównawczej. To kwestia o małej istotności zwłaszcza, że rozbieżność pomiędzy wynikami jest niewielka (30,0 zł vs 32,3 zł). Przy tak dostosowanych wagach **potencjalny pułap do osiągnięcia przez jedną akcję GetBack wynosiłby 31,84 zł**, co stanowi dalszy wzrost potencjału w porównaniu z ostatnim naszym szacunkiem dokonywanym przed debiutem Spółki na GPW.

Zastrzeżenia prawne

Przygotowane opracowanie służy wyłącznie celom edukacyjnym i informacyjnym oraz stanowi przede wszystkim materiał promujący realizowane przez ZMiD szkolenia z zakresu metod analizy i wyceny spółek. Wszystkie wnioski są jedynie subiektywną oceną autorów. Zawarte w tym opracowaniu informacje **nie mogą być podstawą do podejmowania jakichkolwiek decyzji inwestycyjnych w odniesieniu do jakichkolwiek instrumentów finansowych oferowanych przez GetBack S.A.** Powyższe opracowanie nie jest rekomendacją w rozumieniu Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz.U. 2005 nr 206 poz. 1715) ani w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu i Rady (UE) w sprawie nadużyć na rynku, a jej autorzy otrzymali wynagrodzenie za jej przeprowadzenie.

Niniejszy dokument posiada charakter wyłącznie informacyjny i edukacyjny. **ZMiD oraz autorzy nie ponoszą odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie tego opracowania**, ani za ewentualne szkody poniesione w wyniku tych decyzji inwestycyjnych. Każdy z potencjalnych inwestorów powinien dokonać własnej oceny, czy inwestycja w instrumenty finansowe, do których odnosi się niniejszy dokument jest odpowiednia. Odbiorcy tego opracowania powinni również zweryfikować, czy przyjęte założenia oraz prognozy pokrywają się z ich własnymi oczekiwaniami. Żadna z informacji przedstawionych w tym opracowaniu nie stanowi porady inwestycyjnej, a jej przygotowanie bazowało jedynie na powszechnie dostępnych źródłach informacji. Niniejszy dokument nie został przygotowany przez emitenta w zakresie informacji dotyczących prognoz wyników i nie należy traktować ich jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez emitenta.

Metody zastosowane w opracowaniu opierają się na powszechnie znanych modelach, szeroko opisywanych w finansowej literaturze. Metoda dochodowa oparta jest na zdyskontowaniu generowanych przez przedsiębiorstwo wolnych przepływów pieniężnych. Jest to metoda o względnie wysokiej poprawności ekonomicznej, która zakłada, że przedsiębiorstwo jest warte tyle ile wynoszą jego zdyskontowane przyszłe dochody dostępne dla dawców kapitału. Wadą tej metody jest natomiast duża wrażliwość na przyjęte założenia. Metoda porównawcza oparta jest na porównaniu wartości przedsiębiorstwa z wartością przedsiębiorstw konkurencyjnych o podobnym modelu biznesowym. Wadami tej metody są konieczność założenia, że użyte w tej metodzie spółki są odpowiednio wycenione przez rynek, podatność na księgowo manipulacje, oraz konieczność uśrednienia wyników.

Kontakt

Wszystkie osoby mające pytania do powyższego opracowania prosimy o kontakt pod adresem:

analizy@zmid.org.pl

Autorzy

Piotr Cymcyk,

Makler Papierów Wartościowych, Członek Zarządu ZMiD

Damian Chojnowski,

Członek ZMiD