

Keijser | Bond Research

OBLIGATIE UPDATE: 8% winstdelende obligaties CE Credit Management 2012-2017

Datum 29 april 2014
 Contact Nico van Geest, Hoofd Research
 E-mail Nico.vangeest@keijsercapital.nl
 Telefoon 020-531 2145

Voorlopige Resultaten 2013 en prognoses

		Key takeaways
ISIN	NL0010187837	❖ Over 2013 is volgens voorlopige cijfers een resultaat voor belasting gerealiseerd van € 172K, vòòr winstrecht obligatiehouders en vòòr winstrecht servicer.
Koers	109,5%	
Coupon	8,00%	
Effectieve yield*	7,47%	
Winstrecht	2,00%	
Looptijd	30/06/2017	❖ Hogere discounts bij aankoop van consumentenvorderingen portefeuilles en toename van bedrijven die debiteurenbeheer uitbesteden.
Koers hoog**	110%	❖ Financieringsbehoefte groeit aangezien er interessante en grotere portefeuilles van consumentenvorderingen worden aangeboden.
Koers laag**	99,50%	
Index	NYSE Alternext	❖ Koersontwikkeling sinds notering tussen 99,50% (laagste koers sinds notering) en 110% (hoogste koers sinds notering).
Bloomberg	CECRDT	
Website	www.cecm.nl	❖ Resultaten bij Servicer en initiatiefnemer Credit Exchange Group ontwikkelen zich conform verwachting. Binnenkort worden de 2013 resultaat bekend gemaakt (2012: EBITDA € 2.9mln, netto winst €1.1mln en eigen vermogen van €7.6mln).
*inclusief winstrecht		
** sinds notering 31/5/2012		

1 | Introductie CE Credit Management: Beheerder van consumentenvorderingen

Beheerder van consumentenvorderingen CE Credit Management (hierna: CECM) noteerde in de zomer van 2012 als eerste Nederlandse onderneming een MKB-Obligatie aan de NYSE Alternext Amsterdam. Om verdere groei van initiatiefnemer Credit Exchange Groep te faciliteren zocht het bedrijf uit Barendrecht met de uitgifte van beursgenoteerde obligaties de weg naar beleggers.

Met gevestigde handelsnamen als *Direct Pay* en *Webcasso* is de Credit Exchange Groep (hierna: Credit Exchange) al vele jaren met succes actief in credit management, waarbij zij het accent legt op consumentendebiteuren. Door jarenlange ervaring, strategische partnerships met marktpartijen en innovatieve (IT) oplossingen heeft dit collectief een sterke positie verworven op het gebied van onder andere debiteurenbeheer en factoring.

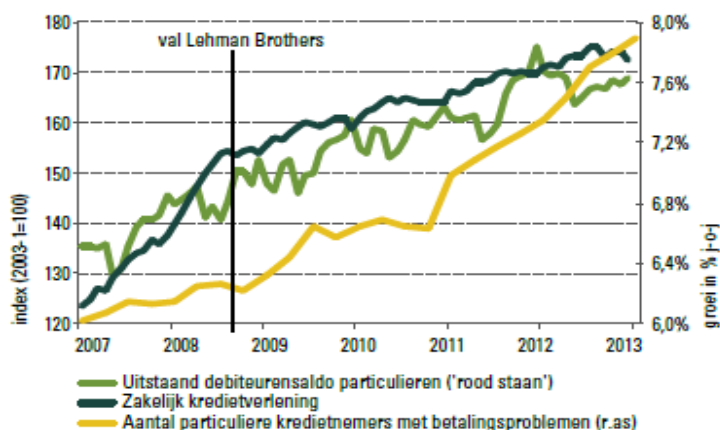
Als groep heeft Credit Exchange ruim 1.700 klantrelaties en behandelt het jaarlijks tussen de 2 à 2,5 miljoen facturen. Kern van de dienstverlening is het aanbieden van factordiensten en kredietinformatie met betrekking tot consumenten vorderingen. Naast het aanbieden van deze diensten neemt Credit Exchange ook debiteurenportefeuilles (forward flow) over om vervolgens voor eigen rekening en risico het inningtraject uit te voeren. Hierdoor heeft de groep een vaste plaats verworven in de keten van betalingsverkeer tussen bedrijven en de consument.

2 | Ontwikkelingen in de markt

Verslechterende betalingsmoraal en toename frauderisico

Door een dalend consumentenvertrouwen en een stijging in het aantal wanbetalingen onder zowel bedrijven als consumenten ontstaat druk op de kwaliteit van de consumentenvorderingen¹. Zo nam het aantal particuliere kredietnemers met betalingsproblemen in 2012 verder toe (zie figuur 1). Tegelijkertijd maakt de verslechterende betalingsmoraal efficiënt en verscherpt debiteurenbeheer onmisbaar, waardoor bedrijven er in toenemende mate voor kiezen dit uit te besteden aan credit management organisaties. Voor credit management organisaties is het belangrijk te anticiperen op het toenemende risico van wanbetaling. Dit kan via de ‘voorkant’ en via de ‘achterkant’:

- Er kan in deze markt een grotere korting worden onderhandeld bij het overnemen van consumentenvorderingen van potentiële cliënten (‘de voorkant’);
- Overgenomen consumentenvorderingen kunnen worden geretrocedeerd aan de opdrachtgever bij fraudegevallen (bijvoorbeeld wanneer NAW gegevens niet corresponderen met adresgegevens uit de GBA) en wanneer een consument zich in een situatie van schuldsanering bevindt (‘de achterkant’).



Figuur 1: Ontwikkeling Betalingsmoraal Particulieren¹

Het frauderisico binnen het consumentensegment is toegenomen. Eén ander betekent dat fraudedetectie in de eerste fase van het proces cruciaal is. Hoewel dit risico via retrocessie (uitgesloten vorderingen) wordt opgevangen betekent dit dat de efficiëntie van het uitwinningsproces terug loopt.

One-stop-shopping en ketenintegratie

‘One-stop-shopping’ is een trend die vooral de laatste jaren steeds beter zichtbaar wordt. Deze vorm van dienstverlening houdt in dat bij één aanbieder alle activiteiten met betrekking tot credit management kunnen worden afgenomen. Men spreekt hierbij van allround credit management en deze trend werkt ketenintegratie in de hand. Hierbij dient te worden aangetekend dat deurwaarderskantoren geen vorderingen mogen kopen en geen kredietinformatie mogen verstrekken. Hierdoor zijn zij dus niet in staat om one-stop-shopping aan te bieden. Vanwege deze regelgeving zoeken deurwaarderskantoren met regelmaat contact met Direct Pay om vorderingen aan te bieden, waarvoor zij het eventuele gerechtelijke incasso traject willen lopen.

¹ ABN AMRO Sector Update (mei, 2013)



Figuur 2: Ketenintegratie binnen Credit Management

Het ligt in de lijn der verwachting dat de incassokantorenmarkt gaat consolideren waarmee het aantal 'gewone' incassokantoren afneemt en waarbij de grotere kantoren de kleinere kantoren zullen opslokken. Ook hier dient te worden aangetekend dat incasso credit management organisaties geen meerderheidsbelang in deurwaarderkantoren mogen nemen. Met de klanten van de deurwaarderskantoren waarin een credit management organisatie een dergelijk belang heeft mogen daarbij geen zaken worden gedaan. Wel kan er samengewerkt worden met deurwaarderskantoren waar geen economische of kapitaalsbelangen aan de orde zijn (aandeelhouderschap).

Fusie en overname activiteit in de sector

Gezien de hoge rendementen in de sector vinden er regelmatig M&A transacties plaats, met name door private equity en branchegenoten (strategische overnames). Rendement op het geïnvesteerde vermogen van 15%+ is mogelijk bij grotere partijen die goed gefinancierd zijn en over een up-to-date database beschikken (zie appendix over marktwaarderingen).

Met name Scandinavische branchegenoten participeren in de consolidatieslag. Zo nam de Noorse **Lindorff Group** (in handen van Scandinavische private equity partijen) de ABN AMRO incasso-dochter **Solveon** over. Solveon verleent incassodiensten aan ABN AMRO en andere bedrijven en heeft 122 medewerkers in dienst. Lindorff, gevestigd in 11 landen en met circa 3000 medewerkers in dienst, heeft een duidelijke focus op de Europese financiële sector en versterkt met de overname haar positie. Lindorff is overigens voor 50% eigendom van Altor (Altor Fund 2003 en Altor Fund II) en voor 50% eigendom van Investor AB (bron: Lindorff). De overnameprijs is niet bekend gemaakt.

In 2012 werd **Buckaroo** overgenomen door het Zweedse **Intrum Justitia**. Buckaroo is een aanbieder van betaal- en facturatediensten en –software en heeft een ICT-platform waarmee online met diverse betaalmethodes, zoals iDeal, creditcards en automatische incasso, kan worden betaald en is gespecialiseerd in billing & payments voor bedrijven en online payments voor webwinkeliers. In 2013 is het Noorse Gothia, overgenomen door het Duitse Arvato (wat weer een onderdeel is van Bertelsmann).

3 | Juridische ontwikkelingen

De wetgeving is voortdurend in ontwikkeling en aan verandering onderhevig. Dit betekent dat zich continu veranderingen voor doen die van invloed kunnen zijn op de Uitgevende Instelling, direct dan wel indirect. Hieronder wordt een aantal recente juridische ontwikkelingen omschreven.

Invoering Single European Payment Area (SEPA)

Met de invoering van het Single European Payment Area (Hierna: SEPA) wordt een volgende stap gezet in het proces naar volledige Europese integratie. In de huidige situatie bestaan er significante verschillen in producten voor betalingsverkeer welke voor de consument veel onduidelijkheid scheppen. Een uniforme markt biedt in dit opzicht uitkomst waarbij

bovendien het gebruiksgemak toeneemt.² De meest ingrijpende wijzigingen zijn echter van toepassing op de incassoprocedures van bedrijven in relatie tot hun zakelijke partners (B2B).³ Onlangs is de overstaptermijn voor ondernemingen binnen Europa verruimd, namelijk van februari naar augustus 2014, aangezien de invoering van SEPA volgens de Europese Commissie te vroeg komt en bedrijven nog niet voldoende transitiestappen hebben gezet.⁴ De overgang op SEPA vereist immers een aantal aanzienlijke investeringen en vertegenwoordigt voor veel ondernemingen vooral een administratieve last. Deze hebben met name betrekking op aanpassingen in bedrijfs- en ICT processen en de benodigde omschakeling bij het personeel. Hoewel deze investeringen zwaar drukken op (overwegend kleine) ondernemingen, is uitstel geen optie. Een bedrijf dat niet gereed is voor incasso onder SEPA dient alle betalingen handmatig uit te voeren met een bijbehorende stijging in kosten als gevolg. Verder is SEPA voornamelijk een uitkomst voor internationaal opererende bedrijven, terwijl nationaal georiënteerde ondernemingen 'wel de lasten maar niet de lusten' ondervinden. Grensoverschrijdende bedrijven profiteren bijvoorbeeld van een reductie in het aantal bankrekeningen en toegang tot de buitenlandse incassomarkt. Overigens bestaat er ook een aantal voordelen die voor elke (B2B) onderneming gelden. Zo biedt SEPA een goed moment om de interne processen te evalueren en eventuele efficiëntieverbeteringen door te voeren. Tevens zorgt de korte verwerkingstijd (1 werkdag) van betalingen onder SEPA voor een verlaging van het liquiditeitsrisico en een transparanter beeld van de kastromen en kaspositie.

Zoals gezegd zijn de implicaties van SEPA voor ondernemingen actief in de B2C markt minder uitgesproken dan voor bedrijven in de zakelijke markt. Bovendien biedt de invoering ook minder kansen. De belangrijkste kosten en inspanningen voor deze partijen omvatten aanpassingen in de financiële software en website met als voornaamste doel het gereedmaken voor SEPA-betalingen. Daarnaast vraagt de machtigenadministratie om aandacht. Onder SEPA zijn telefonische machtigingen niet langer mogelijk, wat leidt tot hogere administratieve kosten. Het wachten is op een elektronische machtiging welke naar alle waarschijnlijk medio 2015 beschikbaar komt. Hierdoor wordt het gebruik van incasso's door organisaties eenvoudiger en bovendien voor klanten interessanter. Gebruik van deze vorm van machtigen biedt ondernemingen de mogelijkheid zich te onderscheiden. Daarnaast vertegenwoordigen buitenlandse incasso's expansiemogelijkheden als gevolg van het uniforme Europese model.

Wet normering buitengerechtelijke Incassokosten (B2C)

Per juli 2012 is de wet normering buitengerechtelijke incassokosten (kortweg Wet Incassokosten of WIK) van kracht welke voortvloeit uit de Europese richtlijn 'bestrijding betalingsachterstand van handelstransacties'.⁵ Indien een incasso niet slaagt wegens onvoldoende saldo, moet deze opnieuw worden aangeboden door de incasso onderneming. Wanneer dit probleem zich herhaaldelijk voordoet resulteert dit in een stijging in kosten met betrekking tot administratieve handelingen en het kapitaalbeslag. In de oude situatie had de debiteur onder Nederlands recht louter in geval van ingebrekestelling mogelijkheden tot het in rekening brengen van de wettelijke rente. De WIK stelt bedrijven in staat om zonder aanmaning tenminste een percentage van 0,5%-15% (afhankelijk van factuurbedrag) met een minimum van €40 en een maximum van €6775⁵ in rekening te brengen wanneer de uiterste betaaldatum is verstreken. Bovendien mogen ondernemingen de wettelijke rente doorberekenen. Het doel van de WIK is om de consument te beschermen tegen buitensporige incassokosten en tegelijkertijd bedrijven zekerheid te bieden met betrekking tot de te verhalen kosten. Uit onderzoek van de Vereniging voor Credit Management Bedrijven (VCMB) blijkt dat een aanzienlijk deel (circa 20%) van alle ondernemingen de WIK nog niet geïmplementeerd heeft. Verder komt naar voren dat de invoering van de WIK nagenoeg geen invloed heeft gehad op de financiële resultaten en openstaande rekeningen. Dit resultaat is zeer waarschijnlijk deels het gevolg van de lange doorlooptijden die met het uitwinnen van debiteurenportefeuilles gepaard gaan. Zodoende zijn er sinds de invoering van de WIK relatief weinig nieuwe trajecten gestart waarop de nieuwe regels van toepassing zijn en is derhalve de invloed tot nu toe gering.

² <http://www.rijksoverheid.nl/onderwerpen/betalingen-en-beleggingsverzekeringen/een-europese-betaalmarkt>

³ "Stappen vooruit in Credit Management: *Verplichte invoering van één Europees Betalingssysteem (SEPA) biedt bedrijven ook kansen*". (ING, september 2013).

⁴ <http://www.banken.nl/nieuws/1792/ec-invoering-sepa-wordt-uitgesteld-naar-augustus-2014>

⁵ <http://www.ggn.nl/~media/Files/Actueel%20Downloads/2012/Wet%20incassokosten/120612%20Duidelijkheid%20over%20incassokosten%20-%20Veelgestelde%20vragen.ashx>

Verordening onafhankelijkheid van de gerechtsdeurwaarder

Deze verordening is op 1 juli 2010 in werking getreden en moet er voor zorgen dat de onafhankelijkheid van de gerechtsdeurwaarder gewaarborgd blijft. In deze verordening is onder meer bepaald dat het bestuur van gerechtsdeurwaarder kantoren, geheel of in meerderheid dient te bestaan uit gerechtsdeurwaarders.⁶ Niet-gerechtsdeurwaarders zoals incassobureaus mogen dus enkel nog een minderheidsbelang, althans in zeggenschap, verwerven in gerechtsdeurwaarder kantoren. Deze verordening heeft voor incassobureaus het gevolg dat zij beperkt worden in haar voorwaartse integratie in deze markt, waarbij zij hun posities in gerechtsdeurwaarder kantoren noodgedwongen moeten afbouwen. Het gerechtelijk afwikkelen van incasso's (dagvaardingprocedures) is het meest interessant aangezien de marges hierop hoger zijn dan wanneer een incasso buitengerechtelijk (via minnelijke incasso) wordt afgewikkeld. De noodzakelijke veranderingen in de markt voor incassobureaus die participeren in deurwaarders kantoren kunnen op haar beurt weer gecompenseerd worden doordat incassobureaus overgaan tot het sluiten van samenwerkingsverbanden. Hierbij zal geen sprake zijn van een deelneming in de vorm van aandelenbelang.

Nieuw stelsel griffierechten en verhoging absolute competentiegrens

Het nieuwe griffierechtstelsel zorgt naar verwachting voor de meest ingrijpende verandering op de incassomarkt. Het betreft aanpassingen welke voortvloeien uit de gewijzigde griffierechten Burgerlijke Zaken. Ten eerste dient per 1 januari 2011 het verschuldigde griffierecht voor aanvang van de juridische procedure betaald te worden en niet meer na afloop van de procedure.⁷ Dit heeft tot gevolg dat incassobureaus deze kosten moeten gaan voorfinancieren, terwijl dit voorheen niet noodzakelijk was. In combinatie met de verhoging van de griffierechten, leidt dit tot hogere financieringslasten voor de onderneming bij het opkopen van tot dusver onbetaald gebleven vorderingen.

De tweede grote wijziging die voortvloeit uit het veranderde griffiestelsel is de verhoging van de absolute competentiegrens van de kantonrechter. Tot 1 juli 2011 was deze grens in art. 93 Burgerlijke Rechtsvordering gesteld op € 5.000, maar is vanaf deze datum verhoogd tot €25.000. Daarnaast worden zaken over een consumentenkrediet tot €40.000 en zaken over een consumentenkoop, ongeacht het financieel belang, voortaan via de sector kanton afgedaan.⁸ Dit verlaagt de drempel voor een groot aantal zaken om 'in persoon' te procederen, dus zonder verplichte rechtsbijstand waardoor het aantal zaken toeneemt. Incassobureaus kunnen meer vorderingen (lees: hogere) zelfstandig afhandelen, waardoor efficiënter kan worden gewerkt en zodoende kosten voor bepaalde procedures worden verlaagd.

4 | Ontwikkelingen initiatiefnemer Credit Exchange Group

Credit Exchange is de afgelopen jaren uitgegroeid tot een belangrijke Nederlandse speler op het gebied van beheer van consumentenvorderingen. Tijdens deze jaren is de markt voor het innen van facturen langzaam maar zeker gegroeid en geprofessionaliseerd. CEG is binnen een paar jaar naar één miljoen facturen per jaar gegroeid. Deze groei liep samen met een stap naar voren in het incassotraject van minnelijke incasso naar facturering en herinnering.



Figuur 3: Ketenintegratie (Bron: Credit Exchange)

⁶ Art. 3 lid 1 Verordening Onafhankelijkheid van de Gerechtsdeurwaarder

⁷ Art. 3 Wet griffierechten burgerlijke zaken

⁸ Art. 93 en art. 108 lid 2 Wetboek van Burgerlijke Rechtsvordering

Doordat de markt onder invloed van de crisis veranderde bleek dat er nog een tweede stuk ketenintegratie moest plaatsvinden. Ditmaal door een stap naar achteren in het incassotraject te doen richting het gebied waar de deurwaarders al decennialang alleenheerser zijn. Door de deurwaarders in het proces te betrekken en verdienmomenten te creëren heeft Credit Exchange zich, naar onze mening, in een unieke positie in de markt voor consumentenvorderingen gemanoeuvreerd. Naast genoemde ketenintegratie is er nog een groot project op het gebied van database beheer (Analyse en Optimalisatie), dat maakt dat Credit Exchange een periode van sterke groei tegemoet kan gaan. Hier geldt echter wel dat de kosten voor de baten uitgaan.

De omzet van Credit Exchange is onder te verdelen in de vier inkomstenstromen:

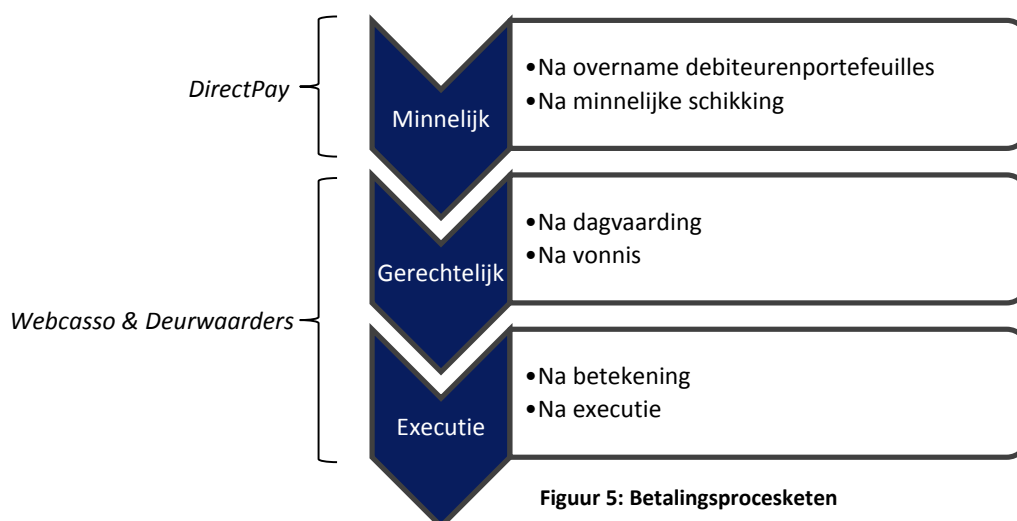
- I. Factorloon (een percentage van de omzet);
- II. Forward Flow (korting op de aanschaf van de nominale waarde en het resultaat van het incasso uitwinningproces);
- III. Minnelijke en gerechtelijke opbrengsten;
- IV. Credit checks (krediet informatie).

Figuur 4 toont een tabel van de belangrijkste operationele activiteiten van Credit Exchange en de verdeling naar winstbijdrage. Met de drie operationele activiteiten beslaat Credit Exchange de gehele keten; van het uitvoeren van credit checks tot en met de executie van een vonnis.

#	Operationele activiteit	Winstbijdrage 2013T	Winstbijdrage 2015-2020 (prognose)
1	Factoring	35%	25%
2	Forward Flow + minnelijke en gerechtelijke incasso	60%	60%
3	Kredietinformatie	5%	15%
	Totaal	100%	100%

Figuur 4: Operationele activiteiten en verdeling winstbijdrage (Bron: Keijser Capital Research)

Het management verwacht dat de activiteit Kredietinformatie in de toekomst een belangrijkere rol zal gaan spelen, wat naar verwachting zal leiden tot een toename van de winstbijdrage in periode 2015-2020. Kredietinformatie diensten zullen in toenemende mate worden ingezet op verschillende momenten in de betalingsprocesketen (figuur 5), maar ook hierbuiten. Naast het doen van *credit checks*, die bedrijven kunnen helpen bij klantacceptatie, kan de database ook worden ingezet door bedrijven bij het wel of niet verplicht stellen van borg, maar bijvoorbeeld ook voor het uitvoeren van analyses ten behoeve van Bureau Schuldhulpverlening.



Figuur 5: Betalingsprocesketen

Cruciaal voor de Kredietinformatie activiteiten is het databestand dat zich verrijkt met elke nieuwe vordering die in het proces wordt opgenomen. Ook is essentieel voor de voortgang en stabiliteit van de bedrijfsvoering dat er back-up systemen zijn en uitwijkcentra voor het ICT systeem. Zo heeft Credit Exchange een back-up systeem in Rotterdam en Amsterdam. De server in Amsterdam is offline en niet 'internet web-based'. Op deze manier is zij bijvoorbeeld beschermd tegen cybernet aanvallen.

Actuele ontwikkelingen

- **Implementatie SAS Visual Analytics.** In de loop van 2013 heeft Direct Pay het gebruik van SAS Visual Analytics omarmd. Toepassing van deze business intelligence software stelt het bedrijf in staat om snel en doelgericht inzicht te krijgen met betrekking tot actuele klantinformatie. Deze informatie wordt bovendien begrijpelijk weergegeven en biedt verschillende typen gebruikers ad hoc reportages. Zo hebben operationele medewerkers baat bij informatie aangaande de debiteuren, eigen productie, interessante en minder interessante dossiers evenals klantinformatie. Klantenmanagers, op hun beurt, gebruiken de software om klanten up-to-date te houden wat betreft (de kwaliteit van) hun debiteuren en gangbare trends. Tot slot helpt Visual Analytics het management om eerder genoemde informatie te aggregeren en zodoende een beeld te krijgen van het algehele betalingsgedrag, de omzet en risico's met bijbehorende scores van verworven portefeuilles. Naast facilitering van betere inschattingen met betrekking tot risico's en terugbetaalpotentieel, stelt het programma Direct Pay tevens in staat om opnieuw een efficiëntieslag te maken door middel van automatisering. Dankzij het dynamische karakter van SAS Visual Analytics kan data op termijn voor nog veel meer doeleinden worden aangewend.
- **Website & corporate identity DirectPay.** Begin 2013 is door de belangrijkste werkmaatschappij uit de groep, DirectPay, met een vernieuwde website het 'nieuwe gezicht' gelanceerd. De website biedt consumenten een (interactief) overzicht van de mogelijkheden die zij hebben wanneer zij een brief hebben ontvangen met betrekking tot een openstaande vordering, waaronder het treffen van een betalingsregeling. Opvallend is de vriendelijke toon richting de debiteur, waarbij het gezamenlijk zoeken naar de beste oplossing om de vordering te voldoen centraal lijkt te staan.
- **Nieuwe activiteit: DebtScan.** DebtScan is een onderdeel van Credit Exchange en betreft een gepatenteerde technologie om zeer snel veel kentekens van auto's te scannen. DebtScan beoordeelt in opdracht van een schuldeiser de verhaalsmogelijkheden op een debiteur en waar mogelijk lokaliseert zij deze. In alle gevallen ligt hieraan een vonnis van de rechter ten grondslag. In Nederland zijn duizenden zogenaamde *kelderposten*: openstaande vorderingen die ook na een uitspraak van de rechter onbetaald blijven. Debtscan voegt verschillende gegevens over de debiteur en zijn bezittingen samen en geeft deze in combinatie met een locatie door aan de deurwaarder, zodat deze zijn (beslag)acties kan verrichten. Debtscan is echter breder inzetbaar aangezien het tevens mogelijk is om de kentekenscan te gebruiken voor de opsporing van vermiste of gestolen voertuigen. Deze toepassingen zijn bovendien simultaan te gebruiken wat het een potentieel rendabel onderdeel van de business maakt.
- **Betreding markt voor medische factoring.** Naast de sportsector heeft Credit Exchange afgelopen jaar aanstalten gemaakt met de betreding van de markt voor medische factoring. Deze markt omvat het opkopen van vorderingen die betrekking hebben op de diensten van tandartsen en orthodontisten.

5 | Financiële resultaten CECM (Issuer) en Credit Exchange

Met de opbrengsten van de uitgifte heeft CECM in een verkort boekjaar 2012 voor circa EUR 1.6mln aan debiteurenportefeuilles aangekocht, met een nominale waarde van circa EUR 2.4m. In 1H 2013 is een portefeuille verworven met een nominale waarde van circa EUR 1.45mln. Omdat de aangekochte debiteurenportefeuilles een *forward flow* karakter hebben (vorderingen ouder dan 60 dagen) is een groot deel opgenomen in het gerechtelijk traject. De gerechtelijke kosten worden gefinancierd door CE Credit Management en geaccumuleerd bij het nominale bedrag van de vordering.

Het kasstroomverloop kenmerkt zich door investeringen (cash-outflow) in met name in de eerste kwartalen vanaf het moment van aankoop van de debiteurenportefeuilles (2H2012). De kasstroom uit uitwinning van de vorderingen, vaak middels een verkregen vonnis uit het gerechtelijk traject, komt op gang vanaf het tweede kwartaal na aankoop van de debiteurenportefeuilles (1H2013). De forse verbetering van de resultaten, zie figuur 6, zijn dan ook goed te verklaren en logisch gevolg van de dakpansgewijze cash inflow.

Resultaten CECM (in '000)	2012 (2H) A	2013 1H V	2013 2H V	2013V	2014T	2015T
Brutomarge	168	291	279	570	575	580
Afschrijvingskosten	18	19	26	45	39	39
Administratie- en advieskosten	8	0	20	20	27	28
Algemene kosten	2	15	5	20	32	33
Totaal bedrijfslasten	28	35	50	85	98	100
EBIT	140	257	228	485	477	480
EBITDA	158	276	254	530	516	519
Couponrente obligaties	-158	-156	-157	-313	-312	-312
Financiële baten en lasten	-158	-156	-157	-313	-312	-312
Resultaat voor belasting	-18	101	71	172	165	168
Idem na dotatie voorzieningen	-18	18	-18	0	0	0
Dotatie voorziening Winstrecht obligatiehouders	0	78	38	116	78	78
Dotatie voorziening Servicer	0	5	51	56	87	90

Figuur 6: Resultaten CECM, verkort boekjaar 2012 (gecontroleerde cijfers A) en 2013 voorlopige cijfers (V) en taxaties (T) 2014-2015 (bron: CECM en prognoses: Keijser Capital)

De resultaten in het verkorte boekjaar 2012 (juni- december) hadden een beperkte 'hick-up', als gevolg van:

- **Seizoen patroon in de ontvangsten.** Het tweede en derde kwartaal van het kalenderjaar zijn de belangrijkste kwartalen voor het innen van gelden (vanwege vrijvallen van vakantiegelden en belastingteruggaves). Hierbij is het wel belangrijk dat de vorderingen reeds twee kwartalen in het uitwinningsproces zijn opgenomen. De eerste kwartalen van het uitwinningsproces worden gekenmerkt door investeringen en langere doorlooptijden vanwege het doorlopen van het gerechtelijk traject in het verkrijgen van een vonnis. De eerste door CECM aangekochte vorderingen zijn pas in het derde kwartaal van het kalenderjaar in het uitwinningsproces zijn opgenomen, hierdoor is er niet geprofiteerd van het 'kastroomrijke' derde kwartaal.
- **Laat beschikbaar komen van gerechtelijke kaart.** De 19 rechtbanken zijn per 1 januari 2013 samengevoegd tot 10 nieuwe rechtbanken (per 1 april is rechtbank Oost-Nederland nog gesplitst in de rechtbanken Overijssel en Gelderland. Nu zijn er dus 11 rechtbanken). De zogenaamde 'gerechtelijke kaart' toont bij welke rechtbank men een dagvaarding dient in te dienen. Vanwege het laat beschikbaar komen van deze kaart kon het gerechtelijk traject laat worden gestart, wat resulteert in een vertraging in de kasstromen.

- **Wijzigingen in BTAG tarieven.** Het Besluit Tarieven Ambtshandelingen Gerechtsdeurwaarders (BTAG) werd laat bekend gemaakt in het Staatsblad, waardoor het lang onduidelijk was welke tarieven gerekend moesten worden.
- **Storing belastingdienst.** De belastingdienst heeft een storing gehad met betrekking tot invoering van IBAN rekeningnummers waardoor belastinguitkeringen later plaatsvonden. Hierop kon derhalve geen beslag worden gelegd.

Door bovengenoemde interrupties kwam de kasstroom later op gang. De kasstromen met name in Q1 van 2013 zijn daardoor echter hoger dan normaal. Over de gehele periode (juni 2012 t/m juni 2013) kan worden gesteld dat de kasstroom uit uitwinning van de debiteurenportefeuilles, hoewel met een interruptie, in lijn is met de verwachting. De cijfers van de jaarrekening van 2012 zijn voorzien van een controle verklaring van Deloitte. Het tussentijdse 1H2013 verslag is niet door de accountant gecontroleerd.

Alle belangrijke kosten en inkomsten die met het operationele proces te maken hebben worden verwerkt in de bruto marge. De afschrijvingen hebben betrekking op de kosten van oprichting en de emissiekosten. Administratie- en advieskosten zijn voornamelijk de kosten van de accountant. De kosten van de Trust worden onder algemene kosten geboekt. De rentelast betreft de 8% coupon op de obligatie. Nadat alle operationele kosten en verplichte financiële lasten zijn voldaan, reserveert de SPV, CE Credit management, voor het winstrecht van de obligatiehouders. Vervolgens wordt het restant van de winst gereserveerd voor de Servicer (zie hierna).

Met betrekking tot de resultaten in 2013 werd voor het eerst voorzien voor het **winstrecht voor de obligatiehouders**. Zoals in het prospectus is vermeld zijn de obligatiehouders aan het einde van de looptijd (juni 2017) gerechtigd tot uitkering van een winstrecht van 2% per jaar over het aan het einde van de looptijd alsdan nominaal uitstaande bedrag van de obligaties. En voor zover CECM een positief resultaat heeft behaald. In principe is nu conform het verstrijken van anderhalf jaar van de looptijd van de obligatie, 1% (2H2012) 2% (2013) van de nominale waarde van de obligatie gereserveerd (1% en 2% van €3,9mln= €116.000). Op basis van onze prognoses gaan wij er van uit dat deze 2% (€78.000) ook de komende jaren gereserveerd kan worden.

Na alle verplichtingen (rente obligatiehouders en winstrecht obligatiehouders) wordt het saldo voor belastingen als winst voor belasting gedoteerd aan de Servicer en als zodanig in de resultaten meegenomen. Dit impliceert dat de cumulatieve netto resultaten van de SPV nooit een positief saldo aangeven en maximaal 0 zullen zijn⁹. In 1H2013 resteerde €5000,- voor de Servicer (Credit Exchange BV) en op basis van voorlopige cijfers is dit ca. €56.000 over geheel 2013. Aangezien een rendement op het geïnvesteerd vermogen van 15%+ goed mogelijk is, verwachten wij dat er na alle kosten en financieringslasten een surplus overblijft voor de Servicer.

Ook is er nog een prognose gegeven van de resultaten over 2014-2015 op basis van Keijser Capital taxaties. We gaan er vanuit dat er in de komende jaren portefeuilles worden aangekocht, gefinancierd uit de cash inflow van de bestaande portefeuilles. Ook zou de financiering nog verhoogd kunnen worden, maar in de bijgevoegde prognose gaan we hier niet van uit. Indien ook portefeuilles worden verworven in 2016 en 2017, dus aan het einde van de looptijd van de obligaties, kunnen de resultaten van 2015 stabiliseren op dit hoge niveau. Wel moet er aan het einde van de looptijd van de obligatie, eind juni 2017, een adequate herfinanciering zijn. Dit achten wij reëel gezien de restwaarde van de dan lopende portefeuilles.

De balans van CE Credit Management over 2013 is nog niet bekend, derhalve verklaren wij hier de cijfers over 2012 en eind juni 2013.

Onder **immateriële vaste activa** vallen de kosten van de oprichting en de kosten van de emissie. Beide kosten worden afgeschreven over de looptijd van de obligatielening. De **Financiële vaste Activa** betreffen de aangeschafte portefeuilles, alsmede de geactiveerde griffiegelden minus bestede griffiegelden, lopende rente, kosten en afschrijvingen m.b.t.

⁹ Het getaxeerde bedrijfsresultaat in 2013 vóór het treffen van de genoemde voorzieningen bedroeg ca. €172.000. Voor de jaren 2014 -2015 taxeert Keijser Capital deze resultaten op ca. €165k per jaar (6).

verworven portefeuilles. Onder **Vorderingen en overlopende activa** vallen de balansposten die gerelateerd zijn aan de debiteurenportefeuilles en het uitwinningstraject, zoals vooruitbetaalde griffiegelden waar nog geen vonnis tegenover staat, nog te betalen afdrachten aan de Servicer, vooruit betaalde kosten en te vorderen omzetbelasting. Aangezien veel van de reeds in 2012 aangekochte vorderingen pas in Q1 2013 het gerechtelijk traject zijn ingegaan was het bedrag aan **liquide middelen** hoog eind 2012; eind juni 2013 waren de liquide middelen dan ook aanzienlijk geslonken.

Balans CE Credit Management				
	31/12/12	30/6/13	31/12/12	30/06/13
VASTE ACTIVA			EIGEN VERMOGEN	
Kosten van de oprichting	73.1	65.0	Gestort en opgevraagd kapitaal	18.0
Kosten van de emissie	101.8	90.6	Onverdeeld resultaat	-17.7
Immateriële vaste activa	174.9	155.6	Eigen vermogen	0.3
				18.0
FINANCIELE VASTE ACTIVA			VOORZIENINGEN	
Gekochte portef. na aftrek kosten,etc	1807.4	3086.3	Voorziening winstrecht obligaties	-
			Voorzieningen winstrecht Servicer	77.9
			Totaal voorzieningen	-
				5.5
				83.4
VLOTTENDE ACTIVA			VREEMD VERMOGEN	
Verbonden partijen	9.5	9.5	Langlopende schulden	
Participanten	17.0	17.0		3905.0
Belastingen en sociale lasten	26.9	29.6		3905.0
Overlopende activa	255.6	455.1		
Vorderingen en overlopende activa	309.0	511.2		
ABN-AMRO Bank N.V.	419.5	403.3	Overlopende passiva	164.6
Kas Bank	1359.0	13.4	Kortlopende schulden, overl. passiva	164.6
Liquide middelen	1778.6	416.6		163.3
TOTAAL ACTIVA	4069.9	4169.7	TOTAAL PASSIVA	4069.9
				4169.7

Figuur 7: Balans CECM verkort boekjaar 2012 en 1H 2013 (bron: CECM)

De passivazijde van de balans toont het bedrag aan voorziening voor het te betalen winstrecht en de Servicer (zie hiervoor), alsmede de langlopende schuld, die uitsluitend bestaat uit de 8% CE Credit Management Obligatie 2012-2017.

Geconsolideerde balans, resultaten en prognoses Credit Exchange Groep

Ten tijde van de publicatie van dit rapport zijn de gecontroleerde jaarcijfers voor de Credit Exchange over 2013 nog niet beschikbaar. Dit rapport geeft een overzicht van de gerealiseerde resultaten over 2011 en 2012 van Credit Exchange. De prognose 2013-2015 is van Keijser Research. In een volgende publicatie besteden wij uitgebreid aandacht aan de van controleverklaring voorziene jaarrekening van Credit Exchange.

Aangezien in 2013 extra aandelenkapitaal is aangetrokken neemt het eigen vermogen fors toe. Dit is gedaan om te anticiperen op voortgaande groei en gezonde financieringsverhoudingen, zodat het eigen vermogen ca. 60% van het balanstotaal bedraagt. In ons volgende beleggingsrapport, wanneer de 2013 cijfers zijn gepubliceerd, zullen we hier nader op ingaan.

Geconsolideerde Balans Credit Exchange (in € '000)	2011	2012	2013T	2014T	2015T
Materiele vaste activa	1374	1229			
Immateriële vast activa	861	706			
Financiële vaste activa	128	128			
Vaste activa	2363	2063	2075	7000	10500
Vorderingen op korte termijn	11751	12829			
Vorraden	462	397			
Liquide middelen	530	466			
Vlottende activa	12744	13693	20925	20000	21500
Totaal activa	15107	15756	23000	27000	32000
Eigen vermogen	6867	7643	14500	16000	18500
Langlopende schulden	700	375			
Kortlopende schulden	7540	7738			
Vreemd vermogen	8240	8113	8500	11000	13500
Totaal passiva	15107	15756	23000	27000	32000

Figuur 8: Geconsolideerde balans Credit Exchange (Bron: 2011 & 2012 onderneming, 2013-2015 taxaties Keijser)

Met name in 2013 en 2014 stijgen de personeelskosten sterk, vanwege het versterken van het management en de groei van de onderneming. Deze groei zorgt ook voor een forse stijging van de overige bedrijfskosten. Echter de EBITDA marge gaat ondanks deze kostenstijging omhoog vanwege schaalvoordelen. De financieringslasten verdubbelen in onze taxatie vanwege een forse toename van schulden en de financieringsresultaten van niet geconsolideerde deelnemingen.

Geconsolideerde W&V Credit Exchange (in € '000)	2011	2012	2013T	2014T	2015T
Netto-omzet	5668	6458			
Mutatie onderhanden werk	-10	-49			
Kostprijs van de omzet	-363	-505			
Brutomarge	5295	5903	7000	8500	11000
Personeelskosten	1463	1658	1950	2100	2375
Afschrijvingen	649	628	650	750	750
Overige bedrijfskosten	1234	1380	1900	2150	2425
Operationele kosten	3345	3666	4500	5000	5550
EBITDA	2598	2865	3150	4250	6200
EBIT	1949	2237	2500	3500	5450
Rentelasten	-626	-748	-700	-1500	-2250
Resultaat voor belastingen	1323	1489	1800	2000	3200
Belastingen	-340	-423	-450	-500	-800
Resultaat na belastingen	983	1066	1350	1500	2400

Figuur 9: Geconsolideerde W&V Credit Exchange (Bron: 2011 & 2012 onderneming, 2013-2015 taxaties Keijser)

6 | Waardering en aandelenkoersperformance van beursgenoteerde partijen

Hierna worden twee internationale beursgenoteerde partijen besproken en geanalyseerd aan de hand van hun marktwaarden en financiële cijfers, te weten Intrum Justitia AB en Experian PLC. De eerste is een grote internationale speler in full service credit management en tevens actief op de Nederlandse markt. Experian kan worden beschouwd als een zeer omvangrijke internationale leverancier van kredietinformatie.

Intrum Justitia

Het Zweedse Intrum Justitia behoort tot de top van Europese spelers op het gebied van credit management. Met vestigingen in 20 landen is zij in staat om wereldwijd klanten in 180 landen van credit management services te voorzien. De klanten van Intrum Justitia bevinden zich voornamelijk in de telecom, infrastructuur (water en energie) en het bank- en financieringswezen gericht op zowel B2B als B2C. Voor beide markten biedt zij tevens kredietinformatieproducten aan waarbij met betrekking tot B2B bedrijfsinformatie wordt samengewerkt met Dun & Bradstreet. In 2012 bedroeg het gemiddeld aantal werknemers 3485 personen, waar van 318 werkzaam in Nederland. Van de totale waarde aangekochte debiteurenportefeuilles komt 9% uit Nederland en ons land draagt voor een bedrag van 318 M SEK bij aan de totale omzet van ruim 4 miljard SEK. Haar huidige marktkapitalisatie (Zie figuur 10) bedraagt bijna 14 miljard SEK en de geschatte enterprise value over 2014 is 12 maal de EBITDA.

Experian Plc	2014	Intrum Justitia AB	2014				
Huidige aandelenkoers GBP 27/3/14	10.77	Huidige aandelenkoers SEK 27/3/14	173.9				
Hoog (laatste 12 maanden)	12.90	Hoog (laatste 12 maanden)	190.0				
Laag (laatste 12 maanden)	10.20	Laag (laatste 12 maanden)	119.8				
Koers eind 2012	9.90	Koers eind 2012	97.0				
Koers rendement sinds eind 2012 in %	8.8	Koers rendement sinds eind 2012 in %	79.3				
Aantal aandelen in m	993.1	Aantal aandelen in m	79.7				
Marktkapitalisatie in GBP m	10713	Marktkapitalisatie in SEK m	13941				
Netto Schuld in GBP m	2031	Netto Schuld in SEK m	4212				
Enterprise value (EV) GBPm	12743	Enterprise value (EV) SEKm	18153				
Cijfers in GBP m (boekjaar eind maart)	2013	2014T	2015T	Cijfers in SEK m	2012	2013	2014T
Omzet	2994	2958	3205	Omzet	3950	4566	4929
EBITDA	1010	1008	1111	EBITDA	1047	1365	1512
Winst per aandeel in GBP	0.54	0.55	0.60	Winst per aandeel in SEK	7.09	10.30	11.52
Boekwaarde per aandeel in GBP	2.07	2.01	2.36	Boekwaarde per aandeel in SEK	35.00	41.18	41.48
Dividend per aandeel in GBP	0.22	0.22	0.25	Dividend per aandeel in SEK	4.30	5.75	6.37
Koers/Winst verhouding		19.7	17.8	Koers/Winst verhouding		16.9	15.1
Koers/Boekwaarde		5.4	4.6	Koers/Boekwaarde		4.2	4.2
Dividend rendement		2.1%	2.3%	Dividend rendement		3.3%	3.7%
EV/EBITDA		12.6	11.5	EV/EBITDA		13.3	12.0

Uitgevende Instelling	Coupon	Nominale Omvang	Looptijd	Prijs	Effectieve Yield	Rating
Intrum Justitia AB	5.125%	SEK 575 M	2012-2017	107.64%	2.41%	Geen Rating
Experian PLC	4.75%	EUR 500 M	2010-2020	115.83%	1.86%	S&P A-

Figuur 10: Analyse Internationale Concurrentie (via Bloomberg)

Experian PLC

Experian PLC is een uit het Verenigd Koninkrijk afkomstige gigant op het gebied van databases ten behoeve van de uitvoering van credit management, het al dan niet verlenen van krediet en het voortdurend monitoren van de kredietwaardigheid van organisaties. Daarnaast biedt zij tevens analytische tools met betrekking tot risico- management en procesapplicaties. Zoals uit de koers/winstverhouding in bovenstaand overzicht valt op te maken worden dergelijke ondernemingen hoog gewaardeerd. Dit illustreert de waarde van het bezit van een uitgebreide database. De

marktkapitalisatie van Experian bedraagt momenteel ruim 10,7 miljard GBP en over 2014 zal de EV/EBITDA multiple naar verwachting uitkomen op 12.6.

Intrum Justitia en Experian maken beide tevens gebruik van obligaties (Zie figuur 10) in hun gehanteerde kapitaalstructuur. Intrum Justitia heeft in 2012 een lening van SEK 575 M afgesloten met een coupon van 5.125%. Deze obligatie heeft geen rating. De obligatie van Experian, daarentegen, draagt een A- rating van S&P met een coupon van 4.75% bij een looptijd van 10 jaar.

7 | Koersontwikkeling CE Credit Management I obligaties

CE Credit Management Retail Obligaties (NYSE Alternext Amsterdam Listing)

- In de zomer van 2012 emitteerde CECM de eerste MKB-Obligaties met notering aan de NYSE Euronext Amsterdam;
- De obligaties hebben een looptijd van vijf jaar, 8% coupon (semi-annual), 2% conditioneel winstrecht, zijn senior secured en verhandelbaar in stukken van EUR 1.000 nominaal;
- Winstrechtdrempel tot op heden ieder jaar gehaald;
- Koers sinds uitgifte tussen 99.50% en 110%, huidige koers 109.5% (29-04-2014);
- De huidige koers vertaalt zich in een effectief rendement (inclusief winstrecht) van 7,47%.



Figuur 11: Koersontwikkeling CECM I obligaties (juli 2012 t/m april 2014, via Bloomberg)

Inmiddels zijn er drie halfjaarcoupons van 4% betaald, begin januari 2013 de 2H2012 coupon, begin juli de 1H2013 coupon en afgelopen januari degene met betrekking op 2H2013. De obligatie is overigens 'dirty gepriced' ten aanzien van het winstrecht. Het winstrecht is in principe maximaal 2% per jaar en bij aflossing van de obligatie in 2017 zou 110% van de nominale waarde afgelost kunnen worden. De uitgevende instelling, CE Credit management, heeft overigens de mogelijkheid de obligatie tegen boetes (afhankelijk van naarmate de looptijd verstreken is) vervroegd af te lossen (zie voorwaarden prospectus).

Keijser Capital N.V.

§ MKB Advies & -Financiering

Peter Nederlof

Algemeen Directeur

T.: +31 (0)20 5312 121

Peter.nederlof@keijsercapital.nl**Tim de Rooij**

Associate

T.: +31 (0)20 5312 145

Tim.derooij@keijsercapital.nl**Kim Geerts**

Legal Associate

T.: +31 (0)20 5312 146

Kim.geerts@keijsercapital.nl

§ Research

Nico van Geest

Hoofd Research

T.: +31 (0)20 5312 147

Nico.vangeest@keijsercapital.nl

De auteur van deze publicatie belegt of kan beleggen in de financiële instrumenten die in deze publicatie zijn genoemd. Ook Keijser Capital handelt of kan handelen in genoemde financiële instrumenten, zowel namens cliënten als voor eigen rekening.

Deze publicatie is samengesteld door de researchafdeling van Keijser Capital. De in deze publicatie vermelde gegevens zijn ontleend aan door Keijser Capital betrouwbaar geachte bronnen en publiekelijk beschikbare en bekende informatie. Voor de juistheid en volledigheid van de genoemde feiten, gegevens, meningen, verwachtingen en uitkomsten daarvan kan Keijser Capital niet instaan. Keijser Capital geeft geen garantie of verklaring omtrent genoemde juistheid en volledigheid. Keijser Capital aanvaardt dan ook geen aansprakelijkheid voor schade die het gevolg is van de onjuistheid en/of onvolledigheid van bedoelde informatie. Deze publicatie dient niet te worden opgevat als een aanbod om effecten aan te kopen, noch als een uitnodiging tot verkoop ervan. De inhoud van deze publicatie is generiek van aard en houdt derhalve geen rekening met de specifieke beleggingsdoelstellingen, de persoonlijke financiële situatie en persoonlijke behoeftes van de ontvanger. De ontvanger mag de inhoud van deze publicatie dan ook niet aanmerken als een persoonlijk advies: de ontvanger moet zijn of haar eigen adviseur raadplegen om te overleggen of het effect dat in deze publicatie aan bod komt, voor hem of haar een passende investering is en ze in overeenstemming is met zijn of haar beleggingsprofiel. **De waarde van uw belegging kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst.** Opinies, feiten en meningen in deze publicatie kunnen zonder nadere aankondiging worden gewijzigd. Keijser Capital heeft een vergunning ingevolge de Wet op het financieel toezicht. De Autoriteit Financiële Markten is de bevoegde toezichthouder. Keijser Capital heeft organisatorische en administratieve maatregelen getroffen om een onafhankelijk en integer marktoptreden te waarborgen.