

Admiral Boats – analiza, 11 marca 2015 r.

Remigiusz Iwan dla Obligacje.pl

Autor prowadzi bloga rynekobligacji.blogspot.com

Podsumowanie

Admiral Boats jest producentem i dystrybutorem łodzi motorowych. Lata 2011-2013 to intensywny rozwój spółki, którego uwieńczeniem był zakup w czerwcu 2013 roku majątku po upadłej Stoczni Tczew. Obiekt ten miał umożliwić spółce konsolidację produkcji w jednym miejscu i wejście w nowe obszary działalności (produkcja jednostek wielkogabarytowych), czyli kolejny krok w rozwoju firmy.

Niestety, na razie jest wręcz odwrotnie. W 2014 roku spółka zanotowała **spadek sprzedaży**, dodatkowo rosnące koszty utrzymania obiektów i zwiększonego zatrudnienia spowodowały **spadek zysków**.

Od 2011 roku Admiral Boats notowana jest na rynku NewConnect. Niestety, **raporty finansowe spółki są dość ubogie w informacje** (choć widać postęp) i nie pomagają w wyjaśnianiu wątpliwości. A te dotyczą między innymi poziomu należności (bardzo długi termin odzysku należności), księgowania przychodów (sprzedaż komponentów podwykonawcom i ponowny ich zakup) czy księgowaniu pozostałych kosztów operacyjnych. Inwestorzy nie mają również wiedzy, czy i jaka część kosztów (np. odsetki od finansowania) zaliczana jest do inwestycji, a nie odnoszona bezpośrednio w koszty. Tutaj na pewno pomógłby rating niezależnej instytucji lub prześwietlenie wyników spółki przez renomowanego audytora.

Dodatkowo spółka sprokurowała sytuację, w której w **bieżącym roku zapadają obligacje na łączną kwotę 15 mln zł** (4,3 mln już spłacone), co w połączeniu z koniecznością ponoszenia dalszych nakładów inwestycyjnych (i pogorszeniem wyników), stawia ją pod presją pozyskania refinansowania.

I presja ta widoczna jest w cenach, po jakich Admiral Boats zmuszony jest pożyczać pieniądze. Oprocentowanie obecnie oferowanych obligacji (stałe 8,5 proc.) odpowiada WIBOR3M+6,85 pkt proc. marży, co jest wielkością typową dla firm o **podwyższonym ryzyku inwestycyjnym**. Dodatkowo, koszt oferty publicznej obligacji szacowany jest na 320 tys. zł., co przy uplasowaniu pełnej puli obligacji (6 mln zł.) daje kolejne 5,33 proc. Nie jest to mało jak na kapitałochłonny biznes produkcyjny.

Pozytywów dla Admiral Boats można szukać w **silnym, zdeterminowanym akcjonariacie**, który już wspomagał rozwój spółki emisjami akcji (przy nabyciu Stoczni Tczew).

Choć część wskaźników finansowych budzi niepokój (rotacja należności, zadłużenie finansowe do przychodów i zysków) to warto zwrócić uwagę, że **wskaźnikowo** (wskaźnik zadłużenia, płynności) **sytuacja spółki znajduje się w ogólnie przyjętej normie.**

Warto również zauważyć, że ewentualny sukces nowej emisji i refinansowanie zapadających obligacji uspokoi sytuację w zakresie płynności spółki i da jej oddech na dalszą restrukturyzację i powrót do lepszych wyników w przyszłości.

Admiral Boats zapewnia potencjalnym obligatariuszom szereg czynników ryzyka i do ich oceny należy, czy oprocentowanie oferowanych obligacji wynagradza poziom ponoszonego ryzyka.

Przedmiot działalności, historia, akcjonariat, zarząd, audytor spółki

Admiral Boats jest producentem i dystrybutorem łodzi motorowych morskich i śródlądowych. 90 proc. produkcji kieruje na eksport, głównie do Holandii, ale również Norwegii, Szwecji i Niemiec. Branża, w której działa, charakteryzuje się silną konkurencją.

WYBRANE LINIE ŁODZI			
Oceanmaster Line	Admiral Line	Fish Line	Classic Line
Linia sportowa, doceniana przez ekspertów branżowych. Model 760 HTs znalazł się na liście finalistów nagrody przyznawanej przez angielski Motor Boat & Yachting.	Popularna m.in. w Holandii linia łodzi typu sloop, wykorzystywana do pływania po kanałach wodnych.	Linia łodzi zaprojektowana z myślą o wędkarzach.	Linia łodzi rekreacyjnych, wykorzystywanych do wypoczynku na wodach śródlądowych.
			
<ul style="list-style-type: none"> • łodzie motorowe serii sport • od 4,7 m długości do ponad 7 m długości • mogą być wyposażone w silnik lub silniki o łącznej mocy 300 KM 	<ul style="list-style-type: none"> • tradycyjne łodzie sloop • bardzo popularne na rynku holenderskim • od długości 3,6 m aż do 10 m • mogą być wyposażone w silniki łącznej mocy do 60 KM 	<ul style="list-style-type: none"> • przeznaczone dla wędkarzy • od długości 5,5 m do 6,6 m • mogą być wyposażone w silniki maksymalnej mocy do 130 KM 	<ul style="list-style-type: none"> • łodzie klasyczne • od długości 5,7 m do 9,4 m • mogą być wyposażone w silniki maksymalnej mocy do 40 KM

Źródło: www.admiral-boats.com.

Spółka została zarejestrowana w listopadzie 2010 roku, jednakże kontynuuje działalność powstałej w grudniu 2007 roku spółki Lamirs Nowy B. Sirocka Sp. J.

Sprzedaż łodzi prowadzona jest od 2008 roku, natomiast o faktycznym przyspieszeniu można mówić od 2011 roku, kiedy spółka pozyskała znaczące finansowanie z emisji akcji i obligacji (łącznie prawie 20 mln zł.).

W lipcu 2011 roku Admiral Boats zadebiutował na rynku NewConnect. Lata 2012-2013 to kolejne emisje akcji i obligacji związane z dynamicznym rozwojem firmy.

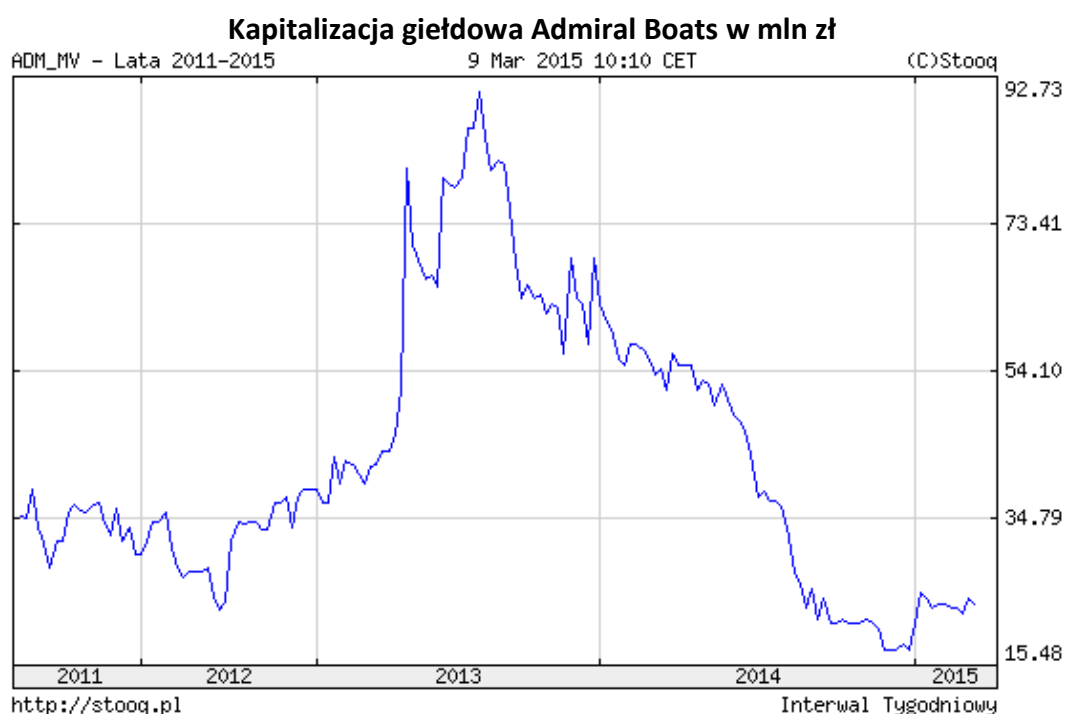
W czerwcu 2013 roku Admiral podpisał umowę o wartości 6,8 mln zł na zakup majątku (upadłej) Stoczni Tczew Sp. z o.o., co ma umożliwić spółce zwiększenie skali produkcji, dywersyfikację (produkcja komponentów: okucia, tapicerka, przyczepy podłodziowe) oraz produkcję wyrobów wielkogabarytowych, możliwych do transportu drogą wodną, jak również skupienie produkcji w jednym miejscu. W skład majątku wchodziły: grunt o powierzchni 10 ha, basen portowy, nabrzeża, hale produkcyjne, maszyny i urządzenia, w tym dźwigi i suwnice. Dla stoczni przygotowano również ambitny plan inwestycyjny.

Efektem zakupu stoczni i wkroczenia w nowe obszary działalności było zawarcie w 18 lutego 2014 roku umów ze stoczną Remontowa Shipbuilding SA w zakresie budowy sekcji statków o łącznej wartości ok. 0,5 mln zł. Dodatkowo, w ramach dywersyfikacji spółka prowadzi produkcję komponentów z laminatu, tj. zderzaki, czasze przednie i tylne dla transportu autobusowego.

Należy jednakże przyjąć, że w działalności spółki kluczowe znaczenie ma cały czas sprzedaż łodzi.

Podsumowując, w ostatnich latach mieliśmy do czynienia z dynamicznym rozwojem spółki, znaczącymi inwestycjami, które finansowane były poprzez emisje akcji oraz zaciąganie zobowiązań finansowych (kredyty, obligacje).

Od lipca 2011 roku Admiral Boats notowana jest na rynku NewConnect, a jej wartość giełdowa (kapitalizacja) prezentuje się następująco:



Źródło: Stooq.pl.

W połowie 2013 roku, czyli w momencie przejęcia Stoczni Tczew, wartość giełdowa spółki wynosiła rekordowe 90 mln zł. Powyższy wykres jasno pokazuje, że jak na razie, inwestycja zamiast pomóc spółce, wpędziła ją w kłopoty. W skrócie, wydaje się, że Admiral Boats nie była wystarczająco finansowo przygotowana na tak dużą inwestycję (albo skala dodatkowych niezbędnych wydatków przerosła oczekiwania spółki), która oprócz nakładów inwestycyjnych generuje dodatkowe koszty stałe. Na powyższe problemy nałożył się spadek sprzedaży łodzi w 2014 roku, co w połączeniu z wydatkami inwestycyjnymi zagraża utrzymaniu bezpiecznego poziomu płynności przez spółkę.

Akcjonariat Admiral Boats



Źródło: Stooq.pl.

Głównym akcjonariuszem spółki jest Wiesław Kleba, posiadający również udziały (a od stycznia 2015 roku będącym prezesem) w notowanym na NewConnect deweloperze Kleba Invest (kapitalizacja 54 mln zł), który również jest emitentem obligacji na rynku Catalyst.

Warto zwrócić uwagę na drugiego z akcjonariuszy, spółkę EEA Capital Group, która objęła akcje spółki w 2013 roku. EEA kontrolowane jest przez Mariusza Potaczała, właściciela, byłego prezesa zarządu i głównego udziałowca TMS Brokers. EEA znajduje się również w akcjonariacie Kleba Invest.

Zarząd Admiral Boats stanowią Andrzej Bartoszewicz (prezes) i Antoon Meijers (wiceprezes).

Andrzej Bartoszewicz pełni funkcję prezesa od listopada 2010 roku. Wcześniej (2006-2008) był członkiem zarządu w Stoczni Gdynia, pracował również jako doradca zarządu Drutex SA i dyrektor oddziału i centrum klientów korporacyjnych Banku Pekao SA. Jest magistrem zarządzania (Uniwersytet Gdański), ukończył również studia podyplomowe na Gdańskiej Akademii Bankowej.

Antoon Meijers pełni funkcję wiceprezesa od listopada 2014 roku. Przed objęciem funkcji wiceprezesa, od 2008 roku był dyrektorem ds. sprzedaży w Admiral Boats, a wcześniej w Holandii prowadził własną działalność dotyczącą budowy jednostek pływających.

Biegłym rewidentem spółki jest Pro-Bilans J.K. Sp. z o.o. z siedzibą w Gdyni. Opinia do sprawozdania finansowego spółki za 2013 rok została wydana bez zastrzeżeń.

Analiza finansowa

Admiral Boats w produkcji łodzi posługuje się podwykonawcami, którzy składają elementy w halach spółki i korzystając z jej narzędzi. Komponenty przekazywane podwykonawcom są im sprzedawane, a następnie po wykonaniu usługi kupowane od nich, co wpływa na wysoki poziom przychodów ze sprzedaży (a można powiedzieć, że nie generuje wartości dodanej). Taki model rozliczeń powoduje, że **przychody ze sprzedaży ogółem nie oddają realnej wartości sprzedaży spółki** (istotnie ją zawyżają). Bardziej właściwe wydaje się posługiwanie w analizie przychodami ze sprzedaży produktów, choć i tu nie mam 100 proc. pewności co do właściwej alokacji sprzedaży (część łodzi może być sprzedawanych jako towary). Dodatkowo, koszty związane z podwykonawcami (udostępnienie hal, urządzeń, mediów) spółka zalicza do pozostałych kosztów operacyjnych, co powoduje, że **analiza na poziomie zysku brutto ze sprzedaży czy zysku ze sprzedaży może być mocno zniekształcona, a najprawdopodobniej po prostu nie ma sensu**.

Najprościej mówiąc, w czasie, gdy spółka intensywnie korzysta z podwykonawców, wyniki pokazują wysokie marże na sprzedaży, które są następnie „zjadane” przez pozostałe koszty operacyjne.

W mojej ocenie, spółka powinna dokładnie przejrzeć i zweryfikować sposób księgowania przychodów ze sprzedaży oraz kosztów wytworzenia produkcji. Obecny jest kompletnie nieczytelny.

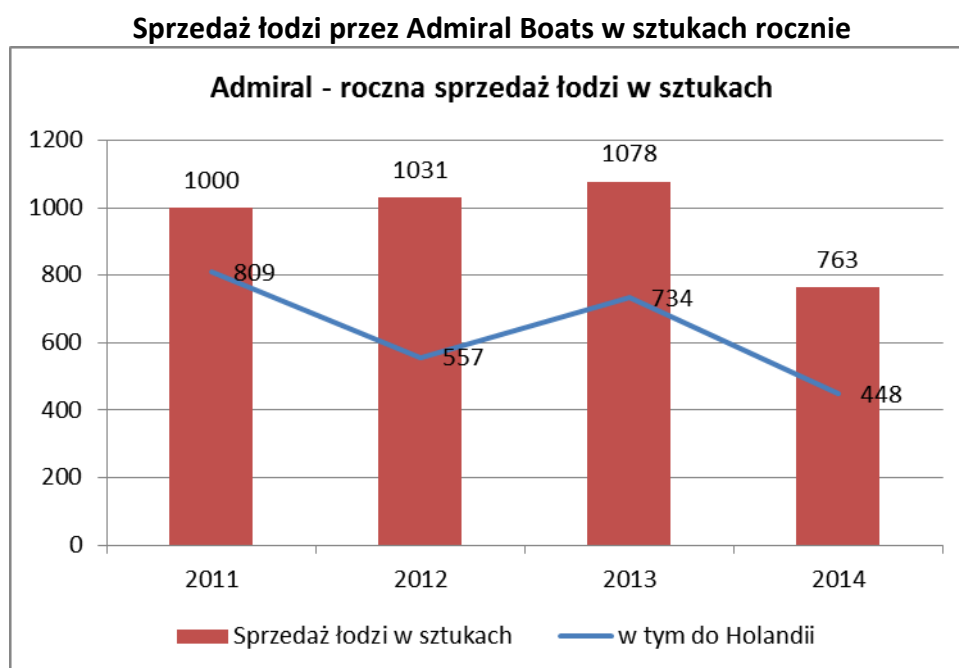
Warto również zwrócić uwagę, że pomimo wzrostu zadłużenia finansowego, spółka raportuje spadające koszty finansowe (odsetki). Przy poziomie zadłużenia 35 mln zł na koniec 2014 roku przy oprocentowaniu 8 proc. (szacunek, obligacje oprocentowane są wyżej, kredyty zapewne niżej) roczne odsetki wyniosłyby 2,8 mln zł, a zaraportowane wyniosły 1 mln zł mniej. Oznacza to być może kapitalizowanie kosztów finansowania modernizacji stoczni – wzrost wartości majątku trwałego (inwestycje w toku) o koszt odsetek. Oczywiście księgowo operacja jest poprawna, należy mieć jednakże na uwadze fakt, że po zakończeniu inwestycji kolejne odsetki będą już obciążać rachunek wyników spółki i pomniejszać jej wyniki.

W związku z powyższymi wątpliwościami, analiza finansowa Admiral Boats będzie dotyczyć wybranych obszarów, pomijając te, które prawdopodobnie oparte byłyby na zniekształconych danych (np. rentowność sprzedaży).

Analiza rachunku wyników

Przychody ze sprzedaży

Analizę przychodów zaczniemy od najprostszej wartości – liczby sprzedanych łodzi.



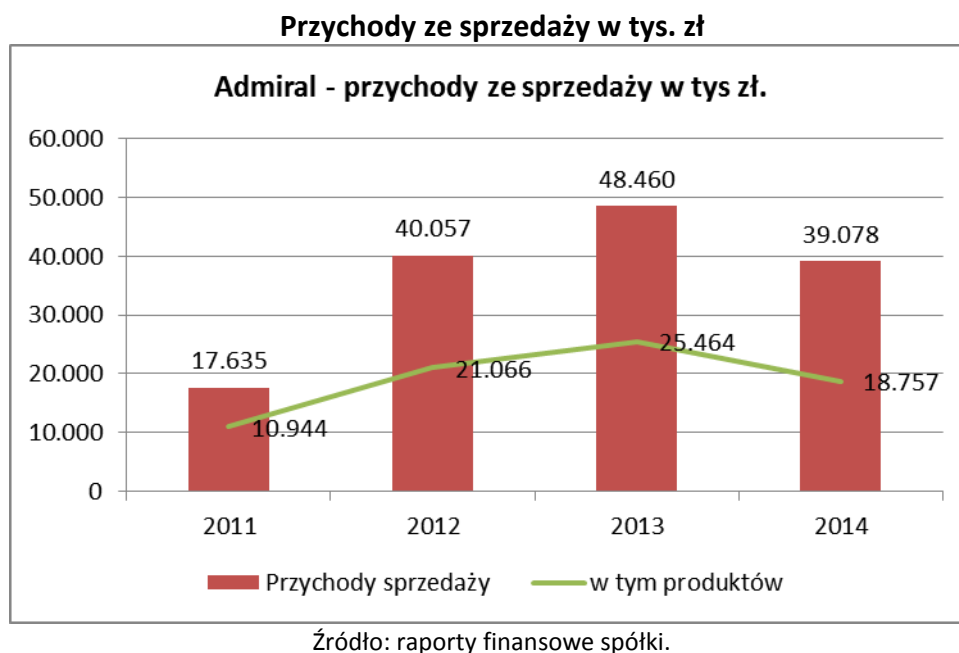
Źródło: raporty finansowe spółki, memorandum.

Niestety, pomimo inwestycji w moce produkcyjne, w 2014 roku nastąpił efekt odwrotny od oczekiwanego i sprzedaż łodzi istotnie spadła.

W raporcie za IV kwartał spółka tłumaczy, że niższa sprzedaż 2014 roku „wynikała m.in. ze zmiany zasad współpracy z dealerem z Niemiec w trakcie sezonu oraz braku realizacji zaplanowanych wcześniej dostaw do Federacji Rosyjskiej”. Wydaje się, że spółka miała na myśli rynek holenderski (co widać na powyższym wykresie), gdyż sprzedaż łodzi do Niemiec wyniosła 49 szt. w 2014 roku wobec 52 sztuk rok wcześniej.

Do zasad współpracy z dealerami wróć przy omówieniu rotacji należności, wydaje się, że wcześniej Admiral fakturował łodzie, które „wstawiał do dealera”, natomiast teraz proces jest bardziej zarządzany, a sprzedaż urealniona.

Wyżej pokazana sprzedaż łodzi w sztukach miała następujące przełożenie na przychody ze sprzedaży, przy czym nas najbardziej interesują przychody ze sprzedaży produktów.



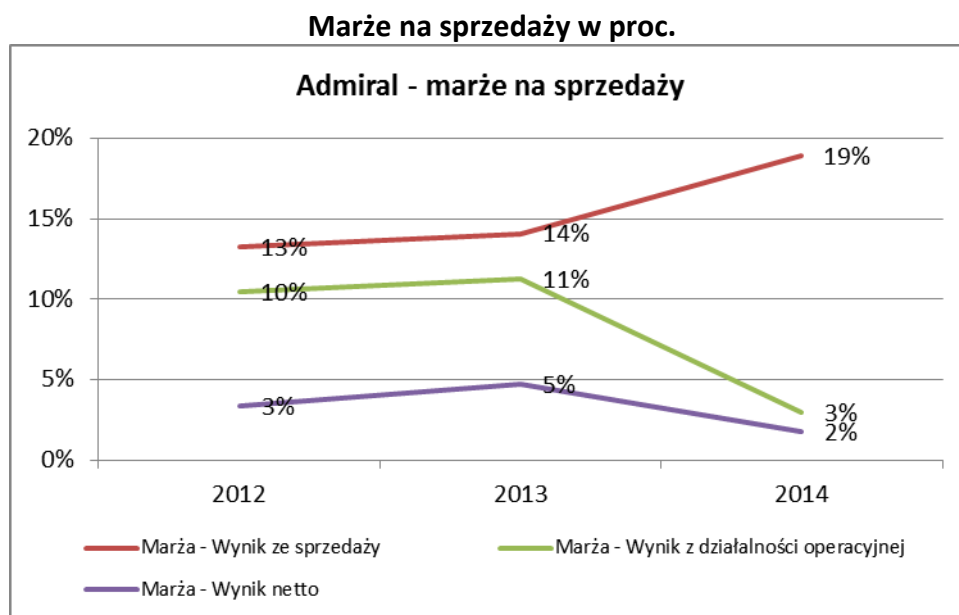
Produkcja coraz bardziej zaawansowanych technologicznie modeli oraz wejście w nowe branże powodują, że spadek sprzedaży wartościowo nie jest tak wyraźny jak w liczbie sprzedanych łodzi (odpowiednio 19,4 proc. i 29,4 proc.). Niemniej, otwarte pozostaje pytanie, czy obecny pułap sprzedaży to już maksimum, które spółka jest w stanie osiągnąć, czy jednak Admiral wróci na ścieżkę wzrostu.

Najważniejsze pozycje rachunku wyników spółki prezentują się następująco:

Rok	2012	2013	2014
Przychody netto ze sprzedaży	40.057	48.460	39.078
Przychody netto ze sprzedaży produktów	21.066	25.464	18.757
Przychody netto ze sprzedaży towarów i materiałów	18.991	22.996	20.321
Koszty działalności operacyjnej	30.293	35.741	24.911
Koszt własny sprzedanych produktów	13.593	19.860	12.121
Wartość sprzedanych towarów i materiałów	16.700	15.881	12.790
Wynik brutto na sprzedaży	9.764	12.719	14.167
Koszty sprzedaży	153	295	359
Koszty ogólnego zarządu	4.301	5.598	6.410
Wynik ze sprzedaży	5.310	6.826	7.398
Pozostałe przychody operacyjne	852	1.702	3.334
Zysk ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych		1.247	2.609
Inne przychody operacyjne	852	455	725
Pozostałe koszty operacyjne	1.967	3.084	9.569
Inne koszty operacyjne	1.967	3.084	9.365
Wynik z działalności operacyjnej	4.195	5.444	1.163
Przychody finansowe	224	1.143	2.079
Koszty finansowe	2.547	3.634	2.459
Odsetki	2.107	1.936	1.626
Inne	440	1.698	833
Wynik z działalności	1.872	2.953	783
Wynik brutto	1.872	2.953	783
Podatek dochodowy	563	891	105
Pozostałe obowiązkowe zmniejszenia zysku	-48	-218	
Wynik netto na działalności gospodarczej	1.357	2.280	678

Źródło: raporty finansowe spółki.

Chociaż wynik ze sprzedaży pokazuje tendencję wzrostową, to uwzględniając opisane wcześniej uwarunkowania (pozostałe koszty operacyjne również odnoszą się do produkcji, montażu łodzi), do analizy zyskowności spółki bardziej odpowiedni wydaje się wynik na działalności operacyjnej.



Źródło: obliczenia własne na podstawie raportów spółki.

Biorąc pod uwagę zdarzenia niepowtarzalne, takie jak osiągnięty przez Admiral Boats zysk ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych (2,6 mln zł), przychody finansowe (rozliczenie kontraktu w Rosji), jak również wcześniej wskazywane przeze mnie (prawdopodobne) zaliczanie kosztów odsetkowych do prowadzonych inwestycji, po korekcie o te pozycje, spółka niestety zanotowałaby ujemny wynik netto (zresztą operacyjny również).

Podsumowując, zakup Stoczni Tczew zbiegł się z pogorszeniem wyników sprzedażowych spółki. Koszty ogólnego zarządu, związane z utrzymaniem obiektów oraz wzrostem zatrudnienia istotnie rosną (6,4 mln zł za 2014 wobec 5,6 mln zł rok wcześniej). Dodatkowo, rośnie amortyzacja i będzie dalej rosła wraz z przyjmowaniem do użytkowania kolejnych inwestycji.

Powyższe czynniki, czyli wzrost kosztów i warunki rynkowe powodują, że obecnie spółka znajduje się w mało komfortowej sytuacji i potrzebuje istotnego zwiększenia skali działalności.

Analiza bilansu

Aktywa

Największy wpływ na strukturę aktywów spółki miał oczywiście dokonany w 2013 roku zakup Stoczni Tczew. W związku z transakcją jednorazowo wzrosły aktywa trwałe spółki, a prace modernizacyjne powodują, że rosną one nadal (inwestycje w toku).

Drugą istotną pozycją aktywów Admiral Boats są należności handlowe, o których poniżej.

Aktywa spółki prezentują się następująco:

Rok	2012	2013	2014
AKTYWA TRWAŁE	20.829	47.658	53.152
Wartości niematerialne i prawne	2.563	1.767	992
Rzeczowe aktywa trwałe	18.115	45.440	51.709
Środki trwałe w użytkowaniu	13.087	38.895	40.821
a) grunty	1.461	8.183	10.983
b) budynki, lokale	5.103	13.157	12.613
c) urządzenia techniczne i maszyny	5.784	16.973	16.729
d) środki transportu	718	537	464
e) inne środki trwałe	21	45	32
Środki trwałe w budowie	5.028	6.545	10.888
Inwestycje długoterminowe	50	0	0
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	101	451	451
AKTYWA OBROTOWE	27.083	37.582	35.322
Zapasy	7.209	10.996	13.004
Należności krótkoterminowe	18.608	23.557	19.860
Inwestycje krótkoterminowe	298	1.323	1.179
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	968	1.706	1.279
AKTYWA RAZEM	47.912	85.240	88.474

Źródło: raporty finansowe spółki.

Analizując jakość aktywów spółki warto zwrócić uwagę na dwie istotne kwestie.

Spółka zakupiła Stocznnię Tczew za kwotę ok. 7 mln zł, natomiast przyjęcie majątku do bilansu nastąpiło w oszacowanej wartości godziwej, o ponad 11 mln zł wyższej od ceny zakupu. Dla spółki prawdopodobnie aktywa te posiadają taką wartość, należy jednak mieć na uwadze, że faktyczna cena transakcyjna (wartość rynkowa na dany moment) była dużo niższa. Spółka ponosi dalsze wydatki inwestycyjne związane ze stocznia oraz prawdopodobnie kapitalizuje (dolicza do wartości środków trwałych w budowie) część ponoszonych kosztów finansowych. Wszystko to powoduje, że realna wartość majątku trwałego spółki, z punktu widzenia jej obligatariusza, może być niższa, niż ta wykazywana w bilansie.

Należności krótkoterminowe wobec kontrahentów na koniec 2014 roku wyniosły 16,8 mln zł, podczas gdy całkowite przychody ze sprzedaży w drugim półroczu 2014 roku to 14,8 mln zł. Poziom należności jest bardzo duży w stosunku do sprzedaży, co potwierdzają wskaźniki rotacji podawane przez spółkę w raporcie za IV kwartał 2014:

Wskaźniki rotacji majątku

	IV kwartał 2014 01.10.2014- 31.12.2014	IV kwartał 2013 01.10.2013- 31.12.2013	4 kwartały 2014 narastająco 01-01-2014- 31.12.2014	4 kwartały 2013 narastająco 01-01-2013- 31.12.2013
Cykl zapasów w dniach	210	89	120	82
Cykl należności w dniach	272	174	155	160

Taki poziom należności ma pozytywny wpływ na wskaźniki płynności, ale fakt odzyskiwania należności średnio po ponad 200 dniach musi budzić obawy o ich jakość. Cytaty z raportu spółki:

„W 2014 roku wydłużyły się wskaźniki rotacji w porównaniu do 2013 roku. Relatywnie wysoki poziom wskaźników rotacji wynika z charakteru prowadzonej przez Spółkę działalności. Klientami Spółki są przede wszystkim pośrednicy (dystrybutorzy), ponieważ jest to najbardziej efektywny model sprzedaży w branży łodzi motorowych. Obecnie Spółka dąży do skracania terminów płatności - zarówno z partnerami już współpracującymi jak i nowymi. [...] Sprzedaż materiałów i półfabrykatów dotyczy wyłącznie kooperantów, od których ADMIRAL BOATS kupuje półfabrykaty łodzi w elementach oraz zmontowanych łodzi. Dlatego zobowiązania z tego tytułu kompensowane są z należnościami.”

Fakt kompensowania części należności pozwala przypuszczać, że faktyczna sytuacja z saldem należności 16,8 mln zł jest gorsza, niż pokazują to wskaźniki. Niestety, w raportach spółki brak struktury tych należności (wiekowania) i brak konkretów (jakie terminy daje spółka dystrybutorom i jak rozlicza sprzedaż).

Należy zwrócić również uwagę na rosnący poziom zapasów, co przy spadającej sprzedaży pogarsza wskaźniki ich rotacji i dokłada kolejną obawę o faktyczną płynność spółki.

Podsumowując, w analizie aktywów spółki uzasadnione wydaje się ostrożne podejście. Poziomy wskaźników rotacji należności i zapasów, przy braku szczegółowych danych i opisu, rodzą obawy o ich jakość. Należy mieć również na uwadze, że spółka, prowadząc procesy inwestycyjne, ma dużą elastyczność zaliczania ponoszonych wydatków do kosztów lub inwestycji, co może stwarzać pokusę kapitalizowania kosztów w majątku trwałym i co zresztą prawdopodobnie ma miejsce w przypadku kosztów odsetkowych.

Pasywa

Pasywa spółki wyglądają następująco:

Rok	2012	2013	2014
KAPITAŁY (FUNDUSZE) WŁASNE	16.339	35.171	35.848
ZOBOWIĄZANIA I REZERWY NA ZOBOWIĄZANIA	31.573	50.069	52.626
Rezerwy na zobowiązania	78	635	279
Zobowiązania długoterminowe	17.500	18.932	14.261
2. Wobec pozostałych jednostek	17.500	18.932	14.261
a) kredyty i pożyczki	4.290	3.971	12.460
b) z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych	12.783	14.954	1.801
Zobowiązania krótkoterminowe	13.982	19.273	27.649
2. Wobec pozostałych jednostek	13.982	19.273	27.649
a) kredyty i pożyczki	990	4.842	5.754
b) z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych	3.398	6.111	14.954
e) pozostałe zobowiązania z tytułu dostaw i usług	8.953	7.171	6.464
Rozliczenia międzyokresowe	13	11.229	10.437
1) Ujemna wartość firmy		11.229	10.437
PASYWA RAZEM	47.912	85.240	88.474

Źródło: raporty finansowe spółki.

Ujemna wartość firmy jest to pozycja, która stopniowo dopisywana jest w przychody spółki, a wynika z przyjęcia majątku stoczni do bilansu w wartości godziwej, powyżej faktycznej ceny zakupu. Pozycja ta nie ma zatem charakteru zobowiązania finansowego.

Zakup Stoczni Tczew został sfinansowany emisjami akcji (wzrost kapitałów) i długu, pozwalając zachować (a nawet polepszyć) w miarę poprawną strukturę finansowania.

Admiral Boats, wskaźnik zadłużenia

Rok	2012	2013	2014
Udział kapitałów w sumie bilansowej	34%	41%	41%
wskaźnik zadłużenia	66%	59%	59%

Obliczenia własne na podstawie raportów spółki.

Niestety, dalsze inwestycje w majątek trwały powodują nominalny wzrost zadłużenia. Przy spadku przychodów ze sprzedaży, zadłużenie to osiąga niebezpieczny poziom prawie 90 proc. rocznych przychodów.

Admiral Boats, zadłużenie finansowe spółki

Rok	2012	2013	2014
zadłużenie finansowe	21.461	29.878	34.969
zadłużenie finansowe / kapitały	131%	85%	98%
zadłużenie finansowe / przychody	54%	62%	89%

Obliczenia własne na podstawie raportów spółki.

Bez poprawy wyników (sprzedaż, zysk) spółka będzie miała problem ze spłatą tego zadłużenia w rozsądnym czasie.

Na koniec 2014 roku zadłużenie finansowe prezentowało się następująco:

Zadłużenie finansowe w tys. PLN	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014
Kredyty długoterminowe	4.290	3.971	12.460
Kredyty krótkoterminowe	990	4.842	5.754
Kredyty razem	5.280	8.813	18.214
Obligacje długoterminowe	12.783	14.954	1.801
Obligacje krótkoterminowe	3.398	6.111	14.954
Obligacje razem	16.181	21.065	16.755
Zadłużenie długoterminowe razem	17.073	18.925	14.261
Zadłużenie krótkoterminowe razem	4.388	10.953	20.708
Zadłużenie razem	21.461	29.878	34.969

Admiral Boats posiada (przynajmniej) dwa kredyty długoterminowe (w tym inwestycyjny zaciągnięty w Powiślańskim Banku Spółdzielczym do 2026 roku na zakup hali produkcyjnej – obecnie prawdopodobnie około 3,6 mln zł do spłaty; oraz zaciągnięty w BGŻ na spłatę obligacji z połowy 2014 roku – kwota 6,1 mln zł), do tego krótkoterminowe finansowanie obrotowe (limit 7 mln zł w BGŻ) oraz obligacje, których większość przypada do spłaty w 2015 roku. Część zadłużenia z tytułu obligacji (4,3 mln zł), nie bez problemów, udało się w styczniu 2015 spłacić, jednakże niebawem zapada większa część długu (10,7 mln zł). Na fali spadających wyników i dość napiętego bilansu, znalezienie refinansowania z pewnością jest dużym wyzwaniem dla spółki. Warto zwrócić uwagę, że spłata pozostałych obligacji poprzez refinansowanie długoterminowe powinna przynieść spółce trochę oddechu – brak następnych spłat „balonowych” w najbliższej przyszłości (z zastrzeżeniem, że brak jest informacji, co było źródłem spłaty obligacji zapadających w styczniu 2015; według nieoficjalnych informacji źródłem była prywatna emisja obligacji).

W kontekście wielkości obligacyjnego zadłużenia pozostałego do spłaty i niepewności co do jakości należności, wskaźnik płynności bieżącej o wartości powyżej 2 (poziom bezpieczny) z pewnością nie oddaje faktycznej sytuacji spółki.

Rok	2012	2013	2014
Wskaźnik płynności bieżącej	1,94	4,67	2,05

Podsumowując, o ile struktura pasywów Admiral Boats wygląda poprawnie, to obecne zadłużenie finansowe osiągnęło niebezpieczne rozmiary w stosunku do generowanych przychodów i zysków. Spadające wyniki spółki powodują dodatkową presję i utrudniają spółce pozyskanie refinansowania. Przed Admiral Boats obecnie kluczowy moment zrefinansowania zapadających obligacji, ewentualny sukces tej operacji pozwoli spółce „kupić” czas na powrót na właściwe tory.

Niniejszy dokument nie stanowi ani oferty ani zaproszenia do subskrypcji lub zakupu dowolnych instrumentów finansowych i nie powinien być traktowany jako oferta sprzedaży lub zakupu papierów wartościowych. Ten dokument został przygotowany i zaprezentowany wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowany lub dalej dystrybuowany jakimkolwiek osobom trzecim.

Autor niniejszej Analizy nie jest powiązany w żaden sposób z Emitentem. Treść Analizy jest tylko i wyłącznie wyrazem osobistych poglądów jej Autora i nie stanowi rekomendacji w rozumieniu przepisów Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. z 2005 r. nr 206, poz. 1715). Obligacje.pl oraz Autor Analizy nie ponoszą jakiegokolwiek odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podejmowane na jej podstawie.

Prawa autorskie i własności intelektualnej – zastrzeżone. Wykorzystanie w publikacjach w całości lub fragmentach bez zgody Obligacje.pl Sp. z o.o. – zabronione.

Konflikt interesów:

Obligacje.pl Sp. z o.o. otrzymuje wynagrodzenie za umieszczenie baneru reklamującego publiczną emisję obligacji Admiral Boats w serwisie Obligacje.pl.

Obligacje.pl Sp. z o.o. może otrzymywać wynagrodzenie od oferującego obligacje Admiral Boats.

Wynikający z powyższego konflikt interesów zminimalizowano powierzając przygotowanie niniejszej analizy osobie niezatrudnionej przez Obligacje.pl Sp. z o.o. i działającej w sposób całkowicie niezależny od Obligacje.pl Sp. z o.o. oraz Admiral Boats S.A., oraz nie działającej bezpośrednio w interesie obu tych firm.