

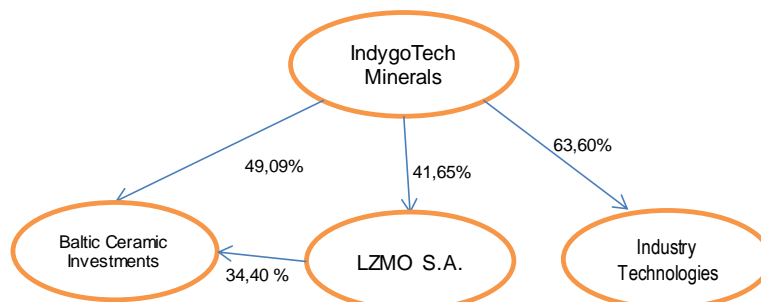
Lubuskie Zakłady Materiałów Ogniotrwałych S.A. (LZMO) – analiza spółki, raport roczny, emisja obligacji

Sytuacja i perspektywy LZMO wydają się zmierzać w dobrym kierunku i tak długo, jak spółka będzie realizować nakreśloną ścieżkę rozwoju, powinna być w stanie wywiązywać się ze zobowiązań. Należy jednakże podkreślić istniejące czynniki ryzyka.

6 maja LZMO SA opublikowała memorandum informacyjne dotyczące publicznej emisji 30 miesięcznych obligacji (seria B) do kwoty 7.000.000 PLN. Obligacje będą zabezpieczone hipoteką. Oprocentowanie wynosi 8,75 proc., a termin wykupu to: 22.11.2016 roku.

Lubuskie Zakłady Materiałów Ogniotrwałych S.A. (LZMO) to spółka notowana na rynku New Connect. Aktualna kapitalizacja wynosi 45 mln PLN. Spółka jest producentem przewodów oraz kompletnych systemów kominowych oraz posiada znaczący pakiet udziałów w Baltic Ceramic Investments SA. LZMO jest spółką portfelową funduszu IndygoTech Minerals SA i od sprawdzenia powiązań kapitałowych warto rozpocząć analizę.

Struktura grupy w skład której wchodzi LZMO wygląda następująco:



Spółka dominująca	Spółki portfelowe (udział w %)	Przedmiot działalności
IndygoTech Minerals SA (notowana na New Connect, kapitalizacja 70 mln. PLN)	Baltic Ceramics Investments SA (49,09%)	100 % udziałów w Baltic Ceramics SA, prowadzącej inwestycję budowy zakładu produkcji proppantów ceramicznych stosowanych przy poszukiwaniu oraz wydobyciu gazu i ropy ze złóż konwencjonalnych i niekonwencjonalnych. Obecnie Baltic Ceramics posiada know-how, dofinansowanie z UE na część inwestycji (ponad 30 mln PLN) oraz zgłoszone patenty na wybrane technologie. Rozpoczyna proces budowy fabryki. Przewidywane uruchomienie produkcji i pierwsze wpływy ze sprzedaży: drugie półrocze 2015. Spółka notowana na New Connect, kapitalizacja 180 mln. PLN.
	LZMO SA (41,65%)	Zasadnicza działalność - produkcja systemów kominowych, dodatkowo - udziały w Baltic Ceramics Investments SA
	Industry Technologies SA (63,60%)	Ma zamiar działać na rynku transportu energii elektrycznej – produkcji ceramicznych rur elektroizolacyjnych. Obecnie posiada know-how, przyznane dofinansowanie z UE (ponad 22 mln PLN) i przygotowuje budowę zakładu produkcyjnego. Przewidywane pierwsze wpływy ze sprzedaży: drugie półrocze 2015. Spółka nienotowana na rynku kapitałowym.

Warto zaznaczyć, że LZMO SA jest obecnie jedynym podmiotem grupy, który generuje przychody ze sprzedaży. Pozostałe podmioty rozpoczynają procesy budowy fabryk, co oznacza, że są na etapie zapotrzebowania na finansowanie (choć w znacznej mierze korzystać będą z zaliczkowego finansowania z przyznanych dotacji). W dalszej perspektywie rozpoczęcie produkcji i sprzedaży również powodować będzie zapotrzebowanie na kapitał obrotowy. Taka sytuacja będzie mieć miejsce przynajmniej przez rok, a jest prawdopodobne, że dłużej.

Obecne postrzeżenie grupy spółek na rynku kapitałowym wydaje się być dość pozytywne, w bieżącym roku pojawiła się wręcz sensacyjnie wysoka rekomendacja dla IndygoTech od firmy Kalliwoda. Wszystko to powoduje duże zainteresowanie indywidualnych akcjonariuszy grupą i spółką.

Biorąc pod uwagę powyższe spółka dominująca IndygoTech powinna być w stanie zapewnić finansowanie grupie poprzez nowe emisje akcji (do czego nie jest zbyt chętna, aby nie rozwadniać kapitału), a być może poprzez finansowanie dłużne (nie jest zbyt obciążona długiem).

Należy mieć na uwadze jednak fakt, że potrzeby kapitałowe spółek z grupy w najbliższych dwóch latach będą bardzo wysokie. Jeżeli IndygoTech Minerals z różnych powodów (bessa na giełdzie, zmiana postrzegania grupy, branży) nie będzie w stanie uplasować nowych emisji akcji, a kredytobiorcy nie będą chcieli pożyczać pieniędzy na finansowanie budowy fabryk dla spółek bez przychodu, wtedy ostatnią deską ratunku na pozyskiwanie środków finansowych dla grupy zostanie LZMO SA.

I tu przechodzimy do analizowanej spółki.

Analiza jakościowa

LZMO jest producentem przewodów oraz kompletnych systemów kominowych. W swojej ofercie spółka posiada pełne portfolio systemów kominowych dedykowane do całego segmentu kominowego, tj. izostatyczne systemy kominowe marki „Izostar”, systemy kominowe hybrydowe ceramiczno-stalowe. Flagowym produktem spółki jest izostatyczny system kominowy „IZOSTAR” i na nim koncentrują się działania sprzedażowe firmy. LZMO posiada własny zespół doradców techniczno – handlowych, który swoim działaniem obejmuje prawie całą Polskę.

Produkty LZMO dostarczane są do szeroko pojętej branży budowlanej rozumianej jako budowa nowych obiektów mieszkaniowych (domy jednorodzinne i wielorodzinne) oraz remonty lub podnoszenie standardu obiektów istniejących. W konsekwencji, sytuacja rynkowa spółki jest w dużej części pochodną wyników w budownictwie mieszkaniowym.

Pod koniec 2013 roku firma podpisała kilka potencjalnie znaczących ramowych umów na dystrybucję swoich produktów na rynkach europejskich, co powinno skutkować dalszymi skokowymi wzrostami sprzedaży. Spółka na 2014 rok zakłada sprzedaż poza Polską na poziomie 1,5 mln EUR wobec praktycznie 0 w 2013 roku.

Obecne wykorzystanie mocy produkcyjnych zakładu wg spółki wynosi 10 proc., co oznacza, że w ramach obecnych zasobów LZMO jest w stanie osiągnąć 70 mln PLN rocznej sprzedaży.

Spółka otrzymała dotacje z UE, za które wybudowała zakład i linie produkcyjne, opracowała innowacyjną technologię i obecnie walczy o wzrost udziałów w rynku polskim oraz europejskim.

Biorąc pod uwagę dynamiczny wzrost sprzedaży, uzyskane dotacje unijne, posiadaną nowoczesną technologię, otrzymanie certyfikatów uprawniających do sprzedaży na rynek niemiecki i austriacki (W3G nadany przez TUV SUD w Monachium) wydaje się, że spółka jest zarządzana prawidłowo i rokuje nadzieję na dalszy dynamiczny rozwój.

Analiza finansowa

LZMO osiągnęło bardzo dobry wynik netto za 2013 rok (6.357.636 PLN), niestety jest to wyłącznie efekt zaksięgowania zysku na transakcjach akcjami spółki z grupy, a nie rezultat podstawowej działalności. Dla czystości obrazu i obliczeń koryguję zysk netto o tę transakcję (7.492.327 PLN), po korekcie otrzymujemy wynik netto: minus 1.134.691 PLN i ta kwota będzie uwzględniana przeze mnie w analizie wskaźnikowej. Warto dodać, że kapitały spółki spadły na koniec 2013 w porównaniu do końca 2012 o 600 kPLN, co pokazuje słuszność wyłączenia tej transakcji z analizy zyskowności.

Do analizy płynności wyłączam także wartość posiadanych udziałów w spółce zależnej Baltic Ceramics Investments SA. Kwota 14.233.046 PLN w bilansie widnieje w pozycji Inwestycji krótkoterminowych. Może i księgowo jest do obronienia klasyfikowanie tych udziałów jako krótkoterminowe, ale obecnie nie ma informacji, aby spółka chciała lub była w stanie spieniężyć posiadane udziały w ciągu najbliższych

12 miesięcy, a na pewno nie należy traktować tych udziałów w kontekście zapewniania płynności bieżącej. Tak więc do analiz płynności powyższa kwota zostaje przeniesiona do Inwestycji długoterminowych (analogicznie kwota 13.216.502 PLN za 2012 rok).

W kontekście powyższego zwracam uwagę, iż bardzo ostrożnie należy podchodzić do wszelkich automatycznych rankingów nadawanych spółce. Ze względu na wysoki wynik netto będący efektem „papierowej” transakcji i dobre wskaźniki płynności jako efekt księgowania udziałów, takie wskaźniki mogą być zawyżone w stosunku do realnego obrazu firmy.

Przychody i zyskowość

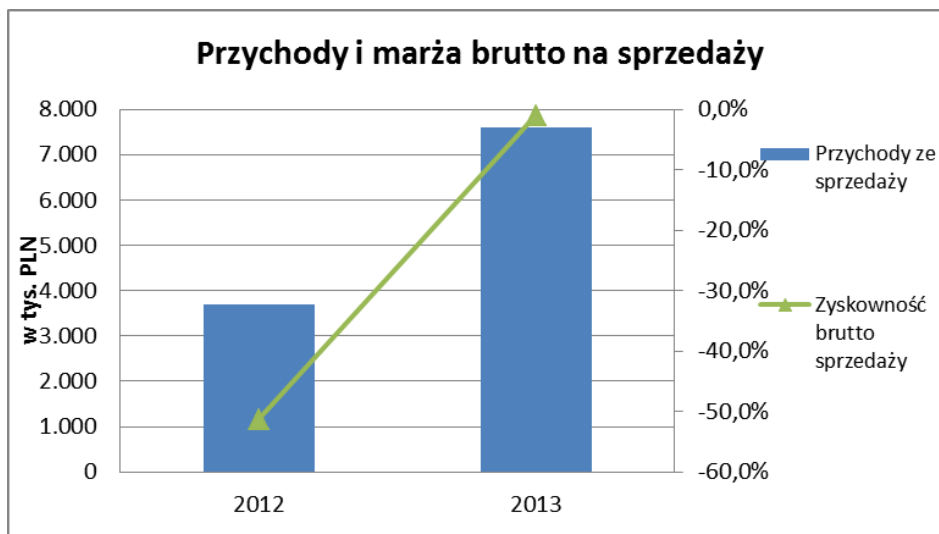
LZMO dynamicznie zwiększa sprzedaż (ponad 100 proc. w 2013 w porównaniu do 2012 roku), na 2014 zapowiada kolejny dynamiczny wzrost i zapowiedź ta wydaje się realna patrząc po publikowanych raportach miesięcznych oraz informacjach o rozpoczęciu sprzedaży eksportowej.

Spółka nie publikuje rachunku wyników w układzie kalkulacyjnym, nie wiemy więc jak wygląda „czysta” zyskowość na produktach (koszt wytworzenia produktu vs przychody ze sprzedaży), ale możemy przypuszczać, że wraz ze wzrostami sprzedaży działa efekt skali (efekt kosztów stałych) i głównie dzięki temu rośnie zyskowość sprzedaży, choć w 2013 roku nadal była ujemna. Należy jednak zauważyć, że IV kwartał 2013 roku był pierwszym, kiedy spółka osiągnęła próg rentowności na sprzedaży.

Jak wspomniałem wg zarządu wykorzystanie mocy produkcyjnych wynosi obecnie ok. 10 proc. Dlatego też można stwierdzić, że ujemna rentowność sprzedaży w 2012 i 2013 roku jest w pewien sposób świadomą decyzją zarządu, usprawiedliwioną walką o udziały w rynku. Otwarte pozostaje pytanie, czy 2014 będzie rokiem przełomowym i sprzedaż produktów zacznie przynosić trwałe zyski. Patrząc po dynamikach wzrostu sprzedaży i wyższych cenach w eksporcie pozostaje mieć nadzieję, że tak się właśnie stanie.

Podstawowe wskaźniki sprzedaży i zyskowności wyglądają następująco:

Sprzedaż i wskaźniki zyskowności (w tys. PLN)	2012	2013	zmiana 2013-2012
Przychody ze sprzedaży	3.682	7.593	3.911
Wynik ze sprzedaży	-1.892	-79	1.812
Wynik netto (skorygowany)	-1.476	-1.135	341
Zyskowność brutto sprzedaży	-51,4%	-1,0%	50,3%
Zyskowność netto	-40,1%	-14,9%	25,1%
Zyskowność netto kapitałów	-8,4%	-6,7%	1,7%



Płynność, wskaźniki rotacji

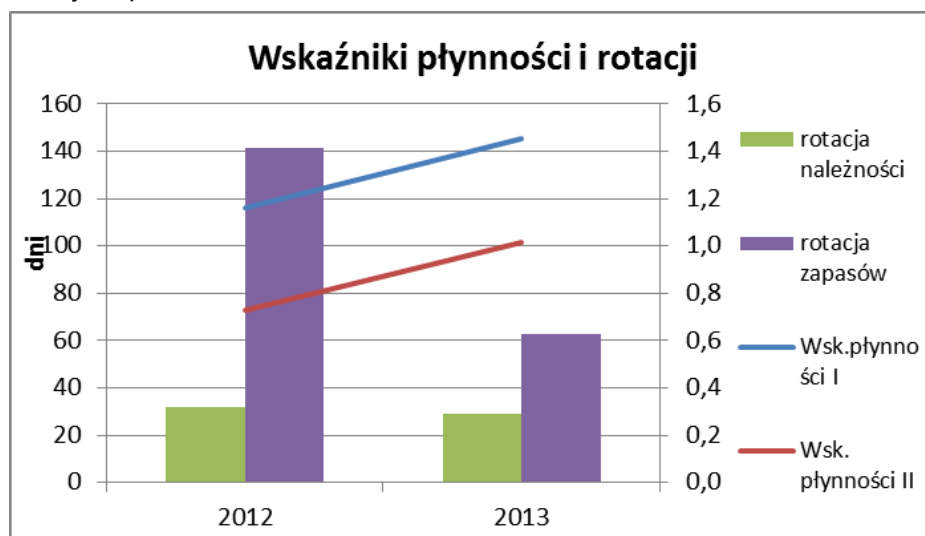
Wskaźnikowo sytuacja spółki wygląda dość dobrze i lepiej niż na koniec 2012 roku. Wydaje się, że spółka nie ma problemów ze ściąganiem należności, ani z zapasami nierotującymi. Bliższe spojrzenie na składowe wskaźników płynności - poszczególne pozycje bilansu - pozwala jednakże stwierdzić, że płynność spółki mogłaby być lepsza. W szczególności wg raportu audytora na 31.12.2013 rok następujące przesłanki:

- wskaźnik spłaty zobowiązań wynoszący 153 dni, co wydaje się znacznie przekraczać standardy obrotu gospodarczego,
- pozycja w kosztach finansowych: odsetki od nieterminowych płatności, na kwotę: 19.770 PLN,
- pozycja odsetki budżetowe na kwotę ok 9 tys. PLN, która może świadczyć o nieterminowym regulowaniu niektórych zobowiązań budżetowych,

pozwalają sądzić, że spółka nie zawsze prawidłowo wywiązywała się ze swoich zobowiązań.

Wskaźniki płynności i rotacji (po korektach) na koniec 2012 i 2013 roku wyglądają następująco:

Wskaźniki płynności i rotacji	2012	2013	zmiana 2013-2012
Wsk. płynności I	1,2	1,5	0,3
Wsk. płynności II	0,7	1,0	0,3
rotacja należności	31,6	28,9	-2,7
rotacja zapasów	141,4	62,9	-78,5



W przypadku sukcesu prowadzonej emisji obligacji, kapitał obrotowy LZMO zostanie istotnie wzmocniony, co wpłynie pozytywnie zarówno na wskaźniki płynności, jak i na faktyczną płynność spółki. Wydaje się, że w najbliższych dwóch latach spółka nie powinna potrzebować dodatkowego finansowania.

Struktura bilansu, źródła finansowania

Struktura finansowania majątku

Struktura finansowania (w tys. PLN)	2012	2013	zmiana 2013-2012
Kapitały własne	17.567	16.958	-609
<i>udział w sumie bilansowej</i>	<i>54%</i>	<i>50%</i>	<i>-4%</i>
Zobow. długoterminowe	4.655	7.277	2.622
<i>udział w sumie bilansowej</i>	<i>14%</i>	<i>22%</i>	<i>7%</i>
Zobow. krótkoterminowe	3.261	2.973	-287
<i>udział w sumie bilansowej</i>	<i>10%</i>	<i>9%</i>	<i>-1%</i>
Rozliczenia międzyokresowe	7.185	6.528	-657
<i>udział w sumie bilansowej</i>	<i>22%</i>	<i>19%</i>	<i>-3%</i>
Suma pasywów	32.667	33.736	1.069

Na koniec 2013 roku zmniejszył się udział kapitałów własnych w finansowaniu aktywów, przy wzroście zobowiązań długoterminowych wynikających z przeprowadzonej w 2013 roku emisji obligacji. Należy również zauważyć, że przy kapitałach własnych 16.958 kPLN udziały LZMO w spółce zależnej Baltic Ceramics Investments wynoszą 14.233 kPLN. Można stwierdzić, że prawie całość kapitałów finansuje inwestycję w spółkę zależną, gdyby z różnych przyczyn spółka ta nie rozpoczęła działalności i nastąpiła konieczność „wyzerowania” inwestycji, kapitały LZMO spadłyby do minimalnych poziomów. Jest to oczywiście sytuacja hipotetyczna (aktualna wycena rynkowa posiadanych udziałów to 62 mln PLN), chodzi o pokazanie rozłożenia ryzyka w LZMO.

Zobowiązania odsetkowe LZMO wyglądają następująco:

Zobowiązania odsetkowe	2012	2013	zmiana 2013-2012
Zobowiązania odsetkowe	5.646	7.899	2.253
<i>udział w sumie bilansowej</i>	<i>17%</i>	<i>23%</i>	<i>6%</i>
w tym zobowiązania z obligacji	0	3.617	3.617
<i>udział w sumie bilansowej</i>	<i>0%</i>	<i>11%</i>	<i>11%</i>

W lipcu 2013 roku LZMO wyemitowało obligacje na kwotę 3.550.000 PLN w ramach wzmocnienia kapitału obrotowego. Termin wykupu 27.07.2015. Emisja została objęta przez 3 podmioty.

Dodatkowo w 2013 roku LZMO poręczyło emisję obligacji spółki – matki Indygotech do kwoty 3 660 90 PLN (poręczenie jest ważne do 30.09.2015 roku). Wykup obligacji nastąpi 1 marca 2015 roku.

Ponadto na dzień Memorandum Emitent posiada zobowiązanie z tytułu emisji w 2014 roku obligacji zwykłych na okaziciela serii AB o łącznej wartości nominalnej 1.744.000,00 zł. Wyemitowane obligacje są obligacjami sześciomiesięcznymi, zabezpieczonymi. Termin wykupu obligacji serii AB przypada na dzień 30 października 2014 r. Oprocentowanie obligacji serii AB jest stałe i wynosi w skali roku 8,50 proc.

Obecnie spółka rozpoczęła publiczną emisję obligacji do kwoty 7.000.000 PLN.

Wraz ze wzrostem sprzedaży, następuje wzrost zapotrzebowania na kapitał obrotowy – finansowanie należności, zapasów, wynagrodzeń itp. Przy braku zyskowności i dość sprawnym gospodarowaniu aktywami (niskie należności i zapasy) jedyną metodą pozyskiwania kapitału wydaje się być dalsze zwiększanie finansowania długiem. Warto zauważyć, że na dziś z działalności operacyjnej spółka nie generuje cash flow pozwalającego na spłatę zaciągniętych zobowiązań. Mało tego, zobowiązania odsetkowe stanowią ponad 100 proc. sprzedaży spółki w 2013 roku, a obecnie trwająca emisja wraz z już zakończoną podwajają tę wartość.

Pożyczkodawcy zadowolają się więc przewidywaniami odnośnie wygenerowania środków w przyszłości oraz (prawdopodobnie) wysoką wyceną udziałów w spółce Baltics Ceramics Investments.

W przypadku maksymalnej kwoty emisji łączne zobowiązania z obligacji wyniosą 12,3 mln PLN. Spółka nie podaje prognoz wyników, ale na podstawie planów ze strategii oraz informacji o docelowej rentowności 15 proc., w dużym uproszczeniu, spółka musiałaby w najbliższych 30 miesiącach wygenerować łączną sprzedaż na poziomie co najmniej 60.000.000 PLN dla spłaty samych zobowiązań z obligacji (przy innych parametrach niezmiennych, zakładając 3 mln amortyzacji w całym okresie jako wolnego cash flow). Wliczając posiadany kredyt inwestycyjnego oraz większe zapotrzebowanie na kapitał obrotowy, związane z wyższym poziomem sprzedaży, kwota ta odpowiednio wzrasta. Należy zatem liczyć się z możliwością

(koniecznością) refinansowania obligacji serii B, którego powodzenie zależeć będzie od sytuacji LZMO za dwa lata.

Podsumowanie

Po Hussar Grupa i Zortrax mamy do czynienia z kolejną spółką, która oferuje obligacje w przedziale oprocentowania 8-9 proc. i wpisuje się w obszar, który można określić jako solidny zysk przy niestandardowym ryzyku.

Wygląda na to, że spółka (doradca, oferujący) prześledziła losy wymienionych emisji i dobrze przygotowała się do własnej. Warto podkreślić już ustanowioną hipotekę na nieruchomości będącej zabezpieczeniem emitowanych obligacji (choć obawy budzi jej wartość w przypadku konieczności egzekucji). Szkoda również, że nie zdecydowano się na poręczenie głównego udziałowca – spółki Indygotech.

W przypadku LMZO mamy do czynienia z ciekawą spółką, która dynamicznie się rozwija, rosną jej przychody i skala działalności. W IV kwartale 2013 roku spółka osiągnęła próg rentowności na sprzedaży i z dużym prawdopodobieństwem należy stwierdzić, że w kolejnych okresach nastąpi dalszy wzrost sprzedaży i poprawa wyniku netto.

Przy braku lub niewielkiej póki co zyskowności, większe obroty generują i prawdopodobnie będą generować rosnące zapotrzebowanie na kapitał obrotowy. Powodzenie w pozyskiwaniu kapitału w dużej mierze zależy od wiary pożyczkodawców w zdolność spółki do przekucia rosnących przychodów w pozytywne wyniki finansowe.

Należy również mieć na uwadze, że LZMO działa w ramach większej grupy kapitałowej, która w najbliższych latach również będzie zgłaszać zapotrzebowanie na finansowanie. Przy niekorzystnych warunkach rynkowych (zwłaszcza bessa na giełdzie) grupa może nie pozyskać takiego finansowania i w związku z tym korzystać ze środków obrotowych LZMO (patrz już udzielone poręczenie wyemitowanych przez spółkę matkę obligacji). (Na konferencji prasowej spółki kategorię wykluczono taką możliwość – red. Obligacje.pl).

O ile akcjonariusze spółek widzą perspektywy na wysokie zyski spółek i dynamiczne wzrosty kursów akcji, które skompensują ryzyko, to pożyczkodawcy muszą zadowolić się stopą zwrotu z góry określoną, przy jednak istniejącym niestandardowym ryzyku.

Sytuacja i perspektywy LZMO wydają się zmierzać w dobrym kierunku i tak długo, jak spółka będzie realizować nakreśloną ścieżkę rozwoju, powinna być w stanie wywiązywać się ze zobowiązań. Należy jednakże podkreślić istniejące czynniki ryzyka, takie jak:

- dotychczas ujemna rentowność na podstawowej działalności,
- wysokie zadłużenie odsetkowe na koniec 2013 roku w stosunku do całorocznych przychodów ze sprzedaży (ponad 100 proc.), a bardzo wysokie w przypadku sukcesu emisji obligacji serii B,
- niepewność co do zapewnienia finansowania rosnącej skali działalności w przyszłości,
- duże prawdopodobieństwo konieczności refinansowania emisji serii B w celu jej wykupu,
- w razie potrzeby – możliwość lub konieczność finansowania Baltic Ceramics Investments przez LZMO (prezes IndygoTech kategorycznie wykluczył taką możliwość na konferencji prasowej – red. Obligacje.pl),
- w memorandum informacyjnym (str. 55-57) spółka zamieściła informację o toczących się postępowaniach sądowych, z których w jednym zapadł dwukrotnie niekorzystny dla spółki wyrok (trwa apelacja, brak informacji o ewentualnych konsekwencjach prawnych i finansowych dla spółki).

Z drugiej strony posiadany pakiet akcji Baltic Ceramics Investment SA jest dodatkową ogromną szansą dla LZMO, dość powiedzieć, że jego aktualna wycena rynkowa wynosi 62 mln PLN, dużo więcej niż cała kapitalizacja LZMO. Sprzedaż tego pakietu zdecydowanie zmieniłaby sytuację finansową LZMO i prawdopodobnie całej grupy Indygotech.

Na koniec warto również zwrócić uwagę, iż planowane koszty związane z emisją i promocją emisji obligacji serii B wyniosą 330.000 PLN, co stanowi 4,7 proc. emisji (przy maksymalnej kwocie emisji). Należy spodziewać się zatem intensywnej kampanii marketingowej ze strony spółki. Tym bardziej każdy z inwestorów powinien samodzielnie rozważyć stosunek potencjalnego zysku do ryzyka.