

LZMO SA – analiza spółki, 19 maja 2014 r.

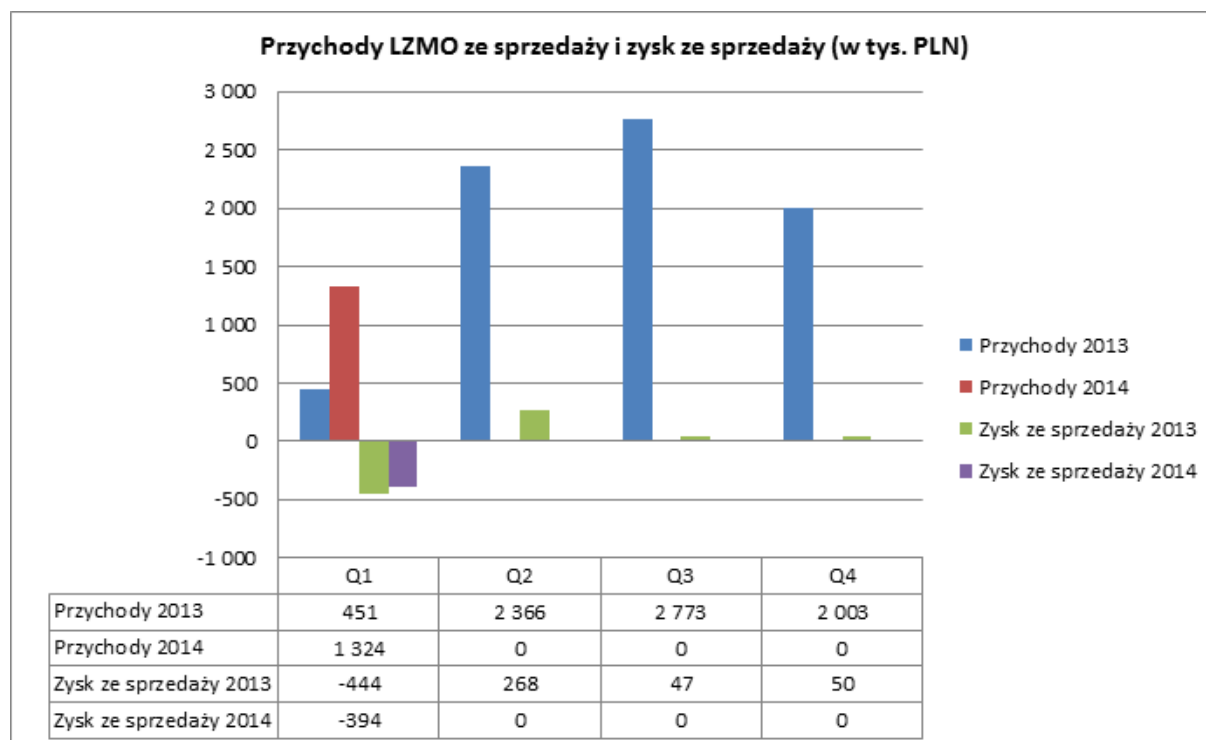
Remigiusz Iwan dla Obligacje.pl

Omówienie wyników i sytuacji LZMO SA po I kw. 2014

Spółka raportuje wyniki kwartalne w dość uproszczonej formie. Szkoda! Wydaje się, że nic nie stoi na przeszkodzie, aby raportować pełen rachunek wyników i bilans. W związku z tym, całościowego obrazu sytuacji możemy jedynie się domyślać, na podstawie danych, które są dostępne.

Sprzedaż; zysk ze sprzedaży

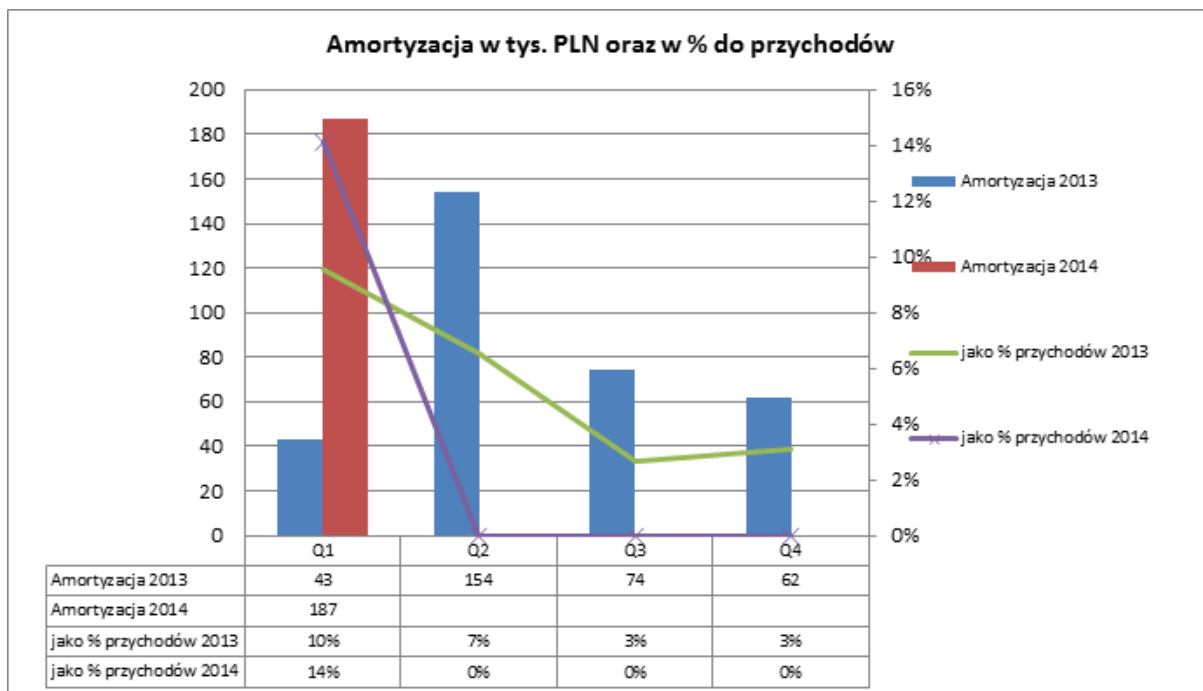
Chociaż zaprezentowane wyniki można uznać za satysfakcjonujące, zwłaszcza w kontekście wzrostu sprzedaży, to niestety pierwszy kwartał 2014 nie przyniósł inwestorom odpowiedzi na najważniejsze obecnie pytanie, kiedy spółka osiągnie trwałą i wyraźną rentowność na sprzedaży.



Pierwszy kwartał 2014 to gigantyczny 200% wzrost sprzedaży, z poziomu 450 tys. PLN do 1,3 mln. PLN, po części tłumaczony łagodną tegoroczną zimą (klienci wcześniej dokonywali zakupów). Niestety, za takim skokiem sprzedaży, nie poszedł zysk ze sprzedaży. Dlaczego? Przede wszystkim skokowo wzrosły: amortyzacja (z 43 tys. PLN w Q1 2013 do 187 tys. PLN w Q1 2014 oraz odpowiednio zużycie materiałów i energii z 297 do 843 tys. PLN).

Pewne światło rzuca informacja ze spółki, że **wielkość amortyzacji linii produkcyjnej jest zależna od wielkości produkcji** (nie jest stawką stałą). Wg spółki wielkość produkcji w I kwartale 2014 była istotnie wyższa, niż rok wcześniej oraz niż kwartał wcześniej, stąd też wysoka kwota amortyzacji w kosztach tego okresu. Dodajmy jednak, że przy amortyzacji liniowej, kwota amortyzacji byłaby jeszcze wyższa. Poprzez zabieg uzależnienia amortyzacji od wielkości produkcji LZMO obecnie osiąga korzyść na wyniku ze sprzedaży i przenosi większe koszty na późniejsze okresy/lata większej produkcji.

Jako że również pozycja kosztowa: **zużycie materiałów i energii jest pochodną wielkości produkcji** oraz stanowi główny składnik kosztów działalności LZMO (ok. 50% w Q1 2014) stąd też słaby wynik ze sprzedaży w tym okresie. Co nie jest jasne dla mnie, to dlaczego, pomimo znacznego wzrostu produkcji, poziom zapasów zwiększył się tylko nieznacznie o niecałe 100 tys. PLN. Tutaj znów kłania się brak danych szczegółowych, ale zmiana stanu produktów w rachunku wyników i strat, wynosząca 96 tys. PLN w kontekście przychodów ze sprzedaży nie potwierdza istotnie wysokiego poziomu produkcji spółki w pierwszym kwartale, o ile spółka prawidłowo raportuje produkcję.



Podsumowując, cieszy zatem wzrost sprzedaży i wzrost (?) produkcji, który jest odzwierciedleniem nowych kontraktów na rynki eksportowe, jednak w oczekiwaniu na zyski pozostaje nam:

Oczekiwanie na kolejne okresy

Analizując wyniki 2013 roku, można było założyć, że poziom 2 mln PLN kwartalnej sprzedaży spółki będzie przepustką do osiągania zysków na sprzedaży – zawsze, gdy spółka przekraczała ten poziom – zysk się pojawiał. W świetle powyższych informacji nie jest to już takie oczywiste, gdyż nakłada się druga zmienna – wielkość produkcji.

Należy również mieć na uwadze, że od II kwartału pojawią się w rachunku wyników koszty odsetek od wyemitowanych obligacji (emisja prywatna, emisja publiczna?) oraz część kosztów przygotowania i przeprowadzenia emisji (rozliczana w czasie), a w przypadku pełnego sukcesu prowadzonej emisji nie będą to małe kwoty (150 tys. PLN kosztów odsetek kwartalnie).

LZMO w aktywach w rozliczeniach międzyokresowych czynnych raportuje 2,1 mln PLN (wobec 1,6 mln PLN rok wcześniej) kosztów „odłożonych” – stopniowo rozliczanych w kolejnych kwartałach. Część tych kosztów to standard (ubezpieczenia, energia, leasing, emisja obligacji), ale większą część stanowią m.in. koszty przygotowania produkcji, koszty udziału w targach, projektów unijnych. W przypadku takich kosztów często powstaje pytanie, czy nie powinny być kosztem okresu, w którym zostały poniesione, zamiast obciążać wyniki kolejnych kwartałów.

W miesiącu kwietniu LZMO osiągnęło przychody w wysokości 703 tys. PLN (wobec 504 tys. PLN w analogicznym miesiącu 2013 roku). Jednocześnie spółka dokonała podwyżki cen swoich wyrobów w wysokości 7-14%. Uwzględniając wyższe marże osiąmane na sprzedaży eksportowej można spodziewać się kontynuacji wzrostów i być może dodatniego wyniku ze sprzedaży w całym II kwartale bieżącego roku.

Podsumowanie

LZMO „ucieka” do przodu zwiększając sprzedaż, ale poprzez przyjętą konstrukcję księgowania koszty „gonią” sprzedaż i blokują osiąganie pozytywnych wyników na sprzedaży.

Nie wdając się zbyt w szczegóły, cieszy wzrost sprzedaży, ale należy mieć na uwadze, że:

- Stosując standardowe stawki amortyzacji liniowej, wynik na sprzedaży byłby istotnie gorszy (o ile dokładnie, można się domyślać, ale 10% wykorzystanie mocy produkcyjnych i standardowe stawki amortyzacji dla linii technologicznych pozwalają sądzić, że przynajmniej o 100 tys. PLN kwartalnie). Przyjęta przez spółkę metoda „odkłada” większe kwoty amortyzacji na okresy późniejsze,
- Spółka „aktywnie” przesuwa koszty na kolejne kwartały poprzez rozliczanie niektórych wydatków w dłuższych okresach, zamiast przypisanie ich do okresu poniesienia kosztu,
- W II kwartale pojawią się koszty odsetek od obligacji z emisji prywatnej i (być może) publicznej.

Akcje czy obligacje?

Na forach dotyczących spółki LZMO prowadzone są dyskusje, czy lepiej zainwestować w akcje, czy obligacje tej spółki (jeżeli w ogóle inwestować w spółkę). Obydwa rodzaje inwestycji są oczywiście obarczone ryzykiem. Należy jednak zauważyć, że aktualna cena akcji zawiera już w sobie oczekiwania większych zysków w przyszłości, a scenariusz dojścia do tych zysków wcale nie musi być tak szybki, jak życzyliby sobie zarząd i akcjonariusze.

Z drugiej strony, obecnie trwa emisja akcji Baltic Ceramic Investment (w której udziały posiada LZMO), która pokaże / potwierdzi jak rynek wycenia tą spółkę. W przypadku potwierdzenia wysokich wycen BCI może się okazać, że sam pakiet akcji tej spółki stanowi 100% wyceny LZMO, a działalność operacyjna LZMO jest jedynie bonusem. Pakiet akcji Baltic Ceramic Investment posiadany przez LZMO wyceniany jest przez rynek na 53 mln. PLN. Obecnie BCI opublikował memorandum informacyjne w związku z emisją nowych akcji, gdzie cena akcji została ustalona na 2,80 PLN, co daje wycenę akcji BCI będących w posiadaniu LZMO na poziomie 42 mln PLN, podczas, gdy **całe** LZMO wyceniane jest na 45 mln. PLN. Oczywiście pozostaje kwestia możliwości ew. upłynnienia takiego pakietu po cenie rynkowej. Niewątpliwie sukces emisji BCI byłby bardzo dobrą informacją dla spółki LZMO.

Dla aktywnych, nie stroniących o ryzyka inwestorów zawsze pozostaje możliwość dywersyfikacji – zakupu obligacji i akcji LZMO jednocześnie. Oczywiście w przypadku zdecydowania w ogóle o inwestycji w LZMO.

Zabezpieczenie emisji obligacji

Osobno diskutowanym tematem przy publicznej emisji obligacji jest wycena zabezpieczenia – złoża ilów ceramicznych, które wg rzeczoznawcy warte jest ponad 12,5 mln. PLN. Wielu inwestorów, pamiętając o wcześniejszych przypadkach z Catalyst, gdy przejście do realizacji zabezpieczeń niejednokrotnie obnażało (nie)realność wycen z momentu emisji, podchodzi do tej wyceny z dużą rezerwą.

Podsumujmy kilka faktów:

- Złoże ma łączną powierzchnię 20,3676 hektara, co daje 203.676 m².
- Złoże posiada 876.000 m³ zasobów (iłów), co daje 1.497.960 ton surowca, który przy cenie sprzedaży 50,50 PLN za tonę daje wartość całego złoża 75 mln PLN,
- Po odliczeniu kosztów wydobycia oszacowanych na 60%, wartość złoża = 30 mln PLN. I taka jest zapewne wartość złoża z punktu widzenia prezesa spółki,
- Jednakże wartość rezydualna terenu (po wydobyciu) została określona na rzeczoznawcę na 418 tys. PLN, co daje ok. 21 tys. PLN za hektar (wartość zbliżona do aktualnych średnich cen ziemi rolnej).

Optymiści (w tym prezes) zakładają zatem, że złoże ma wartość ponad 12 mln PLN (i rzeczywiście taką wartość dla spółki może przedstawiać), natomiast pesymiści zwracają uwagę, że gdy dochodzi do realizacji zabezpieczeń to o żadnym wydobyciu nie będzie mowy i należy zwrócić uwagę na wartość rezydualną terenu.

Jakkolwiek nie oceniać wartości złoża, cieszy jednak fakt, że grupa przeznaczyła **złoże istotne dla jej działalności (całej grupy) i będące własnością innej spółki z grupy** na zabezpieczenie emitowanych obligacji. Świadczy to o głębokiej wierze w sukces LZMO. Inwestujący w obligacje, w przypadku problemów ze spłatą obligacji, oprócz praw wynikających z hipoteki na w/w gruntach, będą mieli oczywiście prawo dochodzić należności z całego majątku spółki LZMO.