

Polbrand Sp. z o.o. – analiza spółki, 24 listopada 2014 r.

Remigiusz Iwan dla Obligacje.pl

Autor prowadzi bloga rynekobligacji.blogspot.com

Podsumowanie

Polbrand zajmuje się importem węgla kamiennego (głównie z Rosji) i jego sprzedażą do przedsiębiorstw energetyki ciepłej w Polsce. Firmą od 10 lat kieruje prezes Maciej Ziembicki, który od 2010 roku jest również jej jedynym udziałowcem. W ostatnich latach spółka notuje systematyczne i dynamiczne wzrosty sprzedaży i zysków. Wzrosty te są możliwe dzięki rozsądnemu zarządzaniu kapitałem obrotowym: skróceniu czasu dostaw dzięki przejściu na transport morski (100% importu), wykorzystaniu faktoringu, elastycznym finansowaniu długoterminowym kapitałem z obligacji. W czerwcu bieżącego roku Polbrand opublikował prognozę wyników na 2014 rok, zakładającą osiągnięcie 190 mln zł przychodów ze sprzedaży i 6,4 mln zysku netto, której realizacja oznaczać będzie dalszą kontynuację trendu wzrostowego w spółce.

Podstawowe wskaźniki finansowe spółki dotyczące płynności i zadłużenia nie budzą zastrzeżeń, choć należy pamiętać, że znaczna kwota kapitałów „zapewniana” jest przez wartość znaku towarowego Polbrand (10 mln zł).

Wśród czynników ryzyka należy wymienić niską rentowność spółki, ryzyko walutowe oraz ryzyko polityczne.

Spółka większość sprzedaży dokonuje poprzez udział w przetargach, w których decydującym czynnikiem jest cena. Wymusza to stosowanie niskich marż. W przypadku wzrostu konkurencji, drastycznych zmian na rynku czy wreszcie działań administracyjnych rządu, niewielki (procentowo) zysk dość szybko może przerodzić się w stratę.

W ostatnich miesiącach obserwujemy dużą zmienność kursu USD/PLN, a dokładniej gwałtowne umacnianie się dolara względem złotego. Polbrand za kupowany węgiel płaci dolarami. Spółka prowadzi politykę zabezpieczeń kursów walutowych (kontrakty futures, indeksowanie cen sprzedaży węgla do kursu USD), jednak czy polityka jest skuteczna, dowiemy się dopiero wraz z raportem finansowym za 2014 rok.

Nie bez znaczenia jest obecnie ryzyko polityczne związane z importem węgla z Rosji do Polski. Należy jednak podkreślić, że o ile rząd Polski może stosować pewnego rodzaju bariery administracyjne (kontrole, utrudnienia w prawie) to ewentualne decyzje o wstrzymaniu importu węgla mogą zapaść jedynie na szczeblu Unii Europejskiej i muszą dotyczyć całego rynku unijnego. Jednocześnie warto zauważyć, że spółka rozwija import również z innych kierunków (USA, Wenezuela, Kolumbia, RPA).

Polbrand – Analiza spółki

Historia spółki

Polbrand Sp. z o.o. została założona 31 grudnia 1992 roku. Założycielami spółki byli Jan Konarzewski i – ciekawostka – Czesław Lang. W pierwszych kilku latach od powstania, Polbrand, współpracując z Izbami Handlowo Przemysłowymi Rosji, Ukrainy i Białorusi, zajmowała się importem surowców z Krajów byłego Związku Radzieckiego – przede wszystkim soli potasowej, paliw oraz metali. Od 1995 roku spółka rozpoczęła działalność w zakresie importu węgla kamiennego z Federacji Rosyjskiej, z przeznaczeniem dla przedsiębiorstw energetyki ciepłej i zakładów komunalnych.

Zarząd i właściciele

W 2004 roku funkcję prezesa zarządu objął Pan Maciej Ziembicki, który sprawuje tę funkcję do dziś, a od 2010 roku jest również jedynym udziałowcem spółki (w 98,54% poprzez podmiot zależny).

Przedmiot działalności

Obecnie działalność emitenta koncentruje się na imporcie węgla kamiennego dla odbiorców przemysłowych. Węgiel często sprowadzany jest pod konkretne zamówienia (po wygraniu przetargu).

Import ma miejsce drogą morską, głównie z Rosji. W 2011 roku transport morski wynosił mniej niż 30% dostaw. Obecnie 100% dostaw realizowane jest w ten sposób. Realizując dostawy drogą morską spółka jest w stanie dostarczyć zakontraktowany klientowi węgiel nawet po około trzech tygodniach od dnia złożenia zamówienia (drogą kolejową trwa to do trzy razy dłużej). Dzięki temu, przy stosunkowo niewielkim wzroście wykorzystywanego kapitału obrotowego, spółka jest w stanie realizować znacznie większe obroty.

Zakup węgla rozliczany jest w USD, natomiast sprzedaż odbywa się na terytorium Polski i rozliczana jest w PLN. Część kontraktów ma odniesienie do kursu USD, a na większość dostaw Polbrand zawiera kontrakty futures na USD.

Ponad 95% sprzedaży to sprzedaż węgla kamiennego dla odbiorców typu przedsiębiorstwa energetyki ciepłej. Najwięksi odbiorcy spółki wg dokumentu informacyjnego dla serii E obligacji to:



Niewielką część sprzedaży spółki stanowi sprzedaż ciepła z własnej ciepłowni znajdującej się w Kopytkowie oraz sprzedaż biomasy.

30% przychodów realizowane jest na podstawie kontraktów z wieloletnimi odbiorcami, natomiast 70% sprzedaży do zakładów energetyki ciepłej odbywa się poprzez przetargi, w których decydującą rolę odgrywa cena.

W 2013 roku Polbrand sprzedał 400 tys. ton węgla, podczas, gdy w 2012 – 240 tys. ton, a 2011 – 199 tys. ton.

Składy węgla znajdują się w Gdańsku i Szczecinie. Plany spółki zakładają rozbudowę bazy logistycznej tych placów, co pozwoli zwiększyć ilość przewożonego węgla, jak również będzie miało pozytywny wpływ na marżę. W planach jest również rozwój importu węgla z USA, Wenezueli, Kolumbii i RPA. oraz eksport Polskiego węgla za granicę.

Spółka w 2013 roku zatrudniała 23 osoby.

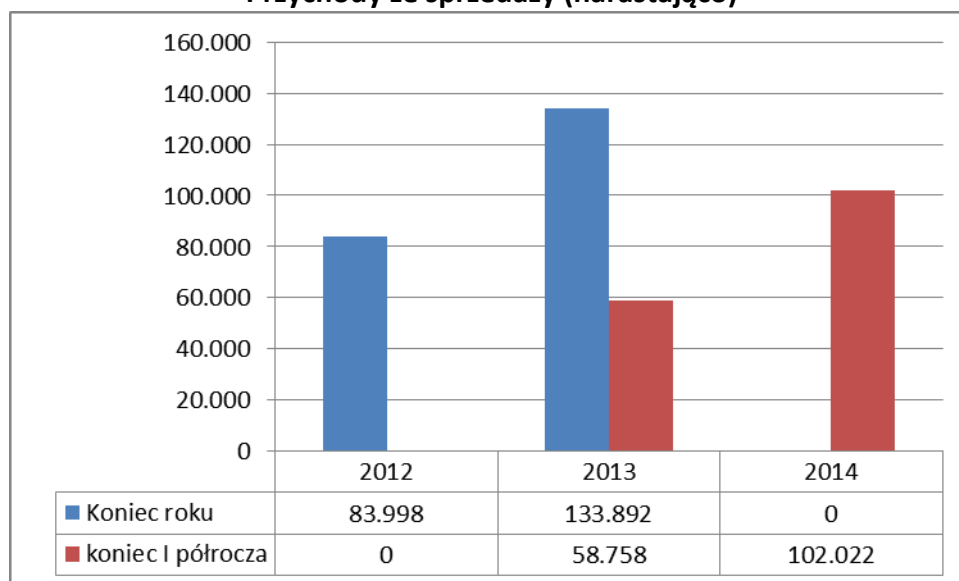
W działalności spółki nie można nie wspomnieć o ryzyku związanym z importem węgla do Polski. O ile wstrzymanie takiego importu jest dość trudne (decyzja musiałaby zapaść na szczeblu unijnym dla całego rynku Unii Europejskiej), o tyle, w przypadku pogłębiającego się kryzysu w branży górniczej w Polsce, nie można wykluczyć działań polskiego rządu, zmierzających do utrudnienia takiego importu (certyfikaty, kontrole, itp.).

Analiza finansowa

Przychody i zyski

Spółka w ostatnich latach odnotowuje systematyczny wzrost przychodów o niesamowitej skali. Na koniec 2013 roku przychody wyniosły około 134 mln zł, przy 84 mln zł rok wcześniej. Wynik za pierwsze półrocze 2014 roku sugeruje dalsze, intensywne wzrosty sprzedaży.

Przychody ze sprzedaży (narastająco)



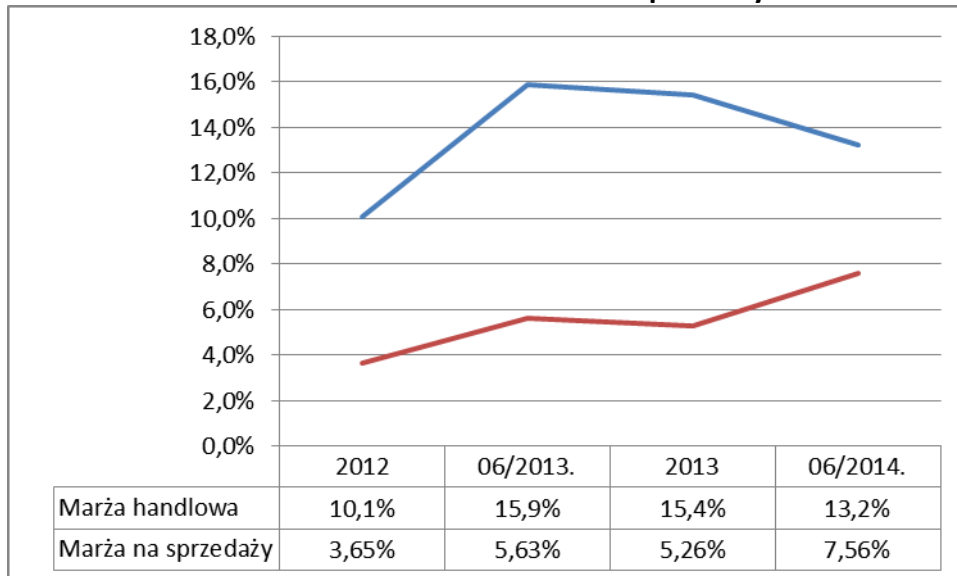
Źródło: raporty finansowe spółki.

Dodajmy, że w czerwcu 2014 roku spółka przedstawiła prognozę przychodów i zysku netto, która w bieżącym roku zakłada osiągnięcie 190 mln zł przychodów ze sprzedaży i 6,4 mln zysku netto.

Wzrost sprzedaży udało się osiągnąć bez obniżania rentowności na sprzedawanym węglu. Marża handlowa, rozumiana jako cena sprzedaży węgla pomniejszona o koszt jego zakupu, wzrosła wręcz do 15,4% na koniec 2013 roku z 10,1% na koniec roku poprzedniego.

Rosnąca sprzedaż, przy utrzymaniu kosztów działalności w ryzach (wynagrodzenia, usługi obce), pozwala na systematyczny wzrost marży na sprzedaży:

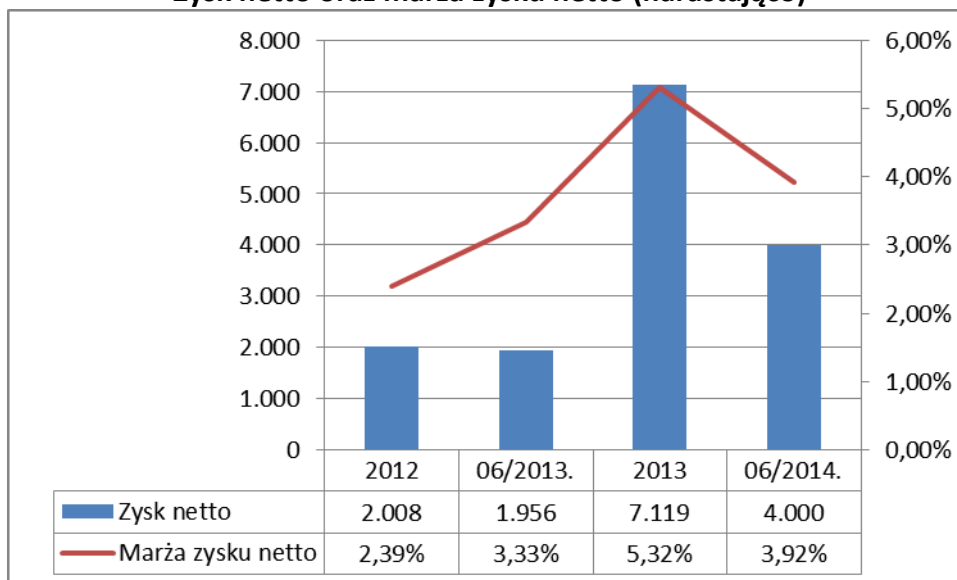
Marża handlowa oraz marża na sprzedaży



Źródło: obliczenia własne na podstawie raportów spółki.

Równie imponująco wygląda sytuacja spółki w zakresie generowania zysku netto i rentowności:

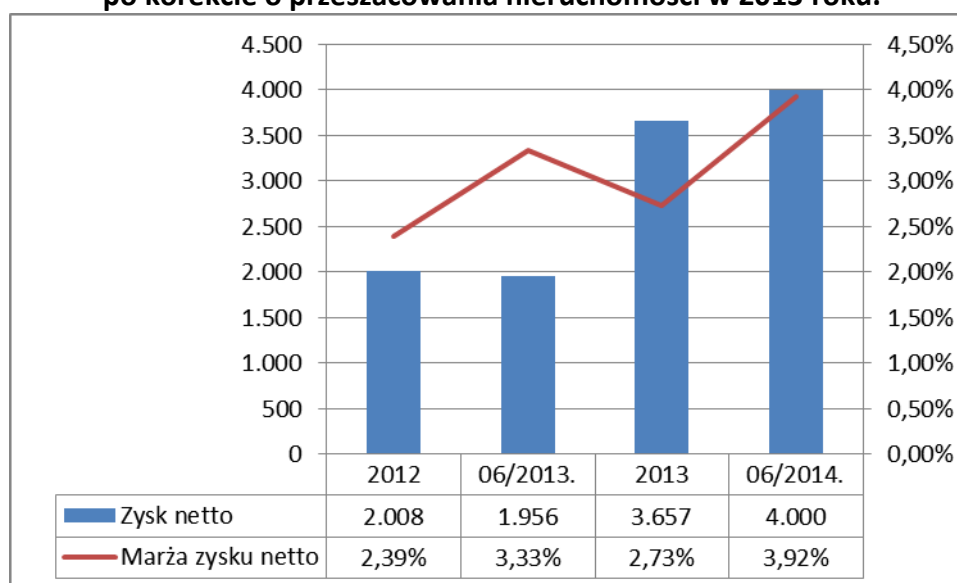
Zysk netto oraz marża zysku netto (narastająco)



Źródło: raporty finansowe spółki oraz obliczenia własne.

Niestety w kontekście zysku netto za 2013 trzeba wziąć pod uwagę, że spółka za 2013 rok w pozostałych przychodach operacyjnych zaraportowała przeszacowanie nieruchomości „w górę” w kwocie 4,33 mln zł. Część inwestorów w analizach zapewne zdecydowałaby się skorygować wynik o tę kwotę. Po korekcie wyniku (z uwzględnieniem podatku) zysk netto wyniósłby 3,66 mln zł. (zamiast 7,12 mln zł) , a rentowność netto 2,73% (zamiast 5,32%) i to oddaje obraz „realnych” wyników spółki:

**Zysk netto oraz marża zysku netto (narastająco)
po korekcie o przeszacowania nieruchomości w 2013 roku.**



Źródło: raporty finansowe spółki oraz obliczenia własne.

Oczywiście nie zmienia to faktu, że wynik 2013 roku był dobry, a 2014 rok zapowiada się jeszcze lepiej, przypomnijmy o prognozie zakładającej osiągnięcie 6,4 mln zł zysku netto w całym 2014 roku (choć należy pamiętać, że prognoza została ogłoszona jeszcze przed wzrostami kursu USD/PLN).

Analizując rentowność spółki, należy zauważyć, że działa ona na bardzo niskiej marży netto. Specyfika przetargów, gdzie cena stanowi główny czynnik, powoduje konieczność „schodzenia” z marżami do niskich poziomów. W przypadku nasilenia się konkurencji lub realizacji ryzyka politycznego (ochrona polskiego rynku węgla – koncesje, kontrole, utrudnienia administracyjne), droga do utraty rentowności lub gwałtownego spadku przychodów jest niewielka.

Podsumowując, działania Polbrand w zakresie sprzedaży oceniam wysoko. Spółka przedstawiając się na mniej czasochłonny import węgla drogą morską, wykorzystała dodatkowe możliwości większej sprzedaży. Większa sprzedaż została wygenerowana przy utrzymaniu marży, zwiększając tym samym zyski firmy.

Analiza bilansu

Kapitały własne, suma bilansowa

W bilansie Polbrand obserwujemy wzrost kapitałów oraz sumy bilansowej. Wzrost sumy bilansowej jest oczywiście pochodną dynamicznego wzrostu sprzedaży (wzrost zapasów, należności). Kapitały własne spółki i ich udział w sumie bilansowej prezentują się następująco:

| w tys. PLN | 2012 | Q2 2013 | 2013 | Q2 2014 |
|----------------------------------|------------|------------|------------|------------|
| Kapitał własny | 13.888 | 15.844 | 20.505 | 24.505 |
| Pasywa razem | 44.998 | 34.336 | 68.456 | 68.098 |
| <i>udział w sumie bilansowej</i> | <i>31%</i> | <i>46%</i> | <i>30%</i> | <i>36%</i> |

Źródło: raporty finansowe spółki oraz obliczenia własne.

Udział kapitałów w sumie bilansowej na poziomie 36%, czyli wskaźnik zadłużenia 0,64 (na 30 czerwca 2014) można by uznać za prawidłowy, gdyby nie fakt, że na poziom kapitałów wpływają:

- znak towarowy spółki o wartości 10,05 mln zł,
- przeszacowanie wartości nieruchomości – 4,33 mln zł.

Korekta kapitałów o powyższą kwotę (14,38 mln zł) pokazałaby kapitały własne Polbrand na 30 czerwca 2014 w kwocie 10,13 mln zł i wskaźnik zadłużenia na poziomie 0,81, co już jest wartością mniej bezpieczną (choć w pewien sposób zrozumiałą dla firm handlowych).

Płynność i zadłużenie

Dynamiczny wzrost sprzedaży pociąga za sobą wzrost zapotrzebowania na kapitał obrotowy. Spółka stara się go zapewnić poprzez skrócenie czasu dostaw, faktoring i emisje obligacji długoterminowych.

Polbrand należy do niewielkiej grupy spółek, o których można powiedzieć, że odnoszą pewną korzyść z finansowania obligacjami, nawet mimo ponoszenia wyższych kosztów (kupon odsetkowy). Korzyść przejawia się w tym, że kredyty bankowe dla Polbrand uruchamiane były pod konkretne kontrakty i wymagały dopełnienia wielu formalności. Środki z obligacji zapewniają spółce całkowitą elastyczność na dłuższy okres, nie występuje ryzyko nagłego wstrzymania finansowania. Zamiana kredytów na obligacje została dokonana w 2012-2013 roku.

Obligacje notowane na Catalyst (dwie serie, łącznie 16,5 mln zł) mają termin wykupu w 2016 roku, znajdując się w bilansie w zadłużeniu długoterminowym, co ma pozytywny wpływ na wskaźnik płynności spółki. Wymieniony wskaźnik pokazuje bardzo dobrą sytuację spółki w zakresie płynności i wydaje się, że tak by było w rzeczywistości, gdyby nie gwałtownie rosnąca sprzedaż, która „zasysa” środki obrotowe. Dobrze obrazuje ten fakt niski wskaźnik płynności gotówkowej. Można stwierdzić, że dopóki sprzedaż rośnie, spółka potrzebuje dodatkowych środków obrotowych.

| Płynność | 2012 | Q2 2013 | 2013 | Q2 2014 |
|--------------------|------|---------|------|---------|
| płynność I stopnia | 1,26 | 1,66 | 1,71 | 1,80 |
| płynność gotówkowa | 0,03 | 0,07 | 0,10 | 0,07 |

Źródło: raporty finansowe spółki oraz obliczenia własne.

Niewątpliwym plusem dla Polbrandu jest fakt, iż odbiorcami są przedsiębiorstwa energetyki ciepłej, które z założenia są bardzo dobrymi płatnikami, ograniczając ryzyko nieodzyskania należności, dość częste u innych emitentów na rynku Catalyst.

Na plus dla płynności wpływa również skrócenie czasu dostaw dzięki importowi drogą morską (krócej zamrożone przedpłaty do dostawców na zakup węgla) oraz posiłkowanie się faktoringiem.

Spółka w dużym stopniu posiłkuje się kredytem kupieckim, co sprawia, że udział zobowiązań finansowych w sumie bilansowej oraz w stosunku do kapitałów pozostaje na przyzwoitym poziomie i nie rośnie (procentowo) wraz ze wzrostem sprzedaży.

| Wskaźnik | 2012 | Q2 2013 | 2013 | Q2 2014 |
|---|------|---------|------|---------|
| wskaźnik zadłużenia | 0,69 | 0,54 | 0,70 | 0,64 |
| udział zobow. finans. w sumie bilansowej | 0,37 | 0,37 | 0,40 | 0,41 |
| stos. zadłużenia odsetkowego do kapitałów | 1,21 | 0,81 | 1,35 | 1,15 |

Źródło: raporty finansowe spółki oraz obliczenia własne.

Zadłużenie finansowe wg rodzajów i terminów zapadalności prezentuje się następująco:

| Rodzaj zadłużenia | 2012 | Q2 2013 | 2013 | Q2 2014 |
|-------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Kredyty krótkoterminowe | 9.395 | 5.587 | 0 | 0 |
| Obligacje krótkoterminowe | 0 | 0 | 8.870 | 11.320 |
| Kredyty długoterminowe | 1.481 | 1.298 | 2.271 | 395 |
| Obligacje długoterminowe | 5.930 | 5.900 | 16.500 | 16.500 |
| Zobowiązania finansowe razem | 16.806 | 12.785 | 27.641 | 28.215 |

Źródło; raporty finansowe spółki oraz obliczenia własne.

Jak widać, spółka dokonała zamiany zadłużenia kredytowego na zadłużenie z tytułu obligacji, jednocześnie zwiększając zadłużenie ogółem.

Wraz ze wzrostem sprzedaży, rośnie poziom zadłużenia finansowego, jednakże, jak pokazano dwie tabele powyżej, utrzymuje się on w stabilnych relacjach w stosunku do kapitałów, jak i sumy bilansowej.

Warto również podkreślić zabezpieczenie hipoteczne notowanych na Catalyst obligacji (PBD0116, PBD0616), dodatkowo serie obligacji są zabezpieczone hipotecznie na nieruchomościach spółki właściciela (jednocześnie prezesa), a jedna z serii ma ustanowioną hipotekę na nieruchomości pierwszego właściciela spółki – Jana Konarzewskiego. Może to świadczyć o wysokiej wierze właściciela (i byłego właściciela) w dalszy rozwój firmy.

Zadłużenie finansowe netto/zysk operacyjny, cash flow

W stosunku do emitentów Catalyst rzadko przeprowadzam analizy:

- wskaźnika „zadłużenie finansowe netto/zysk operacyjny”,
- cash flow.

W pierwszym przypadku powodem jest fakt, że dość często środki pozyskane z emisji obligacji mają charakter finansowania obrotowego i bezpośrednio z tym obrotem powiązane jest zapotrzebowanie na nie. Przykładowo, Polbrand, zmniejszając sprzedaż, byłby w stanie „uwolnić” znaczne środki obrotowe prawdopodobnie wystarczające na spłatę obligacji, niezależnie od tego, czy generowałby stratę czy zysk (oczywiście o ile strata nie byłaby druzgocąca).

Natomiast raporty emitentów z rynku Catalyst i równie często z New Connect, pozostawiają sporo do życzenia w kwestii prawidłowego pokazywania cash flow – charakteryzują się dość dużą uznaniowością spółek i błędami. Dla przykładu, Polbrand na koniec 2013 roku zanotował wzrost środków pieniężnych do 2,85 mln zł z 666 tys. zł na koniec 2012 roku. W zaprezentowanym w sprawozdaniu rocznym cash flow, bilansowa zmiana środków pieniężnych wyniosła zatem 2,19 mln zł – pozycja E (prawidłowo). Tymczasem pozycja D. Przepływy pieniężne netto razem, która co do zasady powinna być taka sama jak pozycja E (jak to ma miejsce w ostatniej kolumnie dla 2012 roku), pokazuje 5,78 mln zł (zamiast 2,19 mln zł), co oznacza, że najprawdopodobniej któreś z przepływów (operacyjne, finansowe, inwestycyjne) zostały błędnie zaprezentowane przez spółkę.

| | | |
|--|--------------|------------|
| D. Przepływy pieniężne netto razem (A.III.+B.III.+C.III.) | 5 777 867,40 | 616 999,36 |
| E. Bilansowa zmiana stanu środków pieniężnych, w tym: | 2 187 534,60 | 616 999,36 |
| – zmiana stanu środków pieniężnych z tytułu różnic kursowych | 0,00 | 0,00 |
| F. Środki pieniężne na początek okresu | 666 137,86 | 49 138,50 |
| G. Środki pieniężne na koniec okresu (F+D) | 2 853 672,46 | 666 137,86 |

Niestety, takie prezentowanie danych wymaga czujnego i selektywnego podejścia do danych, a i tak, w połączeniu ze skąpą z reguły ilością objaśnień do wyników, stwarza ryzyko popełnienia błędu w analizie.

Podsumowując, bilans, płynność i zadłużenie spółki Polbrand obecnie wyglądają dość dobrze, jak na warunki Catalyst. Pozostaje mieć nadzieję, że zarząd spółki nie „zachłyśnie” się dostępnością kapitału na rynku obligacji i będzie dbał o zachowanie równowagi w dalszym rozwoju firmy.