

Uboat-Line SA – analiza spółki, 16 czerwca 2014 r.

Remigiusz Iwan dla Obligacje.pl

Podsumowanie

Uboat-Line **ponad 95% przychodów generuje ze sprzedaży biletów na przewozy promowe**. W celu zwiększenia skali działalności, spółka zastosowała strategię niskich cen oraz wydłużonych terminów płatności. Efektem strategii jest dynamiczny wzrost sprzedaży, jednakże okupiony niższymi marżami i wysokim saldem należności. W 2014 i kolejnych latach spółka planuje „wykorzystać” posiadaną bazę klientów i zaoferować im usługi komplementarne, cechujące się wyższą marżą: ubezpieczenia w transporcie (poprzez Uboat Insurance) oraz organizację transportu lądowego (Uboat Logistics).

Mimo stosowania niskich marż handlowych spółka jest rentowna, posiada poprawną strukturę finansowania i zadowalającą płynność. Kontynuacja trendu wzrostowego, przy utrzymaniu obecnej marży na sprzedaży, powinna zwiększać zyski nominalne spółki i jej pozytywne postrzeganie przez inwestorów.

Mankamentem firmy są aktywa nie związane z podstawową działalnością (udziały w różnych spółkach, działki). Wydaje się, że Uboat mógłby skorzystać na uwolnieniu środków finansowych w nich zaangażowanych i przeznaczeniu ich na bieżącą działalność.

Dodatkowo, Uboat-Line, a także inwestorzy, dużą uwagę powinni przywiązywać do należności handlowych spółki. Oferowanie wydłużonych terminów płatności powoduje, że należności stanowią główną pozycję aktywów. Zarządzanie ich wpływem jest poważnym wyzwaniem, a nietrafiona ocena ryzyka odbiorców może negatywnie wpłynąć na płynność. Prezentowane przez Uboat-Line raporty i informacje pokazują, że spółka aktywnie działa w zarządzaniu należnościami (faktoring, sprzedaż wierzytelności), jednak raporty te zawierają dość ogólne informacje i nie dają 100% pewności co do braku negatywnych zaskoczeń w najbliższych okresach.

Rozwiązaniem problemu z kompletnością prezentowanych danych będzie planowane przejście Uboat na rynek główny giełdy i związany z tym wzrost obowiązków informacyjnych oraz zastosowanie Międzynarodowych Standardów Rachunkowości.

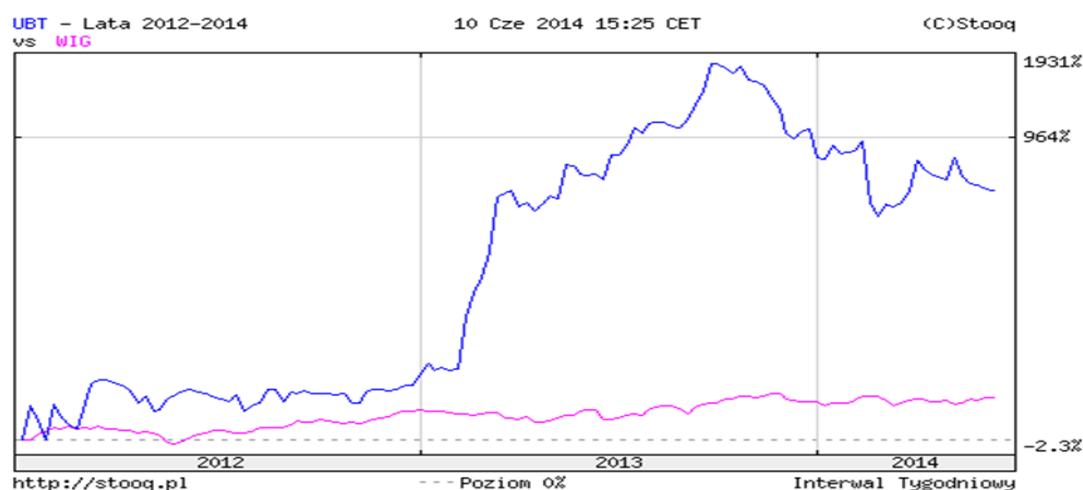
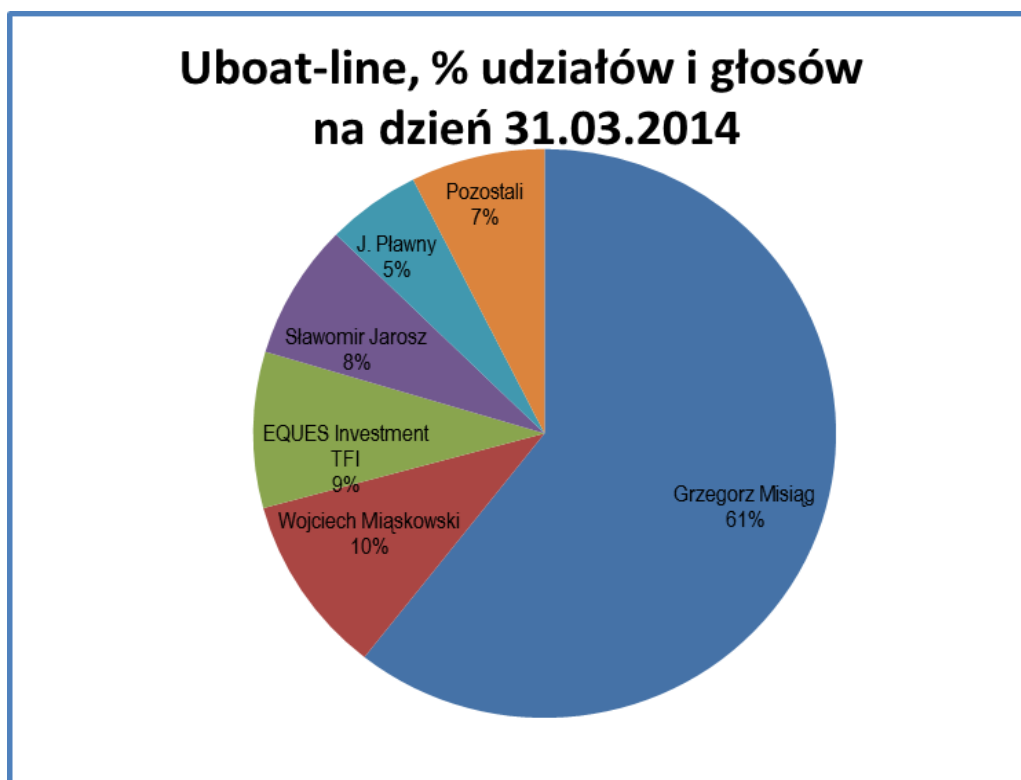
W przyszłości spółka najprawdopodobniej nadal będzie korzystała z zewnętrznych źródeł finansowania. Lepsza komunikacja z inwestorami poprzez większą szczegółowość raportów finansowych (w tym kwartalnych – pełen bilans i rachunek wyników), dokładne wyjaśnienie działań w zakresie zarządzania należnościami oraz sprzedaż zbędnych aktywów mogą przyczynić się do lepszego postrzegania spółki i mniejszych kosztów finansowania.

Uboat-Line – analiza spółki

Uboat-Line SA powstała w 2008 r., początkowo jako przedsiębiorstwo prowadzone w formie jednoosobowej działalności gospodarczej. Początkiem działalności było uruchomienie platformy oferującej sprzedaż biletów na przeprawy promowe. W obecnej formule, jako spółka akcyjna, Uboat-Line działa od października 2010 r. Główna siedziba mieści się w porcie morskim w Gdyni. Firma posiada oddziały w Gliwicach i Bielsku Białej, a od grudnia 2013 r. wynajmuje powierzchnie biurowe w Warszawie przy ul. Grzybowskiej 45, tworząc oddział centralny, w którym ulokowano biuro zarządu spółki.

Spółka od 2012 roku notowana jest na rynku NewConnect, jej obecna kapitalizacja to 29 mln PLN. Plany obejmują przejście na rynek główny giełdy. Prezes spółki, Grzegorz Misiąg, jest jednocześnie jej głównym udziałowcem.

Struktura udziałowa i kurs akcji od debiutu na giełdzie prezentują się następująco.



Kurs akcji Uboat maksimum osiągnął we wrześniu 2013 roku, oddając dynamiczny rozwój spółki, jednakże od tego czasu znajduje się w trendzie spadkowym, odzwierciedlając obawy o możliwość przekucia wysokiej sprzedaży w większe zyski.

Na rynku Catalyst notowane są trzy serie obligacji spółki o łącznej wartości 9 mln PLN, z rentownością netto między 9-10%.

Nazwa	Wartość emisji (PLN)	Data wykupu	Rentowność na 10.06.2014
UBT0914	650.000	11.09.2014	9,09%
UBT0415	3.404.000	22.04.2015	9,79%
UBT0915	5.000.000	27.09.2015	10,08%
Łącznie:	9.054.000		

Większość obligacji znajduje się prawdopodobnie w portfelach inwestorów indywidualnych, chociaż dwa TFI posiadają obligacje Uboat na łączną kwotę 1,8 mln PLN (stan na 31.12.2013).

Przedmiot działalności, strategia

Uboat-Line świadczy usługi głównie dla firm transportowych, a jego głównym przedmiotem działalności są:

- **sprzedaż biletów na przewozy promowe w konkurencyjnych cenach (główne źródło przychodów – ok. 97,5% przychodów w 2013 roku),**
- organizacja przewozu intermodalnego (przewóz ciężarówek pociągami),
- sprzedaż winiet na przejazdy autostradami (Francja, Hiszpania, Włochy),
- organizacja transportu ładunków ponadnormatywnych lub niebezpiecznych,
- a także: obsługa magazynowa i przeładunków, ubezpieczenia towaru w transporcie na życzenie klienta, monitoring przesyłek, obsługa celna w portach polskich i w Hamburgu.

Uboat-Line działa na rynku europejskim, obsługuje przewozy promowe praktycznie w całej Europie, mając podpisane umowy z większością znaczących armatorów. Jednym z najważniejszych kierunków, na którym Uboat-Line oferuje przewozy, jest Anglia. Efektem tego jest świadczenie usług dla firm z wielu krajów. Około 70% sprzedaży dotyczy odbiorców zagranicznych.

Najważniejszymi kryteriami w branży, w której działa Uboat, są cena i termin płatności. Aby nie konkutować tylko ceną, spółka udziela klientom wydłużonych terminów płatności. Również w ramach „odejścia” od ceny i „związania” klienta, spółka uruchamia dodatkowe obszary działalności:

- transport samochodowy poprzez Uboat Logistics Sp. z o.o.,
- ubezpieczenia (działalność brokerska) poprzez Uboat Insurance Sp. z o.o.,

przy czym należy pamiętać, że są to stosunkowo nowe aktywności i trudno spodziewać się w 2014 roku zysków i dodatnich przepływów pieniężnych, a raczej należy liczyć się z negatywnym ich wpływem na wynik.

Uboat posiada również 37% udziałów w WZSAM SA, która prowadzi giełdę wynajmu autobusów (www.e-transbus.pl).

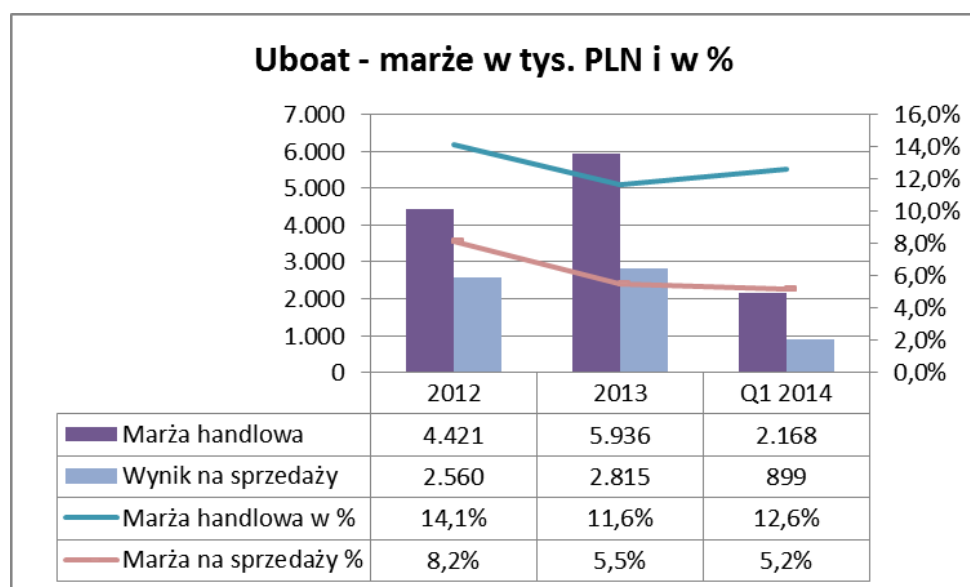
Analiza finansowa

Przychody i rentowność

Podstawowe dane znajdują się w poniższej tabeli:

w tys. PLN	2012	2013	Q1 2014
Przychody netto ze sprzedaży i zrównane z nimi	31.365	51.088	17.256
Wartość sprzedanych towarów	26.944	45.152	15.088
Marża handlowa	4.421	5.936	2.168
Marża handlowa w %	14,1%	11,6%	12,6%
Koszty rodzajowe	1.861	3.121	1.269
Wynik na sprzedaży	2.560	2.815	899
Marża na sprzedaży %	8,2%	5,5%	5,2%
Wynik netto	1.611	2.304	832
Marża netto	5,1%	4,5%	4,8%

W 2013 roku, w porównaniu do 2012, Uboat-Line zdecydowała się obniżyć ceny sprzedawanych przepraw promowych, aby osiągnąć wzrost sprzedaży (udało się – wzrost z 31,3 do 51,1 mln PLN) i większe zyski nominalne (co też się udało). **Marża handlowa** (czyli przychody ze sprzedaży biletów minus koszt biletów) wzrosła o 1,5 mln PLN. Jednakże większa sprzedaż, to również większe koszty wynagrodzeń (wzrost z 13 do 19 zatrudnionych osób r/r), leasingów, kosztów zarządu itp. (łączny wzrost o 1,2 mln r/r, patrz komentarz na następnej stronie), co w efekcie zwiększyło **wynik na sprzedaży** tylko o niecałe 300 tys. PLN. Chociaż nominalnie jest lepiej niż w 2012 roku, to oczywiście uwzględniając wzrost sprzedaży, **marże procentowe spadły**. Obrazuje to poniższy wykres, uzupełniony o dane pierwszego kwartału 2014.



Pewne obawy inwestorów wzbudziły wynik i marże Uboat-Line w Q1 2014, które okazały się istotnie gorsze w porównaniu do I kwartału 2013. Tłumaczenie spółki, że w Q1 2013 roku wynik był za dobry, bo spółka nie zaksięgowwała znaczącej faktury za koszt biletów (bo przyszła za późno) przejdzie do klasyki – miejmy nadzieję, że od tego czasu spółka nauczyła się tworzyć rezerwy na koszty, do których brak faktur. W każdym razie, patrząc na **marże w Q1 2014** należy stwierdzić, że **utrzymują poziom z 2013 roku** i dają podstawy do optymizmu na kolejne kwartały (o ile tym razem wszystkie faktury kosztowe są zaksięgowane).

Chociaż wynik na sprzedaży w 2013 roku jest o 300 tys. PLN wyższy niż rok wcześniej, to ze względu na wyższe koszty odsetek (efekt emisji obligacji), **po wyeliminowaniu zdarzeń jednorazowych** (zysk ze sprzedaży udziałów na plus – około 0,9 mln PLN, ale z drugiej strony ujemne różnice kursowe 0,1 mln PLN), **wynik netto za 2013 rok okazałby się zbliżony do wyniku 2012 roku**, co oczywiście oznacza niższą marżę w %. Czyli wzmożone wysiłki nie przełożyły się na efekt ekonomiczny.

Wynik netto Q1 2014 wydaje się być w niewielkim stopniu obciążony zdarzeniami jednorazowymi, co pozwala określić go jako przyzwoity.

W tym miejscu pragnę zwrócić uwagę na pewien aspekt kosztów działalności spółki. Czytając raporty natknąłem się na następujące informacje:

- spółka w 2012 roku wpłaciła 50 tys. PLN na słynną „Klątwę Faraona”,
- na dzień 31.12.2013 w rozliczeniach międzyokresowych znajduje się OC i AC od śmigłowca (wg spółki jednorazowy wynajem),
- na dzień 31.12.2013 spółka posiada w leasingu samochody typu: BMW 320 L, Porsche Cayenne, Mazda 6 Sky Passion, Suzuki Grand Vitara, Toyota Rav4,
- na dzień 31.12.2013 Uboat posiada niewielkie udziały w spółkach: Robinson Europe SA (wędkarstwo), Best4YouKids SA, Art. New Media SA, Leasing Experts SA, Beskidzkie Biuro Konsultingowe, udziały w Banku Spółdzielczym w Jastrzębiu Zdroju. Wszystko razem niecałe 300 tys. PLN,
- to są tylko pozycje które widać w raportach, pytanie czy do innych kosztów spółka podchodzi również spontanicznie.

Nie są to może duże kwoty z punktu widzenia skali działalności spółki, ale wydaje się, że wprowadzenie **porządnej polityki kosztów i redukcja wydatków nie związanych z podstawową działalnością** miałyby pozytywny wpływ i na wynik netto i na płynność spółki.

Wskaźniki rotacji

Jak wiadomo, zobowiązania to jest coś, co **na pewno** trzeba zapłacić, należności (aktywa), to jest coś, co **być może** uda się odzyskać. Uboat-Line, aby nie konkurować wyłącznie ceną, oferuje atrakcyjne (wydłużone) terminy płatności klientom z branży logistycznej, inwestorzy natomiast zamartwiają się, czy w efekcie spółka za pewien czas nie przekształci się w firmę windykacyjną.

Wskaźniki rotacji prezentują się następująco:

(w tys. PLN)	2012	2013
Należności krótkoterminowe	6.473	16.522
Rotacja należności w dniach	75	118
Zobowiązania z tyt. dostaw i usług	2.621	5.283
Rotacja zobowiązań w dniach	33	40

Należności rosną w szybszym tempie niż sprzedaż, zobowiązania na szczęście też. Spółka wydłuża zatem terminy płatności swoim klientom, można zakładać że wynoszą one do 90 dni (a 118 dniowy termin spływu należności wynika z przeterminowań – spłat po terminie), jednocześnie uzyskując lepsze warunki handlowe u dostawców.

Wg raportu rocznego, praktycznie wszystkie należności (z wyjątkiem 190 tys. PLN) mieściły się w granicach przeterminowania do trzech miesięcy, audytor nie wskazał też na konieczność tworzenia rezerw na przeterminowane należności. Należy jednak pamiętać, że w IV kwartale Uboat sprzedał należności warte ok. 3 mln PLN firmie windykacyjnej (w Q1 2014 było to kolejne 1,8 mln PLN). Prezes spółki chwali ten sposób odzyskiwania należności, nie można jednak wykluczyć, że dzięki temu spółka „czyści” bilans (zamienia przeterminowane należności, na terminowe należności z tytułu cesji), nie znamy też ustaleń, czy te należności w przypadku braku odzysku mogą do spółki wrócić. Dodatkowo w bilansie widnieje saldo należności w kwocie około 1 mln PLN, określone jako „do wyjaśnienia” z firmą faktoringową. Spółka została poproszona o wyjaśnienie sposobu rozliczeń z firmą windykacyjną i ewentualne elementy ryzyka, jednakże nie skorzystała z tej możliwości.

Dodatkowo, po stronie zobowiązań, zdziwienie budzi informacja w raporcie rocznym za 2013 rok o przeterminowanych zobowiązaniach z tytułu podatków 335 tys. PLN w kontekście posiadania przez spółkę większych środków na rachunkach bankowych.

Podsumowując – działanie na niskiej marży handlowej (11-14%) powoduje, że niewielka jest przestrzeń na pomyłki w udzielaniu kredytu kupieckiego – zarówno spółka, jak i inwestorzy, powinni ten element uważnie monitorować.

Płynność, zadłużenie, struktura bilansu

Uproszczony bilans spółki wygląda następująco:

w tys. PLN	2012	2013	Q1 2014
Aktywa trwałe	4.723	5.761	6.947
<i>udział w sumie bilansowej</i>	<i>35%</i>	<i>21%</i>	<i>23%</i>
Aktywa obrotowe	8.698	21.803	23.244
<i>Należności krótkoterminowe</i>	<i>8.169</i>	<i>20.177</i>	<i>22.334</i>
<i>udział w sumie bilansowej</i>	<i>61%</i>	<i>73%</i>	<i>74%</i>
<i>Inwestycje krótkoterminowe</i>	<i>477</i>	<i>1.338</i>	<i>671</i>
<i>RMK</i>	<i>52</i>	<i>288</i>	<i>239</i>
Aktywa razem	13.421	27.564	30.191
Kapitał własny	8.125	10.549	11.346
<i>udział w sumie bilansowej</i>	<i>61%</i>	<i>38%</i>	<i>38%</i>
Zobowiązania długoterminowe	895	8.808	8.808
<i>udział w sumie bilansowej</i>	<i>7%</i>	<i>32%</i>	<i>29%</i>
Zobowiązania krótkoterminowe	3.722	8.207	10.037
<i>udział w sumie bilansowej</i>	<i>28%</i>	<i>30%</i>	<i>33%</i>
<i>z tego finansowe</i>	<i>528</i>	<i>824</i>	<i>824</i>
RMK	679	0	0
Pasywa razem	13.422	27.565	30.192

Uwaga. Za Q1 2014 brak danych o krótkoterminowych zobowiązaniach finansowych – przyjęto poziom z 31.12.2013.

Aktywa spółki to przede wszystkim:

- należności (73% sumy bilansowej),
- aktywa trwałe (21%), na które składają się m.in. wartość znaku towarowego Uboat-Line (2,6 mln LN) oraz inwestycje: nieruchomości 1,5 mln PLN (działki Radawa i Bielsko Biała – w budowie), udziały w spółkach niepowiązanych 385 tys. PLN.

Aktywa finansowane są w 38% kapitałem własnym, 35% zadłużeniem finansowym (obligacje i leasingi łącznie około 10 mln PLN) i pozostałymi zobowiązaniami 27% (głównie zobowiązania handlowe). Większość zadłużenia finansowego to obligacje przypadające do spłaty w 2015 roku. Struktura finansowania wydaje się być poprawna, biorąc pod uwagę rosnącą skalę działalności spółki. W konserwatywnym podejściu, przyjmując wartość znaku towarowego Uboat-Line, jako 0 PLN i korygując wielkość kapitałów własnych, wskaźnik zadłużenia przekroczyłby 0,7, co można już uznać za poziom ostrzegawczy.

Wskaźniki płynności i zadłużenia wyglądają następująco:

	2012	2013	Q1 2014
płynność I stopnia	2,34	2,66	2,32
płynność gotówkowa	0,13	0,16	0,07
wskaźnik zadłużenia	0,39	0,62	0,62
udział kredytów w sumie bilansowej	11%	35%	32%
stos. zadłużenia odsetkowego do kapitałów	18%	91%	85%

Sytuacja Uboat-Line w zakresie płynności wygląda nieźle, a wskaźnikowo nawet bardzo dobrze. Oczywiście należy mieć na uwadze opisane powyżej elementy niepewności w zakresie należności, ale nawet biorąc pod uwagę powyższe, wydaje się, że spółka nie powinna mieć problemów z uregulowaniem zobowiązań z tytułu obligacji przypadających do wykupu we wrześniu bieżącego roku (650 tys. PLN).

Sytuacja „papierowa” w zakresie płynności zmieni się (pogorszy) na dzień 31.12.2014, kiedy zobowiązania z tytułu pozostałych serii obligacji „przeskoczą” w krótkoterminowe. Biorąc pod uwagę obecne wyniki, można zakładać, że spółka będzie zmuszona rolować przynajmniej część zapadającego na 2015 rok zadłużenia. Wydaje się, że najlepszym momentem na przygotowanie się do tej operacji, może być końcówka bieżącego roku lub moment wykupu wrześniowej serii obligacji.

Podsumowując, Uboat-Line wydaje się spółką o dość stabilnej sytuacji finansowej, nie zadłużoną przesadnie (jak na warunki rynku Catalyst), z prawidłową strukturą finansowania. Jasne wyjaśnienie przez spółkę sytuacji w zakresie zarządzania należnościami, pomogłoby w wyeliminowaniu istotnego czynnika ryzyka i zaliczeniu spółki do grupy emitentów o dość dobrej wiarygodności finansowej, nie wspominając o możliwości obniżenia kosztów emisji ewentualnych kolejnych serii obligacji.