

Kerdos Group – analiza, 8 grudnia 2014 r.

Remigiusz Iwan dla Obligacje.pl

Autor prowadzi bloga rynekobligacji.blogspot.com

Podsumowanie

Kerdos Group (d. Hygienika) przez ostatnie dwa lata zmienia swój podstawowy model działalności, odchodząc od produkcji pieluch i środków higieny osobistej, w kierunku dystrybucji hurtowej i detalicznej tej kategorii produktów oraz chemii gospodarczej. W tym celu grupa nabyła udziały w kilku spółkach, z których kluczowe znaczenie ma obecnie sieć drogerii Dayli – ponad 170 sklepów o powierzchni 200-350 m², zlokalizowanych w małych i średnich miastach w Polsce.

Pozytywnym efektem zmian jest uzyskanie przez grupę, po wielu latach, dodatnich wyników finansowych. Jednakże agresywna strategia rozwoju ma wpływ na wzrost zadłużenia kredytowego i ujemne przepływy środków z działalności operacyjnej grupy. Kerdos zwiększa poziom zapasów i należności, który musi finansować kredytami bankowymi i obligacjami.

Planowana sprzedaż zakładu produkcyjnego (i spłata części kredytów) oraz emisja obligacji długoterminowych w kwocie do 25 mln zł (również na spłatę części obecnego zadłużenia) powinny pozytywnie wpłynąć na restrukturyzację zadłużenia grupy i zapewnić spółce czas na dalszy rozwój.

Warto mieć na uwadze, że dalszy planowany rozwój sieci sprzedaży grupy będzie nadal obciążał jej cash flow operacyjny, co powoduje, że środki pozyskane z emisji obligacji należy traktować jako finansowanie obrotu, które dość często podlega przedłużaniu na kolejne okresy, a nie jednorazowej spłacie w terminie wykupu.

Historia, przedmiot działalności

Grupa Kerdos przechodzi obecnie wielką metamorfozę. Zanim przejdziemy do obecnego profilu działalności, prześledźmy jak do tego doszło.

Historia grupy

Początek działalności obecnej grupy datowany jest na 1991 rok, kiedy to została zawiązana spółka EURO-CRISTAL. W 1995 roku spółka rozpoczęła produkcję pieluch jednorazowych, asortymentu, który jest produkowany do dzisiaj (oprócz tego podpaski, wkładki higieniczne). W 2003 roku miała miejsce zmiana nazwy spółki na Hygienika. W 2004 spółka zadebiutowała na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. W 2007 roku Hygienika rozpoczęła współpracę z takimi sieciami jak Tesco, Kaufland czy Plus Discount w zakresie produkcji pieluszek pod własnymi markami tych sieci (private label). Ten kanał sprzedaży okazał się mało rentowny – praktycznie co roku, aż do 2011 roku spółka wykazywała straty netto. W 2010 roku do zarządu spółki dołączył Kamil Kliniewski, obecny prezes zarządu spółki.

Pod koniec 2012 roku Hygienika zawarła warunkową umowę zakupu za łączną kwotę 3 mln EUR 50% udziałów w sieci drogerii Dayli (Polen) Sp. z o.o. Również w tym okresie Hygienika zakupiła za 4,9 mln zł 100% udziałów w spółce Mr. House (produkcja i dystrybucja środków czystości dla gospodarstw domowych) oraz za 3,9 mln zł udziały w spółce NUFLO, obecnie eMARKET Sp. z o.o. (internetowa platforma dla sprzedaży hurtowej). Można stwierdzić, że koniec 2012 roku to rozpoczęcie reorganizacji grupy, poprzez rozszerzenie produkcji o chemię gospodarczą oraz rozszerzenie kanałów sprzedaży poprzez internetową platformę sprzedaży hurtowej emarket oraz sieć własnych drogerii.

Pod koniec 2013 roku spółka kontynuowała rozbudowę grupy kapitałowej, zawarła warunkową umowę kupna kolejnych 50% udziałów w sieci drogerii Dayli (za 6 mln EUR) oraz za 900 tys. EUR zakupiła 100% udziałów w niemieckiej spółce Poopeys, która zajmowała się głównie internetową sprzedażą pieluch (Ebay, Amazon).

Wreszcie 22 marca 2014 roku Hygienika zawarła z BB Royal Holding SA, z siedzibą w Luksemburgu, list intencyjny w przedmiocie podjęcia współpracy zmierzającej do nabycia 100% udziałów spółki Meng Drogerie, która prowadzi na terenie Luksemburga sieć 24 drogerii (jedyna sieć drogerii w tym kraju). Proces przejmowania drogerii ma zakończyć się w 2017 roku, a oczekiwane przychody Meng Drogerie to 40-50 mln EUR rocznie.

2 grudnia 2014 roku Kerdos zawarł umowę przedwstępną sprzedaży akcji spółki zależnej Mr. House Europe. Do spółki Mr. House Europe zostanie wniesiona część produkcyjna Hygieniki (w szczególności produkcja pieluch) i sprzedana poza grupę. Grupa skoncentruje się na handlu hurtowym i detalicznym artykułami kosmetycznymi i higienicznymi (poprzez sieć drogerii Dayli).

W listopadzie 2014 grupa dokonała zmiany nazwy z Hygienika na Kerdos Group Spółka Akcyjna.

Przez ostatnie dwa lata w grupie zaszło wiele zmian, a zmiany te jeszcze nie dobiegły końca. Poniżej podsumowanie aktualnego i docelowego przedmiotu działalności grupy.

Przedmiot działalności

Obecny przedmiot działalności grupy to pokłosie dokonanej w 2011 roku zmiany strategii. Wtedy to Hygienika, oprócz produkcji i dystrybucji własnych wyrobów, postawiła również na rozwój dystrybucji towarów innych producentów, czyli przejście ze spółki produkcyjnej w kierunku dystrybucyjnej (handlowej).

W skrócie obecnie głównymi obszarami działalności grupy są:

- produkcja artykułów higieny dziecięcej, artykułów higieny dla kobiet oraz artykułów chemii gospodarczej (we własnym zakładzie w Lubińcu),
- handel hurtowy artykułami FMCG (głównie produktami higienicznymi i chemii gospodarczej),
- handel detaliczny realizowany w oparciu o sieć drogerii Dayli.

Obecnie w skład grupy wchodzi:

Hygienika SA

Spółka zajmuje się produkcją i sprzedażą artykułów higieny dziecięcej oraz higieny kobiecej. W portfolio grupy znajdują się:

- pieluszki dziecięce – pod marką Bambino oraz Poopeys, jako produkty ze średniej półki,
- chusteczki nawilżane dla dzieci i szampony dla dzieci – pod marką Hygienic Baby oraz Poopeys, jako produkty ze średniej półki,
- artykuły higieny dla kobiet (wkładki, podpaski, tampony) – pod marką Linell, jako produkty pierwszo-cenowe.

Jednak na przestrzeni ostatnich lat wiodący udział w przychodach osiągnęła produkcja na zlecenie sieci handlowych pod markami własnymi tych sieci (Tesco, Auchan, Polomarket).

Ten dział (zakład produkcyjny + kontrakty), zgodnie z ostatnimi komunikatami grupy, do końca I kw. 2015 roku ma zostać sprzedany (po wniesieniu do spółki Mr. House Europe).

Mr. House Europe SA

Przejęta pod koniec 2012 roku spółka zajmuje się produkcją i dystrybucją artykułów chemii gospodarczej (domowe środki czystości) pod marką Mr. House. W asortymencie spółki znajdują się artykuły z zakresu chemii gospodarstwa domowego, takie jak: płyny uniwersalne, płyny do szyb, żele do WC, mleczka do czyszczenia oraz gama produktów do zmywarek. Powyższe produkty pozycjonowane są jako produkty należące do średniej półki.

Mr. House Europe ma zostać sprzedana do końca I kwartału 2015 roku.

eMarket Sp. z o.o.

Przejęta również pod koniec 2012 roku spółka zajmuje się hurtową dystrybucją chemii gospodarczej w internetowym kanale dystrybucji. Spółka oferuje platformę e-commerce B2B z szeroką pełną gamą produktów do sprzedaży hurtowej we wszystkich kategoriach od FMCG po AGD. Platforma działa pod marką i w ramach domeny **megatrade24.com**. Platforma została stworzona z myślą o odbiorcach takich jak: dystrybutorzy, hurtownie i sklepy detaliczne. Platforma Megatrade łączy w sobie funkcje sklepu internetowego, giełdy towarowej oraz serwisu zakupów grupowych. Platforma skierowana jest do klienta biznesowego, firm, dystrybutorów, hurtowni, ale również sieci handlowych.

Dayli Polska Sp. z o.o.

Jest to sieć drogerii, zlokalizowanych w mniejszych miastach. Wg strategii grupy, dotychczasowy czysto drogeryjny profil sklepów, stopniowo zostaje poszerzany o artykuły spożywcze. Docelowo artykuły spożywcze osiągnąć mogą poziom około 30% oferty. Ponadto Dayli dąży do zaoferowania w swoich placówkach szeregu usług, takich jak: usługi pocztowe, lotto, bankomaty. Na koniec 2013 roku sieć liczyła 174 sklepy, strategia grupy polega na otwieraniu kolejnych placówek. Wg założeń, typowa placówka powinna mieć od 200 do 350 m² i znajdować się w miejscowości liczącej 15-100 tys. mieszkańców.

Dla porównania, w Polsce jest około 9000 drogerii, a liderem branży jest firma Rossmann, posiadająca w Polsce sieć około 840 placówek. Do znaczących graczy na tym rynku można zaliczyć także sieć drogerii Natura (około 250 placówek), Drogerie Polskie, Jaśmin.

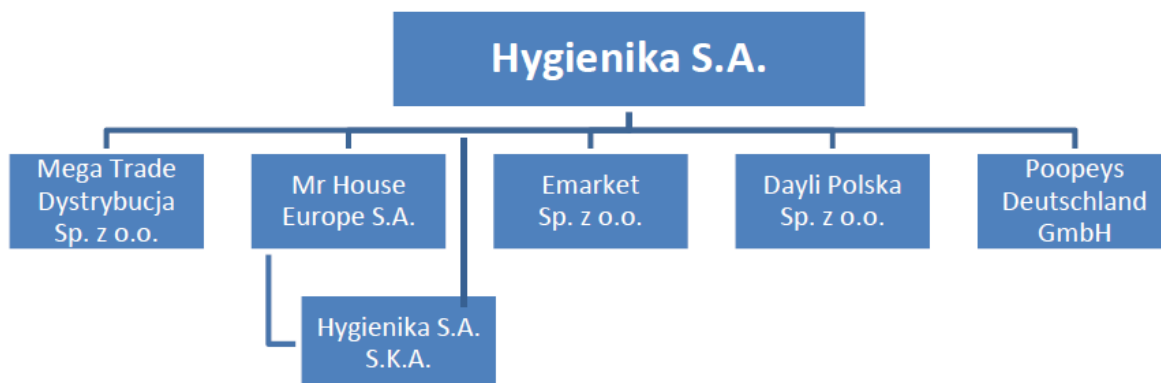
Mega Trade Dystrybucja Sp. z o.o.

Spółka prowadzi działalność w zakresie poszukiwania oraz pozyskiwania lokali użytkowych pod najem.

Poopeys Deutschland GmbH

Przedmiotem działalności jest dystrybucja produktów higieny dziecięcej pod marką „Poopeys” na terenie Niemiec i krajów niemieckojęzycznych oraz sprzedaż internetowa (eBay, Amazon).

Graficznie struktura grupy Hygienika prezentuje się następująco:



Źródło: raport finansowy na 30 września 2014.

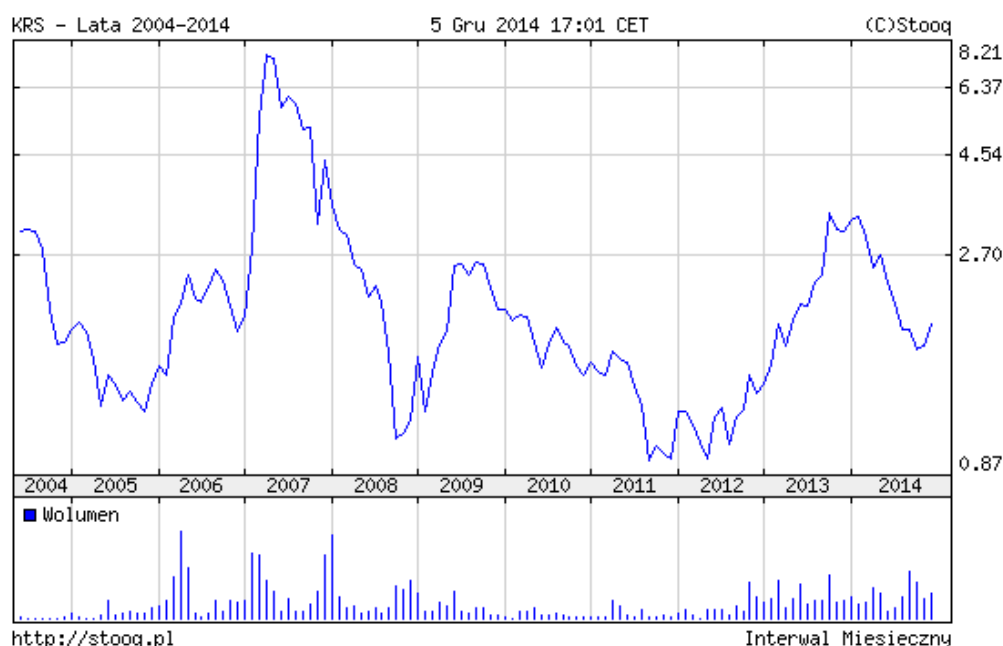
Z taką strukturą mieliśmy do czynienia na dzień sporządzenia ostatniego raportu finansowego grupy (30.09.2014). Ostatnio grupa zawarła przedwstępną umowę sprzedaży akcji spółki Mr. House Europe, do której przed sprzedażą zostanie wniesiona część produkcyjna grupy (zakład produkcji pieluch i środków higieny kobiecej). Wartość umowy to 35 mln zł, a sprzedaż powinna zostać sfinalizowana do końca I kwartału 2015 roku (i wg spółki przynieść 12 mln zł zysku oraz 13 mln gotówki netto).

Zatem można oczekiwać, że już niebawem działalność grupy będzie koncentrować się głównie na handlu hurtowym (poprzez platformę megatrade24.com) oraz detalicznym (sieć drogerii Dayli), a dotychczasowa podstawowa działalność, czyli produkcja środków higieny dziecięcej i kobiecej, zostanie zaprzestana.

Należy również zauważyć, że grupa szuka kolejnych miejsc dla swojego rozwoju i wiele na to wskazuje, że zostanie właścicielem sieci 24 drogerii w Luksemburgu (w lipcu 2014 spółka zależna grupy – Poopeys Deutschland – zawarła umowę ramową w przedmiocie nabycia tych drogerii).

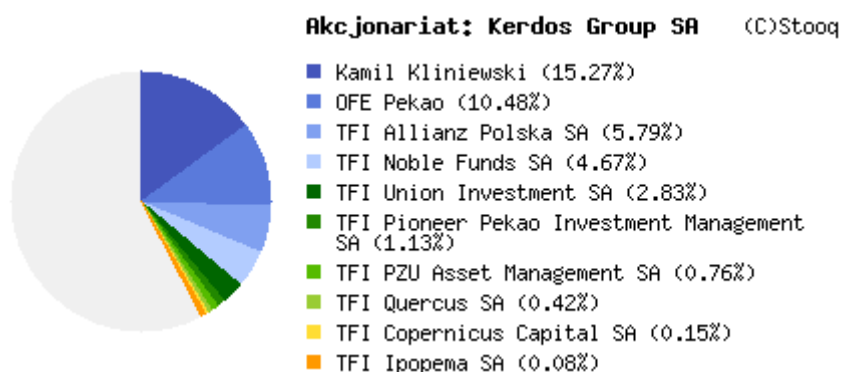
Zarząd, akcjonariat

Grupa Kerdos od 2004 roku notowana jest na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Jak wspomniano wcześniej, przez długi czas była nierentowna, stąd też dość słabe zachowanie kursu jej akcji:



W 2010 roku prezesem zarządu spółki został Kamil Kliniewski, który dokonał zmiany w strategii funkcjonowania grupy, polegającej na zmniejszeniu znaczenia produkcji pod markami własnymi sieci handlowych, a rozwoju własnych sieci sprzedaży. Od tego czasu wartość rynkowa (kapitalizacja giełdowa) grupy wzrosła z 20 mln (2011-2012 rok) do około 100 mln zł obecnie (ale nie tylko poprzez wzrost kursu akcji, również poprzez nowe emisje akcji).

Akcjonariat grupy wygląda następująco:



Łatwo zauważyć, że kluczową osobą w budowaniu wartości grupy Kerdos jest właśnie jej prezes i główny akcjonariusz (15% akcji) Kamil Kliniewski. Jest on absolwentem niemieckich uczelni (wykształcenie managerskie: Handelsmanagement w Steinbeis – Hochschule w Berlinie), przez wiele lat pracował za granicą, między innymi wprowadzając marki polskie na rynek niemiecki. Z pewnością jest to postać nietuzinkowa i na pewno będzie miała kluczowy wpływ na przyszłość grupy w najbliższych latach, dlatego inwestorom polecam zapoznać się bliżej z jego sylwetką. Na dziś można powiedzieć, że prezes posiada na tyle dużo akcji grupy Kerdos, aby zależało mu na jej sukcesie, a jednocześnie na tyle mało, aby dla równowagi być kontrolowanym przez pozostałych akcjonariuszy (szczególnie ważna jest rola nadzoru właścicielskiego ze strony funduszy inwestycyjnych).

Analiza finansowa

Wstęp

Dynamiczne zmiany zachodzące w grupie Kerdos powodują, że nie wszystkie dane finansowe można wprost porównywać do poprzednich okresów.

Dzisiaj przedmiot działalności grupy znacznie różni się od tego z 2012 roku, a za chwilę (jeżeli dokonana zostanie sprzedaż zakładu produkcyjnego), będzie się różnić całkowicie.

Również wyniki za 2013 rok publikowane w raporcie po trzech kwartałach 2014 roku różnią się od tych z samego raportu za 2013 rok, w wyniku „wstecznego” ujęcia korekt z tytułu zwiększenia udziałów w sieci drogerii Dayli (poprzednio 50%, obecnie 95% udziałów).

Dodatkowo, biegły rewident zgłaszał zastrzeżenia do rocznego raportu grupy (badanie półroczne przeglądał już inny biegły) między innymi odnośnie do:

- znaku towarowego i platformy Mega Trade:
„istnieje ryzyko, że rzeczywista wartość aktywów w postaci znaku towarowego oraz platformy e-commerce może istotnie odbiegać od wartości wykazanych w sprawozdaniu finansowym” (łącznie: 5.951 tys. zł),
„platforma e-commerce Mega Trade 24 jest amortyzowana przy zastosowaniu stawki amortyzacyjnej w wysokości 3,33%. Mając na uwadze szybki postęp technologiczny oraz zmienność warunków rynkowych, w naszej opinii, istnieje ryzyko, że 30-letni okres ekonomicznej użyteczności platformy może okazać się zbyt długi”.
Warto nadmienić, że wg raportu na 30.09.2014, wartości niematerialne stanowiły w grupie wartość 55,4 mln zł, czyli 25% sumy bilansowej (221,4 mln zł) i 51% kapitałów własnych grupy (108,4 mln zł).

- sieć drogerii Dayli:

*„Dokonując rozliczenia połączenia będącego efektem transakcji nabycia udziałów w Spółce Dayli Polska Sp. z o.o. **nie dokonano wyceny do wartości godziwych towarów będących własnością przejętej jednostki.** W spółce Dayli towary ewidencjonowane były w cenie sprzedaży i wyceniane w sposób uproszczony przy zastosowaniu ustalonego okresowo wskaźnika marży. Ponadto na dzień przejęcia nie został przeprowadzony spis z natury zapasów, co uniemożliwiło dokonanie prawidłowej wyceny. Towary zostały ujęte w wartości wynikającej z ksiąg rachunkowych spółki Dayli z uwzględnieniem utworzonego na koniec 2012 roku, zgodnie z uchwałą Zarządu Spółki zależnej z dnia 14 lutego 2014 roku, odpisu aktualizującego **w kwocie 6.500 tys. zł** na braki magazynowe w związku z nieprzeprowadzeniem inwentaryzacji zapasów w 2012 roku. Zarząd jednostki zależnej nie przedstawił wiarygodnych szacunków stanowiących podstawę ustalenia tego odpisu. W okresie po dniu przejęcia **rozwiązano ten odpis, co wpłynęło na wynik finansowy roku 2013.***

„Ponadto przebieg inwentaryzacji przeprowadzonej w jednostce zależnej Dayli Polska budzi zastrzeżenia (...) Biorąc pod uwagę powyższe, istnieje ryzyko, że rzeczywista wartość zapasów może istotnie odbiegać od wartości pozycji wykazanej w sprawozdaniu finansowym.”

Wiele wskazuje na to, że przejęcie sieci drogerii Dayli zostało uznane przez grupę Hygienika za tak dużą okazję inwestycyjną, że grupa zaniechała dokładnej weryfikacji majątku spółki przejmowanej. „Przy okazji” za 2013 rok grupa wykazała 6,5 mln zł zysku z tytułu rozwiązania rezerwy na utratę wartości zapasów.

Na plus grupy należy zaznaczyć, że zapasy na 30 września 2014 roku stanowiły w bilansie grupy kwotę 52,9 mln zł, co było wartością niższą niż na 30 września 2013 roku (56,5 mln) i na 31 grudnia 2014 roku (59,3 mln) i w miarę bezpieczną, odnosząc do kwartalnych przychodów ze sprzedaży grupy.

Jak już wcześniej wspomniałem, liczby (kolejne raporty finansowe) nie nadążają za zmianami w grupie. W momencie publikacji danego raportu sytuacja w grupie ulega dalszym zmianom.

Biorąc pod uwagę powyższe (zmiana struktury grupy, zmiany „wsteczne” wyników, uwagi biegłego do raportu za 2013 roku) spróbuję dokonać uproszczonej analizy finansowej grupy. Skoncentruję się na porównaniu przychodów kwartalnych 2014 z odpowiednimi w 2013 roku oraz analizy bilansu na dzień ostatniego dostępnego raportu finansowego, czyli na 30 września 2014 roku.

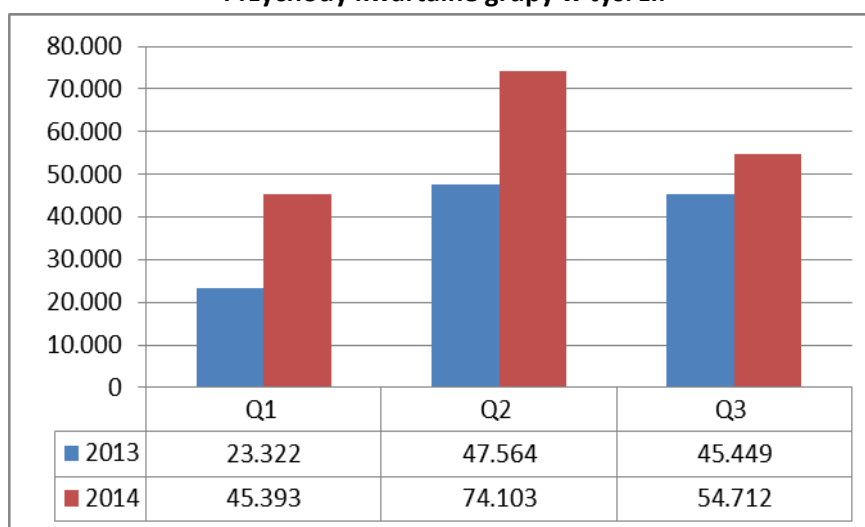
Analiza rachunku wyników

Dla spragnionych cyfr poniżej pełen rachunek wyników grupy po trzech kwartałach narastająco 2014 vs trzy kwartały 2013 roku, a poniżej omówienie wybranych jego składowych:

(w tys. zł)	Q3 2013	Q3 2014
Przychody ze sprzedaży	116.335	174.208
Koszt sprzedanych produktów	75.068	114.993
Zysk brutto na sprzedaży	41.267	59.215
Koszty sprzedaży	33.265	40.521
Koszty ogólnego zarządu	2.893	4.851
pozostałe przychody operacyjne	15.689	2.140
pozostałe koszty operacyjne	381	1.349
Zysk z działalności operacyjnej EBIT	20.417	14.634
Przychody finansowe	44	322
Koszty finansowe	1.688	2.890
Zysk brutto	18.773	12.066
Podatek dochodowy	697	382
Zysk netto	18.076	11.684
Zysk netto dla akcj. jedn. dominującej	16.563	11.249

Po trzech kwartałach 2014 grupa notuje solidny zysk netto, w kwocie nieco ponad 11 mln zł. Jest on wprawdzie niższy niż w tym samym czasie rok wcześniej, ale różnicę wyjaśnia pozycja zaznaczona żółtym kolorem, wynik 2013 był „podrasowany” zdarzeniami jednorazowymi. To co jest warto podkreślić, to dynamiczny wzrost sprzedaży oraz zysku brutto na sprzedaży. Poniżej analiza, co składa się na tak dobre wyniki.

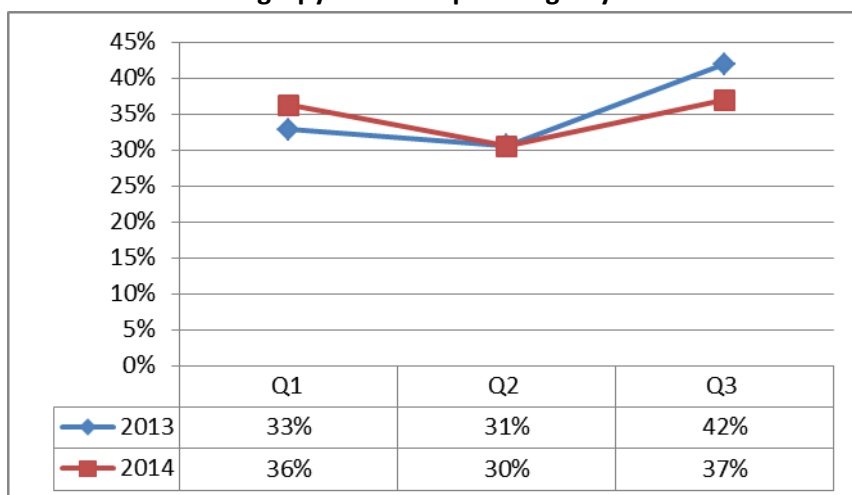
Przychody kwartalne grupy w tys. zł.



Źródło: raporty finansowe grupy.

Przychody kwartalne w tys. zł pokazują wzrosty rok do roku osiągnięte przez grupę Kerdos. Większość z tych wzrostów wynika z lepszych wyników sprzedażowych sieci drogerii Dayli, o czym w dalszej części analizy, natomiast bardzo dobry wynik II kwartału 2014 roku w dużej części grupa zawdzięcza segmentowi handlu hurtowego.

Marża brutto grupy Kerdos w poszczególnych kwartałach



Źródło: raporty finansowe grupy.

Marża brutto (czyli cena sprzedaży produktu minus jego bezpośredni koszt) zachowuje się w miarę stabilnie rok do roku, choć widać regres w III kwartale 2014 roku.

Jak już wspomniano, grupa Kerdos raportuje sprzedaż w trzech segmentach: produkcja, handel hurtowy i handel detaliczny (drogerie).

O ile segment produkcyjny cechuje się sporą powtarzalnością (a po zysku widać, dlaczego grupa chce go sprzedać),

Kwartalne wyniki segmentu „Produkcja”

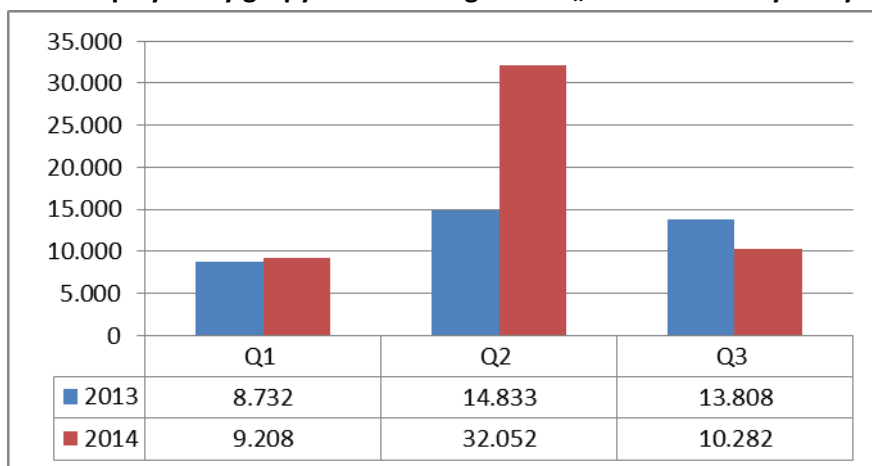
(w tys. zł)	Q1 2013	Q2 2013	Q3 2013	Q1 2014	Q2 2014	Q3 2014
Produkcja - sprzedaż	5.186	8.802	11.510	2.195	5.579	10.968
Produkcja - zysk operacyjny (EBIT)	-832	-753	-716	-471	-992	-1.260

Źródło: raporty finansowe grupy.

to w pozostałych segmentach sytuacja wygląda ciekawie.

Niestety, najmniej wiadomo o handlu hurtowym, a jego wyniki stanowią największą część zysków grupy i są dużo lepsze, niż rok wcześniej:

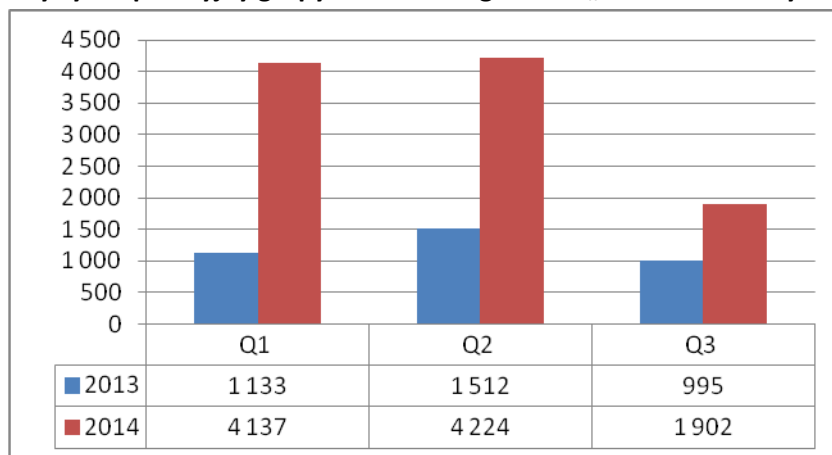
Kwartałne przychody grupy Kerdos w segmencie „Handel hurtowy” w tys. zł.



Źródło: raporty finansowe grupy.

Szczególną uwagę przyciąga „wyskok” sprzedaży w II kwartale 2014 roku, który niespecjalnie został potwierdzony wzrostem zysku operacyjnego:

Kwartałny zysk operacyjny grupy Kerdos w segmencie „Handel hurtowy” w tys. zł.

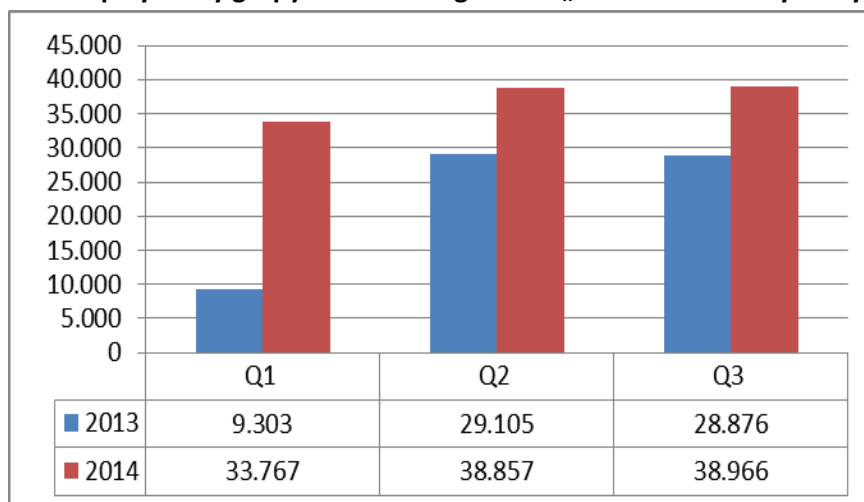


Źródło: raporty finansowe grupy.

Również nie do końca zrozumiałą jest wzrost rentowności tego segmentu (zysku operacyjnego) szczególnie patrząc na I i III kwartał, gdzie przychody są podobne (lub niższe), a wynik operacyjny dużo lepszy niż rok wcześniej. Brak informacji ze strony spółki powoduje, że pozostaje obserwować kolejne okresy, ewentualnie liczyć na szerszy komentarz w przyszłych sprawozdaniach finansowych.

Na deser spójrzmy na kluczowy dla grupy Kerdos segment handlu detalicznego, czyli wyniki drogerii Dayli. Po pierwsze, widać ładny wzrost przychodów.

Kwartalne przychody grupy Kerdos w segmencie „Handel detaliczny” w tys. zł.

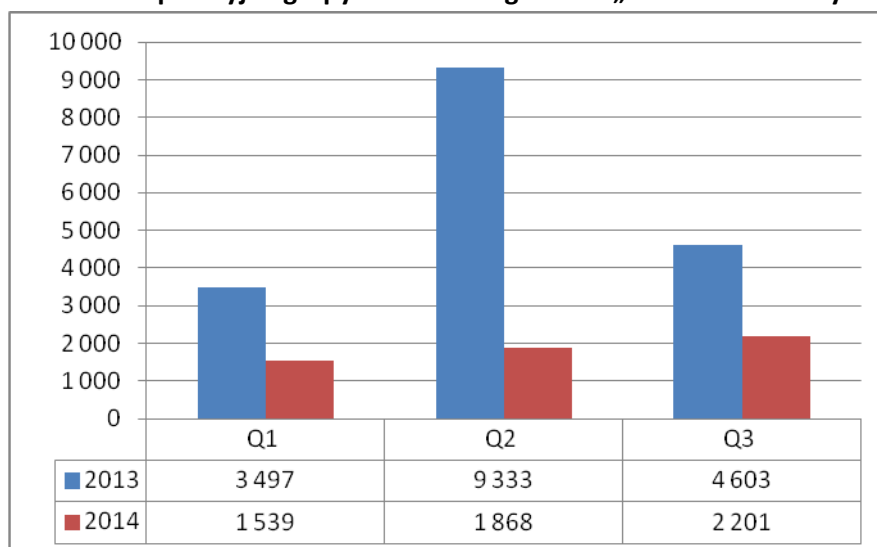


Źródło: raporty finansowe grupy.

Być może na ten wzrost sprzedaży wpłynęła reklama drogerii, w której wystąpiły siostry Radwańskie (http://www.youtube.com/watch?v=5a5icJ8d_gs).

Po drugie, mimo wzrostu przychodów obserwujemy spadek marży operacyjnej (z zastrzeżeniem, że w 2013 roku miały miejsce zdarzenia jednorazowe, które zwiększyły marżę):

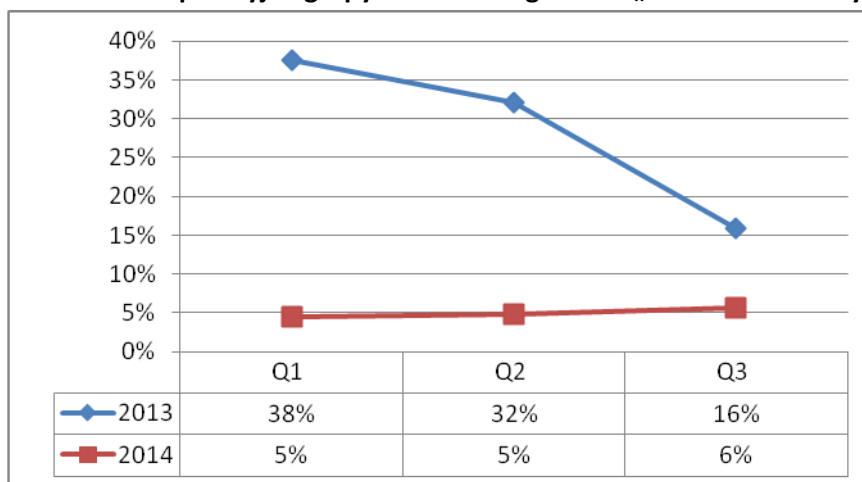
Kwartalna marża operacyjna grupy Kerdos w segmencie „Handel detaliczny” w tys. zł.



Źródło: raporty finansowe grupy.

W związku z powyższym, marża operacyjna segmentu w poszczególnych kwartałach prezentuje się następująco:

Kwartałna marża operacyjna grupy Kerdos w segmencie „Handel detaliczny” w %



Źródło: raporty finansowe grupy.

Co to oznacza? Być może warto obecnie robić zakupy w drogeriach Dayli. Osiągnięcie wzrostu sprzedaży zostało okupione obniżeniem marży brutto (z 49% po trzech kwartałach 2013 do 39% po trzech kwartałach 2014 roku – zapewne spadek cen) oraz wzrostem kosztów sprzedaży (np. reklamy). Rezultatem jest gwałtowny spadek marży operacyjnej w okolice 5-6%.

Podsumowując, grupa Kerdos stawia obecnie na handel detaliczny poprzez sieć drogerii Dayli. Wyniki bieżącego roku pokazują, że jest to wymagający, konkurencyjny rynek, na którym trudno o nadzwyczajne zyski. Tym niemniej, Kerdos pokazuje, że jest w stanie regularnie osiągać pozytywny zysk operacyjny w tym segmencie.

Paradoksalnie, najlepsze zyski przynosi grupie segment handlu hurtowego, o którym najmniej wiemy.

Na koniec porównanie wpływu poszczególnych segmentów na wynik operacyjny grupy (z przypomnieniem, że pozostałe przychody operacyjne segmentu detalicznego w 2013 roku wyniosły ponad 15 mln zł):

Zysk operacyjny EBIT narastająco (w tys. zł)	Q3 2013	Q3 2014
Suma:	20.417	14.634
Produkcja	-716	-1.260
Handel hurtowy	3.640	10.263
Handel detaliczny	17.433	5.608
Pozostałe	60	23

Analiza bilansu

Jak już wspomniałem, bilans nie nadąża za zmianami w grupie, a w szczególności nie odda nam planowanych zmian, czyli sprzedaży biznesu produkcyjnego za 35 mln zł, związanej z tym prawdopodobnej spłaty znacznej części kredytów oraz prawdopodobnego zaciągnięcia długu z tytułu prowadzonej emisji obligacji do kwoty 25 mln zł. Odnotujemy zatem podstawowe wskaźniki finansowe, pamiętając, że być może wkrótce ich obraz będzie inny.

Aktywa grupy

Aktywa grupy wyglądają następująco:

(w tys. zł)	31.12.2013	30.09.2014
Aktywa trwałe	90.457	104.087
Rzeczowe aktywa trwałe	36.402	45.582
Wartości niematerialne	53.930	55.369
Pozostałe aktywa trwałe	125	3.136
Aktywa obrotowe	100.744	117.296
Zapasy	59.271	52.854
Należności z tyt. dostaw	30.235	53.826
Pozostałe należności	7.545	9.018
Środki pieniężne	3.693	1.598
Aktywa razem	191.201	221.383

W zakresie aktywów warto zwrócić uwagę na wielkość wartości niematerialnych i prawnych, które wynoszą około 55 mln zł, czyli blisko 50% kapitałów własnych. Obligatariusze nie przepadają za tą pozycją bilansu, gdyż w momencie kłopotów spółki wartości na nią się składające (wartość firmy, oprogramowania, znaków towarowych) często okazują się mniej warte, niż to wynika z bilansu.

W nawiązaniu do „wysoku” sprzedażowego w II kwartale w segmencie handlu hurtowego, warto odnotować wzrost należności z tytułu dostaw, które na koniec września 2014 wyniosły blisko 54 mln zł i zapewne dotyczyły głównie tego segmentu (drogerie sprzedają za gotówkę). Ostatnia dostępna struktura należności (na 30 czerwca 2014 roku) pokazuje, że z całkowitego poziomu 57 mln zł należności, 32,7 mln zł było przeterminowane, w tym ponad 15 mln zł powyżej trzech miesięcy. Jest co poprawiać w zakresie płynności i przy takiej skali przeterminowania można mówić o pewnym ryzyku nieodzyskania pełnych kwot.

A będąc przy segmencie hurtowym, warto podkreślić, że jego aktywa (123 mln zł) stanowią ponad 55% aktywów grupy ogółem, co z związku ze skąpą ilością informacji na jego temat, stanowi pewien element ryzyka.

Pasywa grupy

Pasywa grupy Kerdos na 31 grudnia 2013 roku oraz 30 września 2014 roku wyglądają następująco:

(w tys. zł)	31.12.2013	30.09.2014
Kapitał własny	93.845	113.179
Kapitały własne jedn. domin.	67.887	108.406
Udziały niedające kontroli	25.958	4.773
Zobowiązania	97.356	108.204
Zobowiązania długoterminowe	24.013	36.638
Kredyty i pożyczki	8.115	8.500
Pozostałe zob. finansowe	4.202	13.104
Inne zobowiązania	11.696	15.034
Zobowiązania krótkoterminowe	73.343	71.566
Kredyty i pożyczki	21.676	31.344
Inne zobowiązania finansowe	3.800	2.309
Zobowiązania z tyt. dostaw	37.651	30.175
Pozostałe zobowiązania	10.216	7.738
Pasywa razem	191.201	221.383

Na 30 września 2014 roku:

- kapitały własne grupy (z wyłączeniem udziałów niedających kontroli) stanowiły 49% sumy bilansowej, co oznacza wskaźnik zadłużenia na bezpiecznym poziomie 0,51. Bardzo konserwatywnie, wyłączając wartości niematerialne z analizy, otrzymalibyśmy wskaźnik zadłużenia na poziomie 0,76, co już jest wartością niezbyt korzystną.
- płynność bieżąca (aktywa obrotowe/zobowiązania krótkoterminowe) wyniosła bezpieczne 1,64,
- zadłużenie finansowe grupy wynosiło 55,3 mln zł i stanowiło 51% kapitałów własnych, co można uznać za poziom akceptowalny. Jednakże warto odnotować, że na koniec 2013 roku to zadłużenie wynosiło tylko 37,8 mln zł, z czego wynika, że
- grupa ma problem z generowaniem środków pieniężnych z działalności operacyjnej, w 2014 roku odpowiada za to wzrost wartości należności oraz problem z ich ściąganiem.

Należy zauważyć, że w ciągu najbliższych kilku miesięcy, po sprzedaży biznesu produkcyjnego, prawdopodobny jest spadek zadłużenia kredytowego. Z kolei prowadzona obecnie emisja obligacji przeznaczona ma być na częściową spłatę zadłużenia kredytowego, co powinno wydłużyć okresy zapadalności długu i dać grupie czas na dalszy rozwój.

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 jakiejkolwiek 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.