

Nanotel SA – analiza spółki, 7 lipca 2014 r.

Remigiusz Iwan dla Obligacje.pl

Podsumowanie

Nanotel znajduje się w bardzo gorącym okresie. Spółka w 2013 roku osiągnęła niecałe 11 mln zł przychodów ze sprzedaży, a na lata 2014-2015 prognozuje osiągnięcie łącznie 57 mln zł przychodów i 8,1 mln zł zysku netto. Prognoza przychodów ma poparcie w podpisanych kontraktach. Realizacja prognozy oznaczać będzie olbrzymi progres, do którego należy być przygotowanym logistycznie i finansowo.

I właśnie zabezpieczenie finansów było najważniejszą kwestią dla spółki w ostatnich dniach. Na podstawie danych za 2013 rok, zadłużenie Nanotel SA znajdowało się na poziomie uznawanym za niebezpieczny (wskaźnik zadłużenia 0,83), dodatkowo płynność spółki również nie była najlepsza. Krótko mówiąc, pomimo słabej płynności, spółka „podręcznikowo” nie miała przestrzeni do dalszego zwiększania zadłużenia.

Ryzyko związane z niepozyskaniem odpowiedniego finansowania zostało podniesione również przez audytora spółki w raporcie za 2013 rok: niepozyskanie odpowiedniego finansowania, może doprowadzić do **„wystąpienia zagrożenia możliwości kontynuacji działalności spółki”**.

Pomimo kwestii wymienionych powyżej (wysokie zadłużenie, niska płynność), spółka zdobyła zaufanie inwestorów i pozyskała finansowanie na podpisane kontrakty. Źródłem finansowania jest emisja obligacji na kwotę 5,37 mln zł., przydzielona 3 lipca 2014 roku, dalsze szczegóły nie są znane (oprócz kosztów emisji, które wyniosły ok. 5 %).

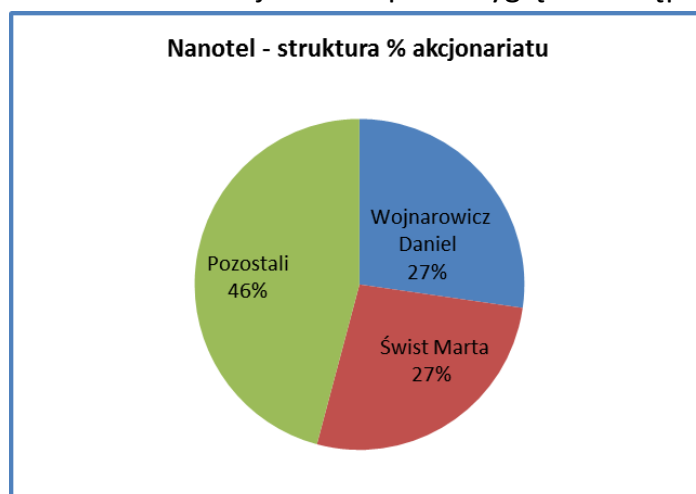
Następujące czynniki ryzyka warto brać pod uwagę inwestując w instrumenty finansowe Nanotel:

- zadłużenie spółki jest bardzo wysokie w stosunku do kapitałów; spółka finansuje się głównie kapitałem obcym,
- pomimo wysokiego zadłużenia, już obecnie spółka ma nienajlepszą płynność,
- sukces emisji obligacji oznacza dalszy wzrost zadłużenia (choć poprawę płynności), co może mieć negatywne konsekwencje w przypadku niezrealizowania prognozy zysków,
- w przeszłości spółka nie dotrzymywała prognoz (prognoza na 2013 rok 15 mln przychodów ze sprzedaży, realizacja 10,6 mln),
- historyczne wyniki (rentowność netto) nie wskazują na osiągnięcie zysków zamieszczonych w prognozie na lata 2014-2015.

Jednakże, jeżeli spółce uda pozyskać się odpowiednie finansowanie i zrealizować zakładane zyski, może dostarczyć akcjonariuszom znaczącego zwrotu z inwestycji, a właścicielom obligacji przyzwoity procent zysku.

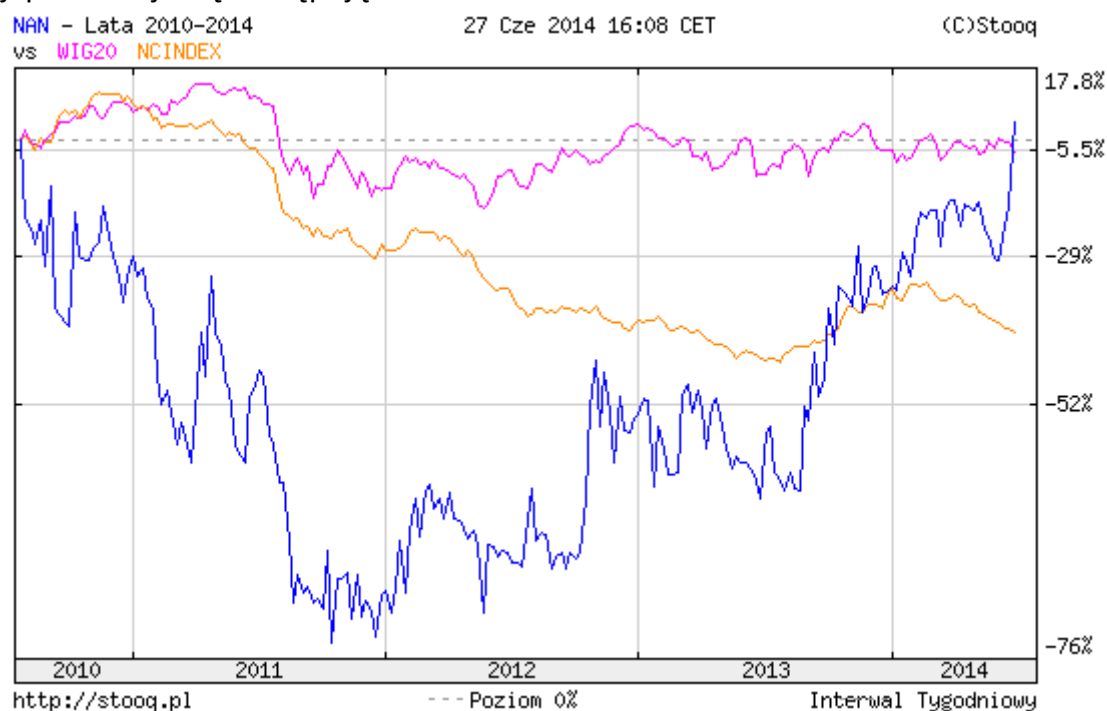
Analiza spółki Nanotel

Nanotel jest spółką akcyjną, notowaną na rynku Newconnect od 2010 roku. Siedziba spółki mieści się we Wrocławiu. Akcjonariat spółki wygląda następująco:



Ze względu na uprzywilejowanie akcji co do głosu, udział dwóch głównych akcjonariuszy w głosach na NWZA wynosi ok. 66,5%. Główny udziałowiec, Daniel Wojnarowicz, jest jednocześnie prezesem spółki.

Aktualna wartość giełdowa (kapitalizacja) Nanotel to ok. 7 mln zł. Historyczny kurs akcji prezentuje się następująco:



Szczególnie imponująco wygląda wzrost kursu akcji Nanotel za ostatnie 12 miesięcy (wzrost o ponad 170%). Rok temu wartość spółki wynosiła 2,5 mln zł, obecna wartość ok. 7 mln, to nadal mniej, niż oficjalna prognoza zysku netto spółki na 2014 i 2015 rok (odpowiednio 3,3 i 4,8 = 8,1 mln zł). Obecna wartość giełdowa spółki, zakładając realizację prognoz, nadal jest bardzo niska, wydaje się, że inwestorzy w wycenie spółki uwzględniają możliwe do wystąpienia czynniki ryzyka, o których szczegółowo w dalszej części analizy.

Działalność spółki zasadniczo opiera się na dwóch niezależnych działach: usługi budowlano-montażowe w zakresie telekomunikacji (www.nanotel.pl) i instalacje pomp ciepła (www.nanoterm.pl).

Udział w/w segmentów w sprzedaży ogółem wygląda następująco:

- roboty budowlano-montażowe w zakresie telekomunikacji (82% przychodów w 2012 roku, 67% w 2013 roku), to w szczególności **projektowanie, budowa kanalizacji teletechnicznej, budowy sieci miedzianych i optycznych na potrzeby telefonii, internetu i telewizji kablowej,**
- roboty budowlano-montażowe w zakresie pomp ciepła (16% w 2012, 17% w 2013), czyli obsługa klientów indywidualnych w zakresie kompleksowego systemu **instalacji ogrzewania domów z wykorzystaniem pomp ciepła** – 35 umów w 2013 roku.
- działalność projektowa (0% w 2012, 16% w 2013).

W zakresie robót budowlano-montażowych w dziedzinie **telekomunikacji** przychody spółki opierają się na kilku dużych kontraktach (Hawe, TP Teltech, Adesa, Wasko), podczas gdy **dział pomp ciepła** generuje przychody z instalacji pomp ciepła u odbiorców indywidualnych. Przychody z **działalności projektowej** w 2013 roku wydają się być efektem podpisanej w grudniu 2012 roku z TK Telekom umowy na wykonanie „kompleksowej dokumentacji projektowej w zakresie budowy linii światłowodowej dla czterech relacji o łącznej długości ponad 200 km wraz z uzyskaniem wszystkich niezbędnych, wymaganych prawem uzgodnień i pozwoleń”.

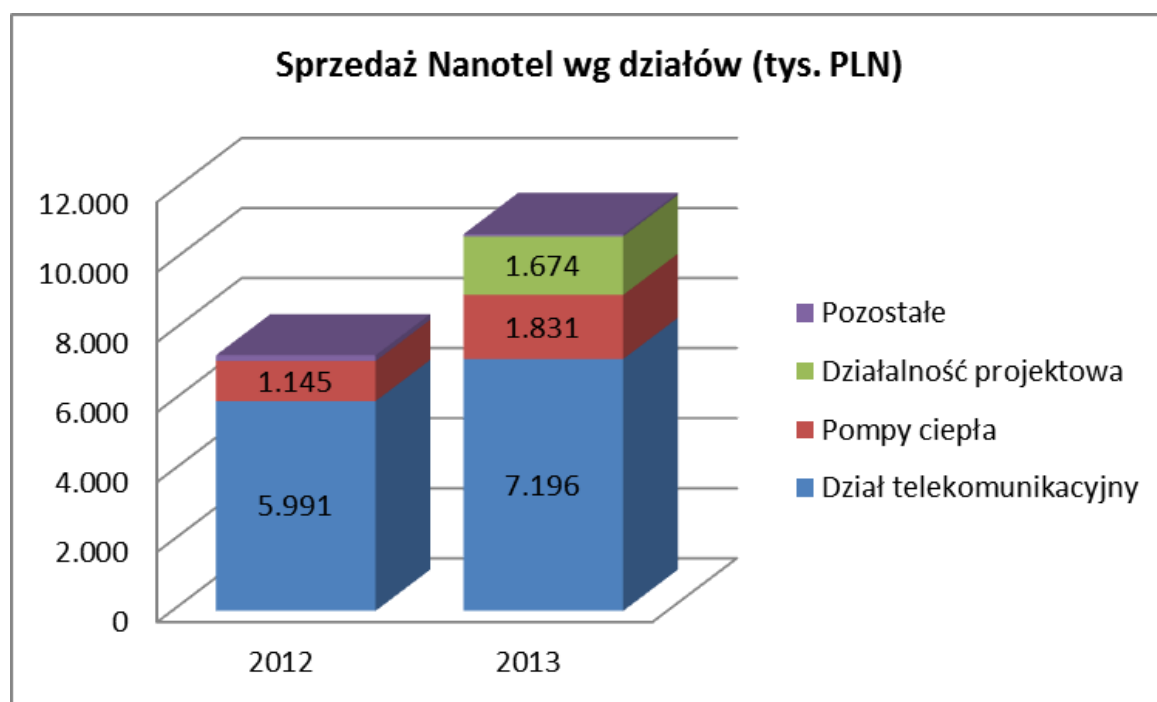
Na Catalyst znajdują się dwie serie obligacji wyemitowane przez spółkę, z oprocentowaniem stałym 12%. Notowane są nieznacznie powyżej nominału, a ich obecna rentowność to nieco powyżej 11%.

| Kod | Wielkość emisji | % | Termin wykupu | Zabezpieczenie |
|---------|-----------------|-----|---------------|---|
| NAN0415 | 1.000.000 zł | 12% | 16.04.2015 | hipoteka do kwoty 567 000 zł na nieruchomości położonej w Jeszkowicach, oraz hipoteka do kwoty 578 000 zł na nieruchomości położonej w Starym Waliszowie. |
| NAN1015 | 1.000.000 zł | 12% | 01.10.2015 | zastaw rejestrowy na 402 000 (czterystu dwóch tysiącach) akcjach Spółki, do kwoty 1 100 000 zł. |

Obydwie emisje nie zostały objęte w całości, a precyzyjnie mówiąc, zostały objęte dokładnie w minimalnej kwocie wymaganej do powodzenia emisji. Wydaje się, że emisje są w posiadaniu głównie inwestorów indywidualnych, nie znalazłem nigdzie informacji o posiadaniu obligacji spółki przez żaden fundusz obligacji. Z dwóch powyższych serii, NAN0415 wydaje się mieć ciekawsze, dość mocne zabezpieczenie, szczegółowe wyceny nieruchomości znajdują się w notcie informacyjnej dotyczącej tej serii obligacji (seria A).

Przychody i rentowność

Spółka w 2013 roku wykazała się imponującym, 47% wzrostem sprzedaży w stosunku do roku poprzedniego (z 7,3 na 10,8 mln zł). Wzrost dotyczył obydwu głównych obszarów działalności spółki.



W zakresie sprzedaży usług budowlanych w dziale telekomunikacyjnym, należy zwrócić uwagę, że z kwoty 7,2 mln zł, 3,7 mln zł stanowi kwota zaliczona do sprzedaży na podstawie wyceny stopnia zaawansowania realizowanych kontraktów,

a niemająca odzwierciedlenia w wystawionych fakturach. Ma to istotne znaczenie dla analizy płynności spółki.

Łączna wartość podpisanych przez Nanotel kontraktów przekracza już 70 mln zł, a najważniejsze pozyskane kontrakty mające wpływ na przychody w latach 2013-2015 wyglądają następująco:

| Data podpisania | Kwota kontraktu (PLN) | Zlecający | Termin ukończenia | Przedmiot kontraktu |
|-----------------|-----------------------|--|-------------------|---|
| 03/2014 | 3.041.569 | Wasko | IV kwartał 2014 | budowa sieci szerokopasmowej w ramach projektu "Likwidacja obszarów wykluczenia informacyjnego i budowa dolnośląskiej sieci szkieletowej" |
| 02/2014 | 9.640.740 | TP Teltech | II kwartał 2015 | budowa sieci szerokopasmowej w województwie podkarpackim |
| 12/2013 | 13.458.365 | Hawe Budownictwo | III kwartał 2015 | kompleksowa budowa sieci szerokopasmowej w województwie podkarpackim |
| 10/2013 | 13.776.246 | Hawe Budownictwo | II kwartał 2015 | kompleksowa budowa sieci szerokopasmowej w województwie podkarpackim |
| 8/2013 | 33.022.204 | AERONAVAL DE CONSTRUCCIONES E INSTALACIONES SAU (ALDESA) | II kwartał 2015 | kompleksowa budowa sieci szerokopasmowych w województwie lubelskim |
| Razem: | 69.897.554 | | | |

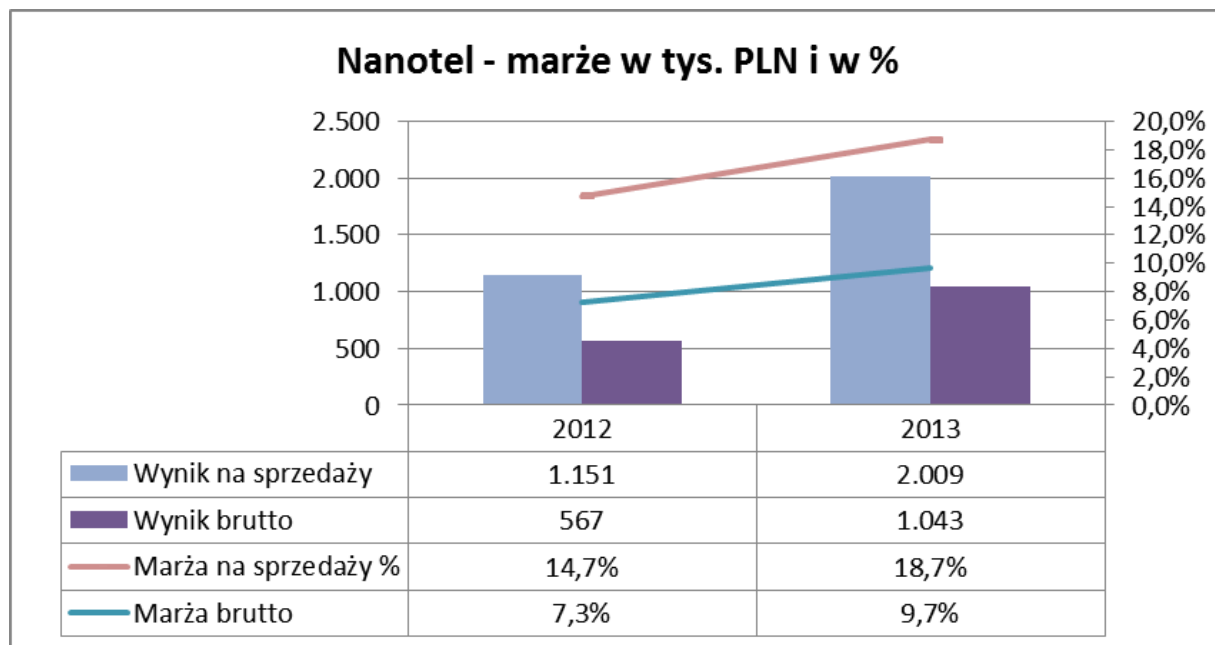
Należy odnotować fakt, że jeden ze zlecających, Hawe Budownictwo, należy do grupy kapitałowej Hawe, której głównym akcjonariuszem jest **Marek Falenta**.

Fakt podpisania w/w kontraktów, a raczej konieczność ich sfinansowania i poszukiwanie środków obrotowych, spowodowały, że w czerwcu 2014 roku Nanotel przedstawił prognozy finansowe na lata 2014-2015, które wyglądają następująco:

| (mln zł) | Wykonanie 2013 | Prognoza 2014 | Prognoza 2015 |
|------------------------|----------------|---------------|---------------|
| Przychody ze sprzedaży | 10,7 | 26 | 30,7 |
| EBITDA | 2,7 | 5,9 | 7,6 |
| Zysk netto | 0,6 | 3,3 | 4,8 |

Realizacja prognoz oznaczałaby zapewne znaczący wzrost wartości giełdowej spółki, sam prognozowany zysk za 2014 i 2015 rok wynosi więcej, niż obecna wycena giełdowa. Należy jednak pamiętać, że spółce zdarzyło się już przestrzelić prognozy: za 2013 rok prognoza przychodów spółki wynosiła 15 mln zł, a faktyczna realizacja 10,6 mln zł. Dodatkowo, konieczność pozyskania finansowania może powodować podanie ambitnych wartości planowanych zysków.

Marże Nanotel przedstawiają się następująco:



Celowo pomijam wyniki I kwartału 2014 (wzrost sprzedaży z 671 tys. zł w Q1 2013 do 2881 tys. zł w Q1 2014 i wzrost straty netto z 369 tys. zł do 1056 tys. zł w Q1 2014), gdyż wyniki dotyczą okresu, w którym prace budowlane są ograniczone do minimum, a przychody w głównej mierze zaliczane są na podstawie % zaawansowania kontraktu.

Same marże kwotowo i procentowo wyglądają przyzwoicie i wykazują tendencje wzrostową. Niestety w ślad za zyskami nie idzie wpływ gotówki z działalności operacyjnej, zarówno w 2012 (1,06 mln) jak i w 2013 (0,75 mln) spółka wykazała ujemne przepływy z działalności operacyjnej.

W 2013 roku należy odnotować wzrost kosztów finansowych z 285 tys. zł w 2012 do 467 tys. zł w 2013, ale można stwierdzić, że nie stanowią one, póki co, zbyt dużej pozycji kosztowej w rachunku wyników spółki.

Rosnące przychody, zapewniony portfel zamówień na lata 2014-2015, prognoza dużych wzrostów sprzedaży i zysków, w czym zatem tkwi problem, że wartość giełdowa spółki jest stosunkowo niska, a obligacje notowane na Catalyst oferują rentowność 11-12%, typową dla spółek o wysokim ryzyku inwestycyjnym.

Płynność i zadłużenie

Pierwszy z ewentualnych problemów, czyli płynność, właśnie znalazł szczęśliwe rozwiązanie w postaci emisji obligacji na 5,37 mln zł, jednocześnie powiększając ewentualny drugi problem – zadłużenie.

Zacznijmy od płynności i opinii audytora spółki w raporcie rocznym 2013. Chociaż: *„nie stwierdziliśmy bezpośrednich przesłanek wskazujących na to, że spółka nie jest w stanie kontynuować działalności przez co najmniej 12 miesięcy licząc od dnia 31.12.2013 roku na skutek zamierzonego lub przymusowego zaniechania bądź istotnego ograniczenia przez nią dotychczasowej działalności”*, to: *„Zarząd spółki prowadzi starania o pozyskanie wyższego poziomu finansowania działalności w związku z wymaganym zaangażowaniem finansowym w realizację zawartych kontraktów w 2014 roku i na 2015 rok. **Nieuzyskanie zewnętrznych źródeł finansowania może prowadzić do niewywiązania się Spółki z zawartych zobowiązań kontraktowych, a w efekcie do wystąpienia zagrożenia możliwości kontynuacji działalności spółki.**”*

Ten sam audytor rok wcześniej nie zgłaszał podobnych zastrzeżeń.

Najprościej mówiąc, audytor wyrażał obawy związane z podpisaniem przez spółkę kontraktów na duże kwoty, bez zabezpieczonego ich finansowania.

Na szczęście, jak już wspomniano, problem płynności znalazł pozytywne rozwiązanie dzięki przeprowadzonej z sukcesem emisji obligacji.

Sprawdźmy co z zadłużeniem, zaczynając od analizy bilansu spółki:

| w tys. PLN | 2012 | 2013 | Q1 2014 |
|-----------------------------------|---------------|---------------|---------------|
| Aktywa trwałe | 4.038 | 5.367 | 5.371 |
| <i>udział w sumie bilansowej</i> | 34% | 35% | 32% |
| Aktywa obrotowe | 7.926 | 10.147 | 11.547 |
| <i>Należności krótkoterminowe</i> | 6.347 | 5.382 | 5.148 |
| <i>udział w sumie bilansowej</i> | 53% | 35% | 30% |
| <i>Inwestycje krótkoterminowe</i> | 402 | 64 | 25 |
| <i>RMK</i> | 797 | 4.463 | 6.028 |
| Aktywa razem | 11.964 | 15.514 | 16.918 |
| Kapitał własny | 2.040 | 2.660 | 1.609 |
| <i>udział w sumie bilansowej</i> | 17% | 17% | 10% |
| Zobowiązania długoterminowe | 1.285 | 5.959 | 6.269 |
| <i>udział w sumie bilansowej</i> | 11% | 38% | 37% |
| Zobowiązania krótkoterminowe | 8.099 | 6.670 | 8.754 |
| <i>udział w sumie bilansowej</i> | 68% | 43% | 52% |
| <i>z tego finansowe</i> | 3.792 | 2.732 | 4.336 |
| RMK | 539 | 224 | 285 |
| Pasywa razem | 11.964 | 15.514 | 16.918 |

Warto zwrócić uwagę na rosnące RMK w aktywach – głównie jest to wartość realizowanych kontraktów, za które spółka nie wystawiła faktur i nie otrzymała płatności. Rosnące aktywa są z kolei finansowane zaciąganiem kolejnych zobowiązań odsetkowych. Oprócz dwóch serii obligacji (2 mln zł w zobowiązaniach długoterminowych) spółka w 2013 roku zaciągnęła kredyt w Getin Banku do kwoty: 4,5 mln zł (2,5 mln zł w zobowiązaniach długoterminowych, ostateczna spłata: 8 czerwca 2015), oprócz tego w bilansie na koniec Q1 2014 pojawiło się kolejne zadłużenie kredytowe na kwotę ok. 1,5 mln zł. Wydaje się, że na 31.03.2014 wszystkie dostępne kredyty były wykorzystane przez spółkę praktycznie w 100%.

Tak więc na dzień 31.12.2013 na 2,66 mln zł kapitałów własnych przypadało 12,8 mln zobowiązań, co oznacza wskaźnik zadłużenia na poziomie 0,83, uważanym za poziom niebezpieczny. Ze względu na stratę w I kwartale i dalszy przyrost rozliczeń międzyokresowych (brak wystawienia faktur sprzedaży za część realizowanych kontraktów), wskaźnik wzrósł do 0,90. Zakładając, że środki z aktualnej emisji obligacji

zostaną przeznaczone na realizację aktualnych kontraktów, a nie spłatę zobowiązań, należy liczyć się z możliwością dalszego wzrostu wskaźnika zadłużenia (jednakże osiąganie przez spółkę zysku netto w kolejnych okresach i związany z tym wzrost kapitałów, może wpływać na ograniczenie wzrostu wskaźnika zadłużenia lub nawet jego spadek).

Wskaźniki płynności oraz zadłużenia dla Nanotel prezentują się następująco:

| | 2012 | 2013 | Q1 2014 |
|--|------|------|---------|
| płynność I stopnia | 0,88 | 0,85 | 0,63 |
| płynność szybka | 0,83 | 0,82 | 0,59 |
| płynność gotówkowa | 0,05 | 0,01 | 0,00 |
| wskaźnik zadłużenia | 0,83 | 0,83 | 0,90 |
| udział zob. odsetkowych w sumie bilansowej | 41% | 52% | 58% |
| stos. zadłużenia odsetkowego do kapitałów | 249% | 327% | 659% |

Odnotujmy również dość długi spływ należności od kontrahentów (150 dni).

| (w tys. PLN) | 2012 | 2013 |
|------------------------------------|-------|-------|
| Należności krótkoterminowe | 5.485 | 4.403 |
| Rotacja należności w dniach | 256 | 150 |
| Zobowiązania z tyt. dostaw i usług | 3.121 | 2.834 |
| Rotacja zobowiązań w dniach | 171 | 118 |

Dlaczego wskaźnik zadłużenia ma istotne znaczenie?

Na 31.03.2013 blisko 17 mln zł aktywów spółki było finansowane przez:

- 1,6 mln. zł – właściciele spółki,
- 15,3 mln zł – wierzyciele spółki.

Najprościej mówiąc oznacza to, że o ile z sukcesu spółki korzystać będą właściciele (akcjonariusze), to ewentualna porażka zostanie sfinansowana w znaczącej części z pieniędzy wierzycieli.

Taki rozkład finansowania pokazuje również, że w spółce nie ma miejsca na popełnienie większego błędu. Materializacja czynników ryzyka typu: brak realizacji prognoz, brak płatności od kontrahenta (upadłość, brak płynności), czy wzrost kosztów finansowania (stopy procentowe) mogłaby stosunkowo szybko przekształcić się w straty dla wierzycieli.

Oczywiście należy stwierdzić, że realizacja prognozy zysku netto na 2014 rok w kwocie 3,3 mln zł., przy założeniu wpływów gotówkowych z realizacji kontraktów, będzie oznaczać spadek wskaźników zadłużenia i wzrost płynności w spółce.

Dlatego też inwestorzy z uwagą powinni śledzić kwartalne wyniki Nanotel, obserwując, w którym kierunku sytuacja się rozwija.

Podsumowując, **wzrost skali działalności powoduje rosnące zapotrzebowanie na kapitał** (wzrost wynagrodzeń, usługi obce – większe płatności dla podwykonawców). Niestety, specyfika zawartych kontraktów powoduje, że za sporą część prac Nanotel nawet nie może wystawić faktur, zalicza je jedynie do rozliczeń międzyokresowych). Nie pojawiają się zatem kolejne należności, które można by zamienić na gotówkę. Główną możliwością sfinansowania bieżących płatności jest zatem zaciąganie kolejnych zobowiązań finansowych.

Już na koniec marca brak środków w kasie i prawdopodobnie maksymalnie wykorzystane kredyty świadczyły o bardzo napiętej w zakresie płynności sytuacji spółki. Dodajmy, że w raporcie za 2013 rok Nanotel wykazał odsetki od zobowiązań budżetowych, co oznacza, że niektóre z nich nie były płacone w terminie.

Spółka w celu dalszego funkcjonowania pozyskała dodatkowe środki obrotowe w postaci emisji obligacji. Należy mieć na uwadze, że zaciągnięcie kolejnego długu będzie miało pozytywny wpływ na płynność, jednakże pogorszy i tak już niekorzystne wskaźniki zadłużenia spółki.

Przed Nanotel staje wyzwanie realizacji przedstawionych ambitnych prognoz i udowodnienie, że zasługuje na zaufanie inwestorów wykazane udzielonym finansowaniem.