

# Analiza fundamentalna wybranej spółki

Autor: Mateusz Maciaszczyk (mateuszmaciaszczyk95@gmail.com)

Spółka: Herkules S.A.

Pokusilem się na referat, którego temat będzie dla mnie wyzwaniem. Z tego względu, że nigdy wcześniej nie robiłem pełnej analizy fundamentalnej dla wybranej przez siebie spółki. Czas to zmienić. Mam nadzieję, że w swojej pracy zawrę najważniejsze rzeczy, aby nie była ona niepotrzebnie rozszerzona o zbędne analizy. Na świecznik weźmiemy spółkę o ładnej nazwie Herkules. Jest to przedsiębiorstwo zajmujące się głównie wynajmem maszyn i urządzeń budowlanych, które dodatkowo oferuje usługi montażowo-budowlane. Jest to ciekawy przypadek z tego względu, że notuje ostatnimi czasy na giełdzie spory wzrost, który spróbujemy sobie przeanalizować prognozując tym samym przyszłość spółki na giełdzie. Aby zachować pewną składnię i chronologię mojej pracy podzielę swoją analizę według klasycznych kryteriów na analizę makroekonomiczną, sektorową, sytuacyjną spółki, finansową oraz wycenę. Zaczynamy...

- Analiza makroekonomiczna:

W tym punkcie przedstawimy sobie ogólną kondycję gospodarki Polski z naciskiem na te wskaźniki, które mają kluczowy wpływ na przyszłość spółki Herkules na tym rynku. Dlaczego rynek Polski? Ponieważ ponad 90% odbiorców spółki pochodzi z naszego kraju, więc nie będę uwzględniał wskaźników dotyczących handlu zagranicznego. Klasycznie PKB za IV kwartał 2016 roku wzrost o 2,7% r/r (Dane lepsze od prognoz, które były na poziomie 2,5% r/r ). Mimo wzrostu PKB niepokojący w gospodarce jest spadek inwestycji, głównie tych w samorządach co może nieść za sobą konsekwencje dla firm, które udzielają się w przetargach, a taką między innymi jest Herkules. Ekonomiści mimo to pozytywnie podchodzą do tematu odbijając piłeczkę słowami „Najgorsze w tej kwestii za nami”. Mają słuszość, ponieważ nowe ustawy unijne pozwalają na większy budżet do dyspozycji dla samorządów. Sprzyjające sygnały niesie za sobą konsumpcja prywatna, która w IV kw. 2016 wzrosła o 4% r/r . Produkcja budowlano-montażowa, która w głównej mierze oddaje stan koniunktury dla tej gałęzi przemysłu w ostatnim czasie odnotowała wzrost o 2,1% r/r. Weszliśmy w stan inflacji, obecnie odczyty na poziomie 1,8% r/r, jest to jak najbardziej sprzyjający gospodarce poziom, który daje dobry fundament do prognozowania wzrostu gospodarczego. Na chwile obecną mamy w Polsce rekordowo niskie stopy procentowe, które najprawdopodobniej przez najbliższe pół roku nie będą podnoszone, co pozwala sądzić, że główne instytucje finansowe w Polsce nie planują jeszcze wyhamowywać inflacji, która napędza rozwój. Podsumowując ten punkt jestem w stanie ocenić rynek polski jako nie zagrażający póki co przedsiębiorstwom takim jak Herkules, wystawiając ocenę „stan stabilny”.

- Analiza sektorowa:

Sektor materiałów oraz usług budowlanych tworzy obecnie aż 20,3 % PKB i odpowiada za około 2,6 mln miejsc pracy (około 18% ogółu pracujących) - pośrednio oraz bezpośrednio. Bez wątpienia jest jednym z największych sektorów w naszej gospodarce. W głównej mierze wynik finansowy spółki Herkules uzależniony jest od cen maszyn i materiałów budowlanych, które wynajmują oraz zużywają po uprzednim zakupieniu ich do swoich aktywów. Są uzależnieni więc pośrednio od cen surowców potrzebnych do wyprodukowania maszyn i materiałów, które skupują. W większości jest to stal i wyroby płaskie, których ceny powinny w II kw. 2017 zacząć spadać po całym roku wzrostów. Wzrosty spowodowane były sporymi kosztami ze strony firm produkujących stal, które musiały zapłacić 1340 euro za tone stopu. Prócz cen surowców, ważna jest dla firmy aktywność w sektorze budowlanym, ponieważ przy dużej ilości inwestycji infrastrukturalnych popyt na dobra i usługi przez nich oferowane wzrasta. Obecnie można prognozować wzrost popytu na usługi budowlane, ponieważ UE przekazało 8 mld złotych na inwestycje infrastrukturalne. Głównymi konkurentami spółki Herkules na rynku są: Betomax, Dekpol, Unibep, Trakcja, Budimex. Choć żadna z nich nie oferuje wynajmu sprzętu i materiałów budowlanych na tak szeroką skalę jak Herkules to trzeba uwzględnić ich siłę na rynku, ponieważ wiele firm związanych z branżą budowlaną szuka nowych rozwiązań i innowacji, aby stać się bardziej konkurencyjną. Silnymi stronami tej branży na ten moment może być przede wszystkim stabilna koniunktura w gospodarce (oczywiście wiemy jak bardzo wrażliwy jest to temat) oraz pozytywne komunikaty napływające z rynku odnoszące się do poprawy sprzedaży w sektorach budowlanych jak i wizji zwiększających się inwestycji infrastrukturalnych. Niskie stopy procentowe sprawiają, że obecnie w Polsce koszt pieniądza jest na rekordowo niskim poziomie, tak więc pasmo inwestycji jest z pewnością szersze. A jak wiemy wzrost inwestycji to kluczowy wskaźnik dla każdej gospodarki, a już na pewno dla gałęzi budowlanej.



Spójrzmy na wykres dla gałęzi budowlanej. Od nowego roku notowania wywindowały do góry. Wzrost inflacji, konsumpcji oraz inwestycji spowodował, że sektor budowlany

przeżywa odrodzenia pędząc czym szybciej do stanu sprzed 2008 roku, gdzie to wykres opiewał na rekordowych poziomach. Co mogłoby zagrozić takiej hossie? Podniesienie stóp procentowych, które pociągną za sobą większy koszt pieniądza, mniej inwestycji, konsumpcja się skurczy i tym samym zatrzymamy tego galopującego byka. Patrząc krótkookresowo można pokusić się o inwestycje, lecz w dłuższym okresie nazwałbym to raczej spekulacją.

- Analiza sytuacyjna spółki:

W tym punkcie postaram się scharakteryzować spółkę którą analizuję, przedstawiając jej produkt, możliwości rozwoju, akcjonariat, katalizatory oraz zagrożenia wynikające z działalności inwestycyjnej. Jak już wcześniej wspomniałem spółka jest wiodącym dostawcą w zakresie wynajmu maszyn budowlanych (Głównie dźwigi). Dodatkowo oferuje usługi transportowe materiałów ponadgabarytowych jak również usługi budowlano-montażowe przy wznoszeniu obiektów kubaturowych, farm wiatrowych oraz obiektów telekomunikacyjnych i energetycznych. Jest także producentem prefabrykatów strunobetonowych oraz kontenerów żelbetonowych. Jak już we wcześniejszych punktach wspomniałem, główny surowiec jaki może mieć wpływ na koniunkturę dla tej spółki jest stal, której ceny najprawdopodobniej osiągnęły swoje maksima. Dodatkowo można brać pod uwagę ropę ze względu na usługi transportowe, więc ten temat również poruszę. 2017 rok ma przynieść niewielki wzrost cen ropy, ze względu na porozumienie OPEC o zmniejszeniu produkcji tego surowca, jak również mniejsze wydobycie w Stanach Zjednoczonych. Ceny mają sięgnąć 60 \$/baryłkę, po czym wykres ma przyhamować dzięki wzrostom kursu dolara, zwiększeniem się wydobycia ropy w Stanach i zaprzestaniem stosowania się do regulacji OPEC krajów w nim uczestniczących. Przechodząc dalej wróćmy do bezpośrednich produktów oferowanych przez spółkę, którymi są dźwigi, maszyny budowlane, kontenery żelbetonowe oraz usługi montażowo-budowlane przy wznoszeniu większych budynków. Wszystkie te produkty uzależnione są od ilości inwestycji w infrastrukturze, co już sobie ustaliliśmy, że przez najbliższe pół roku liczymy na dalsze wzrosty w tym sektorze. Spółka Herkules stawia na innowacje, jak możemy wyczytać na stronie przedsiębiorstwa opiera się na systematycznym rozwoju, poszerzaniu przedmiotu działalności o nowe obszary oraz wdrażaniu nowoczesnych rozwiązań technologicznych. W związku z czym Herkules S.A. stale i skutecznie wykorzystuje dostępne środki unijne. Spółka prowadzona jest przez panów Piotr Żółcicki, Kweciński Tomasz, Oleński Krzysztof. Panowie zasiadają również w zarządzie spółki Viatron, która radzi sobie w ostatnich miesiącach słabo, ale z tego co można wyczytać po wykresie, najgorsze już za nimi i w ostatnich tygodniach odnotowując odbicie, które mam nadzieję, nie jest tylko korektą. Z tej trójki to właśnie pan Tomasz Kweciński posiada jako jedyny większościowe udziały spółki opiewające na 21,5% akcjonariatu. Reszta należy do m.in. Nationale-Nederlande OFE, BPH TFI, Altus TFI, Aviva BZ WBK OFE. Free float 51,5%. Osobiście uważam, że jeśli jest zainteresowanie spółką ze strony funduszy inwestycyjnych to mamy do czynienia z dobrą inwestycją, co jest dla mnie kolejnym pozytywnym wyznacznikiem dla tego przedsiębiorstwa.



Tak prezentuje się wykres dla tej spółki. Podobnie jak w przypadku notowań WIG-BUDOW od kiedy weszliśmy w 2017 rok wzrostom nie ma końca. Bardzo ładny przykład silnego trendu, którego kolejne szczyty są coraz wyżej adekwatnie do zwiększających się dołków (Każdy kolejny dołek jest notowany wyżej). Inwestorzy czekając z pewnością na przebicie poziomu 4 złotych, ponieważ już jedno podejście w maju 2016 roku mieliśmy i cena po przekroczeniu pułapu 4 złotych momentalnie zaczęła spadać, więc jesteśmy w momencie spotkania się równych sił podaży z popytem i czekamy na jednoznaczne sygnały o tym, która z tych sił okaże się silniejsza.

- Analiza finansowa:

W tym punkcie przedstawimy sobie ogólną kondycję spółki zagłębiając się w jej sprawozdanie finansowe i podstawiając odpowiednie pozycje do wskaźników rentowności, płynności czy zadłużenia. Przybliżmy sobie na początku bilans:

- Aktywa trwałe/Aktywa ogółem = 4/5 (Ponad 80% aktywów stanowią aktywa trwałe, co nie dziwi, ponieważ przedsiębiorstwo w dużej mierze posiada maszyny, czy pojazdy, które są bezpośrednim źródłem dochodu. 20% to aktywa obrotowe)

- Kapitał własny/Pasywa ogółem - 1/2 (55% pasywów stanowi kapitał własny, a mniejszą połowę zobowiązania i rezerwy. Nie jest to zadowalający wynik, ale biorąc pod uwagę poprzedni rok, gdzie udział zobowiązań do ogólnego stanu pasywów był jeszcze większy to z pewnością jest to lepszy wynik)

Spoglądając na rachunek zysków i strat i porównując go z poprzednim rokiem nie ma czym się zachwycać, w tym przypadku odnotowujemy spadki:

- Przychody ze sprzedaży -10% r/r,
- Zysk z działalności operacyjnej -40% r/r,
- EBITDA - 20% r/r,

Wyniki nie zadowolają, są to oczywiście odczyty za 2016 rok, a jak wcześniej zobaczyliśmy na wykresie rok ten przyniósł ogromny spadek notowań spółki. Inwestorzy spodziewają się na koniec roku 2017 dużej zmiany w tej kwestii, ponieważ firma podjęła się wielu inwestycji i projektów, które mają przynieść jej spore zyski. Jeśli prognozy się potwierdzą możemy być świadkami rekordowych poziomów cen akcji tej spółki.

Wskaźniki płynności (Odzwierciedla zdolności przedsiębiorstwa do regulowania zaciągniętych zobowiązań w określonym terminie):

- Aktywa bieżące/Pasywa bieżące = 1 (Nie jest to zły wynik, lecz przyjęta norma przyjmuje wartości z przedziału 1.2-2)

- Majątek obrotowy-zapasy/zobowiązania krótkoterminowe = 0,7 (Przyjęta norma, okolice 1. W tym przypadku możemy mówić o małych problemach z płynnością w przypadku szybkiej spłaty swoich zobowiązań krótkoterminowych)

Wskaźniki zadłużenia (Obrazują nam jaki jest udział zobowiązań w ogólnej strukturze finansowej spółki, oraz czy nie zagrażają one w przyszłości przedsiębiorstwu):

- Zobowiązania ogółem/Pasywa ogółem = 0,45 ( 45% pasywów stanowi zadłużenie, jak już wcześniej wspominałem jest to sporo, lecz biorąc pod uwagę poprzednie lata udział ten się zmniejsza, nie zapominając również o tym czym spółka się zajmuje, głównie skupuje aktywa trwałe, które wynajmuje, a więc zakup takiej maszyny czy pojazdu często odbywa się poprzez zaciągnięcie kredytu).

- Zobowiązania ogółem/Kapitał własny = 0,80 (80 % kapitału własnego stanowią zobowiązania, jest to bardzo dużo, nie ma co ukrywać, ale trzeba cały czas pamiętać o działalności jaką ta spółka prowadzi),

- EBIT/Raty kapitałowe+odsetki = 0,65 (Zysk operacyjny z jednego roku starczyłby na pokrycie wszelkich rat i pożyczek z około 7 miesięcy, jest to bardzo słaby wynik).

Wskaźniki rentowności:

- ROS = 0,08 (8% rentowności ze sprzedaży, jest to niski odczyt mówiący nam jak wiele zysku netto pozostaje w przedsiębiorstwie ze sprzedaży. W tym przypadku Herkules musi proporcjonalnie bardzo dużo sprzedać, aby osiągnąć zadowalający zysk),

- ROA = 0,069 ( 6,9% - taka jest stopa zwrotu z aktywów. Średnia dla sektora 4,5%. Z moich własnych obliczeń za rok 2016 wychodziło 2%, najprawdopodobniej portal biznesradar.pl pobiera aktualniejsze dane, bądź inaczej oblicza ten wskaźnik)

- ROE = 0,1246 (12,46% - stopa zwrotu z kapitału własnego. Średnia dla sektora na poziomie 7%. Początkowe obliczenia na poziomie 1% również za sprawozdanie finansowe spółki za rok 2016, pamiętając oczywiście, że pod koniec 2016 odnotowywane były rekordowe spadki cen akcji tej spółki spowodowane bardzo możliwe słabymi wynikami finansowymi, które również zauważyłem. Zmiana z poziomu 1% na 7%, którą podaje biznesradar.pl rzeczywiście może być odbierana przez inwestorów jako bardzo dobra okazja inwestycyjna)

Wskaźniki rynkowe:

- C/Z = 6 (Rynkowa cena akcji do zysku jaki osiąga w ostatnim czasie ta spółka, jest to bardzo dobry odczyt w porównaniu do całego sektora, dla którego średnia wynosi -7)

- C/WK = 0.75 (Kapitalizacja do wartości księgowej, bardzo ważny wskaźnik, który powinno się rozpatrywać do całego sektora, a nie zamykać na jednym ustalonym poziomie. Średnia dla branży -0.30.)

- C/P = 1.25 (Cena akcji do przychodu jaki osiąga spółka na jedną akcję. Średnia dla sektora 0.84)

Podsumowując ten punkt muszę zaznaczyć jedną bardzo ważną kwestię. Wskaźniki płynności, zestawienia bilansu, rentowności czy zadłużenia opracowywałem o własne obliczenia na podstawie sprawozdania finansowego spółki za rok 2016, gdzie wyniki były bardzo złe, albo przynajmniej stabilne. Z pewnością inwestorzy tak jak ja po opublikowaniu raportu we wrześniu 2016 po wstępnych obliczeniach zaczęli sprzedawać akcje na potęgę co doprowadziło do spadku ceny akcji poniżej 3 zł/szt., do podania wskaźników rynkowych posłużyłem się portalem biznesradar.pl gdzie wskaźniki były zaskakujące dobre. Podejrzewam, że takie strony jak ta podana przeze mnie powyżej mają dostęp do świeższych informacji napływających z ksiąg rachunkowych spółki i podają dane aktualne, które sprawiają, że nie dziwię się kompletnie ostatnim wzrostom, które zaczęły się w styczniu 2017 roku.

- Wycena spółki:

Przy wycenie posłuże się modelem Gordona, który uwzględnia spółki dywidendowe. Ostatnia wypłata dywidendy przez spółkę Herkules miała miejsce 24 sierpnia 2016 roku, było to 0,16zł/akcje.

$$\text{Cena akcji} = \frac{D_0 * (1 + g)}{r - g}$$

$g = \text{ROE} * \text{WZ}$  (zysk zatrzymany w spółce/zysk netto).

$g$  - stała stopa wzrostu dywidendy.

ROE - rentowność kapitału własnego.

$D_0$  - ostatnia wypłacana dywidenda na akcje.

$r$  - wymaga przez inwestora stopa zwrotu.

$$\text{ROE} = 0,1246$$

$$\text{WZ} = 0,95$$

$$g = 0,12$$

$$D_0 = 0,16$$

$$D_0 * (1 + g) = 0,18$$

$$r = 16\% = 0,16$$

$$\text{Cena akcji} = 0,18 / 0,04 = 4,5 \text{ zł}$$

Przy wycenie zastosowałem bardzo subiektywne obliczenia, dlatego nie uważam, że wynik 4,5 zł jest bardzo prawdopodobny, ale zdrowo rozsądkowo wiem, że ta spółka jest w stanie

osiągnąć ten pułap, jeśli gospodarka w najbliższych miesiącach nie wyhamuje. Na chwilę obecną jestem zdania, że warto poczekać na przełamanie bariery 4 zł i z uwagą przyglądać się komunikatom napływającym ze spółki jak i z ogólnego runku budowlanego z którym Herkules jest silnie skorelowany. Prognozuje osiągnięcie pułapu 4,5 zł na sierpień 2017 roku, mam nadzieję, że moje przewidywania się sprawdzą, a pierwsza pełna analiza fundamentalna będzie udana.

## Bibliografia:

1. Bankier.pl, *HERKULES SA (HRS)*, 2017.03.06.
2. Biznesradar.pl, *HERKULES SA (HRS)*, 2017.03.06
3. Stooq.pl, *HERKULES SA (HRS)*, 2017.03.06
4. herkules-polska.pl, *raport okresowy*.