



17 listopada 2009

Komentarz specjalny



Przemysł

Polska

Jakub Szkopek
(48 22) 697 47 40
jakub.szkopek@dibre.com.pl

SecoWarwick

SWGR.WA; SEK.PW

Wyniki 3Q2009

Obecna cena: 17,70 PLN

W trzecim kwartale 2009 roku przychody ze sprzedaży spadły o 57,8% r/r (w pierwszej połowie roku -44,4% r/r). Spadek przychodów był wynikiem mniejszego popytu w branżach najbardziej dotkniętych światowym kryzysem (przemysł samochodowy, lotniczy i obronny). Spadek przychodów spowodował, że Spółka w trzecim kwartale po raz pierwszy w roku wypracowała stratę operacyjną (-3,8 mln PLN) oraz ujemną wartość EBITDA (-2,6 mln PLN). Sytuacja na rynku oferowanych przez spółkę produktów jest trudna, głównie za sprawą odroczenia w czasie i rewizji planów inwestycyjnych przez działające spółki przemysłowe. Ilość ogłaszanych przetargów i zgłoszeń na urządzenia jest bardzo mała i trudno jest ocenić kiedy można oczekiwać istotnej zmiany. Zarząd na nadchodzący kwartał za zadanie stawia sobie wypracowanie wyniku netto na poziomie zerowym. Spółka nie ma problemów z płynnością (30,2 mln PLN gotówki) i posiada niski stopień zadłużenia (0,2 mln PLN). Przeprowadzone od jesieni 2008 roku działania oszczędnościowe zwiększają dźwignię operacyjną i jeśli tylko koniunktura wróci na rynek może to się przyczynić do wypracowania wysokich potencjalnych zysków. Spółki zrzeszone w grupie podpisały w trzecim i czwartym kwartale 2009 roku kilka nowych kontraktów i starają się obecnie o kolejne. W październiku i listopadzie wzrosło wykorzystanie mocy produkcyjnych w poszczególnych zakładach. Może to być pewną oznaką ożywienia...

Wyniki 3Q2009

W trzecim kwartale 2009 roku przychody ze sprzedaży wyniosły 25,5 mln PLN i były 57,8% niższe r/r. Największy spadek zanotowano w segmentach linii do obróbki cieplnej aluminium (Aluminium Process) (-98,4% r/r), piece topialnych (-69,1%) oraz linii do lutowania aluminiowych wymienników ciepła (CAB) (-58,0% r/r). Równie wysoką ujemną dynamikę przychodów ze sprzedaży posiadał segment pieców atmosferycznych (-54,1% r/r). Powodem tak drastycznego spadku inwestycji w nowe moce produkcyjne były spadki na rynkach gotowych produktów przemysłu samochodowego, lotniczego, obronnego i energetycznego. Mimo wysokiej ujemnej dynamiki przychodów relatywnie najlepiej radzą sobie segmenty pieców topialnych i pieców próżniowych. Przychody dwóch wymienionych segmentów w trzecim kwartale stanowiły odpowiednio 44,9% i 43,9% przychodów segmentów wygenerowanych od początku roku. Udział przychodów za trzeci kwartał w trzech pierwszych kwartałach 2008 roku omawianych segmentów, wyniósł odpowiednio 33,2% oraz 33,9%, więc raczej nie można tego wiązać wyłącznie z efektem sezonowości. Piece topialne i piece próżniowe mają szerokie zastosowanie w większości gałęzi przemysłu metalurgicznego, narzędziowego, lotniczego, energetycznego, medycznego, odlewniczego, samochodowego i specjalnego. Większość z tych gałęzi odczuwa zmniejszony popyt na oferowane produkty co bezpośrednio przekłada się na decyzję o odłożeniu inwestycji w czasie, bądź zrewidowaniu bieżących planów inwestycyjnych. W bieżących wynikach kwartalnych widać jednak pewien wzrost zamówień z porównaniu do pierwszej połowy roku. Najgorsza perspektywa rysuje się przed segmentem linii do obróbki cieplnej aluminium (Aluminium Process). W trzecim kwartale 2009 roku przychody wyniosły 0,6 mln PLN i stanowiły 8% przychodów segmentu za 1-3Q2009. W obrębie tego segmentu widoczna jest wyraźna sezonowość i znaczna część przychodów przypada na drugą połowę roku. Produkty linii do obróbki cieplnej aluminium są powszechnie stosowane w przemyśle samochodowym i lotniczym, a jak dotychczas obecne osłabienie koniunktury gospodarczej na świecie w znacznym stopniu dotyka właśnie te sektory. Dopiero w drugiej połowie roku spółka podpisała pierwsze od 9 miesięcy umowy na dostawę linii dla producentów samochodów i samolotów.

Skrócony rachunek zysków i strat Spółki SecoWarwick

	2008	1-3Q2008	1-3Q2009	zmiana	3Q2008	3Q2009	zmiana
Przychody ze sprzedaży	262,1	175,5	89,5	-49,0%	60,5	25,5	-57,8%
Piece próżniowe	67,0	41,1	21,1	-48,7%	14,0	9,3	-33,6%
CAB	54,5	37,3	22,8	-39,1%	11,6	4,9	-58,0%
Piece Atmosferowe	21,1	37,4	19,9	-46,8%	9,9	4,5	-54,1%
Aluminium Process	68,8	49,4	7,5	-84,9%	38,5	0,6	-98,4%
Piece Topialne	20,0	12,3	2,8	-77,2%	4,1	1,3	-69,1%
Pozycje nieprzypisane	30,6	22,2	15,5	-30,4%	6,6	4,9	-25,0%
EBIT	25,4	6,5	-2,6	-	5,5	-3,8	-
marża EBIT	9,7%	3,7%	-2,9%	-	9,0%	-14,9%	-
EBITDA	29,7	9,6	1,2	-87,8%	6,5	-2,6	-
marża EBITDA	11,3%	5,4%	1,3%	-	10,8%	-10,1%	-
Zysk netto	14,7	6,5	-2,2	-	5,0	-3,2	-

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Wynik operacyjny za trzeci kwartał wyniósł -3,8 mln PLN wobec 5,5 mln PLN w analogicznym okresie rok wcześniej. Znaczący spadek zysku operacyjnego spowodowany był istotnym obniżeniem przychodów ze sprzedaży.

W trzecim kwartale 2009 roku znacznemu obniżeniu uległa również wartość EBITDA, która ostatecznie wyniosła -2,6 mln PLN wobec 6,5 mln PLN w 3Q2008. Spadek wartości EBITDA nastąpił mimo, że rok do roku wartość amortyzacji za trzeci kwartał wzrosła o 14,5%.

Dom Inwestycyjny BRE Banku nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się na ostatniej stronie niniejszego komentarza.

Zysk netto w trzecim kwartale 2009 roku wyniósł -3,2 mln PLN wobec 5,0 mln PLN w analogicznym okresie rok wcześniej. W 3Q2009 na zysk netto najbardziej wpływały: wycena bilansowa instrumentów pochodnych (+5,5 mln PLN), strata na zapadłych instrumentach pochodnych (-2,8 mln PLN) oraz różnice kursowe (-2,1 mln PLN). Wartość podatku dochodowego wyniosła 1,0 mln PLN i wynikała z braku możliwości rozliczenia straty podatkowej w przyszłych okresach w grupie podatkowej SecoWarwick oraz LTZ Elterma.

Zarząd zapowiada, że kolejny czwarty kwartał powinien być nieznacznie lepszy niż trzeci. Dopowiada również, że lepszy oznacza zysk netto na poziomie break even point. Już obecnie w październiku i listopadzie obłożenie mocy w poszczególnych zakładach grupy jest znacznie wyższe niż kilka miesięcy wcześniej (SecoWarwick 100% wykorzystania mocy, Elterm 50-60% wykorzystania mocy). Jest to możliwe dzięki podpisaniu nowych i kontynuowaniu wcześniej zawieszonych kontraktów.

Seco Warwick

W ramach spółki SecoWarwick S.A. podpisano nowy kontrakt od tureckiego klienta na urządzenie w technologii A/P na łączną wartość 3 mln PLN. W trakcie negocjacji są 4 kontrakty na urządzenia wykorzystywane w energetyce jądrowej, oraz kontrakty na dwa urządzenia do przemysłu motoryzacyjnego na łączną kwotę 2 mln EUR. Spółka w lipcu otrzymała pierwsze w tym roku zamówienia na serwis oraz części do linii na łączną wartość 0,2 mln EUR. Obecnie w ramach omawianego zakładu prowadzona jest finalizacja zamówień w technologii retech na łączną wartość 1,8 mln PLN.

Elterma

W ramach spółki Elterma w listopadzie wznowiono realizację kontraktu na 1,8 mln EUR dla MAZ (Białoruś) i podpisano nowy kontrakt za 1,3 mln PLN dla Instytutu Mechaniki Precyzyjnej w Warszawie.

Seco Warwick USA

Spółka finalizuje zamówienia w segmencie pieców próżniowych na łączną wartość ok. 1,1 mln USD, oraz wznowiła negocjacje nad kontraktem w technologii A/P dla klienta w Omanie. Obecnie widoczny jest wzrost wartości zamówień w segmencie części zamiennych. Przychody z tej działalności w trzecim kwartale wyniosły 3,8 mln USD.

Retech Systems LLC

Retech jest najlepszą spółką zależną w grupie. W sumie w 3 kwartale 2009 roku zysk netto wypracowany przez spółkę w ramach grupy wyniósł 6,7 mln PLN. Sprzedaż spółki w 3Q2009 wyniosła 6,5 mln USD wobec 15,6 mln USD w 3Q2008. Spółka pracowała nad zamówieniami dotyczącymi urządzeń do metalurgii proszków oraz finalizacją zamówienia dotyczącego pieca do odlewania łopatek turbinowych dla klienta z USA i spawarek plazmowych dla klienta z Kazachstanu. Obecnie spółka prowadzi negocjacje w sprawie potencjalnych umów na dostawę pieców do metalurgii proszków na łączną wartość 60 mln USD. Również bardzo perspektywiczne wydają się być kontrakty na spoiwa tytanowe wykorzystywane w nowym typie samolotów Boeing „Dreamliner”.

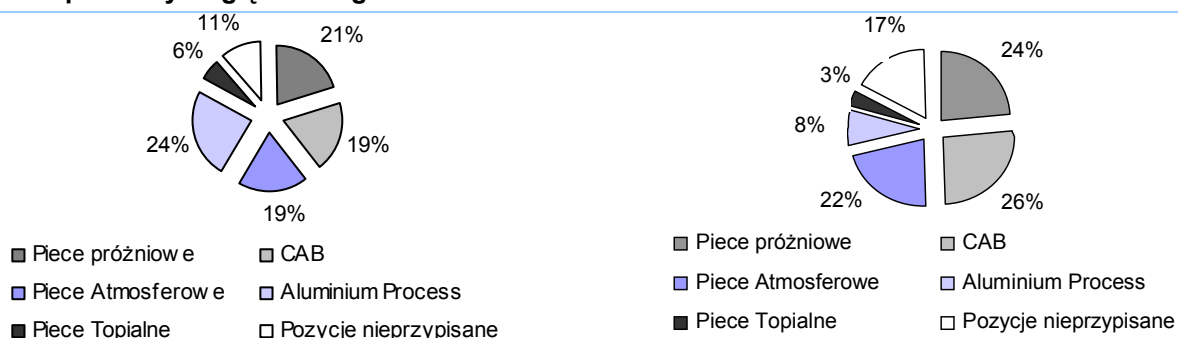
Seco Warwick Allied Indie

Sprzedaż spółki po trzecim kwartale 2009 roku wyniosła 34,4 mln PLN, a udział grupy w zysku netto wyniósł 0,6 mln PLN. W 3Q2009 spółka zdobyła nowe zamówienia na około 7,8 mln PLN. W listopadzie spółka powinna zakończyć prace na realizację kontraktu Royal Majestic na wartość 1 mln USD. Pierwszy etap trwającej rozbudowy zakładu w Indiach ma zostać ukończony w 1Q2010, a koszt jego nakładów inwestycyjnych jest szacowanych na 2,7 mln EUR.

SecoWarwick Tianjin Chiny

Do ważniejszych realizacji trzeciego kwartału zaliczyć można instalacje linii CAB dla Shanghai Fan. Spółka zdobywa liczne oferty na piece próżniowe o niskim poziomie skomplikowania oraz oferty z branży A/P. Obecnie w posiadaniu spółki są zamówienia na instalacje A/P na 20,2 mln USD dla NorthEast i Ghanzou. Rynek Chiński nadal pozostaje trudniejszy od wcześniejszych oczekiwań zarządów. Wiele zamówień jest kierowanych do spółek dobrze ugruntowanych na rynku, bądź wywodzących się z Chin. Prawdopodobnie spółka będzie musiała ponieść sporo wysiłku by dobrze zakorzenić się na nowym rynku.

Struktura sprzedaży względem segmentów w 1-3Q2008 i 1-3Q2009

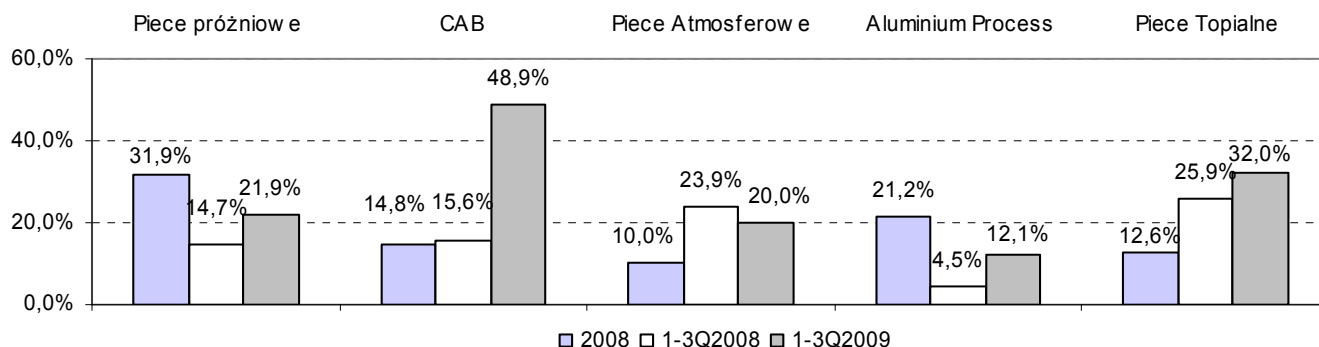


Źródło: DI BRE Banku S.A.

Restrukturyzacja

Zarząd mając na względzie istotny spadek produkcji zdecydował się na redukcję wynagrodzeń i zatrudnienia w spółkach w obrębie grupy. Zwolnienia w trzech głównych spółkach (SWSA, Elterma, SWC) objęły swoim zasięgiem od jesieni 2008 roku ponad sto osób (112 osób). Zarząd dokonał również cięć w przyznawanych pracownikom premiach (premie wyłącznie do 30% podstawy wynagrodzenia). W omawianym okresie Spółka podjęła również działania mające na celu lepszą kontrolę kosztową poszczególnych projektów oraz skuteczniejszą koordynację polityki zakupów w grupie. W sumie Zarząd szacuje, że w perspektywie całego roku oszczędności wyniosły około 10 mln PLN i spora część z tych oszczędności jest możliwa do utrzymania w przyszłości.

Marże zysku brutto ze sprzedaży dla poszczególnych segmentów



Źródło: DI BRE Banku S.A.

W pierwszych trzech kwartałach 2009 roku istotnie wzrosły marże zysku brutto ze sprzedaży poszczególnych segmentów. Największy wzrost miał miejsce w segmentach linii do lutowania aluminiowych wymienników ciepła (CAB) (wzrost z 15,6% w 1-3Q2008 do 48,9% w 1-3Q2009), linii do obróbki cieplnej aluminium (aluminium process) (wzrost z 4,5% w 1-3Q2008 do 12,1% w 1-3Q2009) oraz pieców próżniowych (wzrost z 14,7% w 1-3Q2008 do 21,9% w 1-3Q2009) i pieców topialnych (wzrost z 25,9% w 1-3Q2008 do 32,0% w 1-3Q2009). Spadek marży zysku brutto został zaobserwowany w segmencie pieców atmosferycznych (spadek o 3,9 pp.).

Przepływy pieniężne

W sumie w trzech pierwszych kwartałach 2009 roku przepływy pieniężne wyniosły 18,0 mln PLN, a stan gotówki na koniec września 2009 roku wyniósł 30,2 mln PLN.

Przepływy z działalności operacyjnej

Spółka w 1-3Q2009 zwiększyła poziom zapasów o 2,2% r/r i zmniejszyła należności o 55,2% r/r. Zwiększeniu uległy zobowiązania krótkoterminowe o 46,7% r/r.

CAPEX

Przepływy z działalności inwestycyjnej wyniosły -18,8 mln PLN i związane były głównie z wydatkami z tytułu instrumentów pochodnych (12,5 mln PLN).

Dług

Przepływy z działalności finansowej wyniosły -5,9 mln PLN i związane były ze spłatą kredytów i pożyczek. W sumie na koniec września 2009 roku wartość kredytów i pożyczek wyniosła 0,2 mln PLN.

Wysoka wartość środków pieniężnych i stosunkowo mała wartość kredytów i pożyczek sprawia, że Spółka mimo znaczącego spadku przychodów ze sprzedaży nie posiada problemów z zachowaniem płynności finansowej.



Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor Zarządzający
Dyrektor Departamentu Analiz
michal.marczak@dibre.com.pl
Strategia, Telekomunikacja, Surowce, Metale, Media

Departament Analiz:

Marta Jeżewska tel. (+48 22) 697 47 37
Wicedyrektor
marta.jezewska@dibre.com.pl
Banki

Analitycy:

Kamil Kliszczyk tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.klisczyk@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Handel

Piotr Grzybowski tel. (+48 22) 697 47 17
piotr.grzybowski@dibre.com.pl
IT, Media

Maciej Stokłosa tel. (+48 22) 697 47 41
maciej.stoklosa@dibre.com.pl
Budownictwo, Deweloperzy

Jakub Szkopek tel. (+48 22) 697 47 40
jakub.szkopek@dibre.com.pl
Przemysł

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

Piotr Dudziński tel. (+48 22) 697 48 22
Dyrektor
piotr.dudzinski@dibre.com.pl

Marzena Łempicka– Wilim tel. (+48 22) 697 48 95
Wicedyrektor
marzena.lempicka@dibre.com.pl

Maklerzy:

Emil Onyszczyk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczyk@dibre.com.pl

Grzegorz Stępień tel. (+48 22) 697 48 62
grzegorz.stepien@dibre.com.pl

Tomasz Dudź tel. (+48 22) 697 49 68
tomasz.dudz@dibre.com.pl

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44
michal.jakubowski@dibre.com.pl

Tomasz Jakubiec tel. (+48 22) 697 47 31
tomasz.jakubiec@dibre.com.pl

Grzegorz Strublewski tel. (+48 22) 697 48 76
grzegorz.strublewski@dibre.com.pl

„Prywatny Makler”

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26
Dyrektor BSOZ
jacek.szczepanski@dibre.com.pl

Paweł Szczepanik tel. (+48 22) 697 49 47
Sprzedaż
pawel.szczepanik@dibre.com.pl

Dom Inwestycyjny
BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-950 Warszawa
www.dibre.com.pl

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**EV** - dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)**EBIT** - Zysk operacyjny**EBITDA** - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją**BOOK VALUE** - wartość księgowa**WNDB** - wynik na działalności bankowej**P/CE** - cena do zysku wraz z amortyzacją**MC/S** - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży**EBIT/EV** - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej**P/E** - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję**ROE** - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych**P/BV** - (Cena/Wartość księgowa) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję**Dług netto** - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent**Marża EBITDA** - EBITDA / Przychody ze sprzedaży**Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.**

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%**AKUMULUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%**TRZYMAJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%**REDUKUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%**SPRZEDAJ** - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. DI BRE Banku S.A. nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

DI BRE Banku S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Jest możliwe, że DI BRE Banku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

DI BRE Banku, jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitentów lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitentów wymienionych w opracowaniu.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody DI BRE Banku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .

Nadzór nad działalnością Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondi, Nepentes, Optopol, Pemug, Polimex-Mostostal, Torfarm.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: 05 NFI, Agora, Ambra, Arkus, ASPA, Bakalland, BIAFORM, BRE Bank, Cegielnie Bydgoskie, Centromor, Computerland, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Energoaparatura, Erbud, ERGIS-EUROFILMS, Es-System, Farmacol, FAT, Ferrum, GTC, Interagroclin Auto, Izo-Erg, Komputronik, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Mostostal Warszawa, Nepentes, Odlewnia Żeliwa, Odratrans, Pemug, PGE, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, Przedsiębiorstwo Robót Kolejowych 7, RYFAMA, Seco Warwick, Sokołów, Sygnity, Techmex, Torfarm, Unibep, WAN, ZA Puławy, ZUGIL.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Centrum Klima, LW Bogdanka. Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w DI BRE Banku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.