

24 marca 2011

Komentarz specjalny



Przemysł

Polska

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

ES-SYSTEM

ESSM. WA; ESS PW

Wyniki 4Q10

Obecna cena 4,67 PLN

W 4Q10 przychody ze sprzedaży wyniosły 48,5 mln PLN i były o 17,5% r/r wyższe. Najsilniej, bo aż o 68,6% r/r wzrosła sprzedaż przeznaczona na eksport, co wynikało z większego o 35% r/r portfela zamówień zanotowanego w 3Q10. Mimo wzrostu cen surowców, w związku z większym obciążeniem mocy produkcyjnych, Spółce udało się zwiększyć marżę operacyjną o 1,7pp i utrzymać na podobnym poziomie, co w 3Q10. W bieżącym roku ES-System pozytywnie spostrzega perspektywy na 2011 rok. Sprzedaż najdynamiczniej ma rosnąć w segmencie sprzedaży eksportowej, gdzie portfel zamówień jest kilkakrotnie razy wyższy w porównaniu do początku roku 2010 (po części efekt niskiej bazy tamtego okresu). W przypadku zamówień krajowych, te są o ponad 25% wyższe w porównaniu do analogicznego okresu roku ubiegłego. Od drugiego kwartału, produkcja ma się rozpocząć w nowym zakładzie w Dobczycach, dzięki czemu w całym roku spodziewany jest wzrost sprzedaży o 24 mln PLN. Spółka według naszych wstępnych prognoz notowana jest ze wskaźnikami 14,2 P/E i 7,8 EV/EBITDA na bieżący rok, co sugerowałoby, że bieżąca cena jest blisko swojej wartości godziwej. Zakładając jednak, zgodnie z opinią Zarządu, że sytuacja w branży powoli ulega poprawie oraz możliwość większego wykorzystania mocy wytwórczych zakładu w Dobczycach w kolejnych latach, obecny moment może stanowić punkt zwrotny dla kształtowania się giełdowego kursu. Dodatkowo w pierwszym kwartale 2011 roku zima była łagodniejsza niż miało to miejsce w 1Q10. Wówczas w pierwszym kwartale Spółka osiągnęła jedynie 0,3 mln PLN zysku operacyjnego i 0,1 mln PLN zysku netto. Efekt niskiej bazy, przy znacznie większym portfelu zamówień oraz łagodniejszej pod względem warunków pogodowych zimie powinien mieć pozytywny wpływ na dynamikę wzrostu wyników w 1Q11.

Wyniki 4Q10

W czwartym kwartale 2010 roku przychody Spółki wyniosły 48,5 mln PLN i były o 17,5% wyższe w porównaniu do analogicznego okresu roku ubiegłego. Głównym motorem wzrostu obrotów była sprzedaż eksportowa, która była o 68,6% r/r wyższa. Wysoka sprzedaż zagraniczna, to rezultat wzrostu zamówień portfela eksportowego o 35% r/r, jaki mieliśmy okazję obserwować w końcówce 3Q10. W przypadku sprzedaży na terenie kraju, to ta w 4Q10 wzrosła o 9,3% r/r i była o 11,2% wyższa w porównaniu do 3Q10. Mimo wzrostu cen materiałów, potrzebnych do wytworzenia w 4Q10 (blachy stalowe, plastiki, aluminium) marża brutto ze sprzedaży wyniosła 36,6% i była o 0,6pp niższa w porównaniu do 3Q10 i o 1,1pp niższa niż w 4Q09. W czwartym kwartale 2010 roku koszty sprzedaży rosły o 19,2% r/r, a koszty zarządu o 8,1% r/r. Wzrosty w porównaniu do analogicznego okresu roku ubiegłego miały już miejsce w 3Q10 i związane były z przekwalifikowaniem kosztu zespołu badawczego z kosztów wytworzenia do kosztów zarządu (o czym pisaliśmy przy okazji raportu po wynikach za 3Q10). Wzrost kosztów sprzedaży, podobnie jak w 3Q10 związany był z wyższą premią dla sprzedawców, w związku ze zwiększeniem dystrybucji w kanale hurtowym (w wyniku działań antykrzysowych wynikających ze zmniejszenia inwestycji deweloperskich). W sumie marża operacyjna w 4Q10 (uwzględniająca wszystkie zmiany kwalifikacji kosztów) wyniosła 10,1% i była o 1,7pp wyższa w porównaniu do analogicznego okresu roku ubiegłego oraz o 0,02pp niższa niż miało to miejsce w 3Q10. Nominalnie wynik operacyjny w 4Q10 wzrósł o 41,2% r/r, a zysk netto o 29,6% r/r. Wynik operacyjny i netto były również wyższe w porównaniu do 3Q10 o odpowiednio 6,5% q/q i 4,9% q/q.

Skrócony rachunek zysków i strat ES-System w 4Q10

(mln PLN)	2009	2010	zmiana	4Q09	4Q10	zmiana
Przychody ze sprzedaży	150,8	162,3	7,6%	41,2	48,5	17,5%
Sprzedaż krajowa	119,6	126,6	5,8%	35,6	38,9	9,3%
udział sprzedaży krajowej	79,3%	78,0%	-	86,2%	80,2%	-
Export	31,2	35,7	14,5%	5,7	9,6	68,6%
udział sprzedaży exportowej	20,7%	22,0%	-	13,8%	19,8%	-
EBIT	11,8	13,1	11,1%	3,5	4,9	41,2%
rentowność EBIT	7,8%	8,1%	-	8,4%	10,1%	-
EBITDA	17,8	19,4	8,9%	5,0	6,5	30,2%
rentowność EBITDA	11,8%	11,9%	-	12,1%	13,4%	-
Zysk netto	9,0	11,0	21,8%	2,9	3,8	29,6%

Źródło: DI BRE Banku

Perspektywa na 2011 rok

Po wynikach za 4Q10 Zarząd nadal pozytywnie postrzega perspektywy roku 2011. Spółka stawia na sprzedaż eksportową wchodząc z pięciokrotnie wyższym portfelem zamówień w porównaniu do analogicznego okresu roku ubiegłego (efekt niskiej bazy). Dodatkowo dotychczasowe rynki zagraniczne wskazują na dalszy wzrost sprzedaży, co jest dobrym prognozą na przyszłość. Zamówienia na rynku krajowym są o ponad 25% wyższe (uwzględniając portfel realizowany w 2010 roku). Od drugiego kwartału 2011 nowa produkcja w zakresie opraw SSL pojawi się w zakładzie w Dobczycach, a od początku maja do wyników operacyjnych wejdzie amortyzacja nowego zakładu, która planowana jest na poziomie 86,5 tys. PLN miesięcznie (0,7



mln PLN rocznie). W sumie dzięki uruchomieniu fabryki w Dobczycach, w pierwszym roku działalności sprzedaż ma wzrosnąć o 24 mln PLN. W pierwszym półroczu wyniki operacyjne mogą się znajdować pod presją rosnących cen komponentów do produkcji, w tym plastików, aluminium i blach stalowych, które są używane do produkcji opraw oświetleniowych. W mniejszym stopniu Spółka jest narażona na rosnące ceny miedzi ze względu na zmniejszenie użycia tego materiału do produkcji asortymentu.

ES System w bieżącym roku planuje przeznaczyć około 10 mln PLN na inwestycje. W sumie w całym 2011 roku według naszych wstępnych prognoz szacujemy, że przychody wyniosą 212 mln PLN (+30,9% r/r), EBITDA 24,2 mln PLN (+25,0% r/r), EBIT 17,1 mln PLN (30,6% r/r) i zysk netto 14,1 mln PLN (+27,8% r/r). Przy takich rezultatach obecnie Spółka notowana jest ze wskaźnikami 14,2 P/E i 7,8 EV/EBITDA na bieżący rok. Biorąc pod uwagę mnożniki finansowe, bieżąca wycena mogłaby sugerować, że Spółka jest notowana blisko swojej wartości godziwej. Zakładając jednak, zgodnie z opinią Zarządu, że sytuacja w branży powoli ulega poprawie, na czym skorzystać może Spółka w przyszłości oraz możliwość większego wykorzystania mocy wytwórczych zakładu w Dobczycach obecny moment może być okazją do zakupu akcji. Dodatkowo w pierwszym kwartale 2011 roku zima była łagodniejsza niż miało to miejsce w 1Q10. Wówczas w pierwszym kwartale Spółka osiągnęła jedynie 0,3 mln PLN zysku operacyjnego i 0,1 mln PLN zysku netto. Efekt niskiej bazy, przy znacznie większym portfelu zamówień oraz łagodniejszej pod względem warunków pogodowych zimie powinien mieć pozytywny wpływ na dynamikę wzrostu wyników w 1Q11.



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

Departament Analiz:

Kamil Kliszczy tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kliszczy@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Energetyka

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

Iza Rokicka tel. (+48 22) 697 47 37
iza.rokicka@dibre.com.pl
Banki

Gabriela Borowska tel. (+48 22) 697 47 36
gabriela.borowska@dibre.com.pl
Handel

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

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

Michał Stępkowski tel. (+48 22) 697 48 25
michal.stepkowski@dibre.com.pl

Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 48 46
Kierownik Zespołu
adam.prokop@dibre.com.pl

Michał Roźmiej tel. (+48 22) 697 48 64
michal.rozmiej@dibre.com.pl

Jakub Słotkiewicz tel. (+48 22) 697 48 64
jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl

Jacek Wrześniewski tel. (+48 22) 697 49 85
jacek.wrzesniewski@dibre.com.pl

„Prywatny Makler”

Jarosław Banasiak tel. (+48 22) 697 48 70
Dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży
jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26
Dyrektor Departamentu Sprzedaży
jacek.szczepanski@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 stanowił 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, Macrolog, Magellan, Mieszko, Mondi, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal, Robyg, ZUE.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Rubikon Partners NFI, Asseco Poland, Erbud, Es-System, KGHM, LW Bogdanka, Macrolog, Magellan, Mieszko, Mondi, Neuca, PA Nova, Pekao, Pemug, PKN Orlen, PKO BP, Robyg, TP SA, TVN, Unibep.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Action, Agora, Ambra, Bakalland, BPH, BRE Bank, BZ WBK, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Enea, Energoaparatura, Energomontaż Północ, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, Getin Noble Bank, GTC, Handlowy, Impexmetal, ING BSK, Interagroclin Auto, Koelner, Komputronik, Kredyt Bank, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mondi, Mostostal Warszawa, Nepentes, Neuca, Odratrans, Pekao, Pemug, PGE, PGF, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, PZU, Robyg, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Sfinks, Sokołów, Sygnity, Techmex, Unibep, ZA Puławy, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: PA Nova, PGE, Robyg, ZUE.

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.