DOM INWESTYCYJNY BRE BANKU S.A.

Przemysł

Polska

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

ES-SYSTEM

ESSM. WA; ESS PW

Podsumowanie po spotkaniu z Zarządem

Obecna cena 5,05 PLN

Prezes - Bogusław Pilszczek - pozytywnie spostrzega perspektywy sprzedaży w 2011 roku. W styczniu portfel zamówień na terenie kraju nie uwzględniając umów o długim terminie realizacji jest o około 20% r/r wyższy, a przychody ze sprzedaży w styczniu były najwyższe od trzech lat (również efekt łagodnej zimy). Pewne zagrożenie niesie zmiana rozporządzenia Ministerstwa Finansów zmieniająca traktowanie w budżetach samorządów długoterminowych zobowiązań jako dług, co ograniczyć może ilość realizowanych prac związanych z wymianą oświetlenia ulicznego. Przychody z tego typu działalności odpowiadają za około 80% przychodów segmentu oświetlenia zewnętrznego, który stanowi około 17% sprzedaży ogółem (jak na razie jednak Spółka nie odnotowuje spadku ilości zamówień tego typu). Zdaniem Zarządu również marża operacyjna w bieżącym roku ma szanse na utrzymanie na podobnym lub wyższym do ubiegłorocznego poziomie. Spółka poinformowała dodatkowo, że w nowym zakładzie w Dobczycach produkcja zostanie ograniczona wyłącznie do rozwiązań z zakresu oświetlenia SSL (technologia Led), co oznacza że jak na razie nie będą prowadzone przygotowania do otwarcia produkcji paneli fotowoltaicznych. Według najnowszych szacunków popyt na te ostatnie w Europie w bieżącym roku będzie o 20% niższy niż wielkość dostępnych mocy produkcyjnych. Nowy zakład według założeń budżetowych w bieżącym roku sprzeda produkty za około 24 mln PLN, wobec 36 mln PLN założonych w strategii na lata 2010 - 2015 (przyczyną jest opóźnienie w oddaniu do użytku nowego obiektu). Próg rentowności fabryki w Dobczycach szacowany jest na 18 mln PLN, a zwiększenie amortyzacji będzie miało miejsce w 2Q11. Łączne wydatki na inwestycje w 2011 roku nie powinny przekroczyć 10 mln PLN. Zarząd rekomendował będzie wypłatę dywidendy z zysku za 2010 rok. Według naszych wstępnych szacunków Spółka notowana jest na 2010 rok ze wskaźnikiem P/E na poziomie 20,3 i 15,8 na 2011 rok.

Perspektywy sprzedaży w 2011 roku

W pierwszym kwartale Prezes Spółki - Bogusław Pilszeczek jest optymistycznie nastawiony do sprzedaży w 2011 roku. Krajowy portfel zamówień na początku stycznia jest o 60% r/r wyższy, a wyłączając zlecenia których czas wykonania przeciągnie się na 2012 rok (3-4 inwestycje o łączne wartości około 10 mln PLN) portfel jest o około 20% r/r wyższy. W zamówieniach zagranicznych dynamika wartości portfela zamówień jest jeszcze wyższa, ale jest to wynikiem bardziej niskiej bazy aniżeli przełomowego ożywienia na rynkach eksportowych. Styczeń pod względem przychodów ze sprzedaży jest najwyższy od trzech lat (pamiętać należy, że sprzedaży sprzyjała łagodna pogoda, co zwiększyło zakres wykonywanych prac budowlanych). Spółka jest zdania, że w bieżącym roku ilość wykańczanych projektów związanych z budową centrów handlowych nadal będzie istotna w związku, z czym można oczekiwać podobnej lub większej ilości zleceń tego typu. Mniej optymistycznie przedstawiają się realizacje związane z wyposażeniem nowych biurowców, gdyż ich ilość nadal pozostaje - zdaniem Zarządu - ograniczona.

Na początku roku Prezes spostrzega pewne zagrożenie wynikające z rozporządzenia Ministerstwa Finansów, które zmienia ewidencjonowanie w budżetach jednostek samorządowych zobowiązań dłuższych niż rok jako dług. Dotychczas inwestycje związane z wymianą oświetlenia ulicznego opłacane były w taki sposób, że gmina wchodziła w porozumienie z dostawcą, iż po wymianie ta w dalszym ciągu będzie płacić dotychczasowe stawki za prąd, podczas gdy oszczędności z tytułu mniejszej energochłonności będą zyskiem dla firmy dostarczającej sprzęt oświetleniowy. Zmiana rozpoznania takich zobowiązań na dług może zniechęcić gminy do zawierania podobnych umów, jako że te będą chciały uniknąć bilansowego zwiększania zadłużenia w przyszłości. Kontrakty na wymianę oświetlenia na terenie gmin to około 80% przychodów segmentu oświetlenia zewnętrznego, który odpowiada za 16,6% całkowitej sprzedaży w 1-3Q10.

Zarząd jest zdania, że w bieżącym roku większy poziom sprzedaży będzie realizowany przy zbliżonej lub wyższej w porównaniu do 2010 roku marży operacyjnej.

Nowy zakład w Dobczycach

Zarząd podjął decyzję o wstrzymaniu inwestycji w rozwiązania fotowoltaiczne w nowym zakładzie w Dobczycach w związku z mniejszym niż zakładano popytem na panele słoneczne w Europie. Według najnowszych danych popyt w 2011 roku na tego typu sprzęt będzie o 20% niższy niż łączne dostępne moce wytwórcze na terenie Europy. Część fotowoltaiczna zostanie zastąpiona rozwiązaniami LED (te miały być produkowane obok rozwiązań z zakresu fotowoltaiki), które Zarząd spostrzega jako bardziej perspektywiczne (nowe zastosowania oświetlenia są na tyle energooszczędne, iż pozwalają na osiągnięcie wydajności 200 lumenów z Wata, podczas gdy dotychczas niemożliwa była do przekroczenia bariera 170 lumenów z Wata). Nowy zakład w Dobczycach w pierwszym roku działalności ma wygenerować budżetowo około 24 mln PLN przychodów, wobec wcześniej założonych w strategii 36 mln PLN (na co wpływ ma opóźnienie w budowie nowego obiektu). Próg rentowności nowego zakładu Zarząd zakłada na poziomie 18 mln PLN rocznie, a zwiększenie amortyzacji będzie widoczne w 2Q11.

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.

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 Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kliszcz@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 Onyszczuk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczuk@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 Rożmiej tel. (+48 22) 697 48 64
michal.rozmiej@dibre.com.pl

Jakub Słotkowicz tel. (+48 22) 697 48 64
jakub.slotkowicz@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 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, 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, Macrologic, 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, Arkus, 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, ING BSK, Intergroclin Auto, Koelner, 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, WSiP, 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.