

12 października 2009

Komentarz specjalny

**Materiały budowlane**

Polska

Free float

45,3 mln PLN

Struktura akcjonariatu po emisji

Marek Perendyk	27,04%
Wojciech Stanisław Jakrzewski	27,00%
BZ WBK Inwestycje	6,40%
Pozostali	39,20%

Strategia dotycząca sektora

Uważamy, że producenci i dystrybutorzy materiałów znajdujących zastosowanie w budowie stanów surowych najgorsze mają już za sobą, pogorszenie wyników czeka zaś spółki z ekspozycją na etap wykończeniowy prac budowlanych. Oferta Centrum Klima jest wykorzystywana głównie na etapie budowy stanów surowych.

Profil spółki

Centrum Klima zajmuje się produkcją kształtek i rur wykorzystywanych w systemach wentylacji oraz dystrybucją szerokiej gamy asortymentu wykorzystywanego głównie w branży wentylacyjnej. W 2008 roku około 20% przychodów wygenerowanych zostało z produkcji, 80% zaś z dystrybucji. 76% przychodów z dystrybucji to sprzedaż własnych projektów, podzlecanych do wykonania w krajach europejskich i Dalekiego Wschodu, pozostałe 24% zaś to dystrybucja asortymentu renomowanych światowych producentów.

Ważne daty

13.11 - sprawozdanie finansowe za Q3 2009

Centrum Klima

CKLM.WA; CKL.PW

Klucz do bardzo dobrych wyników

Centrum Klima jest jedną z największych firm krajowych z branży wentylacji. Firma jest producentem kształtek i rur (20% przychodów w 2008 roku) oraz dystrybutorem asortymentu wentylacyjnego (80% przychodów w 2008 roku). Spośród przychodów dystrybucyjnych, 24% to właściwa dystrybucja oferty zachodnich producentów, 76% zaś to w zasadzie outsourcing własnych rozwiązań technicznych do krajów Europy i Dalekiego Wschodu. Spółka generuje od wielu lat ponadprzeciętne wyniki finansowe. Działalność firmy charakteryzuje się wysokimi marżami oraz wysokim zwrotem na kapitale własnym. Przychody w latach 2002-2008 wzrastały średnio o ponad 30% rocznie. Spośród najważniejszych czynników, które pozwalają spółce na generowanie tak dobrych rezultatów możemy wymienić kompetencje zarządu, dobre relacje handlowe na rynkach dalekowschodnich, efekty skali, nowoczesny park maszynowy oraz ściśle reżimy kosztowe. Główną motywacją do przeprowadzenia wtórnej emisji akcji jest chęć rozwoju, tak w części produkcyjnej, jak i dystrybucyjnej. Obecna siedziba spółki wyczerpuje w zasadzie możliwości istotnego zwiększania produkcji. W oparciu o środki pozyskane z emisji, spółka planuje rozpocząć budowę nowego zakładu w Wieruchowie, o powierzchni ponad 10 tys. m². Rozruch nowego zakładu miałby miejsce w 2011 roku. Powierzchnia nowego zakładu nie tylko byłaby w stanie sprostać znacznemu wzrostowi skali produkcji, oferowałaby także znaczny wzrost powierzchni magazynowej wykorzystywanej w celach prowadzenia dystrybucji.

Działalność dystrybucyjna ukierunkowana jest głównie na rynek krajowy, działalność produkcyjna zaś na eksport. W H1 2009 udział przychodów z eksportu wyniósł 23%, spółka jest importerem netto. Docelowo, udział eksportu w przychodach ma się zwiększyć do 45%. Spółka dostrzega duże szanse rozwoju na rynkach Europy Zachodniej, gdzie funkcjonują producenci o wysokich cenach produktów i wysokim koszcie wytworzenia. Spółka planuje pozyskanie niezbędnych certyfikatów dla bardziej specjalistycznych wyrobów, m.in. tłumików, w celu ich eksportu na rynki krajów Europy Zachodniej, co ma zapewnić wysokie marże. Marże brutto w segmencie produkcji są wyższe niż na dystrybucji i przekraczają 30% brutto.

Centrum Klima posiada dobre relacje handlowe z partnerami z Dalekiego Wschodu, co jest naszym zdaniem jedną z głównych przyczyn tak dobrych wyników w segmencie dystrybucji. W ramach modelu biznesowego spółki, wykonanie elementów o większej pracochłonności zlecane jest do krajów Dalekiego Wschodu, następnie produkty te trafiają do oferty spółki. Nie można tutaj naszym zdaniem mówić wyłącznie o handlu, jest to raczej outsourcing produkcji. Marże brutto na tej działalności sięgają 35-40%, w porównaniu do marż rzędu 15% na dystrybucji sprzętu zachodnich producentów.

Maciej Stokłosa

(48 22) 697 47 41

maciej.stoklosa@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

Cele emisji akcji

Cele emisji akcji

Z pozyskanych z emisji akcji środków, Centrum Klima zamierza przeznaczyć 32 mln PLN na budowę i wyposażenie nowego centrum magazynowo-produkcyjnego oraz zaplecza biurowego w Wieruchowie koło Warszawy. Plan obejmuje budowę nowego centrum produkcyjno-magazynowo-biurowego o powierzchni ponad 10 tys. m² na działce 2,2 ha oraz zakup maszyn i urządzeń zwiększających skalę i wydajność produkcji i gospodarki magazynowej. 1,5 mln PLN ma zostać przeznaczony na wdrożenie systemu ERP. 5 mln PLN ma zostać przeznaczony na kapitał obrotowy. Plany inwestycyjne wpłyną na wzrost udziału produkcji w przychodach, co korzystnie będzie oddziaływało na poziom realizowanych przez spółkę marż.

Rozbudowa zakładu w Wieruchowie

Centrum Klima jest przygotowane do wdrożenia procesu inwestycyjnego. Spółka rozpoczęła proces wyboru generalnego wykonawcy, pozwoleniem na budowę dysponuje od marca 2009 roku. Inwestycja w budowę nowego zakładu w Wieruchowie pozwoli na zwiększenie powierzchni produkcyjnej (obecnie kubatura zakładu w Piastowie jest w pełni wykorzystana). Po uruchomieniu nowego zakładu Centrum Klima, zdolności fabryki w Wieruchowie będą porównywalne ze zdolnościami produkcyjnymi zakładu Lindaba w Pradze. Budowa nowego zakładu w Wieruchowie przyniesie także zwiększenie powierzchni magazynowej z 26 tys. m³ obecnie wykorzystywanych do 69 tys. m³ (podniesienie wysokości magazynu do 12 m), a także poprawę systemu logistyki (lepsza lokalizacja, planowane wprowadzenie systemu kodów kreskowych). Rozpoczęcie prac budowlanych przewidziano na Q1 2010. Przewidywany ich czas to 210 dni. Przy założeniu uruchomienia inwestycji w Q1 2010, odbiór techniczny obiektu przewidziany jest na Q4 2010, zaś rozpoczęcie eksploatacji na Q1 2011. Uruchomienie zakładu w Wieruchowie nie wiązałoby się z kwartałem słabszych wyników. Produkcja będzie przenoszona stopniowo. Oba zakłady oddalone są od siebie o kilka kilometrów. Jeśli chodzi o dystrybucję, to zmiana siedziby firmy będzie następowała na zasadzie stopniowego przesuwania zatowarowania magazynów.

Powierzchnia zakładu obecnie i po budowie obiektu w Wieruchowie

Przeznaczenie	Jednostka	Obecnie wykorzystywana powierzchnia	Powierzchnia nowego zakładu
Produkcja	m ²	2 000	3 403
Magazyn	m ²	2 060	5 155
Zabudowania inne	m ²	1 256	2 066
Suma	m²	5 316	10 624

Źródło: Centrum Klima

Sprzedż zakładu w Piastowie?

Zarząd na chwilę obecną rozważa brak kontynuacji działalności w obecnym zakładzie w Piastowie, a więc sprzedaż nieruchomości po przeniesieniu działalności do Wieruchowa. Zgodnie z wyceną nieruchomości w Piastowie z 1 stycznia 2008 roku, wartość nieruchomości to 6,925 mln PLN. Wartość ta wzrosła po wybudowaniu nowej hali (+1,9 mln PLN) oraz wybudowaniu parkingu oraz przygotowaniu placu (+0,48 mln PLN).

Plany wydatków kapitałowych Centrum Klima

(mln PLN)	H2 09P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
Budynki		23,8				
Urządzenia i maszyny	2,9	0,5	3,5	2,5		0,5
Środki transportu			0,2			
Wartości niematerialne i prawne			0,5	0,5		0,5
Suma	2,9	24,3	4,2	3,0	0,0	1,0

Źródło: Centrum Klima

Charakterystyka działalności Centrum Klima

Segment dystrybucyjny

Model działalności Centrum Klima

Centrum Klima zajmuje się dystrybucją elementów systemów wentylacyjno-klimatyzacyjnych oraz produkcją rur, kształtek i bardziej zaawansowanego osprzętu, wykorzystywanego w instalacjach wentylacyjno-klimatyzacyjnych. Firma jest jednym z największych podmiotów działających w branży na rynku krajowym. W 2008 roku udział segmentu dystrybucji wyniósł 80% przychodów, udział produkcji zaś 20% przychodów. Nowe inwestycje, na które zostaną wykorzystane środki pozyskane z wtórnej emisji akcji, mają spowodować, że w 2011 roku udział produkcji w strukturze przychodów spółki osiągnie poziom 40%. Na przychody z dystrybucji składa się dystrybucja produktów dużych koncernów światowych działających w branży wentylacyjnej (24% przychodów z dystrybucji) oraz sprzedaż materiałów produkowanych na zlecenie Centrum Klima i w oparciu o projekty i wzory firmy Centrum Klima w krajach Unii Europejskiej i Dalekiego Wschodu (76% przychodów z dystrybucji). Większość produkcji kształtek wentylacyjnych kierowana jest na eksport, podczas gdy dystrybucja i sprzedaż produkowanych rur odbywa się głównie na terenie kraju. Udział eksportu w przychodach spółki w 2008 roku wyniósł 15%, w H1 2009 zaś 23%. Około 28% produktów będących obiektem dystrybucji kupowana jest w Polsce, 72% zaś za granicą. W efekcie, można powiedzieć, że Centrum Klima jest importerem netto. Docelowo, po zakończeniu inwestycji, na której finansowanie spółka stara się pozyskać środki, udział eksportu w przychodach spółki ma osiągnąć poziom 45%.

Struktura przychodów Centrum Klima (%)

	2006	2007	2008	H1 2009
Produkty i usługi	23%	21%	20%	24%
w tym: kraj	14%	13%	13%	13%
w tym: eksport	9%	8%	7%	11%
Dystrybucja	77%	79%	80%	76%
w tym: kraj	69%	72%	71%	64%
w tym: eksport	8%	7%	8%	12%

Źródło: Centrum Klima

Asortyment Centrum Klima i jego udział w przychodach (%)

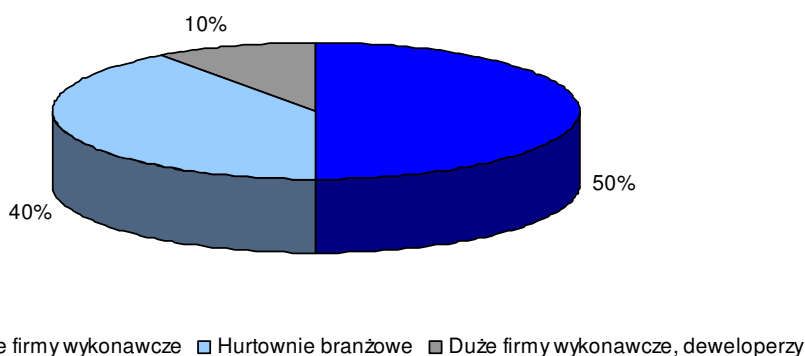
Segment / grupa produktowa	2006	2007	2008	H1 2009
Produkcja	18%	19%	18%	21%
Kształtki segmentowe	13%	13%	11%	15%
Rury	5%	6%	6%	6%
Dystrybucja	77%	79%	80%	76%
Stalowe profile i kształtowniki	6%	6%	6%	6%
Przewody elastyczne	10%	8%	8%	8%
Izolacje	5%	6%	5%	4%
Materiały montażowe	14%	16%	16%	16%
Kształtki tłoczone	5%	6%	6%	5%
Urządzenia wentylacyjne i akcesoria	15%	14%	14%	11%
Kratki wentylacyjne i nawiewniki	2%	2%	2%	2%
Centrale wentylacyjne	3%	3%	5%	5%
Klimatyzatory *	7%	8%	4%	3%
Rury miedziane	4%	4%	3%	3%
Kanały prostokątne	2%	1%	1%	1%
Pozostałe	5%	5%	10%	12%
Usługi	5%	2%	2%	3%
Razem	100%	100%	100%	100%

Źródło: Centrum Klima, * udział tej grupy jest ograniczony, gdyż dystrybucją sprzętu zajmują się przede wszystkim producenci

Klienci Centrum Klima

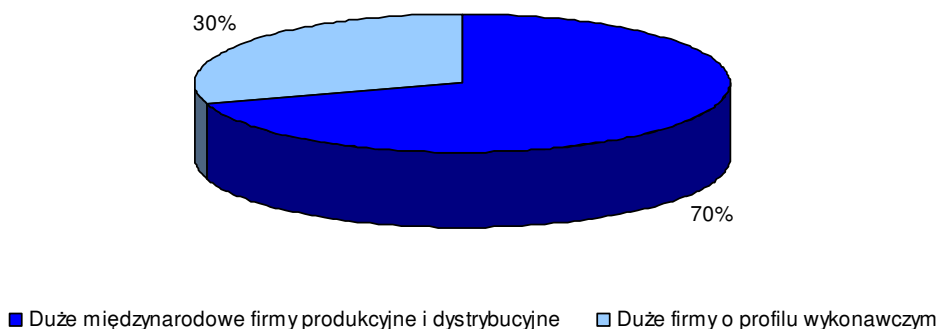
Klientami spółki w kraju są głównie małe i średnie firmy instalacyjno-montażowe (podwykonawcy generalnych wykonawców), mniejsze hurtownie i podmioty zajmujące się dalszą odsprzedażą, działające w branży wentylacyjno-klimatyzacyjnej oraz w mniejszym stopniu deweloperzy. Mniejsze hurtownie są ogniwem pośrednim, zaopatrującym lokalnie firmy budowlane. W kraju spółka ma około 2500 odbiorców. Sprzedaż eksportowa w około 70% trafia do dużych międzynarodowych podmiotów (producenci i dystrybutorzy materiałów wentylacyjnych, m.in. Vento, Control Aer, Hotchkiss). Pozostałe 30% sprzedawane jest dużym firmom o profilu wykonawczym. Liczba odbiorców na rynkach eksportowych to ponad 40 firm. Dużą dywersyfikację grupy klientów podkreśla niski udział 10 największych klientów w przychodach spółki (21% w H1 2009, 14% w 2008 roku, 15% w 2007 roku). Oprócz działalności produkcyjnej i dystrybucyjnej działalność dodatkową emitenta stanowią usługi transportowe, wynikające z kompleksowej obsługi klienta. Ich znaczenie jest ograniczone. Do 2005 roku spółka świadczyła usługi budowlano-montażowe, które ze względu na niewielką skalę miały niewielki wpływ na porównywalne wyniki za lata przeszłe.

Struktura klientów Centrum Klima w kraju (udział w przychodach)



Źródło: Centrum Klima

Struktura klientów Centrum Klima, eksport (udział w przychodach)



Źródło: Centrum Klima

Zastosowanie oferty Centrum Klima

Produkty i towary znajdujące się w ofercie Centrum Klima wykorzystywane są w szeroko pojętej branży budowlanej, w tym, w zakresie budowy nowych obiektów, remontów lub podnoszenia standardu już istniejących, w segmentach takich jak budownictwo komercyjne, publiczne, przemysłowe, mieszkaniowe. Zarząd szacuje, że 15-20% popytu to popyt o charakterze remontowym, 80-85% zaś to popyt związany z realizacją nowych inwestycji. W latach 2007-2008, jako dostawca materiałów i urządzeń wentylacyjnych, spółka Centrum Klima uczestniczyła przykładowo w takich prestiżowych inwestycjach jak:

- Metro – Stacja Kabaty (Warszawa)
- Pałac Prezydencki Budynek Socjalny (Warszawa)
- Senat Politechniki Warszawskiej (Warszawa)
- Złote Tarasy (Warszawa)
- Galeria Kazimierz (Kraków)
- Galeria Jurajska (Częstochowa)
- Curtis Plaza (Warszawa)
- Harmony Office Park (Warszawa)
- Mokotów Plaza (Warszawa)
- Osiedle przy Promenadzie (Warszawa)
- Wola Tower (Warszawa)
- Avon Fabryka Kosmetyków (Garwolin)
- Centrum Kontroli Ruchu Lotniczego Okęcie (Warszawa)

Segment dystrybucyjny

Model działalności Centrum Klima

Jedynie 24% przychodów z dystrybucji to dystrybucja produktów dużych koncernów działających w branży. Spółka jest dystrybutorem produktów renomowanych producentów krajowych i zagranicznych, w tym Venture Industries, Uniwersal, Rosenberg, Danfoss, Spiro International, Vento, GLV, Systemair, Rockwool. 76% przychodów z dystrybucji to dystrybucja produktów powstających w oparciu o projekty firmy Centrum Klima głównie w krajach Dalekiego Wschodu i Unii Europejskiej. Produkty zlecane do krajów Dalekiego Wschodu charakteryzuje niska możliwość mechanizacji produkcji, przez co nie opłaca się wytwarzać ich w Polsce. Marże na dystrybucji oferty koncernów są znacznie mniejsze (około 15% brutto na sprzedaży) niż marże na dystrybucji produktów zleczanych do wykonania w krajach o niskim koszcie wytworzenia (35-40% brutto na sprzedaży). Generalnie, w przypadku produkcji zlecanej do krajów Dalekiego Wschodu, poziom marż zależy od rodzaju zamówionego asortymentu, poziomu cen na rynkach zachodnich oraz poziomu mechanizacji produkcji (przy produktach wysoce pracochłonnych, produkowanych na zachodzie, marże mogą być wyjątkowo korzystne). W ofercie dystrybucyjnej spółki znajduje się około 60 tys. pozycji, udział 100 największych w obrotach zaś to jedynie 2%. Z uwagi na brak możliwości porównywania poszczególnych asortymentów, nie jesteśmy w stanie śledzić działalności spółki w segmencie w sposób inny, niż wartościowo.

Wyniki Centrum Klima w segmencie dystrybucyjnym (2005-2008)

	2005	2006	2007	2008
Sprzedaż	29,2	40,9	56,8	60,3
Zysk brutto na sprzedaży	7,5	10,0	13,6	15,5
%	25,6%	24,4%	23,9%	25,7%

Źródło: Centrum Klima

Źródła przewagi konkurencyjnej

Zarząd Centrum Klima szacuje, że na krajowym rynku wentylacji działa około 2500-3000 firm. W efekcie, możliwe jest wygenerowanie istotnych efektów skali na tle konkurencji. Na rynkach zagranicznych również brak jest bardzo dużych graczy. Obroty większości dużych zagranicznych podmiotów oscylują między 15 a 20 mln EUR. W porównaniu do wielu polskich konkurentów, spółka jest w stanie zaoferować bardziej kompleksową ofertę, co pozwala na stosowanie wyższych cen w przypadku poszczególnych elementów. W dodatku, znacznie korzystniej rozkładają się koszty logistyki. Skala działalności pozwala na przykład firmie na łączenie dostaw kilku asortymentów w ramach jednego kontenera, co w efekcie powoduje, że spółka skraca cykl obrotu zapasami. Bardzo istotne są naszym zdaniem relacje handlowe z partnerami z krajów Dalekiego Wschodu. Spółka, w oparciu o własne projekty, zamawia wykonanie elementów, których produkcja w krajach rozwiniętych jest znacznie droższa. Zwraca też uwagę korzystna dywersyfikacja oferty produktowej oraz uzupełnianie oferty sezonowej innym asortymentem sezonowym, ale o różnym okresie wzmożonej sprzedaży (np. izolacje).

Segment produkcyjny

Model działalności Centrum Klima

Udział segmentu produkcji w przychodach Centrum Klima sięgał w 2008 roku 20% (bez usług: 18%), w 2011 roku zaś, wraz z ukończeniem programu inwestycyjnego, ma osiągnąć poziom 40%. Spółka prowadzi produkcję kształtek oraz rur do kanałów klimatyzacyjnych w Piasecznie, w oparciu o nowoczesny park maszynowy. Spółka wytwarza też inny, bardziej zaawansowany

osprzęt wentylacyjny. Produkcja kształtek nastawiona jest głównie na rynki eksportowe (Europa Zachodnia), podczas gdy rury znajdują odbiorców przeważnie na rynku krajowym. Marże w działalności eksportowej są znacznie lepsze niż w działalności krajowej. Klienci odbierają znacznie większe partie towarów (tys. sztuk), podczas gdy rynek krajowy jest bardzo rozdrobiony (sztuki). Rynek eksportowy charakteryzuje się wyższymi wymaganiami w zakresie jakości produkcji i obsługi. Niektóre produkty, jak na przykład tłumiki, wymagają certyfikacji. Wykorzystanie mocy produkcyjnych w spółce jest znaczące (pełne wykorzystanie mocy przy obecnym obsadzeniu zmian produkcyjnych). Zdaniem Zarządu wielkość sprzedaży ograniczona jest obecnie tylko mocami produkcyjnymi, spółka zaś stopniowo zwiększa moce produkcyjne, po inwestycjach dokonanych w 2008 i 2009 roku. W Q4 2009 firma Centrum Klima powinna już mieć w pełni uruchomioną 2 zmianę produkcyjną. W Q1 2009 spółka pracowała tylko na 1 zmianę, zaś w Q2 2009 2-ga zmiana była połowicznie obsadzona. Docelowo w 2010 roku spółka zakłada przynajmniej częściowe uruchomienie 3 zmiany (częściowo działa ona już na wybranych maszynach). Spółka stopniowo zwiększa zatrudnienie. Bardzo szybki wzrost zatrudnienia nie jest możliwy, jeśli pragnie się utrzymać wysoką jakość produktów. W zakresie działalności produkcyjnej jesteśmy w stanie obserwować poczynania spółki tak na poziomie wolumenów sprzedaży, jak i cen stali (udział materiałów bezpośrednich w koszcie wytworzenia, w tym stali, to aż 62%).

Wyniki Centrum Klima w segmencie produkcyjnym (2005-2008)

	2005	2006	2007	2008
Sprzedaż	8,2	12,0	15,0	15,5
Zysk brutto na sprzedaży	2,0	3,5	4,9	4,8
%	23,8%	29,5%	32,7%	30,6%
Wolumen sprzedaży (kg)*	b.d.	b.d.	1 573	1 830

*Źródło: Centrum Klima; DI BRE Banku S.A., * kg produktów, dane porównywalne*

Źródła przewagi konkurencyjnej

Podobnie jak w przypadku segmentu dystrybucyjnego, istotna jest skala działalności. Na rynku funkcjonuje wiele firm „garażowych”, o nieoptymalnych kosztach produkcji. W porównaniu do swych konkurentów, Centrum Klima wykorzystuje nowoczesny park maszynowy, co pozwala na znaczną mechanizację pracy (ograniczenie kosztów osobowych, wzrost szybkości i wydajności pracy). Z uwagi na to, że produkty wykonywane przez Centrum Klima są stosunkowo proste, spółka stara się je „wzbogacać”. Przykładowo, posiada maszynę do zakładania uszczelki, co pozwala na realizację znacznie wyższych marż, gdyż kształtka wyposażona w uszczelkę jest nawet do 70% droższa niż kształtka bez uszczelki. W spółce panuje ścisły reżim kosztowy, polegający m.in. na ograniczeniu odpadu do 0 (produkcji „garażowi”: 15%). Spółka jest w stanie wygenerować oszczędności na cenie zakupu surowców wykorzystywanych w produkcji. Przykładowo, ze względu na znaczną skalę zamówień, spółka jest w stanie zamawiać blachę już pociętą na odpowiednie kawałki w cenie, po której niewielkie firmy konkurencyjne kupują blachę w arkuszach. Istotne jest także nastawienie produkcji na rynki eksportowe. Wielu producentów krajowych produkuje na rynek Polski, gdzie wielkość zamówień jest niewielka, cena sprzedaży zaś mniej korzystna. Rynek eksportowy zaś charakteryzuje się wysokimi wymaganiami w zakresie jakości i terminowości, ale pozwala za to generować znacznie większe profity. Wysoka jakość produktów pozwala spółce z powodzeniem znajdować odbiorców na rynkach Europy Zachodniej. Spółka uczestniczy w dużych targach branżowych, jest rozpoznawalna na rynkach zagranicznych. Koszty wytworzenia asortymentu Centrum Klima są znacznie niższe niż te notowane przez producentów z krajów Europy Zachodniej. Warto zwrócić uwagę, że w ramach systemów kanałów okrągłych, producenci z Dalekiego Wschodu nie stanowią konkurencji, ze względu na nieopłacalność transportu elementów na dalekie odległości.

Szansa na wzrost pozycji na rynkach eksportowych

Cena produktów Centrum Klima na rynkach eksportowych jest do 60% niższa niż cena producentów zachodnich, takich jak Lindab. Różnica w cenach wynika ze znajomości marki, a także z wyższych kosztów działalności. Firmy zagraniczne przyzwyczajone są do niskiej konkurencji rynkowej. Lindab (Szwecja) wraz z Vento (Belgia) posiadają znaczny udział w rynku europejskim produkcji rur i kształtek. Spółki te dyktują dość wysoki poziom cen za swoje produkty, mają jednak też dość wysokie koszty. Lindab funkcjonuje w dwóch segmentach – profili oraz wentylacji. Segment wentylacji zapewnia spółce 49% przychodów. Firma ma swoje fabryki asortymentu wentylacyjnego m.in. w Szwecji (Grevee), Danii oraz w Czechach (Praga). W budowie też jest zakład w Rosji. Pomimo rozwoju w krajach o niższym koszcie, jak na przykład Czechy, kryzys spowodował znaczny spadek przychodów Grupy. W efekcie, zwalniani byli pracownicy z fabryk, nawet w tym kraju. Spadku przychodów oraz poziomu zamówień, jakiego doświadczył Lindab, nie doświadczyło Centrum Klima. Zdaniem Zarządu przyczyną jest niższy poziom cen wyrobów oraz niższy koszt wytworzenia. Podobnego

pogorszenia wyników, połączonego ze spadkiem przychodów, w tym w krajach Europy Wschodniej i WNP aż o 23% r/r, doświadczył w Q4 2008/09 SystemAir, szwedzki producent asortymentu wentylacyjnego (wentylatory, centrale klimatyzacyjne, wymienniki ciepła, pozostałe produkty).

Wyniki Lindab International w segmencie wentylacji

(mln EUR)	2007	2008	Q1 2008	Q2 2008	Q1 2009	Q2 2009
Przychody	446	474	116	123	107	98
EBIT	47	45	11	15	5	4
Marża %	10,5%	9,5%	9,6%	12,4%	5,0%	4,4%

Źródło: Lindab International

Wyniki Grupy SystemAir

(mln EUR)	2007	2008	Q4 07/08	Q4 08/09*
Przychody	306	330	79	78
EBIT	40	34	8	2
Marża %	13,0%	10,2%	10,5%	3,1%

Źródło: SystemAir, * dane za okres luty – kwiecień 2009 (przesunięty rok obrotowy)

Rozwój oferty produktowej

Istnieje szereg nazw produktowych, które po latach promocji i marketingu kojarzone są z firmą Centrum Klima. Spółka prowadzi m.in. sprzedaż klimatyzatorów pod markami własnymi Mistral i Galanz (od 6 lat) czy sprzedaż central klimatyzacyjnych pod marką Komfowent (od 3 lat). Spółka obecnie stara się o otrzymanie certyfikacji tłumików do instalacji klimatyzacji. Certyfikacja ta zaświadcza o potencjale produktu do redukcji hałasu i jest wymagana przy sprzedaży tego typu produktów w Europie Zachodniej. Na rynku polskim, do którego ogranicza się większość krajowych producentów, certyfikacja nie jest wymagana. Jeśli plany spółki zostaną zrealizowane (Zarząd spodziewa się certyfikacji w listopadzie 2009 roku, po zakończeniu badań w październiku), możliwy będzie rozwój oferty produktowej w ramach wysoko marżowego asortymentu, jakim są tłumiki. W ramach tego produktu oferta Centrum Klima jest znacznie tańsza niż produkty firm zagranicznych (Trox, Lindab, Flakt Woods). Europejski rynek zbytu na tłumiki do urządzeń wentylacji szacowany jest na kilkadziesiąt mln EUR. W pierwszym roku rozpoczęcia produkcji, Zarząd oczekuje produkcji eksportowej tłumików na poziomie 0,8-1 mln PLN.

Możliwości przebranżowienia działalności produkcyjnej

Zarząd przyznaje, że obecnie działalność produkcyjna nastawiona jest na popyt ze strony branży wentylacyjnej, gdyż na te produkty jest obecnie duży popyt, można też generować bardzo dobre marże. Posiadane maszyny mogłyby jednak pozwolić na wykonywanie innego asortymentu, takiego jak na przykład detali z blachy kwasoodpornej dla młeczarni i przetwórstwa spożywczego, detali dla firm produkujących ozdoby choinkowe i ogrodowe, elementów instalacji przemysłowych (dla rafinerii, czy fabryk), czy elementów statków. Tak duże możliwości dywersyfikacji produkcji daje nowoczesny park maszynowy Centrum Klima.

Wyniki krajowych firm konkurencyjnych

Działalność firm porównywalnych

Centrum Klima generuje ponadprzeciętne wyniki na tle swoich konkurentów. Powodów jest wiele, zwracamy szczególną uwagę na wysokie kompetencje Zarządu, kompletną ofertę produktową, ścisłą kontrolę kosztów i dobre relacje z krajami Dalekiego Wschodu. Przyczyn gorszych wyników konkurencji również może być wiele, są to między innymi wyższe koszty działalności, gorsza struktura rynków zbytu (np. rynki wschodnie), działalność dystrybucyjna nie związana z outsourcingiem własnych rozwiązań, niższa jakość produktów. Warto jednak zauważyć, że nie ma na rynku firmy o działalności będącej odbiciem modelu biznesowego Centrum Klima. Konkurencja między Centrum Klima a innymi firmami ma miejsce przeważnie w ramach określonego, wąskiego asortymentu.

Smay jest przede wszystkim firmą o profilu produkcyjnym, specjalizującą się w produkcji akcesoriów systemów wentylacji, nie zaś, jak w przypadku Centrum Klima, systemów kanałowych. Zdaniem Zarządu Centrum Klima, oferta spółki jest dobra jakościowo, choć jednocześnie dość droga.

SystemAir jest polskim oddziałem szwedzkiego koncernu SystemAir. Zgodnie z danymi za Q4 2008/2009, koncern SystemAir zanotował w regionie Europy Środkowo Wschodniej i krajów WNP spadek przychodów o 23%, jednak na terenie Polski wzrost przychodów „był

satysfakcjonujący”, zaś w Rosji spadek przychodów wyniósł aż 38%. W Polsce oddział SystemAir jest drugim graczem na rynku sprzedaży wentylatorów. W zakresie rozwiązań kanałowych zdaniem Zarządu Centrum Klima, SystemAir jest firmą drogą i niekonkurencyjną.

Venture Industries to firma łącząca działalność produkcyjną i dystrybucyjną, numer jeden w zakresie sprzedaży wentylatorów w Polsce. W ofercie spółka ma rozwiązania kanałowe, klapy przeciwpożarowe, nawiewniki.

Alnor Systemy Wentylacji zajmuje się głównie działalnością produkcyjną. Zdaniem Zarządu, model biznesowy spółki w największym stopniu przypomina model Centrum Klima. W przeciwieństwie do Centrum Klima, spółka koncentruje się głównie na klientach krajowych. Zdaniem Zarządu Centrum Klima, wyroby spółki są tanie, ale uchodzą też za słabe jakościowo. Alnor jest jednym z ważniejszych konkurentów krajowych Centrum Klima w ramach produkcji systemów kanałów okrągłych.

Frapol, spółka zależna giełdowego Instal Kraków, rozpoczęła działalność już w 1990 roku. Z początku firma zajmowała się produkcją kanałów i kształtek prostokątnych oraz okrągłych. Stopniowo oferta spółki poszerzyła się o bardziej zaawansowane wyroby, takie jak elementy regulujące przepływ powietrza, tłumiki hałasu, klapy przeciwpożarowe oraz kratki wentylacyjne. Obecnie spółka produkuje też centrale wentylacyjno – klimatyzacyjne na licencji firmy Fraba, a także regulatory zmiennego przepływu VAV. Pomimo bardziej zaawansowanej oferty produktowej, Frapol wyróżnia się koncentracją na innych rynkach – produkty spółki kierowane są na rynek krajowy i rynki wschodnie (Ukraina, Rosja, państwa Bałtyckie).

Wyniki firm porównywalnych (mln PLN)

Nazwa	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Smay						
Przychody	11,7	19,5	21,9	27,0	34,1	
Marża brutto ze sprzedaży	3,7	6,1	6,6	8,1	10,0	
Marża %	31,5%	31,1%	30,3%	30,0%	29,4%	
EBIT	1,2	1,5	1,9	2,1	2,3	
Marża %	10,0%	7,8%	8,9%	7,9%	6,9%	
Zysk netto	0,8	1,0	1,4	1,6	1,6	
Marża %	7,2%	5,2%	6,5%	5,9%	4,8%	
SystemAir *						
Przychody	11,4	13,8	13,9	24,6	28,4	
EBIT	1,4	1,4	0,1	3,4	3,9	
Marża %	12,2%	10,0%	0,5%	13,6%	13,7%	
Zysk netto	0,8	0,4	0,3	2,7	3,2	
Marża %	7,3%	2,9%	2,3%	11,0%	11,4%	
Venture Industries						
Przychody	30,4	36,1	37,5	46,4	59,2	57,4
Marża brutto ze sprzedaży	14,1	18,6	18,0	21,7	28,3	13,4
Marża %	46,3%	51,7%	47,9%	46,9%	47,8%	23,3%
EBIT	2,0	6,2	3,1	3,5	4,3	2,7
Marża %	6,5%	17,1%	8,1%	7,6%	7,3%	4,7%
Zysk netto	1,2	5,0	3,1	8,4	8,5	9,6
Marża %	4,1%	14,0%	8,4%	18,1%	14,3%	16,7%
Alnor Systemy Wentylacji						
Przychody	9,2	15,2	22,6	34,9	49,2	
EBIT	0,5	0,7	2,1	1,8	2,2	
Marża %	6,0%	4,6%	9,3%	5,1%	4,5%	
Zysk netto	0,2	0,5	1,6	1,2	1,0	
Marża %	1,9%	3,6%	7,2%	3,5%	1,9%	
Frapol (spółka z grupy Instal Kraków)						
Przychody	30,7	36,7	40,0	28,8	35,6	44,8
Zysk brutto ze sprzedaży	1,9	1,2	5,4	4,2	6,0	7,1

Marża %	6,1%	3,4%	13,6%	14,6%	17,0%	15,9%
EBIT	1,9	1,2	1,2	0,7	2,0	2,7
Marża %	6,1%	3,4%	3,0%	2,6%	5,8%	6,1%
Zysk netto	0,6	0,5	0,8	0,8	1,5	2,2
Marża %	2,0%	1,3%	1,9%	2,6%	4,2%	5,0%

Źródło: Infoveriti, Monitor Polski B, * dane za okres maj bieżącego roku - kwiecień roku następnego

Koszty działalności, zatrudnienie

Struktura kosztów Centrum Klimat

Koszty działalności	2006	2007	2008	H1 2009
Amortyzacja	1%	1%	2%	3%
Zużycie materiałów i energii	13%	12%	12%	12%
Usługi obce	9%	7%	6%	7%
Podatki i opłaty	0%	0%	0%	1%
Wynagrodzenia	7%	7%	9%	10%
Ubezpieczenia społeczne i inne świad.	2%	2%	2%	2%
Pozostałe koszty rodzajowe	1%	1%	1%	1%
Wartość sprzedanych towarów i mat.	66%	70%	68%	64%
Koszty działalności operacyjnej	100%	100%	100%	100%

Źródło: Centrum Klimat

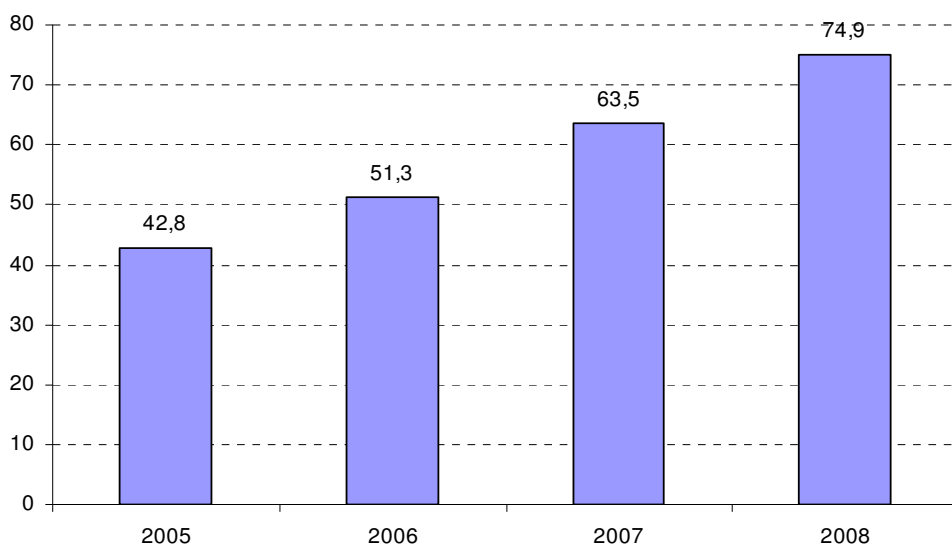
Poziom zatrudnienia, 2007-dzień prospektu

	2007	2008	obecnie
Liczba pracowników	104	122	151

Źródło: Centrum Klimat

Perspektywy segmentu wentylacji w Polsce

Produkcja budowlano-montażowa, ceny bieżące (mld PLN)



Źródło: GUS, DAP MG

Sytuacja w sektorze budowlano-montażowym

W latach 2005-2008 średnioroczny wzrost wartości produkcji budowlano-montażowej w cenach bieżących wyniósł blisko 19%. Impuls wzrostowy zawdzięczany był głównie segmentowi budownictwa kubaturowego i związany z dużym popytem na powierzchnię komercyjną (skutek wzrostu gospodarczego), jak i na nowe mieszkania (deficyt). Pomimo pogorszenia sytuacji gospodarczej i utrudnionego dostępu do finansowania, nasza opinia o sile popytu pozostaje niezmienną. Mimo to, ze względu na redukcję dostępu do kredytów inwestycyjnych, produkcję budowlano-montażową w zakresie obiektów kubaturowych czeka

spadek (kompensowany z nawiązką przez wzrosty w zakresie budownictwa infrastrukturalnego). Spadki wartości produkcji budowlano-montażowej w cenach stałych prognozujemy w zakresie budownictwa mieszkaniowego, komercyjnego i przemysłowego. Na złagodzenie tej negatywnej tendencji wpływają dodatnie dynamiki w zakresie budownictwa publicznego (mniejsze problemy z finansowaniem, zbliżające się wybory samorządowe), a także sportowego (budowa stadionów w związku z Euro 2012).

Wstrzymane inwestycje znowu ruszają

Widać już pierwsze oznaki poprawy sytuacji w zakresie rynku inwestycyjnego, tak w zakresie obiektów mieszkaniowych, jak i komercyjnych. Już w Q2 2009 znaczne kredyty inwestycyjne, o wartości łącznie ponad 200 mln EUR, otrzymali deweloperzy komercyjni GTC oraz Echo Investment. Pierwszy biurowiec na Wilanowie rozpoczął też Polnord, w związku z pozyskaniem środków na wkład własny z emisji akcji. BBI Development udało się pozyskać partnera do realizacji inwestycji komercyjnej. Pozostali deweloperzy również są w trakcie poszukiwania finansowania. Wchodzą tu nie tylko alternatywy takie jak kredyty, ale i emisje obligacji, akcji oraz znalezienie partnera do realizacji inwestycji. Istotną motywacją do przeprowadzenia inwestycji jest spadek kosztów budowy, nawet o 30%, przy braku dużej korekty stawek czynszów oraz braku dramatycznego wzrostu pustostanów. Poprawa też ma miejsce w zakresie segmentu mieszkaniowego, najmocniej dotkniętego przez sytuację na rynku. W Q2 2009 miała miejsce poprawa wyników sprzedaży mieszkań na rynku pierwotnym, utrzymała się także ona w okresie wakacyjnym. Szacujemy, że w połowie 2010 roku oferta dostępna na rynku warszawskim, dotkniętym największą nadpodażą, zbliży się do poziomu naturalnego (10 tys. mieszkań). Jednocześnie, już teraz deweloperom kończy się oferta w wybranych miastach i lokalizacjach, zaś sytuacja finansowa się poprawia, wraz z oddaniem mieszkań w kolejnych projektach. W zakresie budownictwa przemysłowego również pojawiają się czynniki zwiastujące poprawę, objawiające się we wzroście popytu na usługi projektowe dla przemysłu, w tym branży chemicznej. Od projektu do rozpoczęcia realizacji może upłynąć rok – półtora roku.

Wstrzymane inwestycje a przejściowa luka popytowa

Wstrzymanie inwestycji budowlanych w segmencie kubaturowym w tym roku w największym stopniu oddziaływało na wyniki spółek z dużą ekspozycją na realizację prac w zakresie budowy stanów surowych budynków i o krótkich kontraktach budowlanych (np. Ulma, Żurawie Wieżowe). Pogorszeniem wyników dotknięta była też grupa spółek z dziedziny budownictwa przemysłowego (Projprzem, Prochem, Bipromet). Wraz z rozpoczęciem nowych inwestycji, sytuacja spółek o krótkich kontraktach, z ekspozycją na realizację stanów surowych, będzie się poprawiać. W roku kolejnym efekt wstrzymania nowych inwestycji uderzy w spółki związane z pracami wykończeniowymi (w tej grupie jest m.in. wielu notowanych na GPW producentów okien, systemów oświetlenia, płytek ceramicznych). Inna jest sytuacja generalnych wykonawców, gdzie wpływ sytuacji na rynkach inwestycyjnych będzie występował z opóźnieniem (długie kontrakty budowlane), będzie też łagodzony przez korzystną sytuację w ramach budownictwa infrastrukturalnego.

Budownictwo kubaturowe – prognoza dynamiki w cenach stałych (mld PLN)

Segment	2008	2009P	Zmiana r/r	2010P	Zmiana r/r	2011P	Zmiana r/r
Budynki mieszkalne	15,0	11,1	-26%	9,3	-16%	11,2	20%
Budynki biurowe, handlowe, hotele	10,3	8,8	-15%	7,4	-16%	8,1	10%
Budynki przemysłowe	12,1	9,7	-20%	8,5	-13%	9,0	6%
Budynki publiczne	4,2	4,9	15%	5,4	10%	5,6	5%
Budynki sportowe	0,8	1,0	25%	1,5	50%	1,5	6%
Budynki pozostałe	1,7	1,7	0%	1,8	4%	1,9	5%
Łącznie	44,2	37,1	-16%	33,7	-9%	37,3	11%

Źródło: DI BRE Banku S.A., GUS

Pozycja instalacji wentylacji w cyklu budowlanym

Usługi instalacji elementów wentylacji występują tak na etapie stanów surowych, jak i wykończeniówki. Na etapie stanów surowych instalowane są kanały klimatyzacyjne (45% udziału w przychodach spółki w pierwszej połowie 2009 roku). Na etapie prac wykończeniowych instalowane są pozostałe elementy o charakterze wykończeniowym, takie jak: kratki wentylacyjne, klimatyzatory, itp. W efekcie, można naszym zdaniem powiedzieć, że ekspozycja branży wentylacyjnej na spadek popytu na usługi wykończeniowe jest zdecydowanie mniejsza, niż na przykład branży instalacji elektrycznych. Zarząd szacuje, że w branży wentylacyjnej 15-20% popytu to popyt o charakterze remontowym, 80-85% zaś to popyt związany z realizacją nowych inwestycji. W zakresie produkcji np. płytek ceramicznych,

naszym zdaniem udział w rynku nowych inwestycji nie przekracza 15-20%, reszta zaś to popyt remontowy.

Czynniki kształtujące popyt na systemy wentylacji

Polski rynek HVAC (Heating, Ventilating, Air Conditioning) jest drugim po Rosji pod względem wielkości w Europie Środkowo-Wschodniej. Polskę na tle regionu wyróżnia największy stopień rozwoju rynku. Stopniowo rosnący standard życia powoduje, że rośnie popyt na urządzenia klimatyzacji, jak i dążenie do wykorzystywania rozwiązań bardziej wydajnych i energooszczędnych. Naszym zdaniem można się spodziewać, że ze względu na stopniowy wzrost standardu nowych budynków, w długim okresie wzrost wartości rynku wentylacji będzie większy niż wzrost produkcji budowlano-montażowej.

Czynniki ryzyka

Ryzyko związane z słabszym rynkiem wykończeniowym w 2010 roku

Z uwagi na zjawisko kryzysu finansowego, wiele inwestycji handlowych, biurowych oraz mieszkaniowych została wstrzymana. W 2009 roku kończone były inwestycje rozpoczęte w latach ubiegłych, nowych ruszało zaś niewiele. W efekcie, rok 2009 najtrudniejszy jest dla spółek z ekspozycją na budowę stanów surowych (dzierżawcy szalunków, żurawi, spółki wykonujące stany surowe, producenci cementu, dostawcy zbrojeń budowlanych), kolejny zaś najtrudniejszy będzie dla spółek z ekspozycją na prace wykończeniowe (podwykonawcy, producenci okien, rozdzielnic, wykonawcy instalacji elektrycznych).

Zdaniem Zarządu, określenie w przybliżeniu etapu budowy, na którym stosowane są średnio elementy asortymentu Centrum Klimat jest trudne, ze względu na bardzo dużą liczbę zastosowań oraz rozbieżności w długości różnych procesów inwestycyjnych. Mimo to, Zarząd podjął się oszacowania, przy przyjęciu szeregu założeń, w jakim stopniu poszczególne asortymenty uczestniczą w budowie przykładowego budynku o 18-miesięcznym czasie budowy. Generalnie, spółka bardzo dobrze radzi sobie ze spowolnieniem spowodowanym wstrzymaniem wielu inwestycji kubaturowych, w wynikach Q2 2009 zauważalny jest jedynie niewielki spadek marż w zakresie dystrybucji, tłumaczony przez Zaostrzenie się walki konkurencyjnej. Zdaniem Zarządu, rynek mieszkaniowy nie jest głównym obszarem działalności. Spółkę broni duża dywersyfikacja oferty produktowej i klientów. Centrum Klimat prowadzi także na przykład dostawy freonu, detali do drzwi Gerda i produkcji okien, izolacji, czy elementów do łaźni (Finlandia). Ciągłe spółka dąży do poszerzania swojej oferty i tak przykładowo od początku 2009 roku firma jest dystrybutorem maszyn Spiro. Ponadto, skala inwestycji w zakresie obiektów publicznych, czy np. prywatnych domów jednorodzinnych nie zmniejszyła się.

Udział w etapie realizacji przykładowego budynku o cyklu budowy =18 m/cy (%)

Grupa produktowa	1-6 miesiąc	7-12 miesiąc	13-18 miesiąc
Produkcja			
Kształtki segmentowe	40%	50%	10%
Rury	40%	50%	10%
Dystrybucja			
Stalowe profile i kształtowniki	65%	30%	5%
Przewody elastyczne	0%	55%	45%
Izolacje	50%	45%	5%
Materiały montażowe	40%	50%	10%
Kształtki tłoczone	40%	50%	10%
Urządzenia wentylacyjne i akcesoria	10%	70%	20%
Kratki wentylacyjne i nawiewniki	0%	0%	100%
Centrale wentylacyjne	0%	70%	30%
Klimatyzatory	0%	0%	100%
Rury miedziane	0%	85%	15%
Kanały prostokątne	45%	50%	5%
Pozostałe	30%	60%	10%
Usługi	30%	30%	30%

Źródło: Centrum Klimat

Oferta spółki (udział w przychodach) a etap zastosowania rozwiązania

Grupa produktowa	2009 H1	2008	2007
Produkcja	21%	18%	19%
Kształtki segmentowe	15%	11%	13%
Rury	6%	6%	6%
Dystrybucja	76%	80%	79%
Stalowe profile i kształtowniki	6%	6%	6%
Przewody elastyczne	8%	8%	8%
Izolacje	4%	5%	6%
Materiały montażowe	16%	16%	16%
Kształtki tłoczone	5%	6%	6%
Urządzenia wentylacyjne i akcesoria	11%	14%	14%
Kratki wentylacyjne i nawiewniki	2%	2%	2%
Centrale wentylacyjne	5%	5%	3%
Klimatyzatory	3%	4%	8%
Rury miedziane	3%	3%	4%
Kanały prostokątne	1%	1%	1%
Pozostałe	12%	10%	5%
Usługi	3%	2%	2%
Razem	100%	100%	100%

Etap wykorzystania oferty spółki w cyklu budowy = 18 m/cy – łącznie oferta Centrum Klima

1-6 miesiąc	29%	28%	27%
7-12 miesiąc	51%	51%	49%
13-18 miesiąc	20%	20%	24%

Źródło: DI BRE, Centrum Klima

Ryzyka związane z umowami handlowymi

Spółka nie zawiera długoterminowych umów sprzedaży. Nie można wykluczyć sytuacji, w której wielkość realizowanej sprzedaży będzie niższa od planowanej lub, że w wyniku konkurencji cenowej, efektywność prowadzonej działalności nie osiągnie zakładanego poziomu. Brak długoterminowych umów sprzedaży jest zjawiskiem typowym dla branży, w której funkcjonuje Centrum Klima.

Wrażliwość wyników spółki na zmiany kursów walutowych

Udział eksportu w strukturze przychodów Centrum Klima sięga obecnie 23% (docelowo ma osiągnąć poziom 45%). Jednocześnie, w H1 2009 roku 76% wygenerowanych było z działalności dystrybucyjnej, która w przeważającej części opiera się na dystrybucji towarów importowanych. W efekcie, można powiedzieć, że spółka jest importerem netto. Nadmiernej ekspozycji w walutach obcych spółka przeciwdziałała m.in. stosując dla niektórych odbiorców krajowych cenniki w EUR. Ekspozycja nie występuje w przypadku kursu EUR/PLN, gdyż wpływy w EUR są wyższe od zakupów w tej walucie o 17% (większość zakupów dokonywana jest w USD). Generalnie, spółka korzysta na umocnieniu PLN i EUR wobec USD. Ekspozycja Centrum Klima jako importera może być złagodzona dodatkowo wraz z realizacją inwestycji w Wieruchowie i zwiększeniem skali produkcji w 2011 roku. Spółka nie zabezpiecza ekspozycji walutowej instrumentami pochodnymi, jednak jej działalność charakteryzuje się wysokim wskaźnikiem obrotu zapasów, co naszym zdaniem broni ją przed niekorzystnym kształtowaniem się kursów walutowych.

Wrażliwość wyników spółki na zmiany cen surowców

Podstawowym surowcem wykorzystywanym w procesie produkcji jest blacha stalowa ocynkowana, a także miedź, aluminium oraz wełna mineralna. Koszty zużycia materiałów bezpośrednich stanowią około 60% kosztów sprzedaży wyrobów gotowych. Udział kosztu stali w koszcie wytworzenia kształtek, materiałów montażowych, kratki, kanałów prostokątnych, sięga do 62% (koszty materiałów bezpośrednich). W cenie profili stalowych jest to już nawet 80%. Cena miedzi to około 50-80% kosztu wytworzenia rur miedzianych oraz 5-10% kosztu wytworzenia urządzeń klimatyzacyjnych. Zarząd oczekuje w najbliższej przyszłości znacznych



wzrostów cen stali. Na rynku polskim istnieje możliwość natychmiastowego podniesienia cen. Kontrakty zagraniczne podpisywane są na dłuższy czas, istnieje jednak możliwość zmiany ceny średnio co 45-60 dni i z takim opóźnieniem w podniesieniu ceny należy się liczyć w przypadku nagłego i znacznego wzrostu cen stali. Zamówienia na produkty spółki składane są zazwyczaj z wyprzedzeniem dwutygodniowym, kontrakty długoterminowe zaś gwarantują obłożenie produkcji na około 3 miesiące. Spółka utrzymuje stany magazynowe na 2 miesiące produkcji. W zakresie dystrybucji spółka utrzymuje stosunkowo niskie stany zapasów, wyższe jednak niż konkurencja, co pozwala na zaoferowanie klientowi towarów prosto z magazynu bez konieczności oczekiwania. Nowe towary, w przypadku dostawców europejskich, mogą zostać sprowadzone w terminie około 1 tygodnia, natomiast towary pochodzące z Azji można dostarczyć w około 4-5 miesięcy od złożenia zamówienia. Naszym zdaniem ogranicza to ryzyka związane z wzrostem cen surowców, wykorzystywanych w produkcji towarów znajdujących się w ofercie dystrybucyjnej spółki.

Ryzyka związane z warunkami meteorologicznymi

Niskie temperatury zimą mogą spowodować wydłużenie cykli inwestycyjnych w budownictwie, co może skutkować ograniczeniem popytu na ofertę spółki. Niskie temperatury w okresach letnich mogą wpłynąć na spadek popytu na klimatyzatory. W celu przeciwdziałania zjawisku sezonowości, Zarząd uzupełni ofertę towarami, w przypadku których popyt również ma charakter sezonowy, jednak występuje w innych kwartałach (np. materiały izolacyjne).

Ryzyka związane z rozwojem produktów substytucyjnych

Spółka specjalizuje się w produkcji i sprzedaży m.in. rur zwinianych oraz elementów okrągłych i kształtek wykorzystywanych do budowy kanałów okrągłych z blachy ocynkowanej. Częściową alternatywę dla kanałów okrągłych stanowią kanały prostokątne oraz kanały tekstylne lub kanały z płyt typu Climaver. Kanały prostokątne są rozwiązaniem z przeszłości. W porównaniu do kanałów okrągłych, charakteryzują się one wyższymi oporami przepływów, większymi stratami energii i ciepła, wyższymi kosztami produkcji oraz koniecznością produkcji stricte pod konkretny obiekt. W zasadzie jedyną zaletą rozwiązania i przyczyną, dlaczego nie zostało ono wycofane, jest oszczędność miejsca w budynku (rozwiązanie stosowane w garażach, na dojrzałym rynku Skandynawskim jego udział rynkowy wynosi około 10%). Udział w rynku krajowym kanałów tekstylnych i wykonanych z płyt Climaver jest niewielki i oscyluje wokół 1%. Wadą kanałów tekstylnych lub wykonanych z płyt Climaver (z pianki poliuretanowej) jest skomplikowana konserwacja oraz możliwość wykorzystania wyłącznie w instalacji nawiewnej.



Rachunek wyników

(mln PLN)	2006	2007	2008
Przychody ze sprzedaży	52,9	71,8	75,9
<i>zmiana</i>	41,4%	37,3%	5,7%
Koszt własny sprzedaży	39,4	53,3	55,6
Zysk brutto na sprzedaży	13,5	18,5	20,2
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	25,6%	25,7%	26,7%
Koszty sprzedaży	-1,4	-2,4	-2,4
Koszty ogólnego Zarządu	-5,9	-6,0	-7,8
Pozostała działalność operacyjna netto	-0,1	-0,2	0,0
EBIT	6,2	10,0	10,1
<i>zmiana</i>	64,7%	61,3%	1,4%
<i>marża EBIT</i>	11,7%	13,9%	13,3%
Wynik na działalności finansowej	0,0	0,1	-1,0
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	6,2	10,1	9,2
Podatek dochodowy	-1,2	-2,0	-1,6
Udziałowcy mniejszościowi	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	5,0	8,1	7,6
<i>zmiana</i>	75,5%	62,3%	-6,1%
<i>marża</i>	9,5%	11,3%	10,0%
Amortyzacja	0,7	0,8	1,0
EBITDA	6,8	10,8	11,1
<i>zmiana</i>	82,2%	61,4%	3,0%
<i>marża EBITDA</i>	12,9%	15,1%	14,7%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	5,1	5,1	5,5
EPS	1,0	1,6	1,4
CEPS	1,1	1,8	1,6
ROAE	104,2%	66,6%	37,0%
ROAA	52,2%	32,4%	21,6%



Bilans

(mln PLN)	2006	2007	2008
AKTYWA	19,2	28,9	41,5
Majątek trwały	5,4	11,2	16,1
Rzeczowe aktywa trwałe, wartości niematerialne i prawne	5,4	11,2	16,1
Pozostałe	0,0	0,0	0,1
Majątek obrotowy	13,8	17,7	25,4
Zapasy	6,3	8,8	13,7
Należności	7,1	8,3	10,4
Rozliczenia międzyok.	0,0	0,2	0,8
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	0,4	0,4	0,5
Inne	0,0	0,0	0,0
(mln PLN)	2006	2007	2008
PASYWA	19,2	28,9	41,5
Kapitał własny	9,6	14,7	26,4
Kapitały mniejszości	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania długoterminowe	0,8	3,7	2,7
Pożyczki i kredyty, leasing	0,7	3,6	2,6
Rezerwy	0,1	0,1	0,2
Zobowiązania krótkoterminowe	8,8	10,5	12,3
Pożyczki i kredyty, leasing	1,0	1,8	2,6
Zobowiązania wobec dostawców	7,8	8,3	9,4
Rozliczenia międzyokresowe	0,0	0,4	0,3
Dług	1,7	5,4	5,2
Dług netto	1,3	5,0	4,6
(Dług netto / Kapitał własny)	13,3%	33,6%	17,6%
(Dług netto / EBITDA)	0,2	0,5	0,4
BVPS	1,9	2,9	4,8



Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2006	2007	2008
Przepływy operacyjne	3,1	6,3	2,1
Zysk netto	5,0	8,1	7,6
Amortyzacja	0,7	0,8	1,0
Kapitał obrotowy	-2,7	-3,2	-6,2
Pozostałe	0,1	0,6	-0,3
Przepływy inwestycyjne	-2,0	-4,7	-5,4
CAPEX	-2,0	-4,8	-5,3
Inwestycje kapitałowe	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	0,0	0,0	-0,1
Przepływy finansowe	-1,5	-1,5	3,4
Emisja akcji	0,0	0,0	7,1
Dług	-1,5	2,9	0,3
Dywidenda (buy-back)	0,0	-3,0	-3,0
Pozostałe	0,0	-1,4	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	-0,4	0,0	0,1
Środki pieniężne na koniec okresu	0,4	0,4	0,5
DPS (PLN)	0,0	0,6	0,5
FCF	1,0	0,6	-2,3
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	3,7%	6,6%	7,0%

Wskaźniki rynkowe

	2007	2008
P/E	9,1	10,5
P/CE	8,2	9,2
P/BV	5,0	3,0
P/S	1,0	1,0
FCF/EV	0,8%	-2,8%
EV/EBITDA	7,2	7,5
EV/EBIT	7,9	8,3
EV/S	1,1	1,1
DYield	4,1%	3,8%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	5,1	5,5
MC (mln PLN)	73,4	79,5
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	0,0	0,0
EV (mln PLN)	78,4	84,1



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

Analicycy:

Kamil Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kliszcz@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

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 S.A. jest oferującym akcje emitenta w ofercie wtórnej.

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, Mondy, Nepentes, Optopol, Pemug, Polimex-Mostostal, Torfarm.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczące 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, Fortis Bank, GTC, Intergroclin Auto, Izo-Erg, Koelner, Komputronik, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Mostostal Warszawa, Nepentes, Odlewnia Żeliwa, Odratrans, Pemug, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, Przedsiębiorstwo Robót Kolejowych 7, RYFAMA, Seco Warwick, Skarbiec Nieruchomości, Sygnity, Torfarm, Unibep, WAN, WSiP, ZA Puławy, ZUGIL.

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.