



13 listopada 2009

Komentarz specjalny



Materiały budowlane

Polska

Centrum Klima

CKLM.WA; CKL.PW

Kupuj

(Niezmieniona)

Maciej Stokłosa

(48 22) 697 47 41

maciej.stoklosa@dibre.com.pl

Q3 2009: zgodnie z przesłaniem inwestycyjnym

Obecna cena 12,5 PLN, Cena docelowa 15,1 PLN

Wyniki Q3 2009 są bardzo zbliżone do naszych oczekiwań. W porównaniu do prognoz, nieznacznie gorszy był wynik na produkcji (niższe marże). Mimo to, efekt ten został z nawiązką zrekomensowany niższymi kosztami ogólnymi działalności. Wynik wpisuje się w naszą rekomendację dla spółki, która podkreśla, że firma najgorszy okres w cyklu budowlanym ma już za sobą (ekspozycja na stany surowe) i po pozyskaniu środków z emisji będzie w stanie rozwijać się organicznie. Nowa siedziba spółki będzie ukończona pod koniec 2010 roku. Przy dobrej sytuacji na rynku inwestycyjnym, może pozwolić ona spółce na zwiększenie przychodów nawet do poziomu 180 mln PLN rocznie. W dłuższym terminie branża wentylacyjna powinna rosnać szybciej niż branża budowlana. Nie widzimy przesłanek do zmiany naszej oceny spółki.

Przychody były zgodne z oczekiwaniami. Niższy niż oczekiwaliśmy okazał się wynik brutto na sprzedaży. Na niższy zysk brutto ze sprzedaży (marża: 26,1%, prognoza: 27,4%) miał wpływ niższy wynik w ramach działalności produkcyjnej. W Q3 2009 rentowność brutto w segmencie wyniosła 27%, w porównaniu do rekordowych 39,2% w Q2 2009. Niższa marża wynika ze stopniowego zwiększania zatrudnienia w spółce (przyczyną są pracownicy są mniej efektywni) oraz kumulacji urlopów w miesiącach wakacyjnych (wówczas pozostali pracują w nadgodzinach, co zwiększa koszty osobowe). Przychody w segmencie produkcji były zgodne z oczekiwaniami. Marża na działalności dystrybucyjnej była zgodna z oczekiwaniami. Niższe niż oczekiwaliśmy okazały się koszty ogółem (2,6 mln PLN, prognozowaliśmy 2,9 mln PLN). Obniżka kosztów ogólnych może mieć trwały charakter, wynika z redukcji kosztów księgowości (o kilkanaście tys. PLN, kosztu wynajmu samochodów, organizacji transportu). Ostatecznie, EBIT był o około 1% wyższy od oczekiwań. Wpływ pozostałych zdarzeń był w zasadzie nieistotny, a wynik netto ostatecznie okazał się o nieco ponad 2% wyższy od naszych prognoz.

Wśród zdarzeń, które mogą mieć wpływ na wyniki kolejnych kwartałów, zarząd wymienił:

- uruchomienie kolejnych maszyn i wzrost zatrudnienia w segmencie produkcyjnym (przejściowy ujemny wpływ na marżę).
- wzrost ilości zamówień spowodowany ożywieniem na rynku, w tym mieszkaniowym (wzrost przychodów)
- wzrost cen surowców, który wymusza konieczność dostosowania cenników sprzedaży (od 1 października cenniki wzrosły o 10-15%, czego skutkiem będą wyższe przychody).

Wyniki Q3 2009 vs. prognoza, vs. konsensus

(mln PLN)	Q3 2009	Q3 2008	Zmiana	Prognoza DI BRE	Zmiana
Przychody	19,0	19,4	-2,11%	19,0	0,09%
Zysk brutto ze sprzedaży	5,0	5,4	-8,57%	5,2	-4,47%
%	26,1%	28,0%	-	27,4%	-
EBIT	2,3	2,7	-13,71%	2,3	1,14%
%	12,1%	13,7%	-	12,0%	-
Zysk brutto	2,3	2,4	-3,65%	2,2	4,10%
Zysk netto	1,8	2,0	-8,91%	1,8	2,26%
%	9,6%	10,3%	-	9,4%	-

Źródło: DI BRE Banku S.A., Centrum Klima

Wyniki Q3 2009 w segmentach działalności

(tys. PLN)	Q3 2008	Q4 2008	Q1 2009	Q2 2009	Q3 2009	Q3 2009P
Produkcja						
Przychody	4 040	3 966	4 039	4 363	4 423	4 422
Zysk brutto na sprzedaży	1 061	1 155	1 254	1 712	1 195	1 437
Marża %	26,3%	29,1%	31,0%	39,2%	27,0%	32,5%
Dystrybucja						
Przychody	15 337	14 658	13 017	13 583	14 545	14 530
Zysk brutto na sprzedaży	4 358	5 288	3 405	3 271	3 759	3 749
Marża %	28,4%	36,1%	26,2%	24,1%	25,8%	25,8%

Źródło: DI BRE Banku S.A., Centrum Klima



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 Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.klischcz@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 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, 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, Od-ratrans, Pemug, PGE, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, Przedsiębiorstwo Robót Kolejowych 7, Rolimpex, 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.