

10 listopada 2009

Komentarz specjalny

**Przemysł**

Polska

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

ES-SYSTEM

ESSM. WA; ESS.PW

Wyniki 3Q2009

Obecna cena 5,07 PLN

W trzecim kwartale 2009 przychody ze sprzedaży spadały w znacznie mniejszym tempie niż w poprzednich kwartałach (-8,1% r/r w 3Q2009 wobec -16,8% r/r w IH2009). Wobec spadku sprzedaży krajowej (-13,3% r/r), sprzedaż zagraniczna wzrosła o 12,8% r/r. Spółka słabnący popyt ze strony wykonawców inwestycji budowlanych rekompensuje sprzedażą w kanałach hurtowych. Poziom marży operacyjnej w 3Q2009 spadł do 11,8% względem 12,5% w 3Q2008. Odkondu się to głównie za sprawą mniejszych przychodów ze sprzedaży, oraz zwiększonych obrotów w mniej zyskowych kanałach hurtowych. W trzecim kwartale 2009 roku Spółka wypracowała wartość EBITDA na poziomie 7,7% niższym niż w analogicznym okresie rok wcześniej. Marża EBITDA była nieznacznie wyższa, głównie dzięki wyższej niż rok wcześniej amortyzacji (23,1% r/r). Mimo, że sytuacja na rynku jest wciąż trudna, to Spółka posiada zamówienia na IV kwartał pozwalające na wykonanie sprzedaży na poziomie analogicznym do roku poprzedniego. W perspektywie słabej pierwszej połowy roku wyniki za 3Q2009 pokazują, że prawdopodobnie najgorsze Spółka ma już za sobą.

Wyniki 1-3Q2009

W trzech pierwszych kwartałach Spółka wypracowała przychody ze sprzedaży na poziomie 109,6 mln PLN i były one niższe o 13,6% r/r. Pomimo słabej pierwszej połowy roku (przychody -16,8% r/r) w trzecim kwartale przychody spadały już w znacznie mniejszym tempie (-8,1%). W 3Q2009 na poprawę wielkości sprzedaży wpływ miał wzrost przychodów z eksportu (12,8% r/r) oraz niższy aniżeli w pierwszej połowie roku spadek sprzedaży na rynku krajowym (-13,3% r/r w 3Q2009 wobec -16,0% w IH2009). Zarówno w kraju jak i zagranicą widoczna jest stabilizacja na rynku oświetleniowym. Również zauważalna jest tendencja do wznowiania zaczętych wcześniej inwestycji.

Sprzedaż krajowa

Zdaniem Zarządu Spółki atmosfera na rynku budowlanym w Polsce ulega polepszeniu. Kooperanci Spółki z coraz większym optymizmem zaczynają patrzeć w przyszłość, co może się przełożyć bezpośrednio na zamówienia zgłaszane na produkty producenta technologii oświetleniowych. Spadek krajowych zamówień kierowanych od wykonawców usług budowlano-montażowych Spółka zrekomensowała zwiększeniem sprzedaży w obszarze sprzedaży do odbiorcy hurtowego. Nadal, podobnie jak w poprzednich okresach dosyć dużym zagrożeniem w obrębie rynku krajowego jest nastawienie kooperantów na niską cenę i poszukiwanie najtańszych rozwiązań, co może kierować dotychczasowych klientów do konkurencji produkującej tańsze odpowiedniki o znacznie niższej jakości i krótszej długości działania (producenci chińscy, indyjscy).

Sprzedaż eksportowa

W eksporcie w trzecim kwartale 2009 roku na 15-stu rynkach zagranicznych osiągnięto wyższą wartość sprzedaży rok do roku, natomiast na 20-stu odnotowano spadek. Mimo przeważającej ilości krajów o niższej niż rok wcześniej sprzedaży, poziom przychodów eksportowych wzrósł o 12,8% r/r. Zamówienia zagraniczne w trzecim kwartale 2009 wzrosły w stosunku do drugiego kwartału 2009 o 40% i zbliżyły się do rekordowego poziomu zamówień z trzeciego kwartału 2008. Rozpoczęto sprzedaż produktów na czterech nowych rynkach zagranicznych (Australia, Grecja, Irlandia i Urugwaj), a obecnie Spółka swoje działania marketingowe koncentruje na rynkach, gdzie spostrzega największą szansę na wzrost wartości zamówień (Bułgaria, Ukraina, Litwa, Austria, Kuwejt, Dania, Chorwacja, i Nowa Zelandia).

Skrócony rachunek zysków i strat Spółki ES-System

(mln PLN)	2008	1-3Q2008	1-3Q2009	Zmiana	3Q2008	3Q2009	Zmiana
Przychody ze sprzedaży	175,4	126,9	109,6	-13,6%	46,1	42,3	-8,1%
Sprzedaż krajowa	137,2	98,9	84,1	-15,0%	36,8	31,9	-13,3%
<i>udział sprzedaży krajowej</i>	78,2%	73,3%	80,0%	-	78,8%	76,7%	-
Export	38,2	27,9	25,5	-8,7%	9,3	10,5	12,8%
<i>udział sprzedaży eksportowej</i>	21,8%	26,7%	20,0%	-	21,2%	23,3%	-
EBIT	18,0	13,2	8,3	-36,8%	5,8	5,0	-13,3%
<i>marża EBIT</i>	10,3%	10,4%	7,6%	-	12,5%	11,8%	-
EBITDA	23,0	16,8	12,8	-24,0%	7,1	6,5	-7,7%
<i>marża EBITDA</i>	13,1%	13,2%	11,7%	-	15,3%	15,4%	-
Zysk netto	14,2	10,4	6,1	-41,2%	4,7	3,8	-19,6%

Źródło: DI BRE Banku

Narastająco w pierwszych trzech kwartałach 2009 zysk operacyjny wyniósł 8,3 mln PLN i był o 36,8% niższy niż w analogicznym okresie rok wcześniej. Również w trzech pierwszych kwartałach bieżącego roku odnotowano spadek marży zysku operacyjnego z 10,4% w 1-3Q2008 do 7,6% w 1-3Q2009. Główną przyczyną spadku marży operacyjnej był spadek zamówień na produkty oferowane przez Spółkę (koszty stałe). Również w pierwszych trzech kwartałach bieżącego roku odnotowano wzrost zaangażowania produktów o niższej marży. Spółka zwiększyła poziom zaangażowania sprzedaży hurtowej kosztem malejących wpływów ze sprzedaży dla inwestycji budowlanych.

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.

Sprzedaż hurtowa charakteryzuje się znacznie mniejszym poziomem marży aniżeli produkty kierowane dla inwestycji budowlanych. W obrębie eksportu Spółka zdołała utrzymać marże na zbliżonym poziomie do tych realizowanych na terenie kraju. Zostało to osiągnięte głównie dzięki większemu zaangażowaniu w sprzedaż zagranicznej produktów niestandardowych o wyższej wartości dodanej. W niedalekiej przyszłości spodziewamy się, że marże operacyjne pozostaną na niższych aniżeli historycznie poziomach. Zmianę mogłoby przynieść odwrócenie tendencji na rynku montażowo-budowlanym, gdyż wiele produktów oferowanych dla tego rodzaju odbiorcy jest tworzonych na wymiar i specjalne potrzeby, co wiąże się oczywiście z możliwością wypracowania większego zysku.

W 3Q2009 poziom marży operacyjnej był znacznie wyższy niż w pierwszych trzech kwartałach bieżącego roku (11,8% wobec 7,6% w 1-3Q2009), ale również był on niższy od poziomu odnotowanego w 3Q2008 (12,5%). Wiązało się to z dużym zaangażowaniem produktów dla inwestycji montażowo-budowlanych. Produkty te są zazwyczaj bardzo zyskowne, więc w przypadku, gdy przychody związane z ich sprzedażą maleją, to przekłada się to bezpośrednio na osiągnięty poziom marży operacyjnej w obrębie wszystkich sprzedawanych produktów.

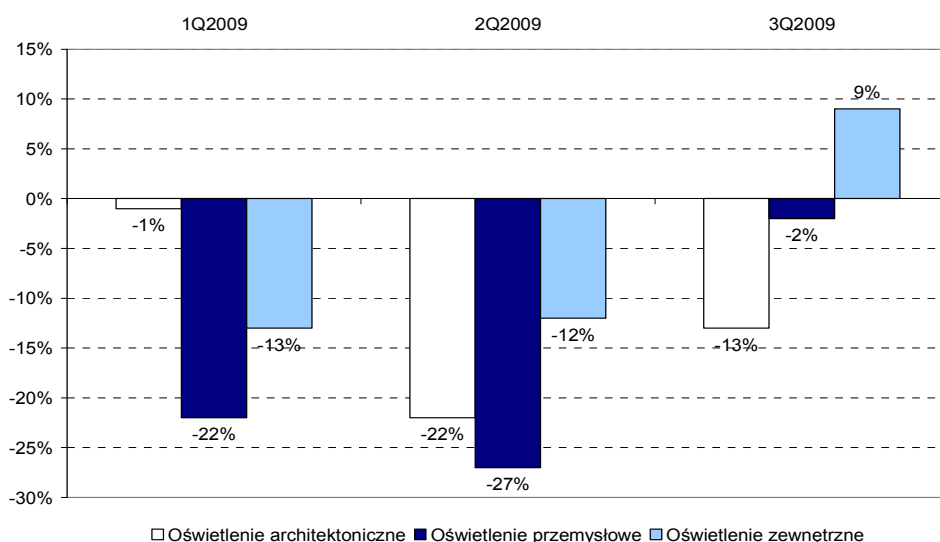
W 3Q2009 poziom marży EBITDA wyniósł 15,4% i był wyższy od marży EBITDA w 3Q2008 (15,3%). Swój wpływ na to miał wzrost wartości amortyzacji, która w trzech pierwszych kwartałach bieżącego roku była o 23,1% wyższa r/r. Wynikało, to ze znaczących wydatków inwestycyjnych jakie Spółka poniosła w 2008 roku (22,3 mln PLN).

Zysk netto w trzech pierwszych kwartałach bieżącego roku wyniósł 6,1 mln PLN i był o 41,2% niższy r/r. Przyczyną tego był niższy niż rok wcześniej wynik na działalności operacyjnej (-36,8% r/r) oraz obciążenie kwotą odroczonego podatku dochodowego (0,8 mln PLN), wynikająca z różnicy pomiędzy wartością amortyzacji bilansowej i podatkowej. Dodatni wpływ na wartość zysku netto miał wynik na działalności finansowej (0,4 mln PLN). W 3Q2009 zysk netto wyniósł 3,8 mln PLN i był o 19,6% niższy niż w analogicznym okresie rok wcześniej.

Segmenty

W trzecim kwartale 2009 roku w trzech głównych segmentach odpowiadających za 86% przychodów ze sprzedaży Spółki zanotowano znacznie lepszą dynamikę sprzedaży niż w pierwszej połowie roku. Najlepiej sytuacja w 3Q2009 kształtowała się w segmencie oświetlenia zewnętrznego (9% wzrost r/r). Był to również segment, w którym skala pojedynczych spadków we wcześniejszych dwóch kwartałach nie przekroczyła 13%. W segmencie oświetleń przemysłowych w 3Q2009 zanotowano 2% spadek r/r. Był to również segment, który najbardziej odczuł osłabienie koniunktury gospodarczej. Spadki w jego obrębie w poprzednich kwartałach wyniosły więcej jak 20% i wynikały z odłożenia w czasie inwestycji sektora przemysłu. W trzecim kwartale 2009 roku najgorzej radził sobie segment oświetleń architektonicznych, który zanotował 13% spadek r/r. W obrębie tego segmentu Spółka prowadzi obecnie strategię wprowadzania na rynek rozwiązań oferujących niższe zużycie energii. W świetle zmieniających się przepisów wewnątrz Unii Europejskiej produkty energooszczędne będą coraz częściej zastępowały dotychczasowe niewydajne rozwiązania. Rozporządzenie UE określające środki wykonawcze dotyczące produktów oświetlenia w sektorze instytucjonalnym weszły w życie we wszystkich krajach członkowskich w dniu 13 kwietnia 2009 i mają na celu obniżenie zużycia energii na terenie UE o 15%.

Dynamika przychodów według poszczególnych segmentów w kwartałach 2009 roku



Źródło: DI BRE Banku

Przepływy operacyjne

Saldo przepływów operacyjnych po upływie trzech kwartałów zostało zamknięte na plusie i wyniosło 15,8 mln PLN. Spółce w trzecim kwartale udało się zredukować wskaźnik cyklu należności z 93,9 dni rok wcześniej do 86,6 dni obecnie. Z kolei wskaźnik rotacji zobowiązań spadł do 67,0 dni z 83,8 rok wcześniej. Poziom zapasów uległ zwiększeniu o 0,5 mln PLN. Spółka w okresie osłabienia koniunktury prowadzi restrykcyjną politykę w zakresie przyznawania kredytów kupieckich, a należności eksportowe ubezpiecza w Korporacji Ubezpieczeń Kredytów Eksportowych S.A. ES-System stara się również jak najskuteczniej ściągać płatności od swoich odbiorców, uważnie przyglądając się terminom należności.



CAPEX

Na początku roku Zarząd planował wydatki inwestycyjne na 10 mln PLN. Trudna sytuacja w branży sprawiła, że Spółka musiała zrewidować swoje plany i obecnie w całym roku na wydatki w aktywa trwałe planuje przeznaczyć kwotę mniejszą od wcześniej założonej. Obecnie zarząd nie posiada żadnych planów dotyczących przejęcia działającej na rynku spółki, ale przyznaje, że obecny niski poziom ogólnego zadłużenia (20,9%) i wysokie wskaźniki płynności (płynności bieżącej 3,45; płynności szybkiej 2,44) pozwoliłyby na ewentualną akwizycję potencjalnego przedsiębiorstwa.

Zarząd planuje inwestycje związane z nowopowstałą spółką zależną ES-System NT, która ma się zajmować produkcją nowoczesnych urządzeń elektronicznych wykorzystywanych w technice oświetleniowej oraz działalnością związaną z energią odnawialną. Spółka ma już pozwolenie na działalność w Krakowskiej Specjalnej Strefie Ekonomicznej, więc w związku z tym spodziewać się można pewnych ulg podatkowych i ułatwień związanych z kredytowaniem inwestycji. Zarząd na razie niechętnie wypowiada się na temat nakładów inwestycyjnych, jakie należałoby przeznaczyć na budowę. Na razie wiadomo, że cena zakupu trzech działek pod budowę zakładów w Dobczycach k. Krakowa wynosi 1,9 mln PLN. Zarząd rozpoczęcie inwestycji warunkuje koniunkturą na rynkach swoich produktów. Zaczęcie działalności planowane jest na wrzesień 2010 roku.

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.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

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 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

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 księgową
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 księgową) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję
Dług netto - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent
Marża EBITDA - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

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

KUPUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%
AKUMULUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%
TRZYMAJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%
REDUKUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%
SPRZEDAJ - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.
Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

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

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

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

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

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

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .

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

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

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