

22 listopada 2010

Komentarz specjalny



Przemysł

Polska

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

ES-SYSTEM

ESSM.WA; ESS PW

Wyniki 3Q10

Obecna cena: 5,20 PLN

W 3Q10 przychody ze sprzedaży wzrosły o 7,2% r/r, głównie za sprawą wzrostu sprzedaży krajowej o 9,6% r/r. Sprzedaż zagraniczna rosła wolniej z uwagi na wysoką bazę roku ubiegłego oraz umocnienie się PLN do EUR (o 4,4% r/r). Mimo wyższej sprzedaży, Spółce nie udało się poprawić zeszłorocznych wyników operacyjnych (-8,0% r/r), na co wpływ miał wzrost kosztów sprzedaży, skutkiem zwiększenia sprzedaży w kanale hurtowym (premii dla sprzedawców), oraz zawiązywane i rozwiązywane pozostałe rezerwy (na ww. premie), które obciążyły wynik kwotą 330 tys. PLN. Zarząd spodziewa się, że wyniki 4Q10 powinny być lepsze niż zeszłoroczne na wszystkich poziomach. Pierwsza połowa przyszłego roku nie powinna przynieść istotnych zmian, natomiast ożywienie może być widoczne w drugiej połowie 2011 roku (projekty infrastrukturalne związane z oświetleniem zewnętrznym). Trwałej poprawy oczekiwać natomiast można dopiero w końcówce roku 2012 i w roku 2013. Oczekiwanie na polepszenie wyników do drugiej połowy następnego roku może naszym zdaniem być powodem do rozczarowania przez inwestorów, którzy biorąc pod uwagę obecną wycenę Spółki oczekują znacznie wyższych rezultatów. Według naszych wstępnych szacunków wynik za 4Q10 pozwolić powinien na wypracowanie w bieżącym roku 13,3 mln PLN EBIT oraz 10,9 mln PLN zysku netto. To przy dzisiejszym kursie wskazywałoby na P/E 21,1 i EV/EBITDA 10,9. Jeśli Spółka w kolejnym roku wypracuje wynik netto na poziomie roku bieżącego, a zakład ES-System NT w pierwszym roku osiągnie sprzedaż na poziomie 36 mln PLN przy rentowności netto 15%, to przy bieżących cenach wskaźnik P/E na kolejny rok wyniosłby 14,1. To sprawia, że bieżąca wycena przy takim, dość optymistycznym scenariuszu, jest wysoka.

W 3Q10 przychody ze sprzedaży wzrosły o 7,2% r/r, głównie za sprawą rosnącej sprzedaży na terenie kraju (+9,6% r/r). Sprzedaż eksportowa spadła o 0,1% w związku z wysoką bazą 3Q09 (w 3Q09 nastąpiło oddanie do użytku dużej galerii na Litwie, a wartość realizowanego kontraktu wyniosła około 2 mln PLN) oraz umocnieniem się PLN do EUR o średnio 4,4% r/r w 3Q10. Również w 3Q10 nastąpiło przesunięcie kontraktów w Göteborgu (o wartości 948,5 tys. EUR, który będzie wykonywany w 4Q10) i w Archus (o wartości 800 tys. EUR, który będzie wykonywany w 1Q11). W sumie najbardziej, bo aż o 42% r/r wzrosły przychody segmentu oświetlenia zewnętrznego, z kolei w segmencie oświetlenia architektonicznego oraz przemysłowego sprzedaż była na zeszłorocznych poziomach. Bardzo dobrze kształtowała się sprzedaż w kanale hurtowym, gdzie przychody były o 7% r/r wyższe. Wzrostowi przychodów Spółki w 3Q10 towarzyszył wzrost marży brutto ze sprzedaży (z 36,8% w 3Q09 do 37,2% w 3Q10). Niestety wraz z rosnącymi przychodami istotnie wzrastały koszty sprzedaży (+12,4% r/r) oraz koszty zarządu (13,6% r/r). Wpływ na to miało przeniesienie wydatków związanych z pracą zespołu badawczego z ES-System S.A., (gdzie dotychczas obciążenia wynikające z działalności działu uwzględniane były na poziomie kosztów wytworzenia) do spółki zależnej ES-System NT (gdzie koszty te księgowane są na poziomie kosztów zarządu). W sumie zmiana powyższej prezentacji w ciągu ostatnich dwóch kwartałów spowodowała przesunięcie obciążeń z kosztów wytworzenia do kosztów zarządu w kwocie 1,1 mln PLN. Nie bez znaczenia był również wzrost sprzedaży w kanale hurtowym co spowodowało zwiększenie kosztów premii dla sprzedawców. Na poziomie pozostałych kosztów i przychodów operacyjnych największy wpływ na poziom miały zawiązywane i rozwiązywane pozostałe rezerwy, które głównie dotyczyły premii dla sprzedawców w kanale hurtowym. W sumie obciążyły one wynik operacyjny w kwocie 330 tys. PLN.

Rachunek zysków i strat Spółki ES-System w 3Q10

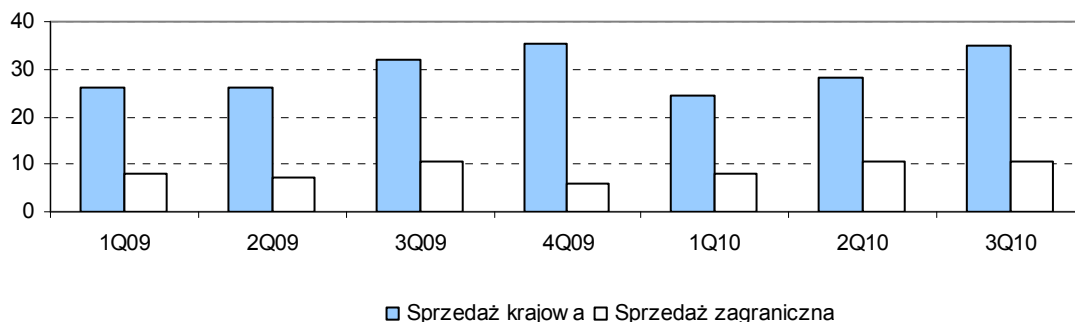
(mln PLN)	2008	2009	Zmiana (r/r)	1-3Q09	1-3Q10	Zmiana	3Q09	3Q10	zmiana
Przychody ze sprzedaży	175,4	150,8	-14,0%	109,6	113,8	3,9%	42,3	45,4	7,2%
Sprzedaż krajowa	137,2	119,6	-12,8%	84,1	87,7	4,4%	31,9	35,0	9,6%
udział sprzedaży krajowej	78,2%	79,3%	-	76,7%	77,1%	-	75,3%	77,0%	-
Export	38,2	31,185	-18,4%	25,5	26,1	2,4%	10,4	10,4	-0,1%
udział sprzedaży exportowej	21,8%	20,7%	-	23,3%	22,9%	-	24,7%	23,0%	-
EBIT	18,0	11,8	-34,4%	8,3	8,2	-1,5%	5,0	4,6	-8,0%
udział EBIT	10,3%	7,8%	-	7,6%	7,2%	-	11,8%	10,1%	-
EBITDA	23,0	17,8	-22,7%	12,8	12,9	0,6%	6,5	6,1	-6,0%
udział EBITDA	13,1%	11,8%	-	11,7%	11,3%	-	15,4%	13,5%	-
Zysk netto	14,2	9,0	-36,6%	6,3	7,3	16,7%	3,9	3,7	-4,7%

Źródło: DI BRE Banku, ES-System

Zdaniem Zarządu poprawa na rynku budowlanym w 3Q10 przekłada się na wzrost obrotów branży elektrotechnicznej oraz oświetleniowej. Ma to miejsce w segmencie oświetlenia ulicznego oraz drogowego, a także w inwestycjach związanych z realizacją obiektów użyteczności publicznej (szkoły, szpitale, przychodnie, obiekty sportowe) (fundusze Unijne). Wciąż stagnacja dostrzegalna jest w segmencie obiektów biurowych, a nieznaczna poprawę można zauważyć w segmencie centrów handlowych. Spółka spodziewa się, że wyniki 4Q10 będą lepsze r/r na wszystkich poziomach, głównie dzięki wzrostowi zamówień eksportowych (na koniec 3Q10 portfel zamówień eksportowych był o 35% wyższy r/r). Pierwsza połowa przyszłego roku zdaniem Zarządu nie przyniesie istotnych zmian, lepiej ma natomiast być w drugim półroczu. Trudno się jest spodziewać

wzrostów w segmencie oświetlenia architektonicznego, w związku z małą ilością inwestycji kubaturowych. Dobrze powinna się natomiast kształtować sytuacja w segmencie oświetlenia zewnętrznego w związku z dużą ilością prowadzonych projektów budownictwa infrastrukturalnego. Wielkość sprzedaży w kolejnym roku zależy od utrzymania wzrostu wolumenów eksportowych oraz utrzymania pozycji na terenie kraju. Zdaniem Zarządu trwała poprawa w branży oświetleniowej będzie dopiero możliwa w końcówce roku 2012 i roku 2013, gdy wykończeniu będą poddawane obiekty rozpoczynane w 2011 roku. Dobrym sygnałem płynącym z rynku jest coraz większe zainteresowanie technologią SSL. W końcu listopada nastąpi uruchomienie produkcji w zakładzie w Dobczycach, który będzie oferował rozwiązania w oparciu o technologie ledową. Sprzedaż zakładu ma być kierowana głównie za granicę. Zdaniem Zarządu nowa inwestycja przyczyni się do poprawy wyników w kolejnym roku.

Sprzedaż krajowa i eksportowa ES-System w poszczególnych kwartałach w latach 2008-2010 (mln PLN)



Źródło: DI BRE Banku, ES-System

Biorąc pod uwagę zapowiadane zwiększenie przychodów w 4Q10 wynikające ze zwiększenia sprzedaży eksportowej i przesunięcia części projektów 4Q10, spodziewamy się że Spółka w sumie w bieżącym roku wypracuje około 13,3 mln PLN zysku operacyjnego oraz 10,9 mln PLN zysku netto. To przy bieżącej cenie daje wskaźniki P/E 21,1 i EV/EBITDA 10,9. Po otwarciu zakładu w Dobczycach (NT System) potencjał sprzedaży tamtejszego zakładu w kolejnym roku wynieść ma 36 mln PLN. Biorąc pod uwagę wysokomarżowe produkty, jakie mają być tam produkowane, szacować można, że rentowność netto będzie wyższa niż obecnie w Grupie ES-System (w bieżącym roku około 6,8%). Zakładając 15% rentowność netto i podobny jak w bieżącym roku wynik netto wskaźnik dla bieżącej ceny akcji (5,20 PLN) kształtować się będą na poziomie 14,1 P/E. Biorąc pod uwagę ten scenariusz taki wskaźnik dla ES System wydaje się stosunkowo wysoki.

Wyniki ES-System w poszczególnych kwartałach 2010 roku i prognoza DI BRE na 4Q10P

(mln PLN)	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10P	2010P
Przychody ze sprzedaży	29,6	38,9	45,4	46,2	160,0
EBITDA	1,9	4,8	6,1	6,6	19,4
marża EBITDA	6,4%	12,4%	13,5%	14,4%	12,1%
EBIT	0,3	3,3	4,6	5,0	13,3
Zysk Brutto	0,3	4,1	4,5	4,6	13,6
Zysk Netto	0,1	3,5	3,6	3,8	10,9

Źródło: DI BRE Banku, ES-System



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

Departament Analiz:

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

Piotr Grzybowski tel. (+48 22) 697 47 17
piotr.grzybowski@dibre.com.pl
IT, Media

Maciej Stokłosa tel. (+48 22) 697 47 41
maciej.stoklosa@dibre.com.pl
Budownictwo, Deweloperzy

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

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

Piotr Dudziński tel. (+48 22) 697 48 22
Dyrektor
piotr.dudzinski@dibre.com.pl

Marzena Łempicka-Wilim tel. (+48 22) 697 48 95
Wicedyrektor
marzena.lempicka@dibre.com.pl

Maklerzy:

Emil Onyszczyk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczyk@dibre.com.pl

Grzegorz Stępień tel. (+48 22) 697 48 62
grzegorz.stepien@dibre.com.pl

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44
michal.jakubowski@dibre.com.pl

Tomasz Jakubiec tel. (+48 22) 697 47 31
tomasz.jakubiec@dibre.com.pl

Grzegorz Strublewski tel. (+48 22) 697 48 76
grzegorz.strublewski@dibre.com.pl

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

Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych

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

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

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

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

„Prywatny Makler”

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

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26
Dyrektor Departamentu Sprzedaży
jacek.szczepanski@dibre.com.pl

Dom Inwestycyjny
BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-950 Warszawa
www.dibre.com.pl

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV - dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)

EBIT - Zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

BOOK VALUE - wartość księgowa

WNDB - wynik na działalności bankowej

P/CE - cena do zysku wraz z amortyzacją

MC/S - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

EBIT/EV - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

P/E - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję

ROE - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych

P/BV - (Cena/Wartość księgowa) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

Dług netto - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent

Marża EBITDA - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

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

KUPUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

AKUMULUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%

TRZYMAJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%

REDUKUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%

SPRZEDAJ - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie 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 S.A.

Nadzór nad działalnością Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A. 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, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal, ZUE.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: 01 NFI, Rubikon Partners NFI, Asseco Poland, Erbud, Es-System, Macrologic, Mieszko, Mondy, Monnari Trade, Nepentes, Neuca, Optopol, PA Nova, Pemug, PKN Orlen, PKO BP, 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, Energoaparatúra, Energomontaż Pólnoc, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, Getin Noble Bank, GTC, Handlowy, Interagroclin Auto, Koelner, Komputronik, Kredyt Bank, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Nepentes, Neuca, Odratrans, Pemug, PGE, PGF, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, PZU, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Sfinks, Sokołów, Sygnity, Tauron, Techmex, Unibep, WSiP, ZA Puławy, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: 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.