

23 marca 2010

Komentarz specjalny

**Przemysł**

Polska

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

ES-SYSTEM

ESSM. WA; ESS.PW

Wyniki 4Q2009

Obecna cena 4,38 PLN

Wyniki za czwarty kwartał 2009 roku pokazują, że najgorsze Spółka ma już za sobą. Pozytywne symptomy zostały zaobserwowane na rynku krajowym, na którym przychody spadły tylko o 7,2% r/r, wobec spadku 13,3% r/r w 3Q09 (mimo że baza czwartego kwartału 2008 była wysoka). Gorzej natomiast kształtowała się sprzedaż zagraniczna, która spadła o 44,7% r/r. Mimo wysiłków nie udało się utrzymać wysokich poziomów marży z 2008 roku. Spółka wciąż jest zmuszona do większej stymulacji sprzedaży w mniej marżowym kanale hurtowym. Nie bez znaczenia było również niskie obłożenie mocy wytwórczych zakładów spółek zależnych. Zarząd ostrożnie podchodzi do 2010 roku i przewiduje, że wyniki Spółki mogą być na poziomie podobnym do roku poprzedniego. Ma to dotyczyć zarówno sprzedaży na rynku krajowym, jak i sprzedaży eksportowej. Oczekuje jednak, że druga połowa roku może przynieść istotne symptomy ożywienia w branży. Szczególnie dotyczyć to będzie projektów infrastrukturalnych związanych z budownictwem drogowym i budynkami użyteczności publicznej. Naszym zdaniem pozytywnie zaskoczyć mogą wyniki sprzedaży otwieranego na początku kwietnia zakładu w Dobczycach. Nowe produkty posiadają wysoką wartość dodaną, co z pewnością znajdzie swoje odzwierciedlenie w osiągniętej rentowności.

Wyniki 4Q09

W czwartym kwartale 2009 przychody ze sprzedaży wyniosły 41,2 mln PLN i były o 15,1% niższe niż w analogicznym okresie rok wcześniej. Pewną stabilizację na rynku udało się odczuć na rynku krajowym, na którym sprzedaż spadła tylko 7,2% r/r, wobec 13,3% r/r spadku w trzecim kwartale. Spółka czując wyraźny spadek zamówień generowanych przez inwestycje komercyjne, przemysłowo-magazynowe i użyteczności publicznej była zmuszona do modyfikacji dotychczas stosowanej strategii. Nowe działania były prowadzone w oparciu o dywersyfikację portfela obecnych klientów, ściślejszą współpracę z odbiorcą hurtowym oraz intensyfikację działań w obszarze promocji energooszczędnych rozwiązań oświetleniowych. W całym 2009 roku na rynku krajowym Spółce udało się utrzymać podobną jak w roku wcześniejszym proporcję pomiędzy odbiorcami hurtowymi, a inwestycjami budowlanymi, które wyniosły odpowiednio 54,5% i 45,3%. W czwartym kwartale dużo gorzej od rynku krajowego zachowywał się rynek zagraniczny. W sumie przychody z eksportu spadły o 44,7% r/r i wynikały z niskiej chłonności rynku europejskiego, na który kierowana jest przeważająca część sprzedaży zagranicznej. Również słabo sprzedaż przedstawiała się na rynkach wschodnich, w tym Rosji. Spółka zmuszona jest do znacznie większej sprzedaży w kanałach hurtowych. Dodatkowym czynnikiem wpływającym na spadek przychodów w sprzedaży eksportowej było opieranie się presji cenowej. ES System mając na względzie wyniki operacyjne zdecydowała się na utrzymanie stosunkowo wysokich marży eksportowych, co było widać w dwucyfrowym poziomie rentowności brutto ze sprzedaży. To jednak prowadziło do znacznie mniejszych wolumenów sprzedaży. W przyszłości dojść może jednak do obniżenia rentowności w kanale sprzedaży zagranicznej ze względu na obserwowane na rynku walutowym umocnienie się złotówki.

Sprzedaż na rynku krajowym w 2007, 2008 i 2009 roku

(mln PLN)	2007	2008	2009
Rynek hurtowy	54,6%	54,9%	54,7%
Rynek inwestycji budowlanych	45,4%	45,1%	45,3%

Źródło: DI BRE Banku

Skrócony rachunek zysków i strat w czwartym kwartale 2009 roku

(mln PLN)	2008	2009	zmiana	4Q2008	4Q2009	zmiana
Przychody ze sprzedaży	175,4	150,8	-14,0%	48,6	41,2	-15,1%
Sprzedaż krajowa	137,2	119,6	-12,8%	38,3	35,6	-7,2%
udział sprzedaży krajowej	78,2%	79,3%	-	78,8%	86,2%	-
Export	38,2	31,185	-18,4%	10,3	5,7	-44,7%
udział sprzedaży exportowej	21,8%	20,7%	-	21,2%	13,8%	-
EBIT	18,0	11,8	-34,4%	4,8	3,5	-27,9%
udział EBIT	10,3%	7,8%	-	9,9%	8,4%	-
EBITDA	23,0	17,8	-22,7%	6,2	5,0	-19,3%
udział EBITDA	13,1%	11,8%	-	12,7%	12,1%	-
Zysk netto	14,2	9,0	-36,6%	3,8	2,9	-23,8%
P/E	13,6	21,4				
EV/EBITDA	7,9	9,3				

Źródło: DI BRE Banku

Skupienie się na sprzedaży w kanale hurtowym oraz niższa ilość możliwych do realizacji inwestycji znalazła swoje miejsce w marży brutto ze sprzedaży, która w 4Q09 spadła o 3,1pp, a to z kolej wraz z niższymi przychodami wpłynęło negatywnie na wartość zysku operacyjnego. W sumie rentowność operacyjna spadła z 9,9% w 4Q08 do 8,4% w 4Q09. Obniżenie

rentowności zysku operacyjnego miało miejsce również w porównaniu do poprzedniego kwartału, w którym marża EBIT była o 3,4pp wyższa. Na wartość wyników operacyjnych wpłynęło również niskie obciążenie mocy wytwórczych w zakładach spółek zależnych. Marża EBITDA spadła do 12,1% w 4Q09 z 12,7% w analogicznym okresie rok wcześniej. Mniejszy spadek jak w przypadku rentowności operacyjnej związany był z realizacją programu inwestycyjnego związanego z budową zakładu nowoczesnej technologii oświetlenia w Dobczycach. Zysk netto w czwartym kwartale wyniósł 2,9 mln PLN i był o 23,8% niższy niż w analogicznym okresie rok wcześniej. Rentowność wyniku finansowego netto wyniosła 7,0% wobec 7,8% w czwartym kwartale roku 2008.

Struktura przychodów z podziałem na poszczególne segmenty (%)

(mln PLN)	2007	2008	2009
Oświetlenie architektoniczne	39%	49%	49%
Oświetlenie przemysłowe	32%	20%	20%
Oświetlenie zewnętrzne	13%	16%	17%
Akcesoria różne	13%	12%	12%

Źródło: DI BRE Banku

Mimo spadku popytu generowanego przez inwestycje budowlane Spółce udało się utrzymać wysoką wartość sprzedaży wysoko marżowego segmentu oświetlenia architektonicznego oraz oświetlenia zewnętrznego. Po czterech kwartałach 2009 roku mimo osłabienia koniunktury struktura sprzedaży tylko odrobinę odróżnia się od tej jaka miała miejsce w roku 2008.

Nowy zakład w Dobczycach

12 kwietnia bieżącego roku swoją działalność produkcyjną i sprzedażową rozpocznie nowy zakład w Dobczycach. Ma on produkować sprzęt oświetleniowy oparty na energooszczędnych oprawkach typ LED oraz systemach opartych o energię odnawialną. Produkty te posiadają dużą wartość dodaną, co przekłada się na wyższy poziom realizowanych marży na sprzedaży.

Perspektywa na 2010 rok

Zarząd przy okazji wyników za 2009 rok przyznał, że obecny 2010 może nie przynieść szybkiego ożywienia w branży. Przyznaje raczej, że może to być rok równie trudny dla budownictwa jak poprzedni. To sprawiać będzie, że związania z budownictwem branża oświetleniowa raczej nie będzie miała łatwego otoczenia makroekonomicznego. Według raportu Głównego Urzędu Nadzoru Budowlanego w roku 2009 w sumie wydano o 9% mniej pozwoleń na budowę jak w roku 2008. Wiele inwestycji w poprzednim roku zostało dodatkowo wstrzymanych, bądź mimo pozwolenia na budowę dalsza realizacja została anulowana. Według wstępnych danych za 2009 rok sprzedaż branży budowlanej w segmencie kubaturowym spadła o 1,1% r/r. Przyczyniła się do tego mniejsza o 15% r/r ilość obiektów przekazanych do użytkowania, z czego największe spadki miały miejsce w grupie budynków przemysłowo-magazynowych (-19% r/r) i użyteczności publicznej (-17% r/r). Biorąc pod uwagę przesunięcie czasowe w budownictwie (w 1Q2009 realizowane były jeszcze kontrakty zawarte przed kryzysem), na powrót wyników finansowych jak przed kryzysem przyjdzie nam jeszcze trochę poczekać. W 3Q2009 rynki eksportowe wprowadziły odnotowały wzrosty, co mogło zwiastować powrót koniunktury również na rynku budowlanym. Obecnie najbardziej prawdopodobny scenariusz przewiduje, że ten odradzać się będzie raczej powoli. Pewnej poprawy należy z kolei oczekiwać po rynkach wschodnich. Rosja, od której sprzedaż Grupy w całym 2009 roku spadła o przeszło 40% r/r, może w 2010 roku zgłaszać nieco większe zapotrzebowanie.

W okresie niesprzyjającego otoczenia makroekonomicznego dla Spółki Zarząd planuje zwiększenie działań badawczo rozwojowych w obszarze zastosowań LED w technice oświetleniowej. Spółka wierzy, że w kolejnych latach będziemy mogli zaobserwować jeszcze większe jak dotychczas zainteresowanie rozwiązaniami prowadzącymi do mniejszego zużycia energii elektrycznej w technice oświetleniowej. Służyć temu będzie nowo budowany zakład w Dobczycach zlokalizowanego blisko parku technologicznego w Krakowie. Spółka również zamierza zwiększać sprzedaż eksportową poprzez umacnianie pozycji na wytypowanych rynkach zbytu. Szczególny nacisk zostanie tu położony na kanał hurtowy.

Mimo nie sprzyjającego otoczenia makroekonomicznego Zarząd pokłada nadzieje, że druga połowa bieżącego roku będzie początkiem wzrostu w branży. To z kolei pozwoliłoby na zwiększenie rentowności i powrót do poziomów wyników operacyjnych jakie miały miejsce w poprzednich latach. Szanse na dobre wyniki spostrzegamy w licznych planowanych projektach infrastrukturalnych obejmujących budownictwo drogowe i budynki użyteczności publicznej. Marże w tych segmentach wprawdzie są na średnich poziomach, ale zapewnienie mocy wytwórczych wszystkich zależnych zakładów będzie pozytywnie wpływać na rentowność całej grupy. Zarząd nie wyklucza również startu w przetargach na instalacje systemów oświetlenia na budowanych polskich stadionach do Euro 2012. Przestrzega jednak, że przeznaczone obecnie na ten cel budżety znajdują się na niskich poziomach, co sprawiać będzie, że marże nie będą raczej wysokie.

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, Energetyka, 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, Pemug, Polimex-Mostostal, Torfarm.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Ambra, Arkus, Bakalland, BRE Bank, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Energoaparatura, Energomontaż Północ, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, GTC, Intergroclin Auto, Koelner, Komputronik, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Mostostal Warszawa, Nepentes, Odratrans, Pemug, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, Seco Warwick, Sfinks, Sokółów, Sygnity, Techmex, Torfarm, Unibep, WSiP, ZA Puławy.

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