

28 sierpnia 2009

Komentarz specjalny

**Przemysł**

Polska

ES-SYSTEM

ESSM.WA; ESS.PW

Wyniki 1H2009

Łukasz Dynysiuk
(48 22) 697 47 40
praktykanci@dibre.com.pl

Obecna cena 5,88 PLN

Wyniki za pierwsze półrocze były gorsze od przewidywań Zarządu Spółki. Przychody spadły o 16,81% r/r i wyniosły 67,2 mln PLN. Na poziomie operacyjnym Spółka wypracowała zysk w wysokości 3,3 mln PLN - spadek o 54,93% r/r, a wygenerowany zysk netto spadł o 58,80% r/r i wyniósł 2,3 mln PLN. Na tak słabe wyniki w 1H2009 miały wpływ przede wszystkim dwa czynniki: sezonowość oraz wyhamowanie i przesunięcie w czasie inwestycji budowlanych i montażowych. Branża, w której działa spółka charakteryzuje się tym, że większość projektów jest realizowana w okresie jesienno-zimowym, dlatego zazwyczaj 1 i 2 kwartał są słabsze pod względem wyników niż 3 i 4 kwartał. Warto zaznaczyć, że w analogicznym okresie roku 2008 efekt sezonowości nie był dla Spółki tak odczuwalny jak w roku bieżącym, głównie dlatego, że ilość zamówień i realizacji projektów inwestycyjnych była na znacznie wyższym poziomie. Wynik operacyjny został obciążony rezerwą na odroczonego podatku dochodowego w wysokości ok. 600 tys. PLN. Ponadto, nie zafakturowano z przyczyn formalnych przychodu w wysokości 2 mln PLN z realizacji projektu budowy galerii handlowej w Wilnie. Przychód ten najprawdopodobniej zostanie zaksięgowany we wrześniu bieżącego roku (realizacje projektów budowlanych można zafakturować dopiero po dokonaniu odbioru projektu przez inspektorat budownictwa).

Wyniki finansowe Grupy ES-SYSTEM za 2Q2009

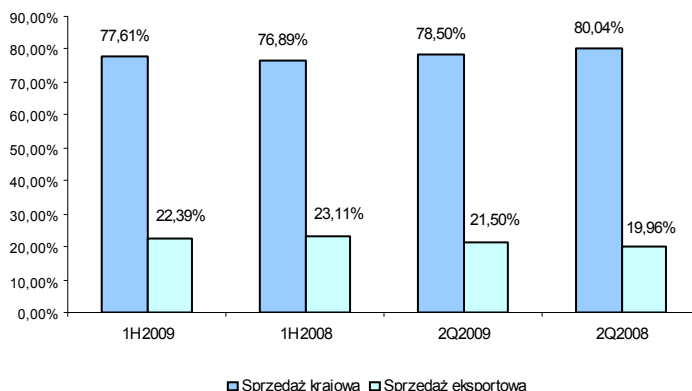
(mln PLN)	2Q 2009	2Q2008	zmiana	1H 2009	1H 2008	zmiana
Przychody	33,2	43,2	-23,14%	67,2	80,80	-16,81%
EBITDA	1,5	5,6	-73,50%	6,2	9,7	-35,70%
marża EBITDA	9,31%	12,05%	-	9,31%	12,05%	-
EBIT	0,021	4,4	-99,53%	3,3	7,4	-54,93%
Zysk brutto	-0,2	4,2	-	3,9	7,3	-46,53%
Zysk netto	-0,7	3,2	-	2,3	5,7	-58,80%

Źródło: ES-SYSTEM S.A., opracowanie DI BRE

Stagnacja na krajowym rynku inwestycji negatywnie wpłynęła na sprzedaż w dwóch głównych segmentach działalności Spółki, tj. w segmencie architektonicznym (spadek o 22% r/r) i przemysłowym (spadek o 27% r/r). Segmenty te stanowią łącznie ok. 72% sprzedaży Grupy. Drugi kwartał 2009 był słabszy niż pierwszy, ponieważ w pierwszym kwartale były realizowane jeszcze kontrakty z 4Q2008, które w sposób naturalny pozytywnie wpływały na wyniki Grupy.

Struktura sprzedaży Grupy

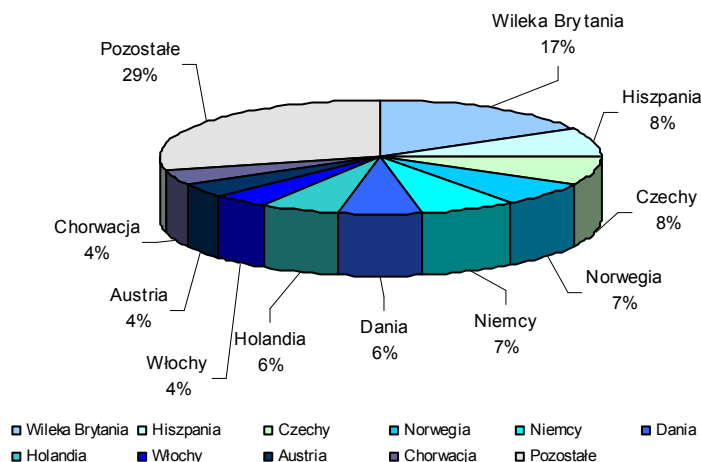
Większość sprzedaży Grupy jest skierowana na rynek krajowy, który stanowi ok. 78% przychodów. Pozostałe 22% stanowi eksport, głównie do krajów Unii Europejskiej. W 1H2009 Spółka zanotowała spadek sprzedaży krajowej i eksportowej odpowiednio o 16,03% oraz 19,42% w porównaniu z analogicznym okresem roku poprzedniego. Spadek sprzedaży krajowej i eksportowej w 2Q2009 wyglądał następująco w porównaniu do 2Q2008: 24,62% i 17,24%.

Sprzedaż krajowa i eksportowa w porównaniu

Źródło: ES-SYSTEM S.A., opracowanie DI BRE

Grupa stara się zdobywać nowe zagraniczne rynki zbytu dla swoich produktów. W tym roku pozyskała kontrakty w dziewięciu nowych krajach: Argentyna, Australia, Indie, Cypr, Kanada, RPA, Urugwaj, Malezja, Kostaryka. Największym rynkiem eksportowym pozostaje nadal Wielka Brytania z 17% udziałem w eksporcie Grupy. Spadł jednak eksport do Czech z 15% w 2008 roku do 8% w 1H2009.

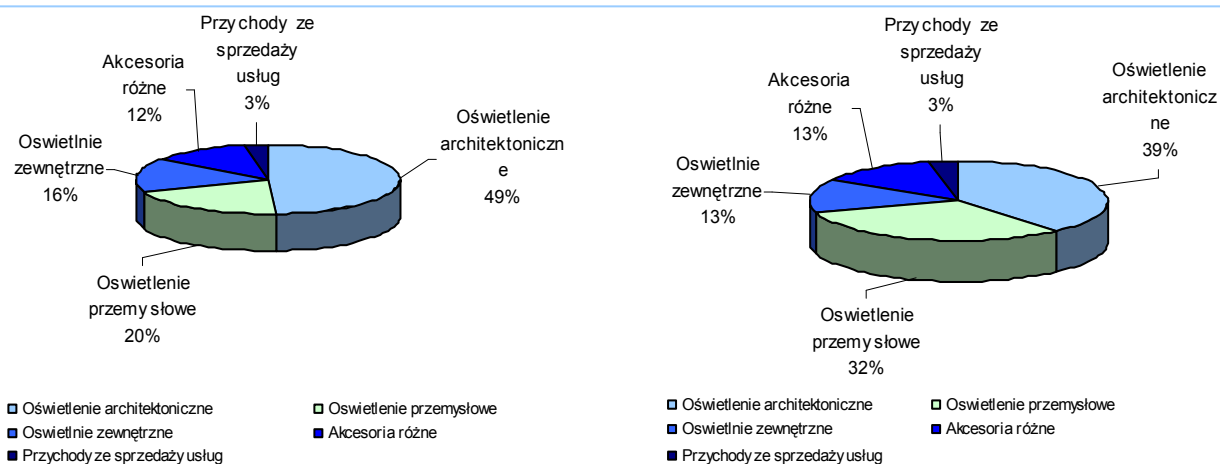
Struktura eksportu z podziałem na kraje



Źródło: ES-SYSTEM S.A., opracowanie DI BRE

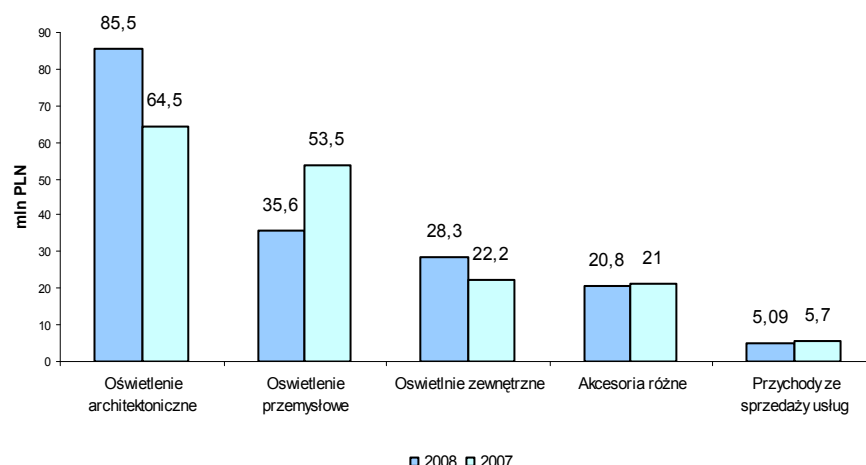
Struktura sprzedaży Grupy według obszarów sprzedażowych w 1H2009 utrzymują się na niezmiennym poziomie. 52% całości wolumenu obrotu stanowi segment oświetlenia architektonicznego - spadek o 13% r/r w 1H2009. Drugim filarem wolumenów sprzedaży z udziałem 22% jest segment oświetlenia przemysłowego - spadek o 15% r/r. Najmniejszy spadek zanotowano w trzecim segmencie - oświetlenie zewnętrzne - który stanowi 14% w strukturze sprzedaży (spadek o 2% r/r).

Asortymentowa struktura przychodów ze sprzedaży w 2008 r. (lewy) i 2007 r. (prawy) - ujęcie procentowe



Źródło: ES-SYSTEM S.A., opracowanie DI BRE

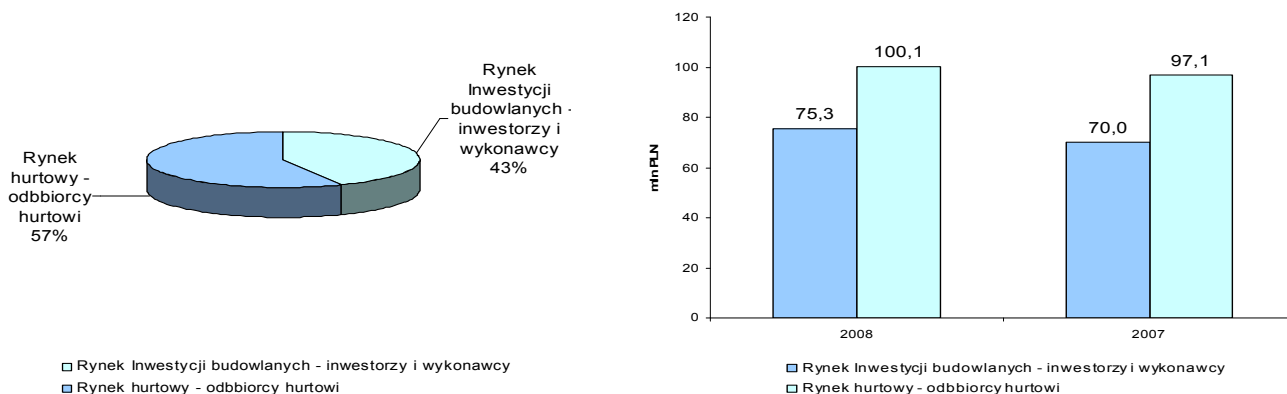
Asortymentowa struktura przychodów ze sprzedaży w 2008 r. i 2007 r. - ujęcie kwotowe



Źródło: ES-SYSTEM S.A., opracowanie DI BRE

Grupa stara się wzmocnić sprzedaż w segmencie modernizacji. Jak zapewniają władze Spółki segment ten rośnie głównie dzięki eksportowi skąd przychodzi coraz więcej zamówień. Za pozytywny efekt działań Spółki w obszarze modernizacji instalacji oświetleniowych można uznać przychody w segmencie oświetlenia ulic, przemysłu i szkół. Grupa będzie w najbliższym okresie kładła nacisk na ten segment swojej aktywności. Spadek zleceń w obszarze inwestycji w 1H2009 Grupa rekompensowała zintensyfikowaną sprzedażą w segmencie hurtowym. Jednak ze względu na niższe marże w tym kanale dystrybucji Spółce ciężko było zniwelować różnice. Niemniej, sprzedaż w tym segmencie pozostała na relatywnie dobrym poziomie (26,6 mln PLN w 2009 vs. 26,9 mln PLN w 2008). Prognozujemy, że sprzedaż w tym segmencie będzie wzrastać w następnych kwartałach. Jest to spowodowane zacieśniającymi się więziami z partnerami handlu hurtowego, którzy regulują swoje zobowiązania nie powodując zatorów płatniczych. Dziesięciu największych partnerów hurtowych realizuje ok. 80% przychodów Grupy w tym kanale sprzedażowym.

Struktura asortymentowa przychodów ze sprzedaży Grupy ES-SYSTEM



Źródło: ES-SYSTEM S.A., opracowanie DI BRE

Innowacyjność i ekologia - skuteczna strategia...?

Grupa konsekwentnie stara się wprowadzać na rynek nowe, innowacyjne produkty czym zdobywa przewagę konkurencyjną nad innymi graczami z branży. Cała koncentracja skierowana jest na obszary z wykorzystaniem nowych technologii LED oraz oszczędności energii. Takie podejście Grupy do rozwoju wydaje się skuteczne w kilkuletniej perspektywie co najmniej z kilku powodów: promocja ochrony środowiska w krajach UE (największy rynek eksportowy Grupy) i powiązana z nią oszczędność energii jest wymuszana nie tylko czynnikiem rachunku ekonomicznego, ale również europejskimi regulacjami prawnymi. Dokumentem, który istotnie wpłynie na rynek sprzętu oświetleniowego jest Rozporządzenie UE określające środki wykonawcze dotyczące produktów oświetlenia w sektorze instytucjonalnym (Tertiary Lighting). Rozporządzenie weszło w życie we wszystkich krajach członkowskich z dniem 13 kwietnia 2009 roku. Ponadto, dbałość o ochronę środowiska i oszczędność energetyczną jest swego rodzaju modą w społeczeństwach rozwiniętych, co w konsekwencji przyczynia się do modernizacji starych rozwiązań instalacji oświetleniowych. Politykę tę potwierdza utrzymana dodatnia dynamika przychodów Grupy w obszarze innowacyjnych i energooszczędnych urządzeń oświetleniowych. W grupie opraw świetlówkowych urządzenia zasilane elektronicznie stanowią obecnie 80% sprzedaży w stosunku do 74% w analogicznym okresie roku ubiegłego. Oprawy świetlówkowe stanowią ok. 50% sprzedaży Grupy.

Grupa nie poddaje się presji cenowej

Rynek oświetleniowy w Polsce i za granicą charakteryzuje się sporym rozdrobnieniem. Wielość podmiotów na tym rynku wymusza obniżanie cen, a co za tym idzie marż. Grupa odczuła to zwłaszcza w 1H2009 roku, kiedy to odbiorcy redukując koszty inwestycji i modernizacji zaczęli poszukiwać najtańszych rozwiązań. ES-SYSTEM nie poddaje się jednak presji cenowej nawet kosztem mniejszych wolumenów sprzedaży. Z naszego punktu widzenia jest to dobre podejście, ponieważ obniżka marży przez redukcję poziomu cen rynkowych prowadzi do sytuacji, w której ciężko jest wrócić do identycznego lub porównywalnego poziomu sprzed obniżki (proces taki jest długotrwały). Co więcej, strategia Grupy jest nastawiona na produkty z użyciem nowych technologii i innowacyjnych rozwiązań, które charakteryzują się wysoką marżą i które to stanowią największy udział w strukturze przychodów Spółki.

ES-SYSTEM powołał nową spółkę

Zgodnie z misją i założeniami rozwoju Grupy w ramach ochrony środowiska i rozwiązań w obszarze instalacji energooszczędnych ES-SYSTEM powołał do życia nową spółkę, która ma prowadzić działalność w zakresie odnawialnych źródeł energii. Na razie władze Spółki nie chcą zdradzać szczegółów. Wiadomo, że złożono wnioski o dofinansowanie na projekt z UE. Więcej szczegółów mamy poznać pod koniec 4Q2009. Z informacji, które uzyskaliśmy od Prezesa Spółki wynika, że produkcja ma ruszyć najdalej w czerwcu 2010 roku.

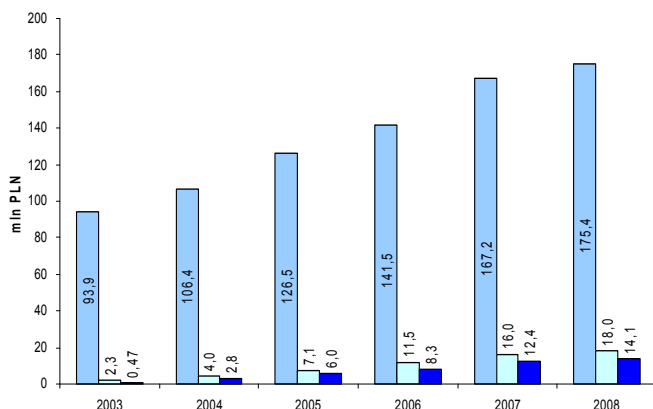
Wybrane wskaźniki Grupy ES-SYSTEM S.A. na tle Grupy LENA LIGHTING S.A.

	2007	2008	3Q08 - 2Q09	2007	2008
	Grupa ES-SYSTEM S.A.			Grupa LENA LIGHTING S.A.	
P/E	20,31	17,75	22,90	7,56	-
P/S	1,51	1,44	1,56	0,35	0,39
EV/EBITDA	15,79	14,09	14,95	9,90	14,32
P/EBIT	15,69	14,00	16,32	5,06	7,32
P/BV	2,21	2,00	1,97	0,64	0,70

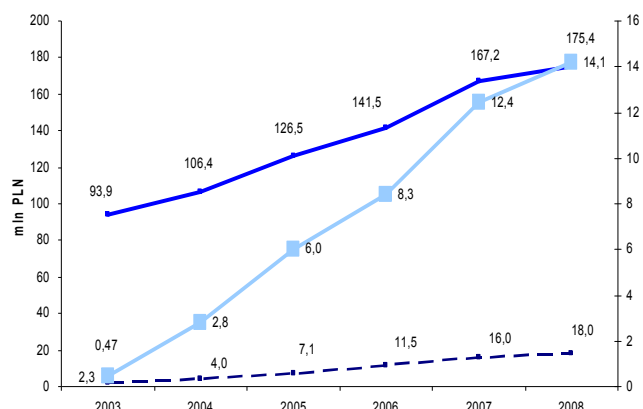
Źródło: ES-SYSTEM S.A., opracowanie DI BRE

*Ostatnie cztery kwartały narastająco

Wyniki Grupy w latach 2003—2008



- Przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów, w tym:
- Zysk (strata) z działalności operacyjnej
- Zysk (strata) netto



- Przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów, w tym:
- Zysk (strata) z działalności operacyjnej
- Zysk (strata) netto

Źródło: ES-SYSTEM S.A., opracowanie DI BRE

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

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

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: 05 NFI, Agora, Arkus, Bakalland, BRE Bank, Elektrobudowa, Erbud, Es-System, Farmacol, Fortis Bank, GTC, Koelner, Komputronik, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mostostal Warszawa, Nepentes, Pemug, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, Seco Warwick, Sygnity, Torfarm, Unibep, ZA Puławy.

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.