



2 lutego 2011

Komentarz specjalny



Przemysł

Polska

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

Grupa Kęty

KETY.WA; KTY.PW

Trzymaj

(Niezmieniona)

Prognoza na 4Q10...

Obecna cena: 126,00 PLN; Cena docelowa: 125,5 PLN

W 4Q10 spodziewamy się, że przychody ze sprzedaży będą o 4,9% r/r wyższe, głównie za sprawą wysokiej dynamiki segmentów wyrobów wyciskanych (30,1% r/r) i opakowań giętkich (+10,5% r/r). Spadku poziomu sprzedaży oczekujemy w segmencie usług budowlanych (-29,5% r/r). Wzrost marży przerobowych jaki miał miejsce w 3Q10 dzięki zwiększeniu cenników pozwoli na poprawę rentowności segmentów SWW i SSA. Spodziewamy się poprawy marży EBITDA w porównaniu do 4Q09 o 2pp. Oczekujemy wyższego niż miało to miejsce w podanej przez Zarząd grudniowej prognozie wyniku na transakcjach hedgingowych, gdyż cena złotowa aluminium była o 5,6% wyższa niż założono w oficjalnej prognozie (szacujemy całkowity efekt na poziomie +2,5 mln PLN). Nie spodziewamy się, aby w zapowiadanej publikacji prognozy na 2011 rok wyniki były znacząco wyższe niż te osiągnięte w roku 2010. Wcześniej Prezes podawał do informacji publicznej, że spodziewa się 5-10% wzrostu przychodów, zysku operacyjnego i zysku netto w 2011 roku. Spodziewamy się, że wynik netto w 2011 roku wzrośnie do 96,8 mln PLN, co daje 12,1 P/E i 7,1 EV/EBITDA. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Podobnie jak we wcześniejszych kwartałach 2010 roku największego wzrostu przychodów ze sprzedaży w 4Q10 spodziewamy się w SWW (+30,1% r/r), SOG (+10,5%) oraz SSA (+8,6% r/r), w wyniku utrzymania się wysokich wolumenów sprzedaży oraz wzrostu cen surowców wykorzystywanych do produkcji (aluminium +19,7% r/r). Szacujemy, że obrót segmentu akcesoriów budowlanych będzie na poziomie zbliżonym do analogicznego okresu roku 2009, a przychody segmentu usług budowlanych spadną o 29,5% r/r (ze względu na przesunięcie części zaplanowanych prac na rok 2011). Spodziewamy się, że w wyniku podwyżek cenników, na jakie zdecydował się Zarząd w 3Q10, marża EBITDA w 4Q10 utrzyma się na poziomie bliskim 15% wobec 12,7% zanotowanych w 4Q09. Na poziomie wyniku finansowego Zarząd spodziewa się, że wycena kontraktów zabezpieczających ceny aluminium doda około 2 mln PLN. Nadmienić trzeba, że cena aluminium, jaka została użyta do prognozy Zarządu była o 5,6% niższa, niż ta która miała miejsce na koniec 2010 roku, a to powodować będzie, że wynik na transakcjach hedgingowych powinien być wyższy (szacunki DI BRE +2,5 mln PLN).

Prognoza DI BRE na 4Q2010

(mln PLN)	IVQ2010P	IVQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	296,3	282,4	4,9%	1 170,7	1 111,0	5,4%	1 269,8	1 170,7	8,5%
EBITDA	43,6	35,9	21,4%	181,0	189,0	-4,2%	199,6	181,0	10,3%
marża	14,7%	12,7%	-	15,5%	17,0%	-	15,7%	15,5%	-
EBIT	25,7	19,6	31,1%	112,0	124,9	-10,3%	126,8	112,0	13,3%
Zysk brutto	24,2	18,8	28,6%	111,6	91,9	21,4%	119,8	111,6	7,3%
Zysk netto	19,2	15,3	25,8%	90,2	70,6	27,7%	96,8	90,2	7,4%

Źródło DI BRE Banku

Prognoza Zarządu na 4Q10

Według wstępnych szacunków Zarządu skonsolidowane przychody ze sprzedaży w 4Q10 wyniosą około 295 mln PLN i będą około 5% wyższe r/r. Składać się na to będzie wysoka dynamika w segmencie wyrobów wyciskanych (+30% r/r), opakowań giętkich (+10% r/r) i systemów aluminiowych (+10% r/r). Segment akcesoriów budowlanych osiągnął porównywalny z zeszłym rokiem poziom sprzedaży, a usług budowlanych był o 30% r/r niższy. Zarząd spodziewa się zysku operacyjnego na poziomie 25-26 mln PLN (+30% r/r) i zysku netto w wysokości 18,5 mln PLN (+20% r/r). Wynik na transakcjach zabezpieczających szacowany jest na poziomie 2 mln PLN.

Prognoza Zarządu na 2011 rok

Podobnie jak miało to miejsce we wcześniejszych latach również w 2011 roku przy okazji wyników za 4Q (9.02.2011) Zarząd podał prognozę wyników na bieżący rok. Wcześniej Prezes Mańko w wywiadzie udzielonym agencji Reuters ocenił, że w bieżącym roku przychody, zysk operacyjny i zysk netto mogą wzrosnąć o 5-10% r/r. To z kolei oznaczałoby, że Spółka będzie mogła wypracować około 117 - 123 mln PLN zysku operacyjnego i 94,7 - 99,2 mln PLN zysku netto. Nasza prognoza na 2011 rok zakłada wypracowanie 126,8 mln PLN zysku operacyjnego oraz 96,8 mln PLN zysku netto (12,1 P/E i 7,1 EV/EBITDA). Nie spodziewamy się, aby Zarząd przy okazji wyników za 4Q10 prognozował wynik netto przekraczający 100 mln PLN. Spółka około 75% swoich produktów kieruje do branży budowlanej, w dużej mierze do budownictwa wielokubaturowego (elewacje, stolarka budowlana). W kolejnym roku raczej trudno się spodziewać istotnego zwiększenia podaży takich obiektów będących w stadium wykończenia. Istotne zwiększenie wolumenu sprzedaży do tego typu odbiorcy będzie prawdopodobnie możliwe dopiero w 2012 roku, kiedy w końcowym stadium wykończenia znajdą się obiekty zaczynane w 2011 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:

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 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, Neuca, PA Nova, Pemug, Polimex-Mostostal, Robyg, ZUE.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Rubikon Partners NFI, Asseco Poland, Erbud, Es-System, KGHM, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondy, Neuca, PA Nova, Pekao, Pemug, PKN Orlen, PKO BP, Robyg, 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, Energoaparatura, Energomontaż Północ, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, Getin Noble Bank, GTC, Handlowy, ING BSK, Intergroclin Auto, Koelner, Kredyt Bank, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mondy, Mostostal Warszawa, Nepentes, Neuca, Odratrans, Pekao, Pemug, PGE, PGF, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, PZU, Robyg, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Sflinks, Sokołów, Sygnity, 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.