

10 września 2009

**Komentarz specjalny****Przemysł**

Polska

# Seco Warwick S.A.

SEK.PW; SWGR.WA

**Łukasz Dynysiuk**  
(48 22) 697 47 36  
lukasz.dynysiuk@dibre.com.pl

## Odwrócenie trendu backlog'u

### Obecna cena 27,37 PLN

Secogroup w pierwszej połowie 2009 roku osiągnęło przychody w wysokości 63,9 mln PLN vs 115,0 mln PLN w 1H2008. Zysk z działalności operacyjnej wzrósł do 1,1 mln PLN w 1H2009 z 1,0 mln PLN w 1H2008, a zysk EBITDA z 3,0 mln PLN w pierwszym półroczu 2008 do 3,7 mln PLN w 1H2009. Grupa zanotowała natomiast znaczny spadek na poziomie zysku brutto generując stratę w wysokości 0,5 mln PLN vs zysk w wysokości 1,4 mln PLN w analogicznym okresie roku ubiegłego. Zysk netto wyniósł w 1H2009 1,0 mln PLN vs 1,5 mln PLN w 1H2008.

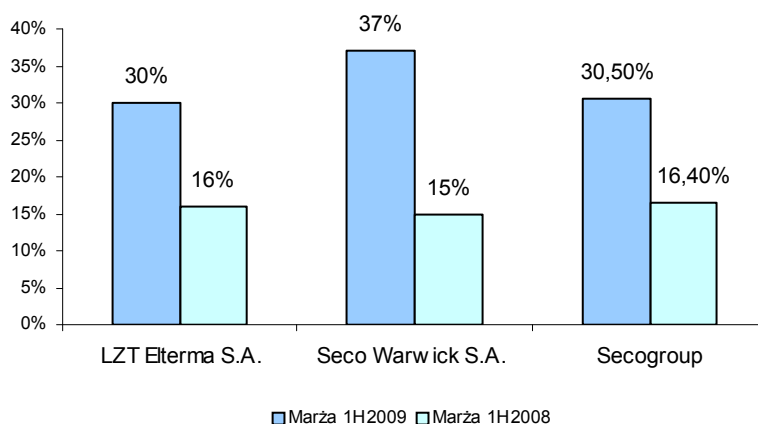
### Wyniki finansowe Grupy Seco Warwick S.A. za 2Q2009 i 1H2009

(mln PLN)	2Q 2009	2Q2008	zmiana	2Q 2009	1Q2009	zmiana	1H 2009	1H 2008	zmiana
Przychody	24,4	58,4	-58%	24,4	39,4	-38%	63,9	115,0	-44%
EBITDA	-3,3	2,8	-	-3,3	7,0	-	3,7	3,0	23%
marża EBITDA	-13,5%	4,8%	-	-13,5%	-17,8%	-	5,8%	2,6%	-
EBIT	-4,5	1,8	-	-4,5	5,7	-	1,1	1,0	15%
Zysk brutto	-4,0	0,4	-	-4,0	3,5	-	-0,5	1,4	-
Zysk netto	-2,8	0,3	-	-2,8	3,9	-	1,0	1,5	-30%

Źródło: Seco Warwick S.A., opracowanie DI BRE

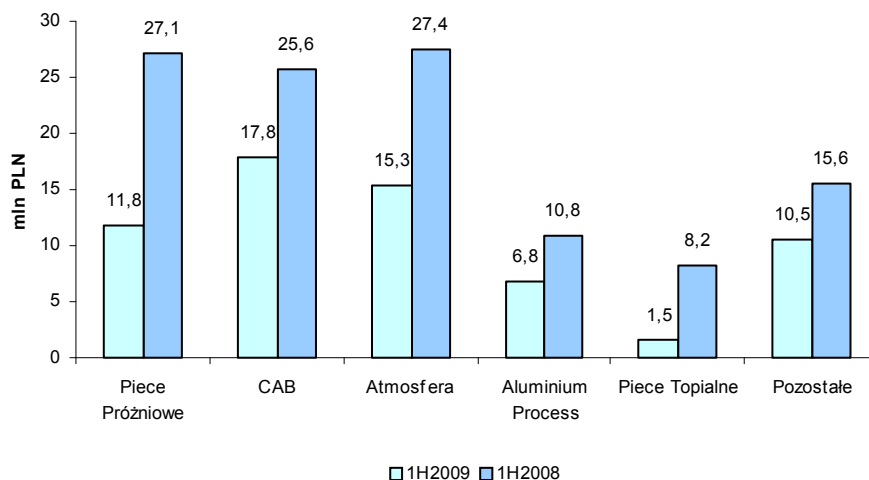
Na spadek przychodów miała wpływ znacznie mniejsza liczba zamówień w 4Q2008 oraz w całym półroczu roku 2009. Obszar działalności, w której porusza się Grupa jest uzależniony od koniunktury w branżach motoryzacyjnej i lotniczej. Obydwie branże zostały dotknięte kryzysem co miało bezpośrednie przełożenie na wyniki Grupy. Poza spółką Retech (w 1H2009 wygenerowała zysk netto na poziomie 5,8 mln PLN vs 2,3 mln PLN w 1H2008), reszta spółek zależnych Grupy odnotowała słabsze wyniki względem analogicznego okresu roku 2008. Znaczny 47% spadek przychodów ze sprzedaży zanotowały spółki zależne Grupy LZT Elterma S.A. (15,7 mln PLN w 1H2009 vs 29,4 mln PLN w 1H2008) i Seco Warwick S.A. (36,2 mln PLN w 1H2009 vs 71,2 mln w 1H2008). Z powodu wysokich kosztów finansowych związanych z transakcjami terminowymi (6,5 mln PLN) spółka Seco Warwick S.A. poniosła w 1H2009 stratę netto w wysokości 1,7 mln PLN. Przychody spółki Seco Warwick USA Corp. wyniosły w 1H2009 12,8 mln PLN vs 18,8 mln PLN w 1H2008. Spółka poniosła w 1H2009 stratę netto w wysokości 2,3 mln PLN.

### Marża brutto na sprzedaży



Źródło: Seco Warwick S.A., opracowanie DI BRE

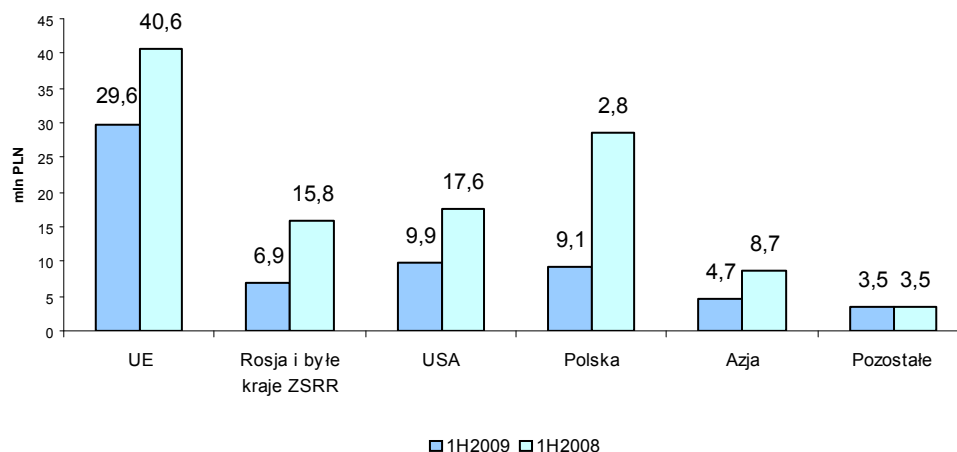
### Przychody ze sprzedaży z podziałem na segmenty



Źródło: Seco Warwick S.A., opracowanie DI BRE

Większość sprzedaży Grupy kierowana jest na rynki krajów Unii Europejskiej (29,6 mln PLN przychodów). Drugim rynkiem są Stany Zjednoczone (9,9 mln PLN przychodów) i Polska (9,1 mln PLN przychodów). Jednak coraz większe znaczenie zaczynają odgrywać kraje byłego Bloku Wschodniego (Białoruś, Ukraina oraz Rosja).

### Przychody ze sprzedaży z podziałem na obszary geograficzne



Źródło: Seco Warwick S.A., opracowanie DI BRE

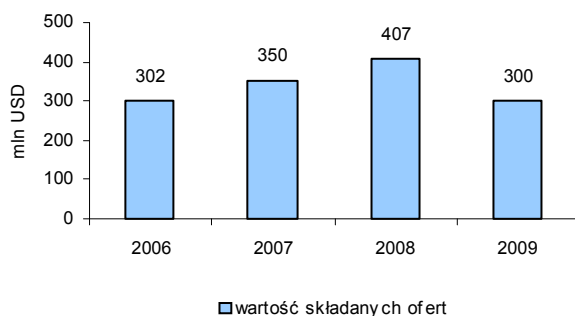
### Hedgnig

Grupa zabezpiecza niemal wszystkie swoje transakcje denominowane w EUR i USD na pół roku lub dziewięć miesięcy. Obecnie dla EUR przy kursie budżetowym 4,2. Spółka korzysta z kontraktów terminowych typu forward, futures oraz z opcji. Seco Warwick S.A. w 1H2009 zabezpieczyła 75% przepływów pieniężnych z eksportu denominowanych w EUR i 90% w USD.

### Priorytety na 2H2009

W 2H2009 Grupa chce przeorganizować system sprzedaży i zwiększyć efektywność poprzez specjalizację i rozbudowę działu sprzedaży (głównie w USA). Grupa ma wyjść z propozycją specjalnych ofert modernizacyjnych, ofert dla jednostek badawczych, uniwersytetów i sektora energetyki jądrowej. Firma zamierza zwiększyć aktywność w Azji (budowa nowego zakładu produkcyjnego w Indiach oraz rozbudowa sieci sprzedaży i kadry inżynierskiej w Chinach - spółka Seco Warwick Tianjin Chiny) oraz na Bliskim Wschodzie (intensyfikacja sprzedaży). Grupa w 2H2009 chce materializować swoją aktywność w zakresie realizacji strategii HVAC - rozwój technologii lutowania wymienników aluminiowych (przemysł klimatyzacyjny, wentylacyjny) poprzez zwiększone nakłady na R&D (buduje centrum rozwojowo - badawcze). Oprócz aspektów sprzedażowych i związanej z tym poprawy efektywności Grupa prowadzi politykę zmniejszania kosztów. W 1H2009 Grupa zaoszczędziła 3,5 mln PLN (m.in. poprzez renowację umów i redukcję zatrudnienia), a do końca 2009 oszczędności mają wynieść 7 mln PLN.

### Wartości złożonych ofert w 1H09 i latach 2006-09



Źródło: Seco Warwick S.A., opracowanie DI BRE

### Technologia PRENITE - szansą dla rozwoju Grupy i lepszych wyników

Strategia Grupy polegająca na wchodzeniu w nowe obszary działalności ma duże szanse powodzenia w najbliższych kwartałach, a zwłaszcza na początku 2010. Grupa zwiększając swoją aktywność na rynku energii jądrowej zniweluje koniunkturalność, w której działa (przemysł lotniczy i motoryzacyjny). Strategia ta zaczyna przynosić wymierne efekty. W 2Q2009 Seco Warwick S.A. podpisało kontrakt ze skandynawskim producentem podzespołów wykorzystywanych w energetyce jądrowej na zakup 30 - metrowego pieca próżniowego. Istnieje możliwość otrzymania trzech kolejnych zamówień w 2010 roku. Obok energetyki jądrowej Grupa uaktywniła swoją działalność w zakresie energetyki odnawialnej. Obecnie finalizuje ostatni etap przygotowywania oferty pieców na bazie swojej nowatorskiej technologii PRENITE (skraca cykl nawęglania o 50%). Technologia opracowana przez Seco Warwick S.A. może być „przepustką” dla Grupy do poprawy wyników w 2010 roku, głównie w USA. Spowodowane jest to otrzymaniem odpowiednich certyfikatów i patentu na rynku amerykańskim (Spółka jest jedyną na rynku posiadającą tę technologię) oraz pojawiającym się popytem na tę technologię.

### Byłe kraje Bloku Wschodniego

W 2Q2009 udało się Grupie odblokować finansowanie na Białorusi, co umożliwiło sfinalizowanie kontraktów na tym rynku dla MAZ w wysokości 1,8 mln EUR i dla MPZ w wysokości 1,6 mln EUR. Sfinalizowano kontrakt dla MZKT Białoruś o wartości 2,1 mln EUR. Spółka kończy także negocjacje 3 kontraktów na Białorusi oraz Ukrainie na łączną kwotę 5,3 mln EUR.

### 2H2009 - przewidywania

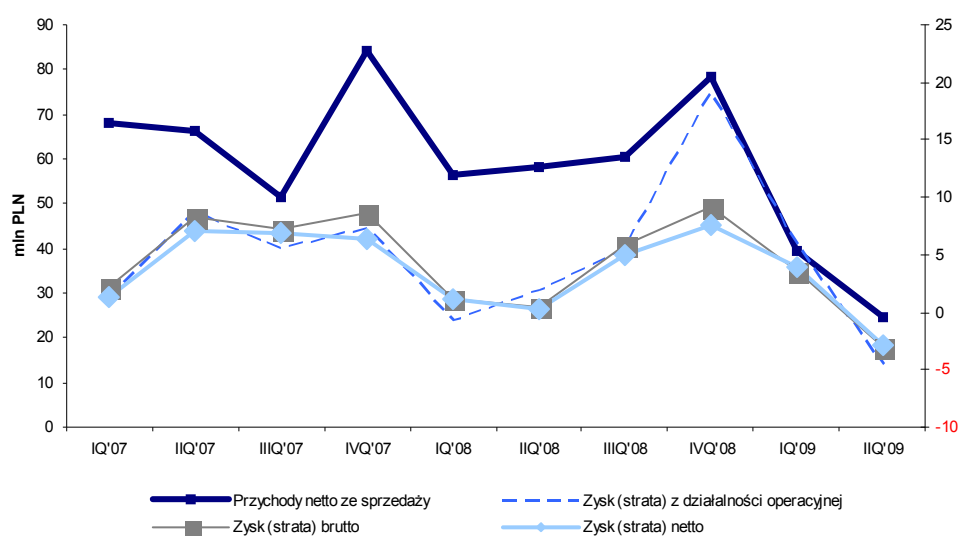
Pierwsze półrocze okazało się dla Grupy bardzo trudne. Porównanie q/q pokazuje spadek wyników na każdym poziomie. Druga część roku powinna jednak przynieść Grupie lepsze wyniki w porównaniu do 1H2009 m.in. dzięki odwróceniu trendu backlog (od maja wzrost z 63 mln PLN do 75 mln PLN w lipcu). Np. backlog spółki zależnej Seco Warwick Allied Indie działającej na rynku Indyjskim na koniec okresu wynosił 32 mln PLN, co rokuje polepszeniem wyników w 2H2009. Spółka przewiduje uruchomienie produkcji w nowym zakładzie produkcyjnym pod Mumbajem w 1Q2010 (produkcja pieców dzwonowych, które generują najwięcej przychodów). Przekładane decyzje inwestycyjne klientów Grupy z początku roku powinny przynieść ożywienie w 2H2009 i na początku 2010 roku (wzrost zamówień i ich realizacja). 2009 rok w większości spółek zależnych powinien zakończyć się na plusie. Jedynie Seco Warwick USA Corp. może zakończyć rok na minusie.

### Wybrane wskaźniki

	2007	2008	3Q08-2Q09
P/E	12,08	17,85	19,15
P/S	0,97	1,00	1,29
EV/EBIDTA	9,64	8,58	8,32
P/BV	1,84	1,59	1,52
P/EBIT	11,74	10,32	10,18

Źródło: Seco Warwick S.A., opracowanie DI BRE

### Wyniki Grupy w latach 2007 - 2009 (podział na kwartały)



Źródło: Seco Warwick S.A., opracowanie DI BRE

Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38  
Dyrektor Zarządzający  
Dyrektor Departamentu Analiz  
[michal.marczak@dibre.com.pl](mailto: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](mailto:marta.jezewska@dibre.com.pl)  
Banki

#### Analitycy:

Kamil Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06  
[kamil.klischcz@dibre.com.pl](mailto:kamil.klischcz@dibre.com.pl)  
Paliwa, Chemia, Handel

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

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

#### Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

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

Marzena Łempicka– Wilim tel. (+48 22) 697 48 95  
Wicedyrektor  
[marzena.lempicka@dibre.com.pl](mailto:marzena.lempicka@dibre.com.pl)

#### Maklerzy:

Emil Onyszczuk tel. (+48 22) 697 49 63  
[emil.onyszczuk@dibre.com.pl](mailto:emil.onyszczuk@dibre.com.pl)

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

Tomasz Dudź tel. (+48 22) 697 49 68  
[tomasz.dudz@dibre.com.pl](mailto:tomasz.dudz@dibre.com.pl)

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

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

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

#### „Prywatny Makler”

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26  
Dyrektor BSOZ  
[jacek.szczepanski@dibre.com.pl](mailto:jacek.szczepanski@dibre.com.pl)

Paweł Szczepanik tel. (+48 22) 697 49 47  
Sprzedaż  
[pawel.szczepanik@dibre.com.pl](mailto:pawel.szczepanik@dibre.com.pl)

Dom Inwestycyjny  
BRE Banku S.A.  
ul. Wspólna 47/49  
00-950 Warszawa  
[www.dibre.com.pl](http://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, Bakalland, BRE Bank, Computerland, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Energoaparatura, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, GTC, Intergroclin Auto, Koelner, Komputronik, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Mostostal Warszawa, Nepentes, Odratrans, Pemug, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, Seco Warwick, Skarbiec Nieruchomości, Sygnity, Torfarm, Unibep, WSiP, 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.