



5 marca 2010

Komentarz specjalny



Dobra inwestycyjne

Polska

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

Seco/Warwick

SWGR.WA; SWG.PW

Wyniki 4Q2009

Obecna cena 31,50 PLN

W czwartym kwartale 2009 przychody ze sprzedaży były o 60,4% niższe niż w analogicznym okresie rok wcześniej. Zysk netto wyniósł 1,1 mln PLN i był o 86,7% r/r niższy. Mimo starań Spółce nie udało się zamknąć 2009 roku bez straty netto. Wynikało, to głównie z braku możliwości rozliczenia podatku na poziomie grupy, przez co mimo, że zysk brutto był bliski zera to ujemna wartość obciążeń podatkowych sprawiła, że zysk netto był na poziomie -1,1 mln PLN. Końcówka 2009 roku przyniosła znaczące ożywienie w branży w jakiej działa Seco/Warwick. W 4Q2009 liczba zapytań ofertowych w ramach całej grupy wzrosła o 33% r/r i osiągnęła poziom 207,1 mln USD. To wpłynęło pozytywnie na liczbę podpisanych zamówień. W sumie wartość baclogu na przestrzeni dwóch pierwszych miesięcy bieżącego roku uległa podwojeniu, a poziom zrównał się z tym, jaki Spółka ostatni raz mogła zaobserwować w maju 2008 roku. Liczba zapytań ofertowych, oraz obserwowane od początku roku zainteresowanie dotyczące produkowanych przez Seco/Warwick dóbr inwestycyjnych pozwala z nadzieją patrzeć w przyszłość. Spodziewamy się, że pierwszy kwartał może jeszcze nie odzwierciedlić w pełni powrotu Spółki do zadowalającego inwestorów poziomu przychodów. Tym niemniej cały rok 2010 powinien być pod tym względem udany. Naszym zdaniem pozytywnie kształtować się również powinny marże operacyjne poszczególnych segmentów. Szczególnie jeśli weźmiemy pod uwagę oszczędności jakie Spółka była zmuszona przeprowadzić w 2009 roku oraz korzystny obecny kurs złotówki do euro i dolara.

Wyniki 4Q2009

W czwartym kwartale 2009 roku Spółka wypracowała przychody ze sprzedaży o 60,4% niższe niż w analogicznym okresie roku 2008. Przychody te były jednocześnie o 34,4% r/r wyższe niż w trzecim kwartale 2009 roku. Najbardziej, bo aż o 72,4% r/r spadały przychody segmentu linii do obróbki cieplnej aluminium (Aluminium Process). Wysoka ujemna dynamika przychodów ze sprzedaży została zanotowana również w segmentach pieców atmosferycznych (-70,9% r/r), linii do lutowania aluminiowych wymienników ciepła (CAB) (-65,5% r/r), pieców topialnych (-63,3% r/r) i pieców próżniowych (-61,9% r/r). W 4Q2009 zysk operacyjny był o 86,5% r/r niższy, a marża zysku operacyjnego wyniosła 7,5% względem -14,9% zanotowanych w 3Q2009 i 21,9% zanotowanych w 4Q2008. Spółka w 4Q2009 wypracowała 1,1 mln PLN zysku netto. Był on wprawdzie o 86,7% r/r niższy niż w analogicznym okresie 2008 roku, ale był też o 4,3 mln PLN wyższy niż wynik netto zanotowany w 3Q2009. W sumie cały rok 2009 zamknął się stratą netto w wysokości 1,1 mln PLN. Spółka ukończyła miniony rok zyskiem brutto na poziomie progu rentowności, jednak brak możliwości rozliczenia podatku w ramach całej grupy przyczynił się do ujemnej wartości zysku netto.

Mimo znacznych spadków przychodów, Spółce udało się zwiększyć marżę zysku brutto ze sprzedaży z 23,8% w 2008 roku do 27,5% w całym 2009 roku. Wpływ na to miały przede wszystkim oszczędności kosztowe przeprowadzone przez Zarząd. W samej tylko Spółce matce zatrudnienie na przestrzeni roku zmalało o prawie 100 osób. Zarząd podtrzymuje, że znaczna część tych oszczędności jest możliwa do utrzymania nawet wówczas, gdy Spółka odbuduje poziom przychodów ze sprzedaży, do tego jaki miał miejsce w 2008 roku.

Skrócony rachunek zysków i strat Spółki Seco/Warwick

(mln PLN)	2009	2008	zmiana	4Q2009	4Q2008	zmiana
Przychody ze sprzedaży	123,8	262,1	-52,8%	34,3	86,6	-60,4%
Piece próżniowe	31,0	67,0	-53,8%	9,9	25,9	-61,9%
CAB	28,7	54,5	-47,4%	5,9	17,2	-65,5%
Piece Atmosferowe	25,5	68,8	-62,9%	5,7	19,5	-70,9%
Aluminium Process	9,9	21,1	-53,1%	2,4	8,8	-72,4%
Piece Topialne	5,3	20,0	-73,4%	2,5	6,8	-63,3%
Pozycje nieprzypisane	23,4	30,6	-23,7%	7,9	8,4	-5,8%
EBIT	-0,1	25,4	-100,3%	2,6	18,9	-86,5%
marża EBIT	-0,1%	9,7%	-	7,5%	21,9%	-
EBITDA	4,9	29,7	-83,4%	3,8	20,2	-81,3%
marża EBITDA	4,0%	11,3%	-	11,0%	23,3%	-
Zysk netto	-1,1	14,7	-107,3%	1,1	8,2	-86,7%

Źródło: DI BRE Banku

W całym roku 2009 można było zaobserwować tendencję do spadku zaangażowania przychodów ze sprzedaży segmentów pieców atmosferycznych (z 26% do 21%) i pieców topialnych (z 8% do 4%). Piece topialne, należą do najbardziej dochodowych produktów Grupy. Marże operacyjne tego segmentu przekraczającą 40%. Zwiększenie zaangażowania było z kolei zauważalne w segmencie linii do lutowania aluminiowych wymienników ciepła (CAB). Udział tego segmentu w przychodach ogółem wzrósł z 21% w 2008 roku do 23% w 2009 roku. Linie do lutowania aluminiowych wymienników ciepła są drugim pod względem wysokości marży operacyjnej asortymentem w ofercie Seco/Warwick (48-42%).

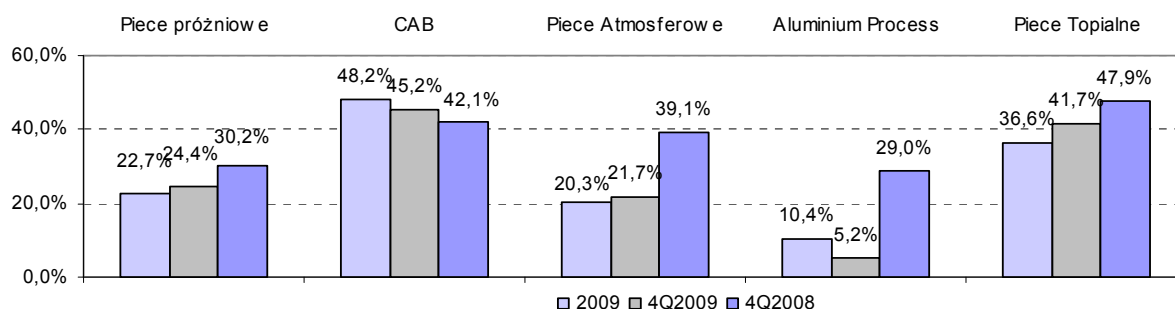
Struktura przychodów ze sprzedaży w 2008 i 2009 roku



Źródło: DI BRE Banku

W roku 2009 dosyć drastycznie spadały marże operacyjne segmentu linii do obróbki cieplnej aluminium (Aluminium Process). Rok do roku w czwartym kwartale marże tego segmentu spadły z 29,0 do 5,2%. Przyczynę tak wysokich spadków marży należy upatrywać w wysokiej ujemnej dynamice przychodów ze sprzedaży (-72,4% r/r). Równie wysokie spadki marży operacyjnej zostały zanotowane w segmencie pieców atmosferycznych (spadek z 39,1% w 4Q2008 do 21,7% w 4Q2009). Podobnie jak w pierwszym przypadku spadku marży należy upatrywać w wysokiej negatywnej dynamice przychodów ze sprzedaży (-70,9% r/r). Wzrost marży operacyjnej zanotowany został w segmencie CAB. Wzrost na przestrzeni 4 kwartałów 2008 i 2009 wyniósł 3,1pp, mimo że dynamika przychodów ze sprzedaży w tym samym okresie wyniosła -65,5% r/r. Spółka spostrzega sporą konkurencję w swojej branży. Dodaje jednak, że przy obecnych poziomach kursu do euro i dolara rentowność operacyjna segmentów jest raczej niezagrażona.

Marże operacyjne w poszczególnych segmentach Seco/Warwick w 2009 roku i czwartym kwartale 2008 i 2009



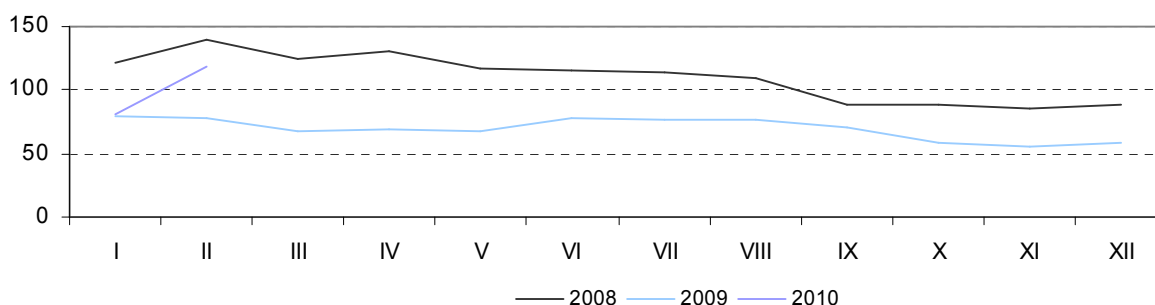
Źródło: DI BRE Banku

Spółka w całym 2009 roku wypracowała przepływ operacyjny na poziomie 29,9 mln PLN. Było to możliwe głównie w wyniku spadku poziomu należności (+ 43,6 mln PLN) oraz zapasów (+3,9 mln PLN). Dług netto na koniec 2009 roku wyniósł -24,9 mln PLN.

Rok 2010

Z końcówką roku 2009 Zarząd spostrzegł wyraźne symptomy ożywienia na rynku dóbr inwestycyjnych. W 4Q2009 wartość zapytań ofertowych wzrosła o 33% r/r i sięgnęła poziomu 207,1 mln USD. To przełożyło się na to, że tylko w ciągu pierwszych dwóch miesięcy 2010 roku Seco/Warwick zdołał podwoić wartość backlogu. Na koniec lutego 2010 wrócił on do poziomu, jaki miał miejsce w maju 2009 roku. Zarząd spostrzega boom w przemyśle energetyki jądrowej oraz przemyśle siłowni wiatrowych. Nie bez znaczenia jest również stabilizacja w motoryzacji i przemyśle metalowym (hartownie usługowe). Spółka spostrzega szanse na zamówienia od indyjskich producentów samochodów, w tym marki Tata, która na przestrzeni 2009 roku podwoiła swoją sprzedaż. Widoczna jest również większa ilość zapytań ofertowych od producentów samochodów europejskich i amerykańskich. Nie bez znaczenia są także dobre perspektywy rozwoju rynku samolotowego (zapotrzebowanie na nowe samoloty w ciągu kolejnych 20 lat szacowane jest na 29,000 sztuk) oraz wzrastająca sprzedaż na rynku aluminium (ceny aluminium w 2009 roku wzrosły o około 70% r/r).

Trend backlogu w 2008, 2009 i 2010 roku



Źródło: DI BRE Banku

W kolejnym roku Zarząd pokłada sporo nadziei w nowo wdrażanej technologii pieców PRENIT (technologia nawęglania). Jest to innowacyjne rozwiązanie pozwalające na użytkowanie pieca przy kosztach operacyjnych o 40% niższych. Spółka stara się obecnie o dofinansowanie tego projektu. Zarząd zapowiada również pracę nad nowymi technologiami w zakresie nowoczesnego pieca do topnienia aluminium. W ramach spółki zależnej Elterma planowane jest zwiększenie działań akwizycyjnych na Europę Zachodnią oraz promocję pieców do azotowania w technologii Zero Flow. Zamierza się również wprowadzić zdobytą w Indiach technologię pieców dzwonowych i zaoferować ją na rynkach europejskich. Obecnie spółka zależna prowadzi rozmowy z dużym europejskim producentem kół wagonów kolejowych dotyczące dostawy urządzenia do hartowania metali. W sumie Backlog Eltermy na koniec lutego 2010 wyniósł 34 mln PLN. W Chinach oprócz obecnie działającej spółki SW Tianjin (projekty w segmencie aluminium) planuje się również otworzyć nową spółkę na zasadzie kontynuacji obecnej współpracy z Retechem. Ma ona działać w segmentach pieców próżniowych, linii CAB i technologii Retech. Spółka będzie działała w specjalnej strefie ekonomicznej w Tianjin. Rozpoczęcie działalności planowane jest na czerwiec 2010. Zarząd zakłada niskie koszty stałe związane z działalnością przedsiębiorstwa w związku z planowanym wynajmem powierzchni pod zakład. Spółka bardzo ambitnie podchodzi do próby zdobycia rynków chińskiego i indyjskiego. Są one dosyć specyficzne, szczególnie dotyczy to niespecjalnie wysokiego zaawansowania technologicznego sprzedawanego asortymentu oraz prokosztowego podejścia do zakupów tego typu dóbr inwestycyjnych. Spółka wierzy, że zmieniające się rynki indyjski i chiński w pewnym momencie zaczną również generować popyt na bardziej zaawansowane piece i linie. W przypadku rynku amerykańskiego spółka zależna SW Corp. zanotowała znaczący wzrost zamówień w ciągu 4Q2009. Wartość zapytań ofertowych wyniosła 61 mln USD, co znalazło swoje przełożenie w wysokości backlogu na koniec lutego 2010 (4,5 mln USD). Zarząd uważa, że bieżący rok może być dla Spółki szansą na osiągnięcie poziomu prognozy rentowności.



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 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 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 stanowił 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, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, GTC, Interagroclin 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 Klimat, 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.