

17 maja 2010

Komentarz specjalny



Przemysł

Polska

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

Seco/Warwick

SWGR.WA; SEK.PW

Wyniki 1Q2010

Obecna cena: 31,64 PLN

Zgodnie z wcześniejszymi zapowiedziami Zarządu sprzedaż, jak i wyniki operacyjne za pierwszy kwartał bieżącego roku były słabe. W sumie przychody spadły o 44,3% r/r, co w związku z wysoką dźwignią operacyjną wpłynęło na ujemne wyniki operacyjne (-8,6 mln PLN) i zysk netto (-4,4 mln PLN). Niskie przychody ze sprzedaży są wynikiem niskiej wartości backlogu, jaka miała miejsce w czwartym kwartale 2009 roku. Luty i marzec bieżącego roku przyniosły zwiększenie wielkości zamówień. W sumie poziom backlogu wzrósł z 55 mln PLN w grudniu 2009 do 112 mln PLN na koniec marca 2010. Większy portfel zamówień pozytywnie wpłynie na wielkość generowanych przychodów w kolejnych kwartałach. Duża część nowych umów będzie realizowana już w drugim kwartale. To z kolei przyczyni się do pokrycia straty netto zanotowanej w pierwszym kwartale bieżącego roku. Obecne zwiększenie liczby zapytań ofertowych sugerować może, że portfel zamówień nadal będzie się powiększać, a to przełoży się na wyższą jak w 2009 roku rentowność netto. Oczekujemy, że poziom przychodów ze sprzedaży za cały 2010 rok wynieść może około 200 mln PLN. Wszystko zależeć jednak będzie od tego, czy obecny trend w pozyskiwaniu kontraktów będzie kontynuowany. Jak na razie 70% wzrost zapytań ofertowych na przestrzeni 1Q2009 i 1Q2010 naszym zdaniem rysuje przed Spółką perspektywę poprawy wyników w roku 2010 i kolejnym - 2011.

Wyniki 1Q2010

Zgodnie z wcześniejszymi zapowiedziami Zarządu przychody ze sprzedaży w 1Q2010 były o 44,3% niższe niż w analogicznym okresie rok wcześniej. Wciąż bardzo niską sprzedaż pokazały segmenty pieców próżniowych (-26,0% q/q), linii CAB (-66,8% q/q), aluminium process (-80,5% q/q) i piecy topialnych (-70,7% q/q). Obniżenie poziomu sprzedaży jest efektem spadku poziomu backlogu w drugiej połowie 2009 roku. Ten w miesiącach zimowych zeszłego roku obniżył się do poziomu poniżej 60 mln PLN, co w efekcie przełożyło się na mniejsze obłożenie mocy produkcyjnych w pierwszym kwartale 2010 roku. Mimo, że poziom backlogu zaczął się dynamicznie odbudowywać w pierwszym kwartale bieżącego roku, to opóźnienie pomiędzy odbiorem zamówienia, a jego wykonaniem sprawiło, że przeważająca część nowych zamówień nie wpłynęła na poprawę wyników sprzedażowych w omawianym okresie. Wspomnieć należy dodatkowo, że przychody Spółki cechuje sezonowość sprzedaży i znacznie większe przychody są osiągane w czwartym kwartale, a mniejsze w pierwszym (zwykle przychody za pierwszy kwartał nie wynoszą więcej niż 15-20% całorocznych przychodów). Co jest związane z zakańczaniem i rozliczeniem kontraktów z końcem roku. Wysokie koszty stałe i wynikająca z tego dźwignia operacyjna przełożyła się na mniejsze w 1Q2010 wyniki operacyjne, które sięgnęły poziom -8,6 mln PLN wobec 5,7 mln PLN w analogicznym okresie rok wcześniej. Strata netto wyniosła 4,4 mln PLN wobec zysku 3,9 mln zanotowanych rok wcześniej.

Skrócony rachunek zysków i strat Spółki Seco/Warwick

(mln PLN)	2008	2009	zmiana	1Q2009	1Q2010	zmiana (r/r)	zmiana (q/q)
Przychody ze sprzedaży	262,1	123,7	-52,8%	39,5	22,0	-44,3%	-35,9%
Piece próżniowe	67,0	30,3	-54,8%	5,1	6,8	33,4%	-26,0%
CAB	54,5	28,7	-47,4%	11,7	2,0	-83,2%	-66,8%
Piece Atmosferowe	68,8	25,2	-63,4%	10,0	8,6	-14,0%	63,0%
Aluminium Process	21,1	9,9	-53,1%	4,9	0,5	-90,4%	-80,5%
Piece Topialne	20,0	5,3	-73,4%	1,0	0,7	-27,1%	-70,7%
Pozycje nieprzypisane	30,6	24,4	-20,5%	6,7	0,3	-95,1%	-96,3%
EBIT	25,4	-0,1	-100,3%	5,7	-8,6	-	-
marża EBIT	9,7%	-0,1%	-	14,6%	-38,9%	-	-
EBITDA	29,7	4,9	-83,6%	7,0	-7,4	-	-
marża EBITDA	11,3%	3,9%	-	17,9%	-33,5%	-	-
Zysk netto	14,7	-1,0	-106,5%	3,9	-4,4	-	-

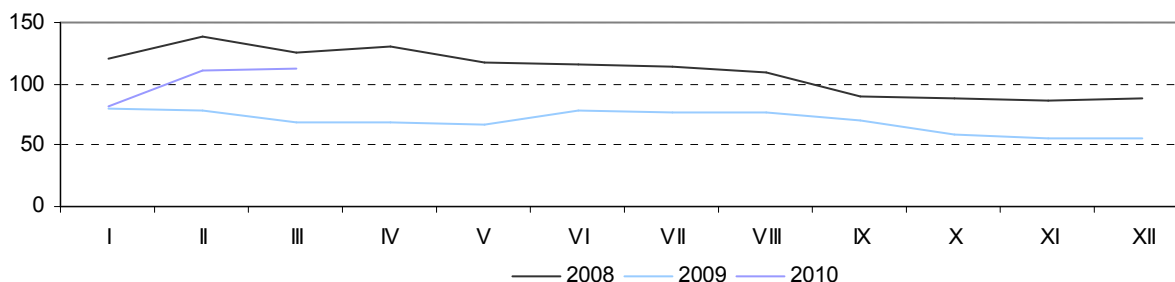
Źródło: DI BRE Banku

Podwojenie backlogu w 1Q2010

Na przestrzeni pierwszego kwartału bieżącego roku Spółce udało się podwoić portfel zamówień, który wzrósł z 55 mln na koniec grudnia 2009 do 112 mln PLN na koniec marca 2010. Zamówienia, z lepszym i gorszym skutkiem, zdobywały wszystkie spółki Grupy. W jednostce dominującej można było zauważyć napływ zamówień w segmencie próżni, szczególnie związanych z piecami standardowymi. W nadchodzącym czasie Spółka spodziewa się finalizacji kolejnych zamówień na łączną wartość 49 mln PLN (w tym piece próżniowe 39 mln PLN) oraz zdobycia większego kontraktu w segmencie CAB dla branży motoryzacyjnej. W Seco Warwick Corp. na przestrzeni kwartału udało się zdobyć zamówienia na 14,2 mln PLN. Spółka prowadzi również zaawansowane negocjacje na piece próżniowe i linii CAB. W drugim kwartale 2010 spodziewane jest zdobycie kolejnych zamówień na kwotę 10 mln USD, a w drugiej połowie roku na kwotę 8 mln USD. W Eltermie udało się podpisać mniejsze kontrakty na linie do hartowania (0,7 mln PLN) oraz na dostawę kompletnej linii do hartowania dla polskiej fabryki maszyn (7,2 mln PLN). Spółce udało się również podpisać umowę na dostawę urządzenia dla przemysłu energetyki jądrowej na kwotę 3,2 mln EUR z możliwością sprzedaży drugiego identycznego urządzenia w drugiej połowie roku. Zarząd przyznaje, że Elterma posiada obecnie bardzo duży potencjał sprzedaży na tle spółek Grupy. Seco Warwick Allied (Indie)

odczuwa dobrą koniunkturę w segmentach CAB, pieców próżniowych oraz pieców przeznaczonych do utylizacji odpadów. Liczne zamówienia płyną od przemysłu samochodowego. W sumie poziom backlogu Spółki na koniec 1Q2010 opiewa na kwotę zbliżoną do poziomu sprzedaży za 2009 rok. Na przestrzeni 1Q2010 spółka uzyskała zamówienia na kwotę 3,8 mln USD. Zarząd zapowiedział, że otwarcie nowego zakładu pod Mumbaiem nastąpi w 2Q2010. Spółka Seco Warwick Retech została zarejestrowana 6 maja bieżącego roku i już backlog na koniec kwietnia wynosi 4 mln PLN. Spółka w sumie zatrudniać będzie 35 osób (6 obecnie) i będzie się koncentrowała nad urządzeniami w technologii próżni, CAB, Retech oraz pieców atmosferycznych. Prognozowana sprzedaż w 2010 roku ma wynieść 6-7 mln PLN. Najgorzej sytuacja kształtuje się obecnie w Retech Systems (USA). Backlog tejże Spółki wynosi jedynie 13 mln PLN, a spadek zamówień w połączeniu z długim okresem realizacji przyczyni się z pewnością do znacznie niższych przychodów ze sprzedaży. O ile Spółka w poprzednim roku przyniosła Grupie zysk netto na poziomie 6,3 mln PLN, to w bieżącym roku spaść on może nawet o połowę. Spółka utraciła również w ostatnim czasie zamówienie od znaczącego klienta z Chin (8 mln USD) w związku z opóźnieniami związanymi z uzyskaniem licencji eksportowych. Nienajlepiej również kształtuje się sytuacja w Seco Warwick Tianjin (Chiny). Spółka przechodzi obecnie restrukturyzację zatrudnienia oraz zmianę strategii. Szczególnie odczuwalny jest brak spodziewanych zamówień z branży aluminium. Spółka w dalszym ciągu koncentrować się będzie na segmencie pieców aluminiowych.

Poziom backlogu w 2008, 2009 i 2010 roku Grupy Seco Warwick (tyś PLN)



Źródło: DI BRE Banku

Ogólnie Spółka perspektywicznie patrzy na sprzedaż w segmentach pieców próżniowych i linii CAB. Wciąż jednak słabo kształtuje się sprzedaż i zapotrzebowanie na produkty segmentu Aluminium Process. Duże zainteresowanie i zapytania składają podmioty związane z energetyką jądrową oraz hartownie usługowe. Duża sprzedaż realizowana jest na potrzeby przemysłu motoryzacyjnego w Chinach i Indiach, do których producenci części samochodowych przenoszą część produkcji. Na terenie Europy i Stanów Zjednoczonych rynek motoryzacyjny przechodzi znaczne zmiany po szoku jaki wywołał kryzys. W związku z tym generuje on znacznie mniejsze chęci do inwestycji. W sumie liczba zapytań ofertowych w pierwszym kwartale 2010 wzrosła o 70% w porównaniu do analogicznego okresu rok wcześniej (kwotowo z 165,4 mln PLN do 281,1 mln PLN). Zarząd zapowiada, że osiągnięty na koniec marca poziom backlogu (112 mln PLN) będzie w więcej niż w 90% realizowany w 2010 roku. Naszym zdaniem obecne, jak i pozyskiwane w przyszłości zamówienia pozwolą na osiągnięcie przychodów ze sprzedaży na poziomie 200 mln PLN. To z kolei wpłynąć może na znacznie większą jak w roku poprzednim rentowność netto. Uważamy, że zwiększenie przychodów ze sprzedaży nastąpi już w kolejnym, drugim kwartale. Wówczas również niewykluczone, że wynik netto przyczyni się do pokrycia straty powstałej w pierwszym kwartale bieżącego roku. Trafność naszych oczekiwań zależeć jednak będzie od tempa realizacji zamówień i braku ewentualnych opóźnień w dostawie urządzeń. Tym niemniej jednak obecny portfel zamówień rysuje przed Spółką perspektywę poprawy wyników w roku 2010, a jeśli obecny trend zamówień będzie kontynuowany, to znacznie lepszych rezultatów należy oczekiwać w roku 2011.



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.kliszcz@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. Oczekiwanie 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, Enea, Energoaparatura, Energomontaż Północ, 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, Sokołów, Sygnity, Techmex, Torfarm, Unibep, WSIP, ZA Puławy.

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