

23 listopada 2010

Komentarz specjalny



Przemysł

Polska

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

Seco/Warwick

SWGR.WA; SWG PW

Wyniki 3Q2010

Obecna cena: 34,17 PLN

Podwojenie backlogu na przełomie 1Q10 (z 55 mln PLN w XII'09 do 112 mln PLN w III'10) z opóźnieniem wpłynęło na poprawę wyników Grupy, co mieliśmy okazać zobaczyć w 3Q10. W sumie przychody ze sprzedaży wzrosły o 112,5% r/r, a zysk operacyjny wyniósł 4,3 mln PLN vs. -3,6 mln PLN w 3Q09. Nadal zamówienia składane i realizowane były głównie w obrębie pieców topialnych, atmosferycznych i próżniowych. Dobre wyniki w Grupie wypracował SecoWarwick S.A. (około 4 mln PLN netto w 3Q10), natomiast poprawa w stosunku do 1H10 widoczna była w Eltermie (1,3 mln PLN zysku netto wobec 2,2 mln PLN straty w 1H10). Najgorsza sytuacja ma miejsce S/W Corp, co wiązać należy z niskimi zamówieniami w zakresie linii CAB i A/P. Dlatego Zarząd podjął decyzję o wprowadzeniu zewnętrznego doradztwa w celu poprawy rentowności spółki zależnej. Podobne działania miały miejsce w Eltermie, gdzie od listopada br. spodziewana jest poprawa rentowności. Pozostałe spółki Grupy nie dołożyły się znacząco do wyniku, co wiązać należy z otwarciem nowego zakładu w SW Allied, niską sprzedażą w SW Retech, oraz opóźnieniami w uzyskiwaniu licencji eksportowych w Retechu LLC. 18 listopada 2010 roku NWZA podjęło decyzję o emisji 0,9 mln akcji w zamian za 40% udziałów w Retech LLC (pozostałe 10% odkupione zostanie za kwotę 2,5 mln USD). W sumie udział byłego akcjonariusza Retech LLC w SecoWarwick po rozwodnieniu wynosić będzie 8,63% akcji, a pakiet objęty będzie lock-up'em na 18 miesięcy. Obecny poziom backlogu (130,2 mln PLN) jest zbliżony do tego, jaki miał miejsce w początku 2008 roku, kiedy Spółka wypracowała 14,7 mln PLN zysku netto. Utrzymanie poziomu portfela zamówień na podobnym poziomie w roku kolejnym powinno pozwolić Spółce na wypracowanie wyniku w 2011 roku analogicznego do tego z roku 2008. Jeśli założymy również, że bieżący backlog zostanie utrzymany do końca roku w Retech LLC (około 30 tys. USD), to w roku kolejnym spółka powinna wypracować około 10,7 mln PLN zysku netto, co na poziomie Grupy skutkowałoby wynikiem około 21,4 mln PLN. To daje wskaźnik na kolejny rok na poziomie 16,7 P/E. Poziom ten wydaje się być wysoki, szczególnie, jeśli uwzględnimy ryzyko związane z utrzymaniem obecnego poziomu nowych zamówień.

Wyniki 3Q10

W 3Q10 przychody ze sprzedaży wzrosły o 112,5% r/r, głównie za sprawą rosnących przychodów w segmencie pieców próżniowych (+127,3% r/r), pieców atmosferycznych (+102,1% r/r), oraz pieców topialnych (+70,2% r/r). Wzrost sprzedaży tych segmentów związany był z wysokim poziomem zamówień na piece w SecoWarwick S.A., Eltermie oraz Retech Systems w 1H10. Znacznie gorzej kształtowała się sprzedaż w segmentach linii CAB (-55,0% r/r), A/P (-64,3% r/r), co związane było z brakiem koniunktury na rynku inwestycyjnym motoryzacji i lotnictwa (szczególnie na terenie USA). Wyższy poziom sprzedaży przyczynił się do wzrostu wyników operacyjnych. W przypadku EBIT ten w 3Q10 wyniósł 4,3 mln PLN wobec -3,6 mln PLN w 3Q09. Zysk netto wyniósł 4,0 mln PLN wobec -3,2 mln PLN w 3Q09. W ostatnim kwartale Spółka nadal spostrzegała dużą ilość zamówień płynących z branży energetycznej i narzędziowej. Towarzyszył również temu wzrost zainteresowania ofertą europejskiego przemysłu motoryzacyjnego oraz sygnały ożywienia w branży lotniczej. Pojawiły się również pierwsze zamówienia na piece AP oraz duża aktywność miała miejsce w segmencie CAB w Chinach oraz Indiach. Biorąc pod uwagę wysoki poziom backlogu na koniec 3Q10 i utrzymujące się trendy w zakresie nowych zamówień oraz poprawiające się wyniki operacyjne poszczególnych segmentów Zarząd z optymizmem spogląda na wyniki kolejnego roku.

Skrócony rachunek zysków i strat Spółki Seco/Warwick

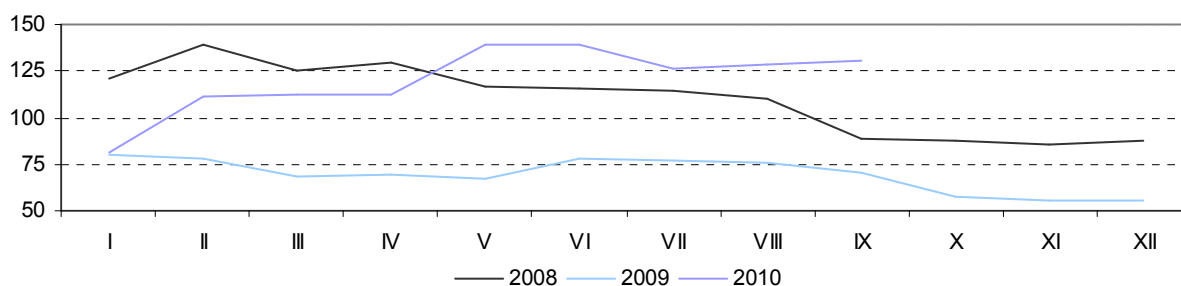
(mln PLN)	2008	2009	zmiana	3Q09	3Q10	zmiana (r/r)
Przychody ze sprzedaży	262,1	123,7	-52,8%	25,3	53,9	112,5%
Piece próżniowe	67,0	30,3	-54,8%	21,1	48,0	127,3%
CAB	54,5	28,7	-47,4%	22,8	10,2	-55,0%
Piece Atmosferowe	68,8	25,2	-63,4%	19,9	40,2	102,1%
Aluminium Process	21,1	9,9	-53,1%	6,7	2,4	-64,3%
Piece Topialne	20,0	5,3	-73,4%	2,8	4,8	70,2%
Pozycje nieprzypisane	30,6	24,4	-20,5%	15,5	13,3	-14,3%
EBIT	25,4	-0,1	-100,3%	-3,6	4,3	-
marża EBIT	9,7%	-0,1%	-	-	7,9%	-
EBITDA	29,7	4,9	-83,6%	-2,4	5,5	-
marża EBITDA	11,3%	3,9%	-	-	10,2%	-
Zysk netto	14,7	-1,0	-106,5%	-3,2	4,0	-

Źródło: DI BRE Banku

W poszczególnych Spółkach Grupy najlepiej w 3Q10 sytuacja przedstawiała się w SecoWarwick S.A. Spółka dominująca w 3Q10 wypracowała 4 mln PLN zysku netto oraz w pełni zrealizowała prognozowaną przez Zarząd sprzedaż i poziom marż.

Backlog na koniec września wyniósł 56,9 mln PLN wobec 60,4 mln PLN na koniec 2Q10. W SecoWarwick Corp strata netto w 3Q10 wyniosła w sumie -0,8 mln PLN, co było efektem wysokich kosztów stałych w połączeniu z niskim poziomem portfela zamówień (na koniec 2Q10 25,5 mln PLN, a na koniec września 25,2 mln PLN). Głównym problemem spółki jest niski poziom zamówień w segmentach CAB oraz AP, co dotychczas było głównym asortymentem sprzedażowym na rynek amerykański. Dodatkowo w 3Q10 negatywnie na rentowność wpłynęły wyższe koszty wykonywania pieców próżniowych i atmosferycznych, w związku z realizacją innowacyjnych jak na spółkę zależną technologii przeniesionych z SecoWarwick S.A. Zarząd w obawie o płynność finansową jednostki zależnej (1-3Q10 3,8 mln PLN straty netto) wprowadził do spółki doradców, którzy mają pomóc w kontroli kosztów. W Eltermie zwiększenie sprzedaży w 3Q10 (z 20,2 mln PLN w 1H10 do 16,2 mln PLN w 3Q10) miało pozytywny efekt na rentowność spółki, która w 3Q10 pozwoliła na wypracowanie 1,3 mln PLN zysku netto. Mimo, że spółka posiada dużą skuteczność w zdobywaniu nowych zamówień, to głównym problemem pozostaje jej rentowność operacyjna, dlatego w sierpniu 2010 Zarząd wprowadził audyt procesów realizacji oraz kontrolingu, którego zalecenia mają być wprowadzane od listopada br. Zarząd oczekuje na poprawę marży na realizowanych projektach. Backlog spółki na koniec 3Q10 wyniósł 43,2 mln PLN wobec 45,6 mln PLN na koniec 2Q10. W SW Allied w związku ze zmniejszeniem poziomu sprzedaży (5,5 mln PLN w 3Q10 vs. 25,9 mln PLN w 1H10) spółka w 3Q10 osiągnęła zysk netto na poziomie progu rentowności (w lipcu nastąpiło uruchomienie nowego zakładu produkcyjnego o powierzchni 4 000 m², co mogło mieć wpływ na zmniejszenie poziomu kontraktacji). Backlog spółki na koniec 3Q10 wyniósł 66 mln PLN wobec 69 mln PLN na koniec 2Q10. W SW Tianjin zysk netto na działalności zaniechanej w 3Q10 wyniosła 0,1 mln PLN. Podpisanie umowy odsprzedaży 50% udziałów nastąpiło 8 października. W SW Retech spółka w 3Q10 osiągnęła stratę netto na poziomie -0,2 mln PLN przy sprzedaży na poziomie 0,8 mln PLN. Backlog na koniec 3Q10 wyniósł 4,9 mln PLN wobec 5,8 mln PLN na koniec 2Q10. W Retech Systems zysk netto w 3Q10 był zerowy w związku z brakiem istotnego zwiększenia sprzedaży (6,5 mln USD w 3Q10 z 10,4 mln USD w 1H10). Niższa sprzedaż i rentowość jest pochodną opóźnień w realizacji części kontraktów w związku z koniecznością uzyskania licencji eksportowych. Backlog na koniec września wyniósł 85,2 mln PLN wobec około 45 mln PLN na koniec 2Q10.

Poziom Backlogu w 2008, 2009 i 2010 roku Grupy Seco Warwick (tys. PLN)



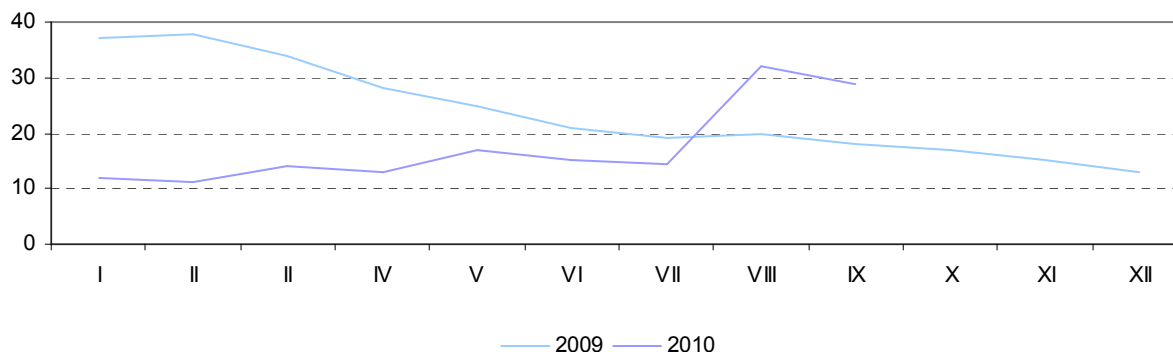
Źródło: DI BRE Banku

W związku z utrzymującym się wysokim poziomem backlogu na koniec 3Q10 (130,2 mln PLN) i poprawie wyników w 3Q10 (4 mln PLN zysku netto) Zarząd optymistycznie podchodzi do rezultatów w 4Q10 i kolejnym roku. Obecnie poziom backlogu znajduje się na poziomie powyżej 130 mln (backlog SW S.A. Elterma, Retech Chiny i SW Tianjin).

Objęcie pozostałych 50% Retech LLC

Spółka zdecydowała o nabyciu pozostałych 50% udziałów w Retech LLC od właściciela i prezesa Retech LLC Jamesa A. Goltza w zamian za 0,9 mln akcji wyemitowanych w ramach subskrypcji prywatnej (w zamian za wkład niepieniężny w postaci 4 udziałów spółki Retech Systems LLC stanowiących 40% kapitału zakładowego spółki) oraz płatności w gotówce przez Seco Warwick S.A. 2,5 mln USD na rzecz obecnego udziałowca za 1 udział w Retech Systems LLC (10% kapitału zakładowego), (decyzję w sprawie podwyższenia kapitału zakładowego podjęto na NWZA 18 listopada br.). Po transakcji Seco Warwick S.A. będzie posiadał 100% udziałów w Retech LLC, a James A. Goltz nadal pozostaje prezesem Retech LLC oraz posiadaczem 8,63% akcji Seco Warwick S.A. (po rozwodnieniu), objętych 18 miesięcznym lock-up'em. Finalizacja transakcji planowana jest na grudzień 2010 roku.

Poziom Backlogu Retech LLC w 2009 i 2010 roku (tys. USD)



Źródło: DI BRE Banku



Retech LLC w 1-3Q10 wypracował w sumie około 0,8 mln PLN (z czego w 2009 realizując wysoki i długoterminowy portfel zamówień z początku roku o wartości około 38-39 tys. USD spółka wypracowała zysk netto na poziomie 13,4 mln PLN). Przy założeniu, że w roku kolejnym Retech LLC uda się utrzymać obecny portfel zamówień (poziom około 30 tys. USD), to według wstępnych szacunków jest on w stanie wypracować około 10,7 mln PLN zysku netto w roku kolejnym. Dodając, to do wyniku, jaki Spółce udało się wypracować w roku 2008 (przy zbliżonym do obecnego poziomu backlogu na początku roku 2008), to w sumie Grupa mogłaby osiągnąć netto około 21,4 mln PLN (16,7 P/E) (10,7 mln PLN zysku netto bez Retech LLC w 2008 roku, + 10,7 mln PLN Retech LLC przy udziale 100% w spółce zależnej).



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 Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kliszcz@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, Nepentes, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal, ZUE.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: 01 NFI, Rubikon Partners NFI, Asseco Poland, Erbud, Es-System, Macrologic, Mieszko, Mondy, Monnari Trade, Nepentes, Neuca, Optopol, PA Nova, Pemug, PKN Orlen, PKO BP, 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, Ergoaparatúra, Energomontaż Północ, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, Getin Noble Bank, GTC, Handlowy, Interagroclin Auto, Koelner, Komputronik, Kredyt Bank, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Nepentes, Neuca, Odratrans, Pemug, PGE, PGF, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, PZU, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Sfinks, Sokołów, Sygnity, Tauron, 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.