

10 września 2009

Komentarz specjalny

**Przemysł stalowy**

Polska

Stalprodukt S.A.

STP.PW STAW.WA

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

Wyniki za 1H2009

Obecna cena 539,50 PLN

Przychody Grupy za pierwsze półrocze 2009 wyniosły 814,9 mln PLN. Grupa wypracowała zysk z działalności operacyjnej w wysokości 188 mln PLN i zysk netto na poziomie 156 mln PLN. Zanotowany spadek przychodów ogółem ze sprzedaży wyniósł 9,1%, a przychodów ze sprzedaży produktów 5,6%. Skonsolidowany zysk operacyjny zmniejszył się o 23,2% a zysk netto o 22,3% w porównaniu z analogicznym okresem roku poprzedniego. Poprzez kryzys i większą konkurencję pomiędzy branżowymi graczami Grupa była zmuszona do obniżenia cen w 1H2009, a co za tym idzie również marż.

Wyniki finansowe Grupy Stalprodukt za 2Q2009 i 1H2009

(mln PLN)	2Q 2009	2Q2008	zmiana	2Q2009	1Q2009	zmiana	1H 2009	1H 2008	zmiana
Przychody	406,9	482,5	-15,6%	406,9	407,9	-0,25%	814,9	896,6	-9,1%
EBITDA	101,1	132,6	-23,7%	101,1	102,3	-1,17%	203,5	256,2	-20,5%
marża EBITDA	25%	27%	-	25%	25%	-	25%	29%	-
EBIT	93,6	127,3	-26,4%	93,6	95,1	-1,48%	188,7	245,7	-23,1%
Zysk brutto	91,3	132,4	-31,0%	91,3	104,0	-12,1%	195,3	250,0	-21,8%
Zysk netto	72,9	106,7	-31,6%	72,9	83,0	-12,2%	156,8	201,9	-22,3%

Źródło: Stalprodukt S.A., opracowanie DI BRE

Segment blach elektrotechnicznych

Wynik na poziomie przychodów segmentu blach elektrotechnicznych w pierwszej połowie bieżącego roku wzrósł wartościowo w porównaniu z 1H2008 o 18,8 mln PLN (16%). Wynik ten spowodowany jest wzrostem przychodów w tym segmencie z 318,1 mln PLN w 1H2008 do 367,5 mln PLN w 1H2009 oraz wzrostami cen eksportowych i korzystnym kursem walutowym. 90% sprzedaży w tym segmencie jest to sprzedaż eksportowa, a w 10% krajowa (w 1H2008 relacja ta wynosiła 88%/12%).

Wśród głównych odbiorców w tym segmencie pozostaje grupa Siemens. Sprzedaż w 1H2009 w porównaniu z 1H2008 pozostaje na tym samym poziomie. Dodatkowo w grupie odbiorczej Siemens pojawiły się nowe rynki zbytu, takie jak: Siemens Mexico i Siemens Indie. Do Indii w 1H2009 zwiększono sprzedaż 4-krotnie w porównaniu do 1H2008. Poza Indiami pojawiły się nowe kierunki sprzedaży, tj. Irlandia, Bangladesz, RPA, Iran, Kanada czy Chiny.

Planowane przez Grupę zwiększenie produkcji w 2H2009 przesunie się w czasie z przyczyn technicznych związanych z błędami konstrukcyjnymi spowodowanymi uginaniem się jednego z elementów konstrukcji. Czas poświęcony na poprawki był korzystny z punktu widzenia poszukiwania nowych odbiorców i ze względu na długi okres kwalifikacyjny. Grupa do końca października powinna uruchomić dwie z trzech linii (jedna już pracuje). Pierwsza kluczowa linia produkcyjna powinna ruszyć z końcem października, druga linia do cięcia i pakowania jest już na ukończeniu. 2H2009 może okazać się dla tego segmentu słabszy w porównaniu z 1H2009 z powodu pogorszenia się sytuacji w tym segmencie, na który będą miały wpływ: (i) czynniki rynkowe wpływające na opóźnienie na ten segment w porównaniu z innymi asortymentami; (ii) zwiększona konkurencja; (iii) niższe ceny i uzyskiwane marże (*vide*: nasz komentarz z 5 sierpnia 2009) oraz przesunięcie ze względu na problemy techniczne.

Rdzenie toroidalne

Pomimo, iż rdzenie toroidalne są skorelowane ze sprzedażą blach elektrotechnicznych nie udało się Grupie utrzymać wysokiego wolumenu sprzedaży i wysokiej wartości sprzedaży. Grupa sprzedała o 26% mniej rdzeni w porównaniu z 1H2008 co bezpośrednio wpłynęło na niższe przychody o 11% r/r. W 1H2009 kryzys dotkliwiej dotknął odbiorców rdzeni niż blach elektrotechnicznych, w szczególności rdzeni do przekładników i transformatorów. Spadek zamówień w 2H2009 może wynieść ok. 30 - 40% r/r. Udało się jednak utrzymać wysokie ceny.

Segment profili

- **Kształtowniki gięte na zimno**

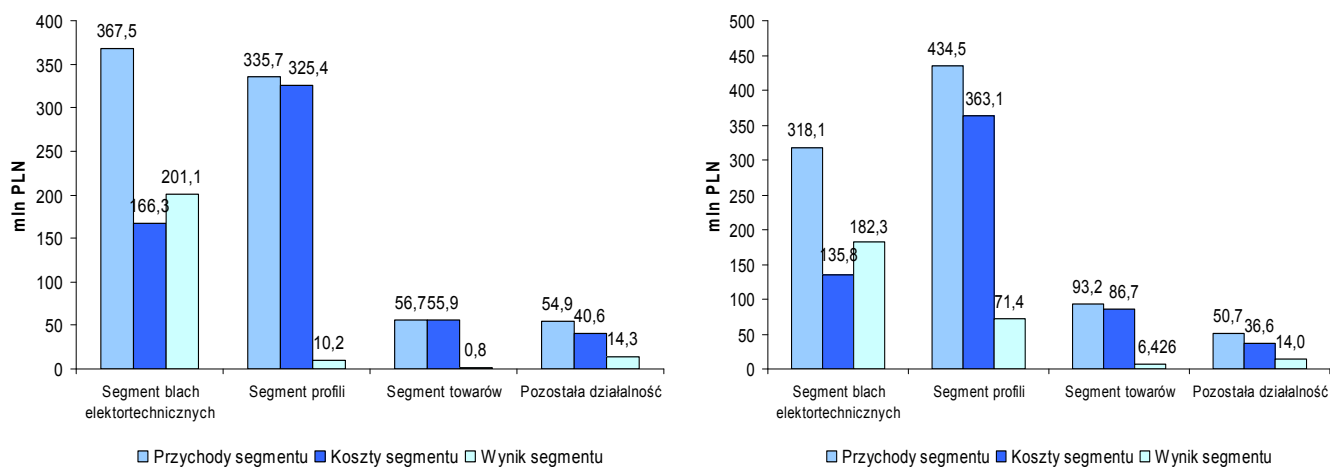
Kształtowniki gięte na zimno w porównaniu z resztą asortymentu Grupy przyniosły najgorsze wyniki. Popyt na te wyroby skurczył się w 1H2009 o połowę. Jednym z czynników był spadek sprzedaży do krajów nadbałtyckich, które są głównym odbiorcą kształtowników od Stalproduktu.

- **Produkty z Centrum Serwisowego**

W 1H2009 Grupa zanotowała spadek wolumenów (6,3% vs 1H2008) i wartości (24% vs 1H2008) sprzedaży produktów oferowanych z centrum serwisowego.

- **Ochronne bariery drogowe**

Pierwsze sześć miesięcy bieżącego roku przyniosły Grupie dobre wyniki w zakresie sprzedaży ochronnych barier drogowych. W porównaniu do analogicznego okresu roku poprzedniego wzrost wolumenów sprzedaży i wartości wyniósł prawie 30%. Tak znaczny wzrost w warunkach branżowej dekonjunktury wynikał z realizacji umów długoterminowych zawartych jeszcze w roku 2008. Finalizowane były, np. umowy dotyczące autostrady A-4 (odcinek Zgorzelec - Wykroty i odcinek Wielicka - Szarów oraz autostrady A-1 (odcinek Sośnica - Bełk). Struktura sprzedaży tego asortymentu uległa zmianie zwiększając udział eksportu, który obecnie stanowi 18% przychodów ze sprzedaży (1H2008 wynosił ok. 10%). Grupa planuje jeszcze bardziej zintensyfikować sprzedaż na zagranicznych rynkach. W 2H2009 uważamy, że ze względu na spadek cen surowców można spodziewać się spadku średniej ceny sprzedaży w związku z realizacją kolejnych kontraktów podpisanych w 2009 roku.

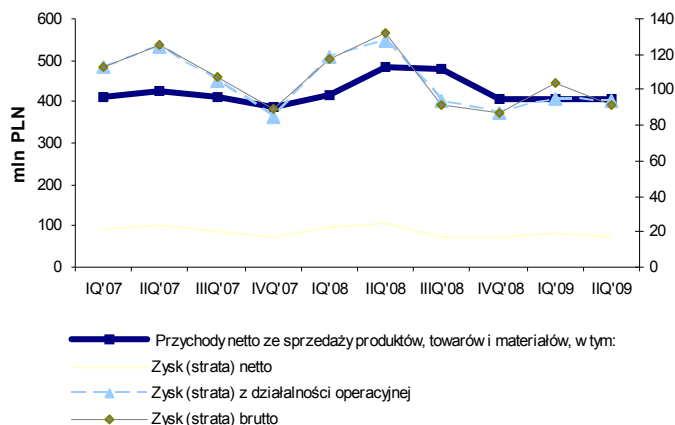
Dane dotyczące segmentów operacyjnych z 1H2009 (lewy) i 1H2008 (prawy)


Źródło: Stalprodukt S.A., opracowanie DI BRE

Wybrane wskaźniki Grupy

	2007	2008	3Q08-2Q09
P/E	10,36	10,40	12,00
P/S	2,23	2,04	2,14
EV/EBIDTA	8,05	8,08	8,53
P/BV	4,38	3,33	2,98
P/EBIT	8,50	8,53	9,83

Źródło: Stalprodukt S.A., opracowanie DI BRE

Wyniki Grupy w latach 2007 - 2009 (z podziałem na kwartały)


Źródło: Stalprodukt S.A., opracowanie DI BRE

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 Kliszczyk tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.klisczyk@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, 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

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 Onyszczuk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczuk@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 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, ASPA, Bakalland, BIAFORM, BRE Bank, Cegielnie Bydgoskie, Centromor, Computerland, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Energoaparatura, Erbud, ERGIS-EUROFILMS, Es-System, Farmacol, FAT, Ferrum, Fortis Bank, GTC, Intergroclin Auto, Izo-Erg, Koelner, Komputronik, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Mostostal Warszawa, Nepentes, Odlewnia Żeliwa, Odratrans, Pemug, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, Przedsiębiorstwo Robót Kolejowych 7, RYFAMA, Seco Warwick, Skarbiec Nieruchomości, Sygnity, Torfarm, Unibep, WAN, WSiP, ZA Puławy, ZUGIL.

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.