



12 lutego 2007

Oferta pierwotna

**Pozostałe**
Polska

Wycena	6,0 PLN
Kapitalizacja	257,2 mln PLN
Free float	70,3 mln PLN

Struktura akcjonariatu po ofercie publicznej

Założyciele spółki	72,7%
Akcje sprzedawane przez założycieli	12,2%
Akcje nowej Emisji	15,2%

Strategia dotycząca sektora

Rekomendacja: Spółka działa w branży eksponowanej na wzrost sektora budowlanego. Obecnie boom w budownictwie dotyczy głównie realizacji projektów w stanie surowym, popyt na prace wykończeniowe będzie dopiero konsekwencją finalizacji tych projektów. Naszym zdaniem branża wchodzi w wieloletni cykl wzrostowy. W przypadku spółki dodatkowym atutem jest specjalizacja w systemach energooszczędnych.

Profil spółki

Firma projektuje, produkuje i sprzedaje profesjonalny sprzęt oświetleniowy. Spółka zrealizowała wiele prestiżowych i wymagających nowatorskich rozwiązań projektów, m.in. dla centrów handlowych i oświetleń zabytków. Złote Tarasy, Biurowiec PLL LOT w Warszawie, Filharmonia w Łodzi, starówka w Krakowie i Wrocławiu oraz Kopalnia Soli w Wieliczce to tylko wybrane przykłady.

Ważne daty

20-27.02 - Budowa księgi popytu
28/02-02/03 - subskrypcja akcji w transzy inwestorów indywidualnych i instytucjonalnych
05/03 - zamknięcie subskrypcji i przydział akcji dla inwestorów indywidualnych
+5 dni od zamknięcia subskrypcji - przydział akcji dla instytucji

Michał Marczak

(48 22) 697 47 38

michal.marczak@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

ES-SYSTEM

Rozświetlą przyszłość

ES to Energy Saving. Dzięki kompleksowej usłudze i nowatorskim rozwiązaniom spółka stała się krajowym liderem w dostarczaniu profesjonalnych systemów oświetleniowych. Głównym źródłem zysków są produkty projektowane pod konkretne inwestycje budowlane. Ekskluzywne kontrakty w kraju i za granicą pozyskane w ostatnich latach, dają spółce niezbędne referencje przy rozstrzyganiu kolejnych przetargów. Obok tego, planowana rozbudowa mocy produkcyjnych i obniżenie kosztów jednostkowych poprzez automatyzację produkcji pozwolą spółce w pełni wykorzystać rosnący popyt na systemy oświetleniowe, który jest konsekwencją boomu w budownictwie. Bieżącą cenę jednej akcji spółki szacujemy na 6,0 PLN.

Doskonałe referencje

Na rynku krajowym i za granicą spółka na stałe współpracuje m.in. z GTC, Echo Investment i ECE. Realizowała tak ekskluzywne kontrakty, jak: Złote Tarasy, Biurowiec PPL LOT w Warszawie, Filharmonia w Łodzi, Opera Narodowa w Oslo, terminal III lotniska Changi w Singapurze, czy niedawno wygrany przetarg na iluminację zabytków Wrocławia. Pozyskane referencje otwierają spółce drogę do kolejnych kontraktów.

Budownictwo napędza popyt na systemy oświetleniowe

Popyt na produkty spółki jest ściśle uzależniony od koniunktury w budownictwie. Naszym zdaniem rynek ten wszedł w długoterminowy cykl wzrostowy, który dopiero przełoży się na wzrost popytu na produkty wykończeniowe, jakimi jest oświetlenie. Dodatkowo, spółka specjalizuje się w produkcji energooszczędnych systemów oświetleniowych, na które popyt będzie stymulował spodziewany wzrost cen energii.

Środki z emisji pozwolą na dalszy rozwój

Środki pozyskane z emisji akcji (35 mln PLN) pozwolą ES-System na usunięcie „wąskiego gardła”, jakim jest brak wolnych i efektywnych kosztowo mocy produkcyjnych. Rozbudowa bazy logistycznej i automatyzacja produkcji pozwoli również na obniżenie jednostkowego kosztu wytworzenia. Spółka wprowadza do oferty nowe produkty, m.in. w segmencie oświetlenia ulic i specjalistycznym oświetleniu przemysłowym.

Wyniki finansowe

Nawet w okresie dekonunktury w budownictwie spółka systematycznie poprawiała wyniki finansowe. Oczekujemy, że w okresie boomu budowlanego, wynikającego m.in. z akumulacji środków z UE, średnioroczna dynamika wzrostu przychodów w okresie 2005-2009 wyniesie 25%, w porównaniu z 14% w latach 2003-2006. Efekt modernizacji zakładu produkcyjnego i dzwignia operacyjna pozwolą na podwojenie EBITDA już w roku 2008.

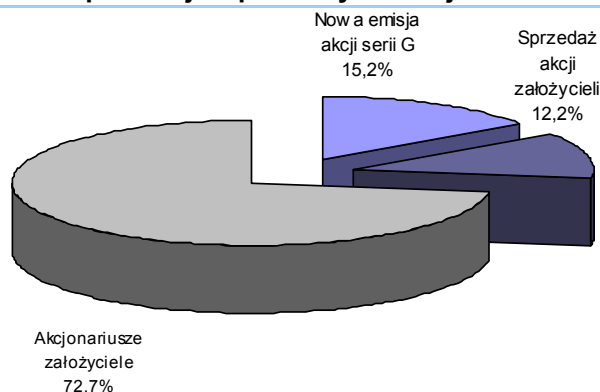
(mln PLN)	2004	2005	2006P	2007P	2008P
Przychody	106,4	126,6	142,0	179,3	223,1
EBITDA	7,8	10,5	14,2	20,1	28,8
marża EBITDA	7,3%	8,3%	10,0%	11,2%	12,9%
EBIT	4,0	7,1	10,9	16,7	23,6
Zysk netto	2,8	6,1	8,5	13,6	19,3
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
P/E	77,5	35,9	25,7	18,8	13,3
P/CE	33,3	23,2	18,5	15,2	10,5
P/BV	5,4	4,7	4,0	2,5	2,1
EV/EBITDA	29,0	21,8	15,9	12,6	9,0
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Wskaźniki dla ceny 6 PLN, rozwodnienie udziałów od 2007

Oferta publiczna i struktura akcjonariatu

Oferta publiczna akcji obejmuje 6,5 mln akcji serii G nowej emisji oraz nie więcej niż 5.21 mln akcji sprzedawanych przez dotychczasowych udziałowców spółki. W transzy Inwestorów Indywidualnych spółka planuje wprowadzić do obrotu 2.5 mln akcji serii G. Transza Inwestorów Instytucjonalnych obejmować będzie 4 mln akcji serii G oraz nie więcej niż 5.21 akcji sprzedawanych. Po objęciu wszystkich akcji w ofercie, udział akcjonariuszy mniejszościowych wyniesie łącznie 27,4%.

Struktura akcjonariatu po emisji i sprzedaży wtórnej



Źródło: DI BRE Banku SA

W drodze oferty publicznej spółka zamierza pozyskać ok. 35 mln PLN wpływów netto. Z pozyskanych środków zarząd zamierza przeznaczyć 29,9 mln PLN na modernizację parku maszynowego i stosowanych technologii oraz 5 mln PLN na budowę nowych obiektów budowlanych (w tym hali magazynowej i produkcyjnej w ES SYSTEM Wilkasy Sp. z o.o.) w celu poprawy efektywności, warunków i bezpieczeństwa pracy oraz obniżenia kosztów produkcji, w tym kosztów energii elektrycznej i ciepłej.

Rozbudowa oraz modernizacja bazy produkcyjnej i logistycznej wraz z bardzo dobrymi referencjami z przeszłości pozwolą spółce w pełni wykorzystać rosnący popyt na produkty oświetleniowe, na które zapotrzebowanie rośnie wraz z poprawą koniunktury w budownictwie. Ponad połowa sprzedaży to produkty specjalistyczne realizowane pod konkretne zamówienia klientów.

Harmonogram oferty publicznej

12 luty 2007 roku	Dzień Publikacji Prospektu Emisyjnego
19 luty 2007 roku	Podanie do publicznej wiadomości przedziału Ceny Emisyjnej / Ceny Sprzedaży
20-27 luty 2007 roku do godz. 15:00	Proces budowy Księgi Popytu wśród Inwestorów Instytucjonalnych
27 luty 2007 roku	Ustalenie i podanie do publicznej wiadomości ostatecznej liczby Akcji Oferowanych, Ceny Emisyjnej / Ceny Sprzedaży
28 luty 2007 roku	Otwarcie Subskrypcji
28 luty 2007 roku – 2 marzec 2007 roku	Przyjmowanie zapisów na Akcje Oferowane w Transzy Inwestorów Indywidualnych
28 luty 2007 roku – 2 marzec 2007 roku	Przyjmowanie zapisów na Akcje Oferowane w Transzy Inwestorów Instytucjonalnych.
5 marzec 2007 roku	Ostateczny termin zamknięcia Subskrypcji
5 marzec 2007 roku	Przydział Akcji Oferowanych w Transzy Inwestorów Indywidualnych na sesji GPW
W ciągu 5 dni od dnia zamknięcia subskrypcji	Planowany termin przydziału Akcji Oferowanych w Transzy Inwestorów Instytucjonalnych

Źródło: ES-SYSTEM

Profil działalności

Firma koncentruje swoją działalność na projektowaniu, produkcji i sprzedaży profesjonalnego sprzętu oświetleniowego, który z jednej strony obejmuje typowe produkty przeznaczone do oświetlania powierzchni przemysłowych i biurowych, z drugiej nowatorskie i energooszczędne systemy projektowane pod zlecenia klientów. W strukturze sprzedaży zaawansowane rozwiązania stanowią ok. 40% przychodów, generują jednak ok. 60% marży operacyjnej. W ostatnich latach spółka realizowała wiele prestiżowych projektów, zarówno w kraju, jak i za granicą, z których część jest zaprezentowana w poniższej tabeli.

Wybrane projekty zrealizowane w ostatnich latach

Zrealizowane i realizowane projekty m.in.	
W kraju	Za granicą
Muzeum Powstania Warszawskiego - Warszawa	Biblioteka Uniwersytecka - Sztokholm
Centra Handlowe Złote Tarasy, BLUE CITY - Warszawa	SAYANO-SHUSHENSKAYA GES – elektrownia wodna
Biurowiec PLL LOT - Warszawa	Foreign & Commonwealth Office - Londyn
Filharmonia w Łodzi	Biura Philip Morris - Dubai
Galerie Handlowe (inwestor ECE) we Wrocławiu, Łodzi, Brnie, Lipsku, Klagenfurcie, Krakowie. Obecnie Turcja.	Terminal lotniska CHANGI III w Singapurze
Galeria Handlowa „Kazimierz” w Krakowie	Opera Narodowa w Oslo
Realizacja iluminacji zabytkowych obiektów Wrocławia	Centrum Kongresowe w Hamburgu
Kopalnia Soli w Wieliczce	Svinnesund Bridge – most na granicy szwedzko-norweskiej
Zabytkowy zespół Rynku Głównego w Krakowie	Biurowiec Skanska - Oslo

Źródło: ES-SYSTEM

Takie kontrakty jak Opera Narodowa w Oslo czy lotnisko w Singapurze, pozwalają spółce zbudować referencje niezbędne do skutecznego rywalizowania z zagranicznymi konkurentami praktycznie na całym świecie. Na terenie Polski spółka realizowała wiele prestiżowych i wymagających nowatorskich rozwiązań projektów, m.in. centrów handlowych i iluminacji zabytków. Spółka od lat współpracuje tu z operatorami centrów oraz firmami deweloperskimi i budowlanymi. W mniejszym stopniu (1/3 sprzedaży) spółka sprzedaje swoje produkty do sieci hurtowni elektroenergetycznych, skąd docelowo trafiają do końcowego klienta, którym głównie są inwestorzy i wykonawcy projektów architektonicznych. Ze względu na wytwarzany asortyment spółka nie prowadzi sprzedaży do sieci super- i hipermarketów.

W skład Grupy Kapitałowej wchodzi trzy zakłady produkcyjne: w spółce matce w Krakowie oraz dwóch spółkach zależnych: ES SYSTEM Wilkasy Sp. z o.o. i ES-SYSTEM Rzeszów Sp. z o.o.). Grupa to również spółki handlowe działające na rynkach zagranicznych:

- ES-SYSTEM Scandinavia AB z siedzibą w Sztokholmie
- ES-SYSTEM Leuchten GmbH z siedzibą w Keiserslautern
- ES SYSTEM EAST T.O.O. z siedzibą w Astanie (Kazachstan)).

Szczególnie prężnie działającą firmą jest ES-SYSTEM Skandynawia. Na rynku skandynawskim spółka zrealizowała szereg prestiżowych projektów, co owocuje już wysoką rozpoznawalnością marki na tamtejszym rynku.

Warto podkreślić historię spółki oraz jej założycieli. W latach '90 ES-SYSTEM rozpoczął działalność jako dystrybutor sprzętu innych producentów. Dzięki zakupowi zakładów produkcyjnych stopniowo przechodził na własne źródła zaopatrzenia. Dokładając do tego zdolności spółki w obszarze projektowania urządzeń i całych kompleksowych rozwiązań (własne chronione prawnie projekty urządzeń) stał się krajowym liderem w dostarczaniu profesjonalnych systemów oświetleniowych. ES-SYSTEM wyspecjalizował się w systemach energooszczędnych, które systematycznie wypierają tradycyjne urządzenia. Obecnie spółka na stałe współpracuje z takimi firmami jak GTC, ECE czy Strabag.

W wyniku przejęć zakładów produkcyjnych zarząd nabył niezbędne doświadczenie w restrukturyzacji przedsiębiorstw. W roku 1999 ES-SYSTEM zakupił od Elektrimu zakład produkcyjny w Wilkasach. Pomimo konieczności utrzymania zatrudnienia (porozumienie socjalne ze związkami zawodowymi), a dzięki wprowadzeniu do produkcji nowych wzorów produktów, podniesieniu jakości oraz zbudowaniu silnej i rozpoznawalnej marki, przychody i rentowność zakładu systematycznie rosną, co prezentuje poniższa tabela. Dzięki środkom pozyskanym z emisji akcji zakład zostanie zmodernizowany m.in. poprzez zwiększenie automatyzacji produkcji.

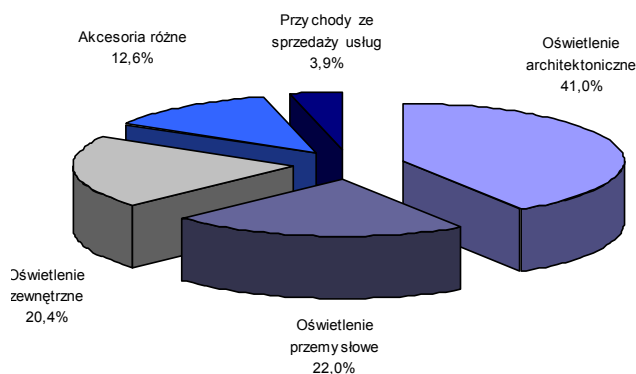
Efekty restrukturyzacji w zakładzie w Wilkasach

(mln PLN)	2003	2004	2005	2006P
Przychody	32 556	40 072	51 478	61 912
Zysk netto	149	733	2 078	2 467
Wskaźniki rentowności				
Sprzedaży	0,47%	1,87%	4,20%	4,09%
Aktywów	0,43%	1,91%	4,08%	4,46%
Kapitału własnego	0,56%	2,67%	7,04%	7,72%
Zatrudnienie				
Wydajność (miesięczna)	8,02	9,69	10,51	11,74

Źródło: ES-SYSTEM

Struktura sprzedaży

ES-SYSTEM specjalizuje się w produkcji i kompletacji sprzętu oświetleniowego dla obiektów architektonicznych, przemysłowych oraz terenów zewnętrznych, ulic, placów, kierowanych w dużej części do finalnych odbiorców, jakimi są inwestorzy i wykonawcy projektów budowlanych. Ponad połowa sprzedaży wiąże się z mniej lub bardziej specjalistycznymi pracami projektowymi (projektowania urządzeń pod zdefiniowane wymagania architekta czy projektanta oświetlenia), co stanowi silną stronę spółki na tle konkurencji. Jednocześnie dzięki temu spółka jest mniej wrażliwa na import tanich urządzeń z Azji, które pojawiają się w innym segmencie rynku niż kluczowy dla spółki. Zdolność szybkiego dostosowania się do oczekiwań klienta i posiadane referencje często decydują, o tym, że to spółka wygrywa lukratywne kontrakty. Spółka realizuje również projekty związane z dostarczeniem specjalistycznych urządzeń, gdzie klient wymaga specjalistycznych atestów, niezbędnych przy danej działalności klienta (branża spożywcza, górnictwo).

Struktura przychodów Grupy Kapitałowej

Źródło: DI BRE Banku SA

Oświetlenie architektoniczne

Największy - 43% udział w przychodach Grupy zajmują oprawy i systemy oświetlenia architektonicznego. Są to systemy montowane m.in. w obiektach biurowych, galeriach handlowych, halach wystawowych, etc. W tym obszarze 80% sprzedaży spółki realizowane jest bezpośrednio do inwestora lub wykonawcy inwestycji. Spółka współpracuje tu m.in. z GTC, ECE, Strabagiem czy Echo Investment. Niemal w całości sprzedaż urządzeń wiąże się z zaprojektowaniem rozwiązań pod konkretny projekt architektoniczny, co przekłada się również na realizowane marże segmentu. W obszarze tym największymi konkurentami spółki są przede wszystkim firmy zagraniczne – przedstawicielstwa największych potentatów w branży, tj. m.in. firmy: Zumtobel, Thorn, Siteco, Erco. Pozostała sprzedaż trafia do hurtowni elektro, a docelowo również do wykonawców inwestycji. Rynek segmentu jest istotnie rozdrobniony. Spółka szacuje swój udział w tym segmencie rynku na ok. 40%.

Oświetlenie przemysłowe

Drugą grupą produktową są oświetlenia przemysłowe, na które przypada 22% udział w łącznej sprzedaży. W przeciwieństwie do oświetlenia architektonicznego, segment ten jest dużo bardziej wystandaryzowany. Są to urządzenia oświetlające pomieszczenia przemysłowe, takie jak hale produkcyjne, magazyny, etc.. Do hurtowni trafia ok. 60% sprzedaży. Pozostałe 40% bezpośrednio odbierają wykonawcy inwestycji. W 2005 roku spółka wprowadziła do sprzedaży nowatorskie rozwiązanie pod nazwą COSMO, które cieszy się bardzo dużym uznaniem klientów na rynku krajowym i za granicą. W 2006 roku spółka sprzedała już 100 tys. opraw i finalizuje kontrakty m.in. na rynek USA, Meksyku i Kanady (posiada już atesty). Jest to produkt, który powinien w istotny sposób wpływać na wzrost przychodów segmentu. Obecne zdolności produkcyjne tego asortymentu wynoszą 250 tys. opraw.

Oświetlenie zewnętrzne

20% udział w sprzedaży zajmują oświetlenia zewnętrzne, które można podzielić na dwie równe co do sprzedaży w ramach segmentu: oświetlenia fasad budynków i iluminacje oraz oświetlenia dróg i terenów otwartych (place, boiska, składy). Dzięki współpracy z najlepszymi architektami i elastycznej produkcji własnej, w pierwszym obszarze spółka jest niekwestionowanym liderem w kraju, o czym świadczą zrealizowane projekty (str. 2). W 2006 spółka wygrała przetarg m.in. na Koncepcję iluminacji nabrzeży rzeki Odry we Wrocławiu. Kompleksowa praca dotyczy oświetlenia zabytków starego miasta. Spółka realizowała również liczne projekty na starym mieście w Krakowie i Kopalni Soli w Wieliczce (kolejne fazy projektu są nadal realizowane).

Segment oświetlenia zewnętrznego obejmuje oświetlenia ulic, terenów zewnętrznych i szlaków kolejowych. Konkurencja w segmencie jest bardzo silna (Philips, Thorn, Schroeder, ELGO). Popyt na systemy oświetleniowe w tym obszarze pochodzi z dwóch źródeł: wymiany dotychczasowej infrastruktury oraz nowych projektów. W drugim przypadku spółka z dużym sukcesem rywalizuje z konkurentami. W pierwszym, zwykle klient zamawia produkty już posiadane, tu dominuje Philips i ELGO. Dzięki pracom projektowym spółka posiada urządzenia, które w przyszłości mogą być wykorzystywane do oświetlania autostrad. W ostatnich latach spółka ściśle współpracuje z PKP, wymieniając systemy oświetleniowe na kolei.

Pozostałe przychody

13% przychodów ze sprzedaży stanowią akcesoria do urządzeń oświetleniowych oraz różnego rodzaju dodatki. Ich sprzedaż w dużej mierze zależy od poziomu sprzedaży w pozostałych segmentach. Pozostałe wpływy to przychody związane z montażem urządzeń i projektami nie związanymi bezpośrednio z dostawą opraw oświetleniowych. Spółka projektuje m.in. kompleksowe instalacje elektryczne na zlecenie klienta.

Odbiorcy

Całkowita sprzedaż w rozbiciu na główne grupy odbiorców to:

- Hurtownie elektroinstalacyjne - 42%. Są to hurtownie lub sieci które kierują się głównie niską ceną oraz dostępnością produktu w krótkim terminie.
- Wykonawcy - 31 %
- Inwestorzy finansujący duże obiekty typu: centra handlowe, zakłady przemysłowe, obiekty użyteczności publicznej itp. - 27%

W przypadku dwóch ostatnich grup klienci najczęściej są związani z Grupą ES-SYSTEM od wielu lat (GTC, ECE, Echo). Rodzaj asortymentu zwykle jest narzucony przez inwestora i uzależniony od projektu architektonicznego oraz instalacyjnego. Ceny ustalane są indywidualnie dla każdego projektu w zależności od pracochłonności oraz unikalności produktu. Wszystko jest objęte doradztwem technicznym ze strony ES-SYSTEM.

85% przychodów to rynek krajowy

Grupa działa głównie na obszarze Unii Europejskiej, a także w krajach stowarzyszonych. W 2005 roku 85% przychodów ze sprzedaży firmy pochodziło z rynku krajowego. Pozostałe 14% to sprzedaż do pozostałych krajów UE, a 1% do krajów w strefie USD.

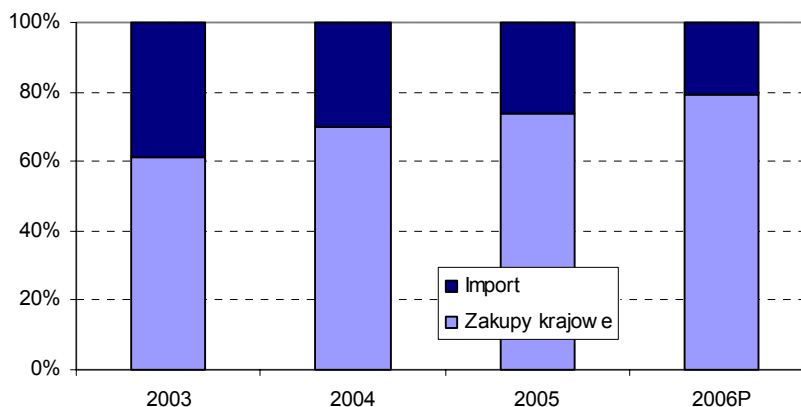
Sezonowość produkcji i rynków zbytu

Sezonowość zbytu wynika najczęściej z planowanych przez klientów cykli inwestycyjnych, które zapewniają zakończenie prac najpóźniej na koniec roku kalendarzowego. Stąd też w III i IV kwartale odnotowuje się znaczący wzrost dostaw. Przychody są najniższe w pierwszym kwartale, a wzrastają sukcesywnie z każdym kolejnym. Aby efektywnie zarządzać gospodarką pieniężną, ta sytuacja przełożyła się na decyzję firmy dotyczącą zatrudnienia, sezonowych mocy produkcyjnych oraz wielkości zapasów. Pozwala to na eliminację zbędnych kosztów utrzymania firmy.

Zaopatrzenie

Strategia firmy obejmuje dostawców towarów i materiałów. W roku 2006 pierwsi stanowią 14% całości dostaw, w tym 6% to źródła światła nabywane od firm OSRAM i PHILIPS. Pozostała część to materiały niezbędne do produkcji własnej. Większość dostaw realizowana jest w firmach o długoletniej, sprawdzonej współpracy z Grupą. Ok. 15% kosztów rodzajowych stanowią metale i tworzywa sztuczne, które są ekspozowane na wzrost lub spadek cen na rynkach światowych. Spółka dokonuje zakupów m.in. stali, aluminium i w mniejszym stopniu miedzi. Większość podzespołów, których spółka nie wytwarza w kraju, importuje z krajów UE. W ostatnich latach wraz z przechodzeniem spółki na własną produkcję, udział komponentów importowanych systematycznie maleje, co przedstawia poniższy wykres.

Struktura zakupów w rozbiciu na kraj i import



Źródło: ES-SYSTEM

Strategia

Celem firmy jest osiągnięcie pozycji lidera na rynku krajowym w produkcji i sprzedaży nowoczesnej techniki oświetleniowej oraz utrzymywanie pozycji lidera w produkcji profesjonalnego sprzętu oświetleniowego. Firma dąży również do szybszego rozwoju sprzedaży eksportowej. Jest to możliwe chociażby ze względu na to, że produkty Grupy Emitenta na rynkach UE postrzegane są jako porównywalne jakościowo i wzorniczo, a jednocześnie są niższe cenowo o nawet 30%.

Aby uzyskać pożądany efekt firma na lata 2007-2008 zdecydowała się na inwestycje, które mają na celu unowocześnienie procesów produkcyjnych, m.in. poprzez wprowadzenie na dużą skalę automatyzacji i robotyzacji procesów oraz rozbudowę nowych linii produkcyjnych. Założenia te powinny spowodować zdecydowanie szybszy wzrost przychodów, w dużej mierze dzięki lepszej wydajności i efektywności pracy (przy systematycznym zmniejszaniu zatrudnienia). Zarząd ocenia, że w oparciu o posiadany park maszynowy, który w dużej części jest już zamortyzowany, jest to możliwe tylko w oparciu o wzrost zatrudnienia i uruchomienie produkcji na trzecią zmianę, co jednak jest rozwiązaniem drogim i mało przyszłościowym.

Poza rozbudową i modernizacją zdolności produkcyjnych, ES-SYSTEM zamierza zwiększyć sprzedaż dzięki wprowadzeniu nowego hurtowego programu, nowych, oryginalnych wzorniczo, innowacyjnych i nowoczesnych systemów oświetleniowych oraz rozwoju produkcji oświetlenia przemysłowego, ulicznego i parkowego. W najbliższych dwóch latach firma zdecydowała się również na uporządkowanie swojej infrastruktury dzięki: budowie centrum logistycznego, hali produkcyjnej dla nowych technologii, nowej hali magazynowej oraz modernizacji i alokacji dotychczasowych hal produkcyjnych, a także siedziby centrali. Pozwoli to na obniżenie wysokich kosztów dotychczasowej dzierżawy większości pomieszczeń. Wymienione inwestycje będą realizowane ze środków własnych oraz pozyskanych emisji akcji. W oparciu o posiadaną infrastrukturę magazynową, przy obecnej skali działalności spółka nie jest w stanie efektywnie się rozwijać.

Zakup maszyn i urządzeń będzie stanowić blisko 35% całego nakładu inwestycyjnego, który wynosić będzie 52,1 mln PLN. Następnym w kolejności, co do wysokości kapitału będzie zakup kompletnych linii produkcyjnych 18% całości wydatków oraz ostatni, znaczący udział to blisko 16% wkładu na budowę magazynu i centrum logistycznego. Wszystkie pozostałe planowane inwestycje obejmują ostatnie 30% planowanej kwoty.

Grupa ES- SYSTEM wyłoży 17,2 mln PLN ze środków własnych, a pozostałą część finansów zakłada pozyskać z przeprowadzenia emisji akcji G (34,9 mln PLN). Środki własne firma przeznacza na wybudowanie nowego Centrum Logistycznego i Centrali siedziby wraz z wyposażeniem oraz modernizację parku maszynowego, technologii i infrastruktury w ES-SYSTEM w Wilkasach. Reszta programowych inwestycji będzie realizowana ze środków pozyskanych emisji.

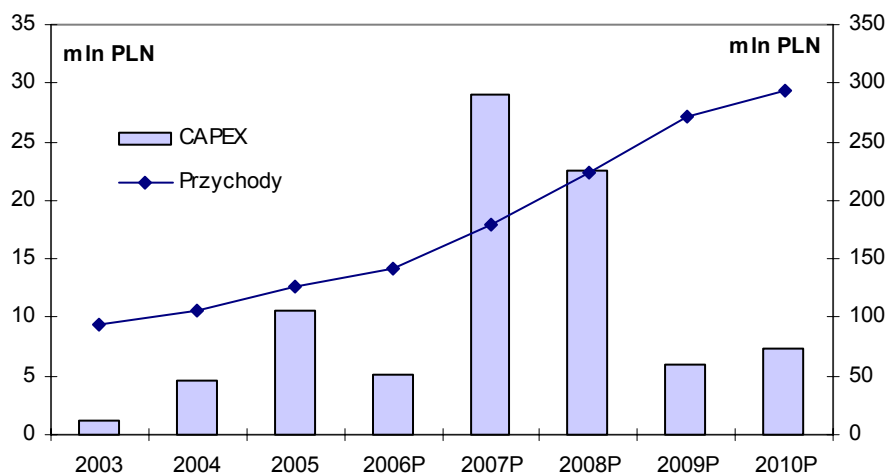
Planowane wydatki inwestycyjne

	Kwota	% wydatków
Maszyny i urządzenia	18,2	34,9%
Kompletna linia produkcyjna	9,2	17,7%
Magazyn i centrum logistyczne, pomieszczenia produkcyjne i biurowe	8,3	15,9%
Remonty budowli, hal, magazynów	4,5	8,6%
Modernizacje maszyn	4,1	7,9%
Hala produkcyjna	3,0	5,8%
Zakup galwanizerni (udziały)	2,5	4,8%
Hala magazynowa	2,0	3,8%
System informatyczny	0,3	0,6%
Razem	52,1	

Źródło: ES-SYSTEM

W ostatnich czterech latach spółka zainwestowała łącznie ponad 20 mln PLN, z czego gro (10,6 mln PLN) przypada na rok 2005. Spółka nabyła wtedy specjalistyczne maszyny i urządzenia (5,5 mln PLN), m.in. do wytwarzania sterujących podzespołów elektronicznych. Ponadto spółka rozbudowywała swoje moce wytwórcze głównie w zakładzie w Wilkasach (łącznie nakłady 4,2 mln PLN).

Nakłady inwestycyjne historyczne i planowane na tle przychodów ze sprzedaży



Źródło: ES-SYSTEM

Wyniki finansowe za 9-mcy 2006

Po 9 miesiącach 2006 roku skonsolidowane przychody ES-SYSTEM wynoszą 88,6 mln PLN i są o 7,6% wyższe niż w analogicznym okresie poprzedniego roku. W całym roku oczekujemy, że dynamika wzrostu przychodów wyniesie ponad 12%. Przesunięcie sprzedaży na IV kwartał to efekt czynnika pogodowego. W I kwartale 2006 przeciągająca się zima opóźniła realizację części projektów, co zaowocowało niższą sprzedażą. Z kolei w ostatnich miesiącach 2006 roku, w związku z bardzo sprzyjającą pogodą dla branży budowlanej, spółka realizowała wysokie wolumeny sprzedaży.

Wyniki za 3Q2006 i prognoza całoroczna na 2006

(mln PLN)	2003	2004	zm.	2005	zm.	2006P	zm.	1-3Q2005	1-3Q2006	zm.
Przychody	93,9	106,4	13,3%	126,6	18,9%	142,0	12,2%	82,3	88,6	7,6%
EBITDA	6,2	7,8	25,5%	10,5	34,5%	14,2	36,3%	8,1	9,4	15,2%
marża	6,6%	7,3%		8,3%		10,0%		9,9%	10,6%	
Zysk netto	0,5	2,8	493,9%	6,1	115,8%	8,5	39,9%	4,6	5,0	8,3%

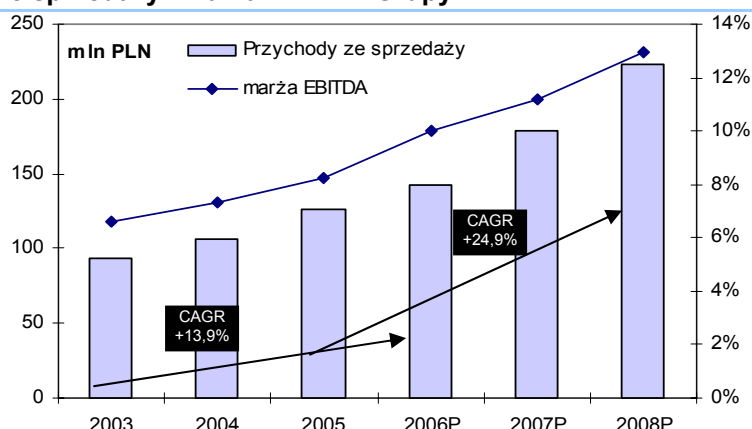
Źródło: ES-SYSTEM

Negatywny wpływ na poziom przychodów miało również umocnienie złotego w stosunku do Euro. Ponieważ 15% przychodów spółki realizowane jest na rynkach zagranicznych (14% w Euro; 1% w USD) aprecjacja polskiej waluty o 4% (średnia za 3Q2006 vs. 3Q2005) przyczyniła się do spadku przychodów z eksportu (-7,6%). Sprzedaż na rynku krajowym wzrosła w tym czasie o 18,3%. W przeciwieństwie do Leny, dzięki niskiemu udziałowi eksportu spółka z jednej strony unika ryzyka kursowego, z drugiej ma wyższą ekspozycję na dynamicznie rosnący rynek krajowy.

Podobnie jak w przypadku przychodów, wynik operacyjny i netto po 9 miesiącach odzwierciedla przesunięcie realizowanych kontraktów. Po 3Q skonsolidowana EBITDA wyniosła 9,4 mln PLN w stosunku do 8,1 mln PLN (+15,2%). W tym czasie zysk netto wzrósł z 4,6 mln PLN do 5 mln PLN. Spółka poniosła nieco wyższe koszty finansowe oraz straty na różnicach kursowych (280 tys. PLN) w związku z realizowanym programem inwestycyjnym i wzrostem zadłużenia, co ograniczyło dynamikę zysku.

Wg naszych szacunków, w całym 2006 roku, przy przychodach na poziomie 142 mln PLN spółka wypracuje zysk netto w wysokości 8,5 mln PLN. W IV kwartale spodziewamy się dynamiki skonsolidowanych przychodów na poziomie 21%. W IV kwartale spółka zrealizowała zwiększone zamówienia przede wszystkim w segmencie oświetlenia architektonicznego, co jest efektem wejścia projektów budowlanych w fazę prac wykończeniowych. Naszym zdaniem to efekt inwestycji, które w dużym stopniu rozpoczęto jeszcze w roku 2005. Dynamiczny wzrost liczby rozpoczynanych budów w roku 2006 powinien przekładać się na wysoką dynamikę popytu na produkty wykończeniowe w roku 2007.

Przychody ze sprzedaży i marża EBITDA Grupy



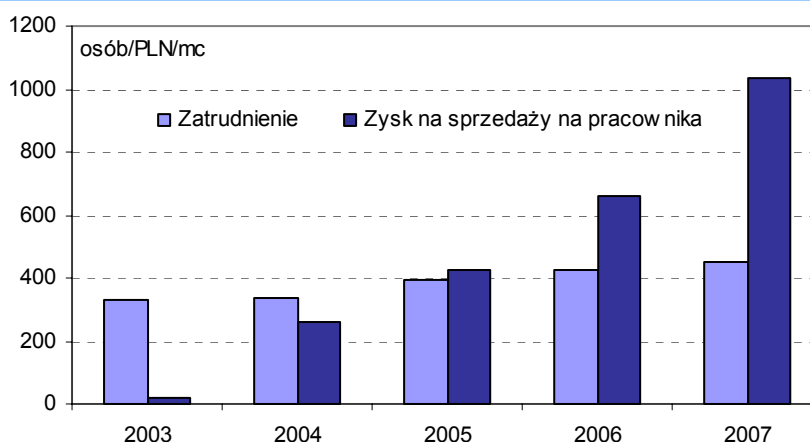
Źródło: ES-SYSTEM

Przy analizie wyników spółki zwracamy uwagę na fakt, iż pomimo słabej koniunktury w branży budowlanej w latach 2003-2005, spółka systematycznie zwiększała przychody i marże na sprzedaży. W kolejnych latach przy dynamicznie rosnącym popycie ze strony budownictwa, dynamiki wzrostu przychodów powinny być istotnie wyższe niż w okresie dekoniunktury, co znajdzie swoje odzwierciedlenie również w osiąganych marżach na sprzedaży. W roku 2009

oczekujemy, że spółka osiągnie docelowy poziom marży EBITDA na poziomie 14%. Jej dalszy wzrost w stosunku do obecnych poziomów to efekt zwiększonej automatyzacji produkcji i zniwelowania wąskich gardeł w logistyce.

Czynnikiem ograniczającym szybszy wzrost marży operacyjnej był wysoki stopień wykorzystania mocy produkcyjnych, które obecnie charakteryzuje niski poziom automatyzacji. Oznacza to, że przy rosnących zamówieniach spółka musiała zatrudniać dodatkowych pracowników i uruchamiać produkcję na kolejną zmianę. Przestarzałe technologicznie ciągi produkcyjne zostaną zmodernizowane, a nowe będą w dużym stopniu zautomatyzowane. Nawet przy utrzymaniu zatrudnienia na obecnym poziomie, przyrost przychodów powinien w większym stopniu niż w poprzednich latach przekładać się na wzrost marży operacyjnej. Produkcja spółki koncentruje się przede wszystkim w zakładzie w Wilkasach, w którym zatrudnienie wynosi 428. W spółce matce na stanowiskach produkcyjnych zatrudnionych jest 25 pracowników ze 198 zatrudnionych na koniec 2005 roku. W Krakowie spółka zatrudnia ponad 30 projektantów i inżynierów oraz aż 96 osób odpowiedzialnych za sprzedaż.

Zatrudnienie w zakładzie w Wilkasach i miesięczny zysk na sprzedaży na pracownika



Źródło: ES-SYSTEM

Zadłużenie

Na koniec 3Q2006 roku zadłużenie spółki wyniosło 14,1 mln PLN, co po uwzględnieniu wolnej gotówki (4,6 mln PLN), implikuje dług netto na poziomie 9,5 mln PLN. Na koniec 2006 roku szacujemy poziom długu netto na 8,5 mln PLN, co stanowi 0,6 rocznej EBITDY spółki. Po uwzględnieniu środków pozyskanych z emisji akcji (35 mln PLN) spółka nie powinna mieć problemów ze sfinansowaniem zakładanych inwestycji (52 mln PLN w ciągu dwóch lat). Wg naszych szacunków, w tym okresie spółka wygeneruje 21 mln PLN z działalności operacyjnej.

Po okresie wzmożonych inwestycji z okresu 2007-2008 spółka powinna wypłacać dywidendę. Pierwszej (0,2 PLN na akcję) spodziewamy się z zysku za roku 2008. Przy braku kolejnych projektów inwestycyjnych, w następnych latach dywidenda mogłaby wzrosnąć do 0,5-0,7 PLN na akcję, co przy cenie akcji na poziomie 6 PLN implikuje Field brutto w wysokości 8,7-10,5%.

Ekspozycja na ryzyko kursowe i zmiany cen surowców

W okresie trzech kwartałów 2006 roku sprzedaż denominowana w walutach obcych stanowiła 15,4% łącznych przychodów, z czego gro to Euro i Korony Szwedzkie. Po stronie kosztów zaopatrzenia ekspozycja spółki na dostawy denominowane w walutach obcych jest zbliżona do pozycji przychodowej i stanowi ok. 16% kosztów rodzajowych.

Z racji produkowanego asortymentu spółka posiada ekspozycję na zmieniające się ceny surowców (ok. 15% zaopatrzenia). Należy podkreślić, że czynnik ten dotyczy wszystkich spółek w branży i przy dobrej koniunkturze na rynku, w przypadku wzrostu cen stali czy tworzyw sztucznych – koszt jest przenoszony na końcowego klienta.

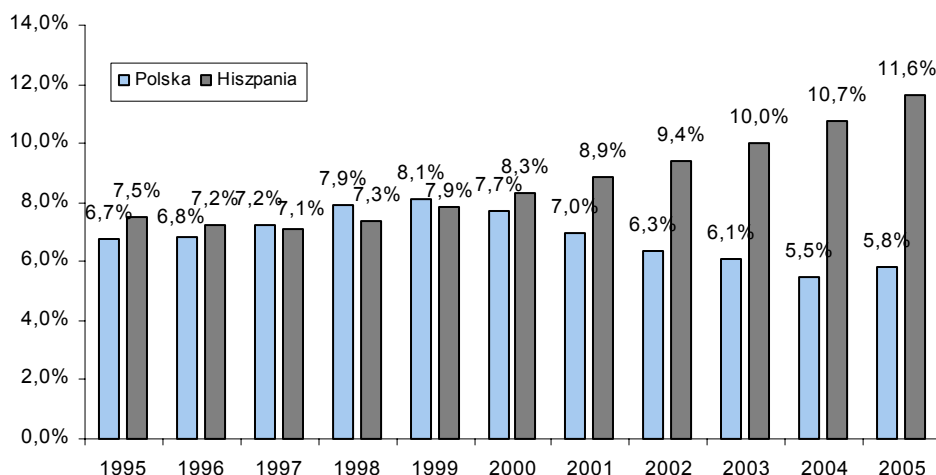
Zewnętrzne czynniki wzrostu - boom w budownictwie i rosnące zapotrzebowanie na systemy energooszczędne

Przedstawione w dalszej części raportu prognozy dla spółki uwzględniają wpływ środków z emisji akcji, co implikuje rozbudowę i modernizację parku maszynowego oraz usprawnienie logistyki. Wierzymy, że dobra koniunktura w budownictwie, która naszym zdaniem utrzyma się jeszcze przez co najmniej kilka lat, przełoży się na wzrost popytu na produkty spółki. Uważamy, że ES-SYSTEM jest dobrze przygotowany, aby wykorzystać zwiększone zapotrzebowanie na profesjonalne systemy oświetleniowe. W długim okresie silną stroną spółki jest specjalizacja w energooszczędnych systemach, które powinny stopniowo wypierać z użytkowania przestarzałe energochłonne, dziś jeszcze powszechnie użytkowane w Polsce. Coraz większy portfel referencji otwiera przed spółką drogę do kolejnych kontraktów zagranicznych, których pozyskiwanie powinno być łatwiejsze niż jeszcze dwa lata temu.

Budownictwo

Według GUS, produkcja budowlano-montażowa w 2006 roku w Polsce wzrosła o 17,7% w stosunku do roku poprzedniego. W 2007 roku oczekujemy w dalszym ciągu utrzymania się wysokiego tempa wzrostu produkcji budowlano-montażowej, dwukrotnie przewyższającego poziom wzrostu PKB. Szacujemy, że wypełnienie luki, którą mamy w stosunku do Hiszpanii, gdzie wartość dodana z budownictwa stanowi około 10% wartości dodanej PKB, implikuje wzrost budownictwa w tempie dwukrotnie wyższym niż wzrost PKB przez następne 10 lat. Wzrost rynku budowlanego będzie wspierany przez inwestycje współfinansowane ze środków unijnych. Wartość tych funduszy w latach 2007-2013 może wynieść ponad 18 mld EUR. Z kwoty tej ponad 9 mld EUR ma być przeznaczona na szeroko pojęte inwestycje drogowe, a kolejne 6 mld EUR na inwestycje w infrastrukturę kolejową.

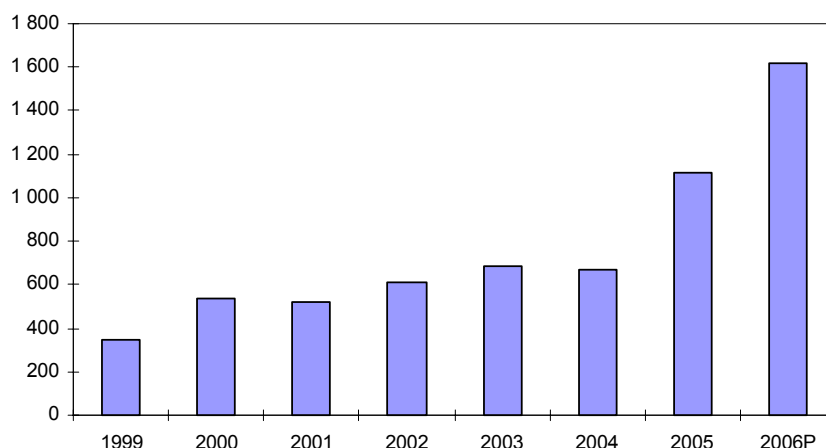
Udział budownictwa w wartości dodanej PKB w Polsce i Hiszpanii



Źródło: Opracowanie własne na podstawie Instituto Nacional de Estadística, GUS

Dynamika produkcji budowlano-montażowej przekłada się na popyt na produkty spółki z opóźnieniem, co wynika z faktu, że prace wykończeniowe realizowane są w ostatnim etapie realizacji inwestycji. Można więc uznać, że zwiększona liczba terenów przygotowanych pod budowę odnotowana w roku 2005 (+66%) przekłada się na popyt na produkty spółki dopiero pod koniec 2006 roku. Wg danych GUS, w roku 2006 przygotowanie terenu pod budowę wzrosło o kolejne 48%, co pozwala pozytywnie oceniać przyszły popyt na produkty ES-SYSTEMu.

Przygotowanie terenu pod budowę



Źródło: GUS, DI BRE Banku SA

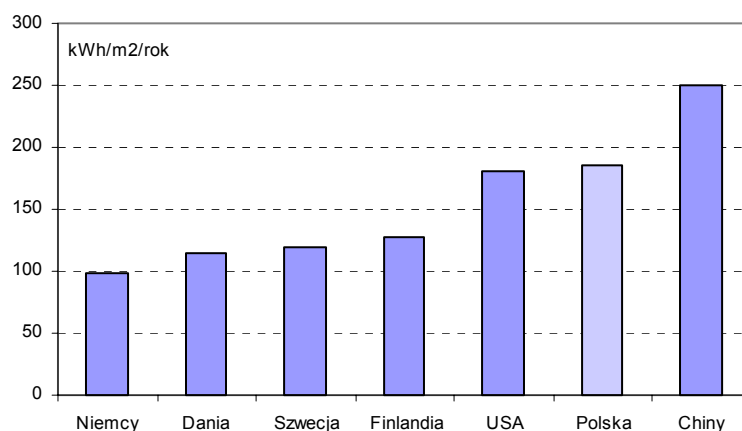
W ostatnich latach spółka współpracuje z PKP, wymieniając systemy oświetleniowe na kolei. Środki z UE pozyskane przez kolej pozwalają oczekiwać, że spółka będzie dalej realizowała zamówienia dla tego klienta. Realizacja projektów dla kolei wymaga dostawy produktów atestowanych, co również jest silną stroną spółki.

W grupie kapitałowej ES-SYSTEM w oświetleniu dróg i ulic specjalizuje się ES-SYSTEM Wilkasy. Zakład w Wilkasach wraz z ówczesnym właścicielem, Elektrim SA, oraz ES-SYSTEM wykonał m.in. kompleksową modernizację oświetlenia ulic w Krakowie, jeden z największych tego typu projektów w ostatnich latach. Wymieniono wówczas 40 tys. punktów świetlnych. Główni konkurenci w segmencie to Philips, Schroeder, Elgo. Ten obszar działalności, w kontekście planowanej budowy autostrad i nakładów na modernizację tras jest istotny. W ubiegłym roku spółka wprowadziła do swojej oferty nowoczesne rozwiązania oświetleniowe, którymi zamierza konkurować w zbliżających się przetargach. Spółka wygrała już wiele przetargów na oświetlenie ulic i węzłów komunikacyjnych, co pozwala jej na zaprezentowane niezbędnych referencji w trakcie przetargu (Kraków, Zakopane, Białobrzegi, inne).

Systemy energooszczędne

Dynamiczny wzrost gospodarczy na świecie to również wzrost zapotrzebowania na energię, co z kolei przekłada się na zanieczyszczenie środowiska naturalnego. W skali globalnej szacuje się, że zapotrzebowanie energii w roku 2025 w odniesieniu do roku 2005 wzrośnie o 300%. Obawa o środowisko naturalne skłoniła kraje rozwinięte do przyjęcia dyrektyw stymulujących systematyczne obniżanie energochłonności. Obecnie średnie zużycie energii przez budynki realizowane w tradycyjnych technologiach to 200 kWh/m²/rok.

Zużycia energii przez obiekty budowlane w skali jednego roku na m²



Źródło: Prof. L. Bylund Uniwersytet Oslo, 2005

Unia Europejska wypracowała dyrektywy, których celem jest uzyskanie wskaźnika zużycia energii na poziomie 80 kWh/m²/rok. Istotnym źródłem redukcji zużycia energii jest zmniejszanie zużycia energii elektrycznej, a szczególnie tej zużywanej do celów oświetleniowych.

Nowoczesne rozwiązania pozwalają na obniżenie zużycia energii elektrycznej w budynkach biurowych do 15 – 20 W/m², a nawet 7 – 8 W/m². Spółka w swojej ofercie posiada takie rozwiązania. Powstały one we własnych pracowniach projektowych i są chronione prawnie. W pierwszym etapie, z perspektywy klienta oznacza to wyższy koszt inwestycji, który jednak z nawiązką zwraca się w ciągu kilku lat. Wg spółki, łączne oszczędności pozwalają na obniżenie kosztów eksploatacyjnych o 60-70%.

Charakterystyka oczekiwań klienta

W obecnym momencie w Polsce działają praktycznie wszyscy znaczący europejscy producenci sprzętu oświetleniowego, co wpływa na zaostrzenie konkurencji. Coraz większe znaczenie w wyborze oferty odgrywa cena, co skutkuje spadkiem marż dla podmiotów z branży. Popyt na produkty oświetleniowe jest subiektywną oceną asortymentu przez klienta. Niezbędne jest prowadzenie polityki asortymentowo-cenowej oraz wykorzystanie baz informacji o preferencjach klientów, a także wiedzy i doświadczenia pracowników działu sprzedaży oraz kadry zarządzającej, jak również przeprowadzanie badań marketingowych przed wprowadzaniem nowego produktu. Inną cechą, charakteryzującą branżę sprzętu oświetleniowego, jest wysoka zmienność i rozwój rozwiązań technologicznych. Zmiany dotyczą głównie ciągłej optymalizacji parametrów sprzętu oświetleniowego, unowocześniania stosowanych materiałów, wprowadzania nowych rozwiązań konstrukcyjnych, a także wprowadzania nowoczesnych metod zarządzania projektami, które pozwalają na skrócenie ich procesu realizacji.

Wycena

Wycenę spółki opieramy na metodzie zdyskontowanych przepływów finansowych oraz metodzie wyceny porównawczej. Ostateczna wycena jest średnią arytmetyczną wspomnianych metod, po uwzględnieniu wag przyporządkowanych dla każdej z nich. Cenę docelową w perspektywie 9 miesięcy wyznaczamy w oparciu o koszt kapitału własnego spółki.

Na podstawie przygotowanych prognoz, bieżącą cenę jednej akcji ES-SYSTEM wyznaczamy na 6 PLN, a cenę docelową (9m) na 6,4 PLN na akcję.

Podsumowanie wyceny

(PLN)	Waga	Wycena
Wycena wskaźnikowa Lena Lighting	20%	5,6
Wycena wskaźnikowa spółki zagraniczne	10%	5,1
Wycena wskaźnikowa MidCaps	20%	6,0
Wycena DCF	50%	6,3
Wycena		6,0
Cena docelowa (9-mcy)		6,4

Źródło: Dł BRE Banku SA

Model DCF

Założenia do modelu

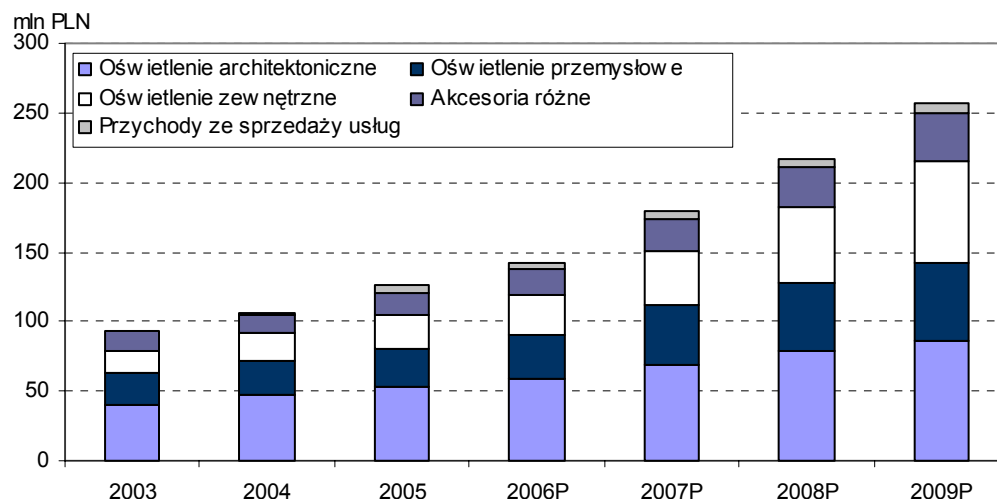
W najbliższych dwóch latach spółka odnotuje dwucyfrowy wzrost przychodów ze sprzedaży, co w głównej mierze będzie efektem inwestycji w rozbudowę mocy produkcyjnych i modernizację parku maszynowego poczynionych w latach 2006-2008. W kolejnych latach zakładamy dodatkowe inwestycje we wzrost automatyzacji produkcji, które pozwolą spółce na dalsze zwiększanie wolumenu produkcji, jak również umożliwią obniżenie jednostkowego kosztu wytworzenia. Oczekujemy, że rozbudowa mocy produkcyjnych nałoży się na zwiększony popyt ze strony firm budowlanych, które wchodzi w okres kilkuletniej prosperity. Obecnie boom budowlany przejawia się przede wszystkim w rozstrzyganiu kontraktów i fазie rozpoczęcia inwestycji. Zwiększony popyt na produkty wykończeniowe, którymi są m.in. oświetlenia, jest dopiero przed nami.

Najszybciej rosnącym segmentem przychodów będzie segment oświetleń zewnętrznych, w którym spodziewamy się z jednej strony rosnącego popytu na oświetlenie szlaków

komunikacyjnych, finansowanych ze środków UE, z drugiej, popytu na oświetlenia tzw. małej architektury, tj. parki, centra miejskie, etc.. W tym obszarze spółka będzie realizowała również duże projekty związane m.in. z oświetleniem starego miasta we Wrocławiu.

W 2007 ponad 30% dynamiki wzrostu przychodów spodziewamy się również w segmencie oświetlenia przemysłowego. W tym obszarze spółka rozbudowuje moce produkcyjne i zamierza agresywniej wejść ze swoimi produktami w obszar oświetleń specjalistycznych w dużych projektach inwestycyjnych, takich jak: górnictwo, petrochemia, przemysł. W tych obszarach inwestor wymaga zwykle produktów posiadających niezbędne atesty (np. szczelność), co zamyka drogę części konkurentów.

Prognoza przychodów w rozbiciu na grupy asortymentowe



Źródło: Dł BRE Banku SA

W przypadku oświetlenia architektonicznego, w najbliższych trzech latach spodziewamy się średniorocznego wzrostu przychodów ze sprzedaży na poziomie 14%.

Modernizacja parku maszynowego i usprawnienie logistyki będzie prowadziło do wzrostu marży operacyjnej spółki. W roku 1999 ES-SYSTEM kupił od Elektrimu fabrykę systemów oświetleniowych w Wilkasach. Zarząd z sukcesem przeprowadził restrukturyzację spółki, zwiększając jej przychody ze sprzedaży z 32,5 mln PLN w 2003 do 62 mln PLN w 2006. W tym czasie marża na sprzedaży zwiększyła się z 0,5% do 4%. Wynik ten został osiągnięty w dużej mierze w oparciu o zamortyzowany już park maszynowy, którego efektywność produkcji jest niska. W wyniku planowanych nakładów, główne ciągi produkcyjne zostaną zmodernizowane lub całkowicie wymienione na nowe. Pozwoli to spółce rozszerzyć asortyment produkcji i obniżyć jednostkowy koszt produkcji. Zarząd ocenia, że zdolności produkcyjne zakładu powinny wzrosnąć o blisko 1/3, przy obniżeniu kosztu jednostkowego o ok. kilkanaście procent. Po uwzględnieniu efektu dźwigni operacyjnej, marża operacyjna powinna wzrosnąć o kolejne 3 punkty procentowe. Oczekujemy rozszerzenia marży EBITDA do 12,9% w roku 2008 w stosunku do 10% w 2006. W roku 2007 spółka będzie jeszcze zwiększała produkcję i sprzedaż w oparciu o wzrost zatrudnienia, co będzie przekładało się na wzrost kosztów operacyjnych. W latach 2008-2009 wzrost będzie efektem wyższej zdolności produkcyjnej parku maszynowego i większej automatyzacji.

W latach 2007-2008 zakładamy inwestycje w majątek trwały na poziomie 52,5 mln PLN. W kolejnych latach nakłady spadną do poziomu 7-8 mln PLN rocznie i zostaną przeznaczone na modernizację parku maszynowego, co zapewni m.in. dalszy wzrost zdolności produkcyjnych.

W wartości rezydualnej przyjmujemy 3% wzrost FCF. W kalkulacji WACC uwzględniamy 5,2% stopę wolną od ryzyka, odpowiadającą rentowności obligacji 10-letnich.

Model DCF

(mln PLN)	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P
Przychody ze sprzedaży	142,0	179,3	223,1	271,3	293,1	316,5	332,3	348,9	366,4	377,4	388,7
zmiana	12,2%	26,2%	24,4%	21,6%	8,0%	8,0%	5,0%	5,0%	5,0%	3,0%	3,0%
EBITDA	14,2	20,1	28,8	39,8	41,7	44,9	47,2	49,5	51,9	53,4	54,9
marża EBITDA	10,0%	11,2%	12,9%	14,7%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	14,1%	14,1%
Amortyzacja	3 316,5	3 325,8	5 259,2	6 592,5	6 553,0	7 039,6	7 565,1	8 104,2	8 101,7	8 098,1	8 093,3
EBIT	10,9	16,7	23,6	33,2	35,2	37,9	39,7	41,4	43,8	45,3	46,8
marża EBIT	7,7%	9,3%	10,6%	12,2%	12,0%	12,0%	11,9%	11,9%	12,0%	12,0%	12,0%
Opodatkowanie EBIT		3,2	4,5	6,3	6,7	7,2	7,5	7,9	8,3	8,6	8,9
NOPLAT		13,5	19,1	26,9	28,5	30,7	32,1	33,5	35,5	36,7	37,9
CAPEX		-29,0	-22,5	-6,0	-7,3	-7,9	-8,1	-8,1	-8,0	-8,0	-8,1
Kapitał obrotowy		-12,4	-11,8	-13,0	-5,8	-6,3	-4,2	-4,5	-4,7	-3,0	-3,0
Pozostałe		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF		-24,6	-9,9	14,4	21,9	23,6	27,4	29,1	30,9	33,8	34,9
WACC		10,2%	10,1%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,1%	10,1%	10,1%	10,5%
współczynnik dyskonta		91,6%	83,9%	76,8%	70,4%	64,4%	59,0%	54,1%	49,6%	45,4%	41,5%
PV FCF		-22,3	-8,2	10,8	14,9	14,5	15,3	14,8	14,2	14,1	
WACC	10,1%	10,2%	10,1%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,1%	10,1%	10,1%	10,5%
Koszt długu	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,6%
Stopa wolna od ryzyka	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,6%
Premia za ryzyko	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Efektywna stopa podatkowa	0,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Dług netto / EV	3,5%	0,0%	1,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,2%	1,1%	1,8%	2,3%	2,3%
Koszt kapitału własnego	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,6%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Wzrost FCF po okresie prognozy	3,0%	Analiza wrażliwości									
Wartość rezydualna (TV)	466,2	Wzrost FCF w nieskończoności									
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	176,6	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%					
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	68,1	WACC +1,0pp	4,9	5,1	5,8	6,9	7,8				
Wartość firmy (EV)	244,7	WACC +0,5pp	5,2	5,5	6,3	7,6	8,7				
Dług netto	8,6	WACC	5,5	5,9	6,8	8,4	9,8				
Inne aktywa nieoperacyjne	34,8	WACC -0,5pp	5,9	6,3	7,4	9,4	11,2				
Udziałowcy mniejszościowi	0,0	WACC -01,0pp	6,3	6,8	8,1	10,6	12,9				
Wartość firmy	270,9										
Liczba akcji (mln.)	42,9										
Wartość firmy na akcję (PLN)	6,3										
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	7,7%										
Cena docelowa	6,8										
EV/EBITDA('07) dla ceny docelowej	14,4										
P/E('07) dla ceny docelowej	21,4										
Udział TV w EV	72%										

Wycena porównawcza

Do wyceny porównawczej przyjęliśmy trzy grupy spółek:

- Lena Lighting – krajowy producent oświetlenia, konkurent ES-SYSTEMu - głównie w obszarze oświetlenia przemysłowego;
- Polskie MidCaps (Apator, Barlinek, Decora, Lentem, Novita, Nowa Gala, Opoczno, Polcolorit, Śnieżka), w przypadku których popyt na produkty jest uzależniony od koniunktury w budownictwie;
- Porównywalne spółki zagraniczne (Fagerhult, Targetti, Zumtobel).

Do poszczególnych grup subiektywnie przyporządkowujemy wagi, które naszym zdaniem odpowiadają realiom, do których powinna być porównywana spółka. Większy nacisk kładziemy na rok 2008 z uwagi na fakt, że środki pozyskane z emisji (zwiększające MC i rozwodnienie) w pełni zacząć pracować dopiero w roku 2008. W przypadku porównywanych podmiotów, inwestycje zostały już przeprowadzone. Podsumowanie wyceny porównawczej zawiera poniższa tabela.

Podsumowanie wyceny porównawczej

	EV/EBITDA			P/E		
(PLN)	2006	2007	2008	2006	2007	2008
Lena Lighting	12,7	10,5	9,4	17,0	14,5	13,6
Waga roku	20%	35%	45%	20%	35%	45%
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena	5,6	6,0			5,2	

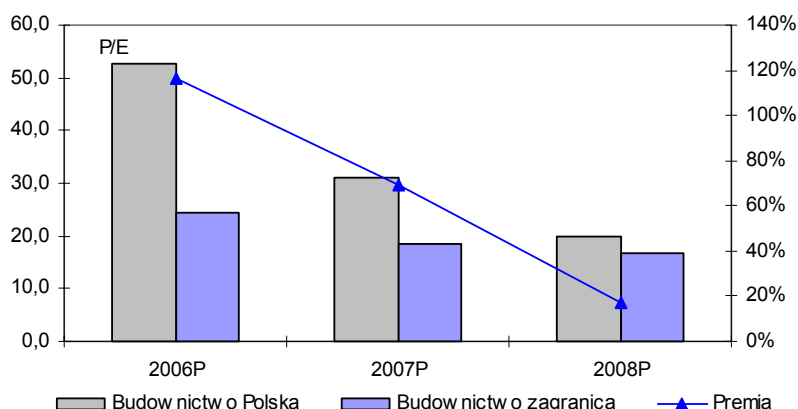
	EV/EBITDA			P/E		
(PLN)	2006	2007	2008	2006	2007	2008
Spółki zagraniczne	10,1	8,9	7,2	23,3	14,8	12,9
Waga roku	20%	35%	45%	20%	35%	45%
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena	5,1	4,9			5,4	

	EV/EBITDA			P/E		
(PLN)	2006	2007	2008	2006	2007	2008
MidCaps	13,6	11,0	8,9	22,0	18,2	14,7
Waga roku	20%	35%	45%	20%	35%	45%
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena	6,0	6,0			6,0	

Źródło: DI BRE Banku SA

Najniższą wycenę uzyskujemy w przypadku porównania ze spółkami zagranicznymi. Zwracamy jednak uwagę na fakt, że w przypadku większości sektorów polskie spółki notowane są z premią w stosunku do ich zagranicznych odpowiedników. W tym przypadku najlepszym odniesieniem będzie sektor budowlany, z którym spółka jest najbliższej związana. Na bazie naszych prognoz i wskaźnika P/E 2006, polskie spółki budowlane notowane są z ponad 100% premią w stosunku do ich zagranicznych odpowiedników. W roku 2008 premia spada do 17%.

P/E dla polskich spółek budowlanych i odpowiedników zagranicznych



Źródło: DI BRE Banku SA, Bloomberg

Również niższą wycenę niż wskazana przez model DCF uzyskujemy przy porównaniu ES-SYSTEMu z Leną Lighting. Uważamy, że docelowo ES-SYSTEM będzie notowany z premią w stosunku do Leny, co wynika z następujących czynników:

- Biorąc pod uwagę produkowany asortyment i posiadane referencje ES-SYSTEM daje większą ekspozycję na wzrost rynku budowlanego w Polsce. Jednocześnie oceniamy, że ryzyko konkurencji ze strony tanich produktów azjatyckich jest w przypadku ES-SYSTEMu mniejsze.
- Niższy udział eksportu w porównaniu z Leną, z jednej strony dodatkowo uwypukla wcześniejszy argument, z drugiej, zmniejsza ekspozycję na ryzyko kursowe.

Naszym zdaniem, silną stroną spółki jest jej zarząd. Wraz z upływem czasu oczekujemy, że inwestorzy będą premiowali w wycenie ten czynnik w stosunku do średniej wyceny innych spółek.

Czynniki ryzyka

Import tanich towarów z Chin

W ostatnich latach nasilił się import tanich systemów oświetleniowych z Chin, co wywiera wpływ na marże i poziom sprzedaży lokalnych producentów. Naszym zdaniem, ze względu na profil działalności spółki (duża koncentracja sprzedaży bezpośrednio do wykonawców inwestycji z dodatkową usługą projektową, z tymi wykonawcami spółka współpracuje od wielu lat) zmniejsza wrażliwość spółki na ten czynnik ryzyka. Jest on bardziej odczuwalny w segmencie oświetleń przemysłowych, gdzie sprzedaż odbywa się w dużej mierze przez hurtownie elektro. Ponadto, w środowisku drogich cen surowców atrakcyjność towarów z Chin maleje, gdyż w stosunku do wszystkich kosztów operacyjnych komponent, jakim jest tania siła robocza, odgrywa coraz mniejsze znaczenie.

Załamanie się koniunktury w budownictwie

Z perspektywy spółki największym czynnikiem ryzyka byłoby załamanie się koniunktury na rynku budowlanym, co przełożyłoby się również na spadek oczekiwanego popytu na systemy oświetleniowe. Prawdopodobieństwo takiego scenariusza uważamy za niewielkie, biorąc pod uwagę środki strukturalne pozyskane z UE i spodziewany dalszy wzrost inwestycji. Tym niemniej, w poprzednich latach spółka udowodniła, że potrafi radzić sobie nawet w trudnym otoczeniu. Zmodernizowany park maszynowy dodatkowo zwiększa jej konkurencyjność na rynku.

Wzrost presji płacowej

28% kosztów rodzajowych stanowią wynagrodzenia dla pracowników. Dotychczas spółka rozwijała się w oparciu o wzrost zatrudnienia. W sytuacji rosnącej presji płacowej istnieje ryzyko, że pracochłonna produkcja przestanie być konkurencyjna w stosunku do produktów importowanych z krajów azjatyckich, jak również zostanie zniwelowana przewaga spółki nad producentami z Europy Zachodniej. Aby temu zapobiec, zarząd podjął decyzję o modernizacji parku maszynowego, co pozwoli na ograniczenie tego czynnika ryzyka.

Spór z Beghelli

Spółka jest stroną w toczącym się postępowaniu sądowym z powództwa włoskiej firmy Beghelli. ES-SYSTEM była w latach 1992-2005 wyłącznym dystrybutorem sprzętu oświetlenia awaryjnego tej firmy. Jesienią 2005 roku, po wygaśnięciu umowy dystrybucyjnej z Beghelli, ES-SYSTEM wprowadziła do produkcji własną kompleksową ofertę dla oświetlenia awaryjnego. Wartość przedmiotu sporu, Beghelli oszacowała na 10 mln Euro, a dotyczy on naruszenia zakazu działalności konkurencyjnej (szczegóły w prospekcie emisyjnym). Spółka posiada opinię prawną Kancelarii Prawnej Professional Associato a Baker & McKenzie, która stwierdza, że roszczenie powoda jest bezzasadne. Obecnie postępowanie dotyczy rozstrzygnięcia, czy w rozwiązaniu sporu władny jest sąd polski, czy włoski. W opinii zarządu proces może potrwać jeszcze kilka lat, potencjalne roszczenie wyniesie nie więcej niż 200-300 tys. Euro i dotyczy kosztów związanych z obsługą prawną procesu.



Rachunek wyników

(mln PLN)	2004	2005	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P
Przychody ze sprzedaży	106,4	126,6	142,0	179,3	223,1	271,3	293,1
<i>zmiana</i>	13,3%	18,9%	12,2%	26,2%	24,4%	21,6%	8,0%
Koszt własny sprzedaży	78,9	82,9	90,4	113,6	139,5	166,6	180,4
Zysk brutto na sprzedaży	27,6	43,7	51,6	65,7	83,6	104,8	112,7
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	25,9%	34,5%	36,3%	36,7%	37,5%	38,6%	38,4%
Koszty sprzedaży	10,0	21,7	23,2	29,2	35,8	42,8	46,3
Koszty ogólnego zarządu	12,1	14,2	15,4	19,3	23,7	28,3	30,6
Pozostała działalność operacyjna netto	-1,5	-0,7	-2,1	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6
EBIT	4,0	7,1	10,9	16,7	23,6	33,2	35,2
<i>zmiana</i>	70,5%	76,9%	53,4%	53,0%	40,9%	40,7%	6,0%
<i>marża EBIT</i>	3,8%	5,6%	7,7%	9,3%	10,6%	12,2%	12,0%
Wynik na działalności finansowej	-0,5	-0,5	-0,7	0,1	0,3	0,3	0,5
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	3,6	6,6	10,2	16,9	23,9	33,5	35,7
Podatek dochodowy	0,7	0,6	1,7	3,2	4,5	6,4	6,8
Udziałowcy mniejszościowi	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	2,8	6,1	8,5	13,6	19,3	27,1	28,9
<i>zmiana</i>	493,9%	115,8%	39,9%	60,6%	41,6%	40,2%	6,6%
<i>marża</i>	2,6%	4,8%	6,0%	7,6%	8,7%	10,0%	9,9%
Amortyzacja	3,7	3,3	3,3	3,3	5,3	6,6	6,6
EBITDA	7,8	10,5	14,2	20,1	28,8	39,8	41,7
<i>zmiana</i>	25,5%	34,5%	36,3%	40,7%	43,8%	37,9%	4,9%
<i>marża EBITDA</i>	7,3%	8,3%	10,0%	11,2%	12,9%	14,7%	14,2%
Liczba akcji na koniec roku (mln.)	36,4	36,4	36,4	42,9	42,9	42,9	42,9
EPS	0,1	0,2	0,2	0,3	0,5	0,6	0,7
CEPS	0,2	0,3	0,3	0,4	0,6	0,8	0,8
ROAE	7,2%	14,0%	16,8%	17,3%	17,1%	20,6%	20,1%
ROAA	3,8%	7,0%	8,5%	10,3%	10,9%	13,2%	12,8%

Bilans

(mln PLN)	2004	2005	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P
AKTYWA	75,9	98,0	103,1	162,1	191,6	219,8	232,4
Majątek trwały	25,3	33,9	35,8	61,4	78,7	78,1	78,8
Rzeczowe aktywa trwałe	23,3	30,2	30,5	56,2	70,9	70,3	71,1
Wartości niematerialne i prawne	0,1	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Inwestycje długoterminowe	0,3	0,0	1,6	1,6	4,1	4,1	4,1
Pozostałe	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Majątek obrotowy	50,6	64,1	67,3	100,7	112,9	141,7	153,6
Zapasy	13,8	19,3	24,5	30,8	37,8	45,2	48,9
Należności krótkoterminowe	34,0	40,9	41,2	51,6	64,2	78,1	84,3
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Środki pieniężne i ich ekwiwalent	2,8	3,8	1,5	18,3	10,9	18,4	20,3
(mln PLN)	2004	2005	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P
PASYWA	75,9	98,0	103,1	162,1	191,6	219,8	232,4
Kapitał własny	40,4	46,6	54,9	103,3	122,6	140,1	147,3
Kapitał akcyjny	12,0	12,0	12,0	14,1	14,1	14,1	14,1
Pozostałe kapitały własne	28,4	34,6	42,9	89,1	108,5	125,9	133,1
Zobowiązania długoterminowe	10,7	14,7	8,3	16,7	18,2	19,8	20,6
Pożyczki i kredyty	7,2	9,8	3,0	10,0	10,0	10,0	10,0
Rezerwy	3,4	4,8	5,3	6,6	8,1	9,7	10,5
Pozostałe	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2
Zobowiązania długoterminowe	24,8	36,7	39,9	42,2	50,8	59,9	64,5
Pożyczki i kredyty	2,5	3,9	7,1	4,5	4,5	4,5	4,5
Rezerwy	2,0	2,4	2,7	3,4	4,3	5,2	5,6
Zobowiązania handlowe	16,0	20,5	25,1	28,0	34,4	41,1	44,5
Pozostałe	4,2	9,9	5,0	6,2	7,6	9,1	9,9
Dług	9,7	13,7	10,1	14,5	14,5	14,5	14,5
Dług netto	6,9	9,8	8,6	-3,8	3,6	-3,9	-5,8
(Dług netto / Kapitał własny)	17,2%	21,1%	15,6%	-3,7%	2,9%	-2,8%	-3,9%
(Dług netto / EBITDA)	0,9	0,9	0,6	-0,2	0,1	-0,1	-0,1
BVPS	1,1	1,3	1,5	2,4	2,9	3,3	3,4

Przepływy środków pieniężnych

(mln PLN)	2004	2005	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P
Przepływy operacyjne	2,5	8,3	7,2	6,5	14,8	22,9	30,3
Zysk netto	2,8	6,1	8,5	13,6	19,3	27,1	28,9
Amortyzacja	3,7	3,3	3,3	3,3	5,3	6,6	6,6
Kapitał obrotowy	0,0	0,0	-6,8	-12,4	-11,8	-13,0	-5,8
Rezerwy	1,2	1,8	0,7	2,1	2,3	2,5	1,2
Pozostałe	0,0	0,0	1,4	-0,1	-0,3	-0,3	-0,5
Przepływy inwestycyjne	-4,6	-10,6	-5,2	-29,0	-22,5	-6,0	-7,3
CAPEX	-4,6	-10,6	-5,2	-29,0	-22,5	-6,0	-7,3
Przepływy finansowe	2,7	1,0	-4,3	39,3	0,3	-9,4	-21,2
Emisja akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług	1,0	3,5	-3,6	4,4	0,0	0,0	0,0
Dywidenda (buy-back)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-9,7	-21,7
Pozostałe	0,0	0,0	-0,7	0,1	0,3	0,3	0,5
Zmiana stanu środków pieniężnych	2,7	1,0	-2,3	16,7	-7,4	7,5	1,9
Środki pieniężne na koniec okresu	2,8	3,8	1,5	18,3	10,9	18,4	20,3
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,5
FCF	2,4	-0,7	0,4	-24,6	-9,9	14,4	21,9
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	4,3%	8,4%	3,7%	16,2%	9,0%	2,2%	2,5%

Wskaźniki wyceny

	2004	2005	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P
P/E	77,5	35,9	25,7	18,8	13,3	9,5	8,9
P/CE	33,3	23,2	18,5	15,2	10,5	7,6	7,3
P/BV	5,4	4,7	4,0	2,5	2,1	1,8	1,7
P/S	2,1	1,7	1,5	1,4	1,2	0,9	0,9
FCF/EV	1,1%	-0,3%	0,2%	-9,7%	-3,8%	5,7%	8,7%
EV/EBITDA	29,0	21,8	15,9	12,6	9,0	6,4	6,0
EV/EBIT	55,9	32,0	20,7	15,2	11,1	7,6	7,2
EV/S	2,1	1,8	1,6	1,4	1,2	0,9	0,9
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	3,8%	8,4%
Cena (PLN)	6,0						
Liczba akcji na koniec roku (mln)	36,4	36,4	36,4	42,9	42,9	42,9	42,9
MC (mln PLN)	218,2	218,2	218,2	257,2	257,2	257,2	257,2
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EV (mln PLN)	225,1	228,0	226,7	253,4	260,7	253,3	251,4



Departament Analiz:

Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor
michal.marczak@dibre.com.pl
Strategia, telekomunikacja, surowce, metale, media

Marta Jeżewska tel. (+48 22) 697 47 37
Wicedyrektor
marta.jezewska@dibre.com.pl
Banki

Analitycy:

Andrzej Lis tel. (+48 22) 697 47 42
andrzej.lis@dibre.com.pl
IT

Krzysztof Radojewski tel. (+48 22) 697 47 01
krzysztof.radojewski@dibre.com.pl
Farmaceutyki, budownictwo, usługi

Kamil Kliszczyk tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.klisczyk@dibre.com.pl
Handel, surowce, inne

Jacek Borawski tel. (+48 22) 697 48 88
jacek.borawski@dibre.com.pl
Analiza techniczna

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

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

Grzegorz Domagała tel. (+48 22) 697 48 03
Wicedyrektor
grzegorz.domagala@dibre.com.pl

Sprzedawcy:

Marzena Łempicka tel. (+48 22) 697 48 95
marzena.lempicka@dibre.com.pl

Krzysztof Solus tel. (+48 22) 697 47 31
krzysztof.solus@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

Joanna Niedziela tel. (+48 22) 697 48 54
joanna.niedziela@dibre.com.pl

Tomasz Dudź tel. (+48 22) 697 47 31
tomasz.dudz@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.

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.

Do rekomendacji wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej 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.

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.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej.

Niniejszy dokument przeznaczony jest dla wybranej grupy Klientów, dla pozostałych dostępny będzie w ciągu 30 dni od daty publikacji.

DI BRE Banku, jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

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.

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.

DI BRE Banku nie wydał w ciągu ostatnich 9 miesięcy rekomendacji dotyczącej ES-System.