

13 maja 2010

Komentarz specjalny

**Materiały budowlane**

Polska

**Centrum Klima**

CKLM.WA; CKL.PW

**Kupuj**

(Niezmieniona)

**Maciej Stokłosa**  
(48 22) 697 47 41  
maciej.stoklosa@dibre.com.pl

**Nieznacznie gorsze wyniki Q1 2010****Obecna cena 12,5 PLN, Cena docelowa 15,1 PLN**

Wyniki Centrum Klima za Q1 2010 są nieznacznie gorsze od naszych oczekiwań, głównie na poziomie wygenerowanych przez spółkę marż. Główną przyczyną niższych marż są opóźnienia w przenoszeniu wzrostu cen towarów kupowanych przez spółkę zagranicą i materiałów (stal) na ceny produktów. Opóźnienie to, w zależności od typu klienta, to od 1 do 2-3 miesięcy. Sądymy, że wpływ rosnących cen towarów i materiałów w mniejszym stopniu będzie oddziaływał na wyniki Q2 2010, w Q3 i Q4 2010 nie powinien zaś już występować. Pomimo niższych marż, pozytywnie na tle branży oceniamy poziom przychodów. Skumulowana produkcja budowlano-montażowa spadła w Q1 2010 o 10,8%, podczas gdy przychody Centrum Klima nie zmieniły się. Rodzi to nadzieje, że mocnemu odbiciu produkcji budowlano-montażowej będzie towarzyszył znaczny, wyższy niż zakładamy w prognozach, wzrost przychodów. Na wyższy niż zakładany wzrost przychodów dodatkowo mogą przełożyć się wyższe ceny towarów i materiałów. Mimo gorszych niż zakładaliśmy wyników Q1 2010, podtrzymujemy prognozę wyników całorocznych. Potencjalnych zaskoczeń pozytywnych upatrujemy się również w transakcjach przejęć innych spółek. Na ten cel Centrum Klima chce przeznaczyć 10 mln PLN. Przejęcia mają na celu rozszerzenie sieci dystrybucji spółki na kolejne miasta / regiony. Przy pozytywnym wyniku due diligence, transakcja może mieć miejsce już w Q3 2010. Przejęcia powinny być dokonywane z dwu cyfrowym dyskontem do wyceny rynkowej Centrum Klima. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Przychody Centrum Klima w Q1 2010 były o jedynie 2% niższe od naszych oczekiwań i w zasadzie bez zmian r/r. W tym samym okresie skumulowany spadek produkcji budowlano-montażowej wyniósł 10,8%, wiele firm powiązanych z branżą budowlaną zaprezentowało też znaczny spadek przychodów (np. ES System). Odchylenie od prognoz przychodów wygenerowane zostało w segmencie dystrybucji (wynik: 12,3 mln PLN, prognoza: 12,7 mln PLN). Przychody w segmencie produkcji były zgodne z oczekiwaniami (wynik: 4,7 mln PLN, prognoza: 4,7 mln PLN). Niższy od naszych oczekiwań okazał się zysk brutto ze sprzedaży (4,2 mln PLN, marża: 24,9%, prognoza: 26,2%, Q1 2009: 27,8%). W Q1 2010 Centrum Klima nie prezentowało podziału segmentowego wyniku brutto na sprzedaży, nie jesteśmy więc w stanie odnieść się do wyniku brutto na sprzedaży w segmentach.

Ogólne koszty działalności wyniosły 2,92 mln PLN (prognoza: 2,9 mln PLN), pozostałe przychody operacyjne netto 0,17 mln PLN (prognoza: -0,04 mln PLN), pozostałe przychody finansowe 0,11 mln PLN (prognoza: 0,13 mln PLN). Stopa podatkowa okazała się zgodna z oczekiwaniami, zaś ostatecznie zysk netto był o 7,8% niższy od naszych prognoz.

**Wyniki Q1 2010 vs. prognoza**

(mln PLN)	Q1 2010	Q1 2010P	Różnica	Q1 2009	Zmiana
Przychody	17,05	17,40	-2,00%	17,06	-0,04%
Zysk brutto ze sprzedaży	4,25	4,56	-6,77%	4,74	-10,40%
%	24,9%	26,2%	-	27,8%	-
EBIT	1,50	1,62	-7,15%	2,02	-25,67%
%	8,8%	9,3%	-	11,8%	-
Zysk brutto	1,61	1,74	-7,39%	1,55	4,20%
Zysk netto	1,30	1,41	-7,83%	1,26	3,25%
%	7,6%	8,1%	-	7,4%	-

Źródło: DI BRE Banku S.A., Centrum Klima

**Plany przejęć**

Centrum Klima planuje przejęcia firm prowadzących porównywalną do spółki działalność dystrybucyjną, ale w innych rejonach Polski (Dolny Śląsk, Pomorze, Małopolska). Pozwoliłoby to na poszerzenie obszaru działalności spółki w kraju. Centrum Klima oczekuje, że transakcje przejęć będą dokonywane z dwu cyfrowym dyskontem. Na akwizycje spółka pragnie wydać 10 mln PLN. Plany zarządu oceniamy pozytywnie. Po pierwsze, spółka posiada nadwyżki płynności, po drugie, oczekiwane dyskonto do wyceny Centrum Klima może wpłynąć na wzrost wyceny spółki.

**Rozwój działalności produkcyjnej zgodny z planem**

Sytuacja w segmencie produkcji rozwija się zgodnie z naszymi oczekiwaniami. Pomijając bardzo zbliżone do naszych prognoz przychody, spółka w Q1 2010 uruchomiła 2-gą zmianę produkcyjną, notowała też wzrost zużycia blachy o 11% q/q i 37,6% r/r. Przychody ze sprzedaży wyrobów własnych wzrosły o odpowiednio 5,8% q/q i 21,5% r/r. Liczba zamówień składanych przez firmy z Europy Zachodniej wzrosła zgodnie z komentarzem do sprawozdania finansowego 3-krotnie.

Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38  
Dyrektor Zarządzający  
Dyrektor Departamentu Analiz  
[michal.marczak@dibre.com.pl](mailto: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](mailto:marta.jezewska@dibre.com.pl)  
Banki

#### Analitycy:

Kamil Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06  
[kamil.klischcz@dibre.com.pl](mailto:kamil.klischcz@dibre.com.pl)  
Paliwa, Chemia, Energetyka, Handel

Piotr Grzybowski tel. (+48 22) 697 47 17  
[piotr.grzybowski@dibre.com.pl](mailto:piotr.grzybowski@dibre.com.pl)  
IT, Media

Maciej Stokłosa tel. (+48 22) 697 47 41  
[maciej.stoklosa@dibre.com.pl](mailto:maciej.stoklosa@dibre.com.pl)  
Budownictwo, Deweloperzy

Jakub Szkopek tel. (+48 22) 697 47 40  
[jakub.szkopek@dibre.com.pl](mailto:jakub.szkopek@dibre.com.pl)  
Przemysł

#### Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

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

Marzena Łempicka– Wilim tel. (+48 22) 697 48 95  
Wicedyrektor  
[marzena.lempicka@dibre.com.pl](mailto:marzena.lempicka@dibre.com.pl)

#### Maklerzy:

Emil Onyszczyk tel. (+48 22) 697 49 63  
[emil.onyszczyk@dibre.com.pl](mailto:emil.onyszczyk@dibre.com.pl)

Grzegorz Stępień tel. (+48 22) 697 48 62  
[grzegorz.stepien@dibre.com.pl](mailto:grzegorz.stepien@dibre.com.pl)

Tomasz Dudź tel. (+48 22) 697 49 68  
[tomasz.dudz@dibre.com.pl](mailto:tomasz.dudz@dibre.com.pl)

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44  
[michal.jakubowski@dibre.com.pl](mailto:michal.jakubowski@dibre.com.pl)

Tomasz Jakubiec tel. (+48 22) 697 47 31  
[tomasz.jakubiec@dibre.com.pl](mailto:tomasz.jakubiec@dibre.com.pl)

Grzegorz Strublewski tel. (+48 22) 697 48 76  
[grzegorz.strublewski@dibre.com.pl](mailto:grzegorz.strublewski@dibre.com.pl)

#### „Prywatny Makler”

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26  
Dyrektor BSOZ  
[jacek.szczepanski@dibre.com.pl](mailto:jacek.szczepanski@dibre.com.pl)

Paweł Szczepanik tel. (+48 22) 697 49 47  
Sprzedaż  
[pawel.szczepanik@dibre.com.pl](mailto:pawel.szczepanik@dibre.com.pl)

Dom Inwestycyjny  
BRE Banku S.A.  
ul. Wspólna 47/49  
00-950 Warszawa  
[www.dibre.com.pl](http://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, Pemug, Polimex-Mostostal, Torfarm.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Ambra, Arkus, Bakalland, BRE Bank, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Enea, Ergoaparatura, Energomontaż Pólnoc, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, GTC, Interagroclin Auto, Koelner, Komputronik, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Mostostal Warszawa, Nepentes, Odratrans, Pemug, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, Seco Warwick, Sfinks, Sokółów, Sygnity, Techmex, Torfarm, Unibep, WSiP, ZA Puławy.

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

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w DI BRE Banku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

**Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:**

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.