

7 czerwca 2010

Komentarz specjalny



Przemysł

Polska

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

# ES-SYSTEM

ESSM. WA; ESS.PW

## Strategia na lata 2010-2015

### Obecna cena 4,85 PLN

**Nowa strategia ES-System na lata 2010-2015 zakłada koncentrację na nowych energooszczędnych rozwiązaniach oświetleniowych typu SSL (LED), inteligentnych systemach sterujących oraz produktach z zakresu energii odnawialnej (fotowoltaika). Zarząd na terenie kraju spodziewa się wysokiej corocznej 8-12% dynamiki w zakresie budownictwa infrastrukturalnego oraz 5-7% wzrostu rocznie w zakresie budownictwa mieszkaniowego. Zmiana standardowych opraw oświetleniowych ma następować skutkiem implementowanych celów energetycznych Unii Europejskiej w zakresie oszczędności energii (program 3X20). Zarząd spodziewa się również zwiększenia zainteresowania energią odnawialną (fotowoltaika). W tym celu w listopadzie bieżącego roku swoją działalność na terenie SSE Dobczyce rozpocznie nowa spółka ES-System NT. Będzie się ona zajmowała produkcją nowoczesnych opraw technologii SSL (LED) oraz produktów z zakresu fotowoltaiki. Inwestycja będzie w sumie kosztować 25 mln PLN, a potencjał produkcyjny w 2011 roku ma wynieść 36 mln PLN. Docelowo sprzedaż spółki w przyszłości ma wynieść 200 mln PLN rocznie. W sumie Zarząd w latach 2010-2015 zakłada corocznie wzrost przychodów ze sprzedaży Grupy o 15% r/r i taką samą dynamikę w zakresie wzrostu zysku netto. Inwestycje mają być finansowane ze środków własnych, a wzrost ma następować za sprawą rozwoju organicznego. Z pewnością kierunek wyznaczony przez znaczące podmioty rynku oświetleniowego na świecie (Philips, Osram itp.) sprzyjać będzie zwiększeniu sprzedaży ES-System w zakresie opraw typu LED. Spodziewamy się dalszego wzrostu zainteresowania nowoczesnymi technologiami energooszczędnymi, ale również wysokiej konkurencji, szczególnie w zakresie małych profesjonalnych i tanich opraw typu LED. Założenia rozwoju Spółki w latach 2010-2015 są naszym zdaniem bardzo optymistyczne. O ile zapotrzebowanie na nowe oprawy i zmiany w podejściu do techniki oświetleniowej będą pozytywnie wpływały na sprzedaż Grupy ES-System, to otoczenie makroekonomiczne na lata 2010-2011 może przeszkodzić Spółce w dynamicznej ekspansji. Tym niemniej podchodzimy do nowej strategii z umiarkowanym optymizmem. Zarząd zapowiada, że wyniki za 2010 rok, będą nie gorsze od roku 2009. Obecnie dla wyników roku 2009 Spółka notowana jest ze wskaźnikami P/E 23,7 i EV/EBITDA 10,5.**

Spółka ES-System dnia 20 maja 2010 roku ogłosiła swoją strategię na lata 2010-2015. Zamiarem Zarządu jest wykorzystanie obiecujących prognoz dla branży budowlanej, która tylko do roku 2012 ma się rozwijać w zakresie budownictwa infrastrukturalnego z dynamiką 8-12% rocznie oraz budownictwa mieszkaniowego (5-7% rocznie). Również nie bez znaczenia dla rozwoju ES-System będą inwestycje w energetyce, które w ciągu najbliższych 10-15 lat szacowane są na poziomie około 50 mld EUR. Zarząd przytacza źródła mówiące, że bieżąca wartość rynku oświetleniowego na świecie szacowana na 50 mld EUR w roku 2020 wyniesie nawet 80 mld EUR. Motorem napędowym obrotów w branży oświetleniowej będzie oszczędność energii, dzięki której mimo że gospodarka światowa do 2020 roku wzrośnie 4-krotnie, to zużycie energii ulegnie zwiększeniu tylko 2,2 krotnie. Oszczędności będą zasługą wprowadzania inteligentnych systemów oświetleniowych, nowych źródeł światła (szacuje się że rynek LED-ów w ciągu trzech najbliższych lat zwiększy się dwukrotnie) oraz rozwoju fotowoltaiki (do 2050 roku około 25% produkowanej energii). Tym samym spodziewane jest, że corocznie spadek udziału sprzedaży oświetlenia tradycyjnego wyniesie od 1 do 2% rocznie. W Europie rozwojowi branży oświetleniowej sprzyjać będzie implementacja celów energetycznych Unii Europejskiej (3X20) (ograniczenie emisji gazów cieplarnianych o 20% do 2020 roku, zwiększenie udziału energii odnawialnej do 20% oraz ograniczenie zużycia energii elektrycznej o 20% do 2020 roku). Szczególnie szybko ma się rozwijać branża energii odnawialnej z zakresu fotowoltaiki, której światowe moce mają wzrosnąć z 8,2- 12,7MW w 2010 roku do 30 MW w roku 2014. Duży udział energii odnawialnej spodziewany jest na terenie Europy (UE), która obecnie odpowiada za 78% produkcji odnawialnej energii globalnej. W zwiększeniu udziału źródeł przyjaznych środowisku sprzyjać będą faworyzujące sposoby rozliczeń za energię (Feed in Tariff (preferencyjne ceny zakupu energii z gwarancją ceny minimalnej na 20 lat) i „Zielone Certyfikaty” (opłata za energię i opłata za świadectwo pochodzenia)). Spadek udziału oświetlenia tradycyjnego i wzrost udziału rozwiązań typu LED będzie wywierało presję na wzrost sprzedaży nowych opraw oświetleniowych (oprawy tradycyjne nie nadają się do montażu rozwiązań typu LED). Te ostatnie oferują ponadto większe możliwości zastosowania inteligentnych systemów sterujących, dynamicznego kreowania otoczenia i przełomu w podejściu do inwestowania na skutek wzrostu wartości dodanej inwestycji oświetleniowej (wzrost oszczędności energii w przyszłości). Nowe oprawy dzięki inteligentnemu sterowaniu światłem przynoszą realne oszczędności na dużą skalę (przyciemnianie gdy nie ma potrzeby, precyzyjne oświetlenie sekcji gdzie światło jest rzeczywiście potrzebne i poprzez to zmniejszenie zużycia energii).

Rozwój w zakresie sprzedaży opraw typu LED i elektrowoltaiki będzie realizowany poprzez nowo zawiązaną Spółkę zależną ES-Sysyem NT (Nowe Technologie) w SSE Dobczyce. Zakład swoją działalność rozpocznie już w listopadzie bieżącego roku i skupiać się będzie na produkcji elektroniki, systemów oświetlenia awaryjnego, oświetleń SSL (LED-y), paneli fotowoltaicznych oraz osprzętu do systemów fotowoltaicznych. Wielkość użytkowa zakładu to 6350 m<sup>2</sup>, na niej pracować będzie 110 pracowników. Łączny koszt inwestycji to 25 mln PLN, a wielkość pomocy publicznej możliwej do wykorzystania do 2014 roku to 8,8 mln PLN. Zakładana zdolność produkcyjna zakładu, to 200 mln PLN, a potencjał produkcji w 2011 roku, to 36 mln PLN. Większość produktów wytwarzanych w zakładzie, to wyroby o dużej wartości dodanej w związku z czym posiadają wysoką marżę.



Zarząd do roku 2015 planuje prowadzić biznes w nastawieniu na następujące kierunki: oświetlenie profesjonalne, elektronika, odnawialne źródła energii (fotowoltaika), E-Biznes (za 2-3 lata ma stanowić istotną część przychodów), badania i rozwój oraz usługi i serwis. W latach 2010-2015 Zarząd zakłada wzrost sprzedaży o co najmniej 15% rocznie i o tyle samo w zakresie zysku netto. Ma się to odbywać za sprawą poprawy na rynku budowlanym, wzrostu udziału produktów w technologii SSL (LED-y), nowej oferty produktów do zmieniającego się rynku oraz dodatkowe przychody ze sprzedaży systemów fotowoltaicznych. Zarząd planuje do 2015 osiągnięcie krajowej pozycji lidera w zakresie nowych technologii oświetleniowych oraz zakłada osiągnięcie udziału sprzedaży eksportowej na poziomie 40%. Rodzajowo oświetlenie standardowe ma stanowić około 35% sprzedaży (obecnie przeważający udział), technologii SSL 35% (LED-Y) i fotowoltaiki 30%. Zapowiadana jest poprawa efektywności na poziomie kosztów i większy nacisk na ochronę własności intelektualnej związanej z nowo wprowadzanymi produktami oświetleniowymi. Planowane nakłady na lata 2010-2015, to 50 mln PLN, w tym 35 mln PLN związane z nakładami w SSE w Dobczycach i 15 mln PLN związane z inwestycjami w automatyzację i robotyzację. Finansowanie nakładów ma następować ze środków własnych zgromadzonych obecnie (28 mln PLN środków pieniężnych na 31.03.2010) i wypracowywanych w przyszłości. Zarząd zamierza nadal utrzymać obecnie prowadzoną politykę dywidendy i realnie pomnażać wartość Spółki dla akcjonariuszy. Głównym źródłem wzrostu ma być rozwój organiczny, ale nie wykluczone, że Spółka dokona w przyszłości akwizycji już istniejącego przedsiębiorstwa. Dodaje jednak, że nie ma obecnie niczego konkretnego na myśli.

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.kliszcz@dibre.com.pl](mailto:kamil.kliszcz@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)

**Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych**

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 48 46  
Kierownik Zespołu  
[adam.prokop@dibre.com.pl](mailto:adam.prokop@dibre.com.pl)

Michał Roźmiej tel. (+48 22) 697 48 64  
[michal.rozmiej@dibre.com.pl](mailto:michal.rozmiej@dibre.com.pl)

Jakub Słotkiewicz tel. (+48 22) 697 48 64  
[jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl](mailto:jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl)

Jacek Wrześniewski tel. (+48 22) 697 49 85  
[jacek.wrzesniewski@dibre.com.pl](mailto:jacek.wrzesniewski@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, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal.

*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 Północ, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, GTC, Interagroclin Auto, Koelner, Komputronik, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Mostostal Warszawa, Nepentes, Neuca, Odratrans, Pemug, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, Seco Warwick, Sfinks, Sokółów, Sygnity, Tauron, Techmex, Unibep, WSiP, ZA Puławy.

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

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

*DI BRE Banku S.A.* pełni funkcję współprowadzącego księgę popytu w Polsce dla Tauron Polska Energia 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.