

13 maja 2010

Komentarz specjalny

**Przemysł**

Polska

ES-SYSTEM

ESSM. WA; ESS.PW

Wyniki 1Q2010

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

Obecna cena 5,00 PLN

W 1Q2010 Spółka zanotowała przychody ze sprzedaży o 12,9% r/r niższe. Przyczyną tego była wciąż słaba koniunktura w zakresie budownictwa wielkokubaturowego oraz niesprzyjające dla branży budowlanej warunki pogodowe w pierwszych dwóch miesiącach bieżącego roku. Niższe wyniki sprzedaży przełożyły się na gorsze niż w analogicznym okresie rok wcześniej wyniki operacyjne, które były o 89,6% niższe r/r. Mimo nominalnie złych danych, wyniki za 1Q2010 pokazują stabilizację na poziomie marży brutto ze sprzedaży. Ta pomimo spadku przychodów ze sprzedaży (-28,3% q/q) była tylko o 0,4pp niższa q/q. Spodziewane zwiększenie przychodów ze sprzedaży w kolejnych kwartałach przyczynić się zatem powinno do znacznie wyższych wyników operacyjnych. Pamiętać przy tym należy, że przychody Spółki ulegają efektowi sezonowemu (największa sprzedaż w trzecim i czwartym kwartale). Zarząd przy okazji wyników za pierwszy kwartał podtrzymał zapowiedzi, że całoroczny rezultat powinien się znaleźć na poziomie nie niższym jak w roku 2009. Nadal uważa również, że ożywienie w branży powinno nastąpić w drugiej połowie bieżącego roku. Spodziewamy się, że już w maju sprzedaż zwiększy się za sprawą rozpoczęcia pracy nowej linii zakładu w Dobczycach. Spółka w związku z tym 20 maja planuje ogłosić strategię rozwoju grupy w najbliższych latach. Gdyby Spółce udało się w roku 2010 powtórzyć wyniki na poziomie roku 2009, to wskaźnik P/E wyniosłby 24,5, a EV/EBITDA 10,8. Według nas sytuacja w branży powinna być znacznie bardziej sprzyjająca dla Spółki w roku 2011, co powinno przynieść znacznie lepsze wyniki operacyjne.

Wyniki 1Q2010

W pierwszym kwartale 2010 roku przychody ze sprzedaży były o 12,9% niższe niż w analogicznym okresie rok wcześniej (-28,3% q/q). Najbardziej w grupie spadała sprzedaż eksportowa, która była o 34,0% r/r niższa. Przyczyny spadku należy szukać w mniejszej ilości projektów w zakresie budownictwa wielkokubaturowego poza granicami kraju, oraz za sprawą umocnienia się złotówki w stosunku do EUR (umocnienie o 13,2% r/r). Sprzedaż na terenie kraju spadła o 6,5% r/r (-31,5% q/q) i wynikała z mniejszej ilości zamówień w zakresie wyposażania budynków wielkokubaturowych oraz spadku ilości nowych projektów budowlanych. Nie bez znaczenia była również niesprzyjająca pogoda, która opóźniła znaczną część robót budowlanych. W sumie na terenie kraju w obszarze oświetlenia architektonicznego w 1Q2010 zanotowano 8% r/r spadek przychodów. Lepiej kształtowała się sytuacja w segmencie oświetlenia przemysłowego, który zanotował spadek przychodów jedynie o 2% r/r oraz oświetlenia zewnętrznego, który zanotował wzrost o 70% r/r. W pierwszym kwartale 2010 Spółka dalej obserwowała wyraźną presję cenową oraz poszukiwanie najtańszych możliwych rozwiązań na rynku. To w połączeniu ze spadkiem przychodów ze sprzedaży przyczyniło się do niższej wartości zysku operacyjnego, który ostatecznie był o 89,6% r/r niższy (-89,9 q/q). Marża brutto ze sprzedaży w 1Q2010 wyniosła 37,2% wobec 43,5% w 1Q2009. Znacząco słabsze wyniki operacyjne przyczyniły się do spadku zysku netto, który był o 90,7% niższy niż w analogicznym okresie rok wcześniej (-89,9% q/q). Należy pamiętać jednak, że w 1Q2009 na wartość zysku netto pozytywnie wpłynął wynik na działalności finansowej w wysokości 0,9 mln PLN.

Skrócony rachunek zysków i strat w pierwszym kwartale 2010 roku

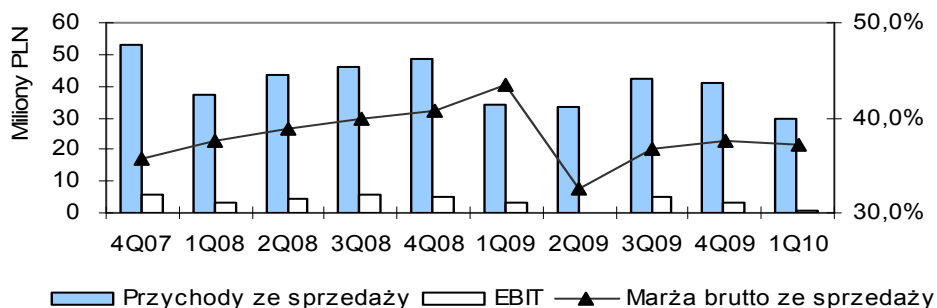
(mln PLN)	2008	2009	Zmiana (r/r)	1Q2009	1Q2010	Zmiana (r/r)	Zmiana (q/q)
Przychody ze sprzedaży	175,4	150,8	-14,0%	34,0	29,6	-12,9%	-28,3%
Sprzedaż krajowa	137,2	119,6	-12,8%	26,1	24,36	-6,5%	-31,5%
udział sprzedaży krajowej	78,2%	79,3%	-	76,7%	82,4%	-	-
Export	38,2	31,185	-18,4%	7,9	5,2	-34,0%	-8,3%
udział sprzedaży exportowej	21,8%	20,7%	-	23,3%	17,6%	-	-
EBIT	18,0	11,8	-34,4%	3,3	0,4	-89,6%	-89,9%
marża EBIT	10,3%	7,8%	-	9,8%	1,2%	-	-
EBITDA	23,0	17,8	-22,7%	4,8	1,9	-60,1%	-62,0%
marża EBITDA	13,1%	11,8%	-	14,0%	6,4%	-	-
Zysk netto	14,2	9,0	-36,6%	3,1	0,3	-90,7%	-89,9%

Źródło: DI BRE Banku

Kwartał do kwartału przychody ze sprzedaży spadły o 28,3% i należy pamiętać, że w pierwszych dwóch miesiącach roku warunki atmosferyczne mocno przeszkadzały przy prowadzonych pracach budowlanych. Duży spadek przychodów nie przyniósł jednak znacznie mniejszej marży brutto ze sprzedaży. Ta spadła jedynie z 37,6% w 4Q2009 do 37,2% w 1Q2010. Naszym zdaniem obecne marże brutto ze sprzedaży znajdują się już na stosunkowo niskich poziomach i raczej nie spodziewamy się dalszego ich osłabiania w kolejnych kwartałach. Zarząd przy okazji wyników za pierwszy kwartał bieżącego roku podtrzymał, że wyniki operacyjne za cały 2010 rok powinny być na poziomie roku ubiegłego. Dodał jednocześnie, że jak na razie nie spozstrzega istotnego zagrożenia wynikającego z umocnienia się polskiej waluty w stosunku do EUR, gdyż wydatki na komponenty do produkcji opraw oświetleniowych ponoszonych w EUR są równoważone z przychodami ze sprzedaży eksportowej wyrażonej w tej samej walucie. Zarząd tłumaczył jednocześnie, że gorsze wyniki w bieżącym kwartale są rezultatem efektu sezonowości w działalności Spółki (stosunkowo słaba pod względem wyników pierwsza połowa roku).

Naszym zdaniem, mimo niesprzyjającej sytuacji w branży wyniki Spółki potwierdzają stabilizację marż sprzedawanych produktów. Mimo znacznie niższej sprzedaży w porównaniu do 4Q2009 (-28,3% q/q) marża brutto ze sprzedaży osłabiła się wyłącznie o 0,4pp. To stwarza szansę, że przy wyższych przychodach ze sprzedaży w kolejnych kwartałach (skutkiem odłożenia części prac budowlanych) wyniki operacyjne poczynając do 2Q2010 powinny być już znacznie lepsze od 1Q2010.

Przychody ze sprzedaży, zysku operacyjnego i marża brutto ze sprzedaży ES-System w poszczególnych kwartałach 2007-2010 (mln PLN)



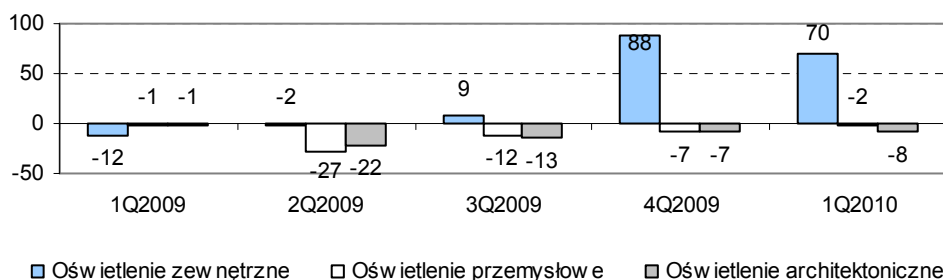
Źródło: DI BRE Banku

Sprzedaż w poszczególnych segmentach w kolejnych kwartałach bieżącego roku

Biorąc pod uwagę poszczególne segmenty sprzedaży ES-System najlepiej sytuacja kształtuje się w oświetleniu zewnętrznym. W ramach tego segmentu już w czwartym kwartale poprzedniego roku istotnie zwiększyła się liczba zamówień w porównaniu do 4Q2008. Spółka zamierza skorzystać na projektach w ramach budownictwa infrastrukturalnego. W planach ma rozszerzenie oferty o nowe rozwiązania dla oświetlenia ulicznego i oświetlenia trakcji. W kwestii sprzedaży segmentu oświetlenia zewnętrznego zamierza współpracować ze spółkami z zakresu budownictwa drogowego, kolejowego oraz z lokalnymi gminami i miastami. W segmencie oświetlenia przemysłowego zarówno czwarty kwartał poprzedniego roku, jak i pierwszy kwartał bieżącego roku świadczyć może o stabilizacji. Nieco gorzej wciąż kształtuje się sytuacja w segmencie oświetlenia architektonicznego, gdzie spadki sprzedaży w dwóch ostatnich kwartałach są na poziomie bliskim 10%. Zarząd narzeka, że zarówno na terenie kraju jak i za granicą wciąż liczba rozpoczynanych nowych projektów komercyjnych jest mała. Pewne nadzieje wiąże natomiast z projektami zagranicznym, które na skutek osłabienia koniunktury zostały czasowo wstrzymane. Ponowne ich wznowienie będzie szansą na zamówienia dla Spółki. Na terenie kraju Zarząd widzi szansę na udział w mniejszych projektach prowadzonych w małych i średnich miastach. Obecnie znaczące projekty komercyjne w dużych miastach są raczej rzadkością. Wciąż jednak prowadzone są prace w zakresie budowy małych centrów handlowych zlokalizowanych w mniejszych aglomeracjach.

Zarząd pokłada spore nadzieje związane z produkcją w nowym zakładzie w Dobczycach. Nowe produkty w zakresie technologii LED oraz techniki solarnej posiadają wysokie marże. Dodatkowo, czego dowodzą ostatnie targi sprzętu oświetleniowego we Frankfurcie, główni producenci opraw oświetleniowych na świecie bardzo perspektywnie spoglądają na technikę LED. To może być szansa dla ES-System, który oferując własne produkty wspierany będzie przez wielkie kampanie promocyjne znaczących producentów sprzętu oświetleniowego na świecie faworyzujących technologię LED.

Procentowa zmiana sprzedaży w poszczególnych segmentach ES-System (r/r)



Źródło: DI BRE Banku

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 Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.klischcz@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Energetyka, 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

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

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, 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 Północ, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, GTC, Intergroclin 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.