

27 sierpnia 2010

Komentarz specjalny

**Przemysł**

Polska

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

ES-SYSTEM

ESSM. WA; ESS.PW

Wyniki 2Q10...

Obecna cena: 4,68 PLN

W drugim kwartale bieżącego roku sprzedaż była o 16,9% r/r wyższa, głównie za sprawą rosnącego eksportu (46,4% r/r). To przyczyniło się do zwiększenia wyników operacyjnych, które w 1H10 były o 8,3% wyższe, a wynik netto był o 51,3% r/r wyższy. Od początku czerwca Spółka obserwuje wzmożone zamówienia w sprzedaży eksportowej, które wartościowo są cztero - pięciokrotnie wyższe niż w analogicznym okresie rok wcześniej. Przyczyną tego jest wysoka dynamika wzrostu przemysłu w UE-15 w drugim kwartale (w 2Q10 na terenie Niemiec produkcja przemysłowa rosła ponad 10% r/r), oraz działania marketingowe na rynkach zagranicznych (targi oświetleniowe we Frankfurcie). Na terenie kraju wzrastają wolumeny sprzedaży hurtowej, oraz rośnie liczba projektów w zakresie inwestycji infrastrukturalnych. Portfel zamówień Spółki na koniec 2Q10 przekracza wartość z analogicznego okresu roku ubiegłego (Spółka nie podaje jednak o ile), co wraz z obecną kontynuacją wysokiego poziomu składanych zleceń sprawia, że sprzedaż w drugim półroczu będzie wyższa niż w analogicznym okresie roku ubiegłego. Naszym zdaniem spodziewana poprawa wyników operacyjnych w drugiej połowie roku powinna pozwolić Spółce na osiągnięcie wyniku netto w wysokości 12,2 mln PLN, co dawałoby wskaźniki na poziomie 16,9 P/E i 8,9 EV/EBITDA. Pamiętajć należy, że w następnym roku spodziewane jest rozpoczęcie działalności operacyjnej Spółki ES-System NT, która produkować ma nowoczesne rozwiązania oświetleniowe w technologii SSL i urządzenia z zakresu fotowoltaiki. Potencjał produkcyjny Spółki w pierwszym roku działalności wynieść ma 36 mln PLN, a oferowane produkty charakteryzują się wysoką marżą.

W drugim kwartale bieżącego roku przychody ze sprzedaży Spółki sięgnęły 38,9 mln PLN i były o 16,9% wyższe niż w analogicznym okresie roku poprzedniego. Na wyższą sprzedaż szczególny wpływ miała wzrastająca o 46,4% r/r sprzedaż eksportowa związana zarówno ze zwiększonymi wolumenami w obszarze sprzedaży hurtowej, jak i realizowanymi pracami wykończeniowymi w obiektach użyteczności publicznej (Spółka między innymi brała udział w wyposażeniu w oświetlenie dwóch dużych centrów handlowych w Bułgarii). Poprawa w zakresie sprzedaży była również widoczna na terenie kraju, gdzie przychody wzrosły o 8,8% r/r, głównie za sprawą wyższych wolumenów sprzedaży hurtowej. W całym pierwszym półroczu, mimo słabego pierwszego kwartału bieżącego roku wynik operacyjny był o 8,3% wyższy niż w analogicznym okresie rok wcześniej, a wynik EBITDA o 7,5% wyższy r/r. Wynik netto w pierwszej połowie roku wyniósł 3,6 mln PLN i był o 51,3% r/r wyższy. Porównywalnie wysoki wynik netto 2Q10 jest również pochodną niskiej bazy, jaka miała miejsce w drugim kwartale ubiegłego roku (wynik netto w 2Q09 wyniósł -0,8 mln PLN). Było to efektem gwałtownego spadku sprzedaży w zakresie eksportu, połączonego z nasilającą się rynkową presją na marże. Nie bez znaczenia był również spadek podaży wysoko marżowych projektów inwestycyjnych, w wyniku czego sprzedaż w segmencie oświetlenia architektonicznego spadła o 22% r/r i przemysłowego o 27% r/r.

Rachunek zysków i strat Spółki ES-System w 2Q10

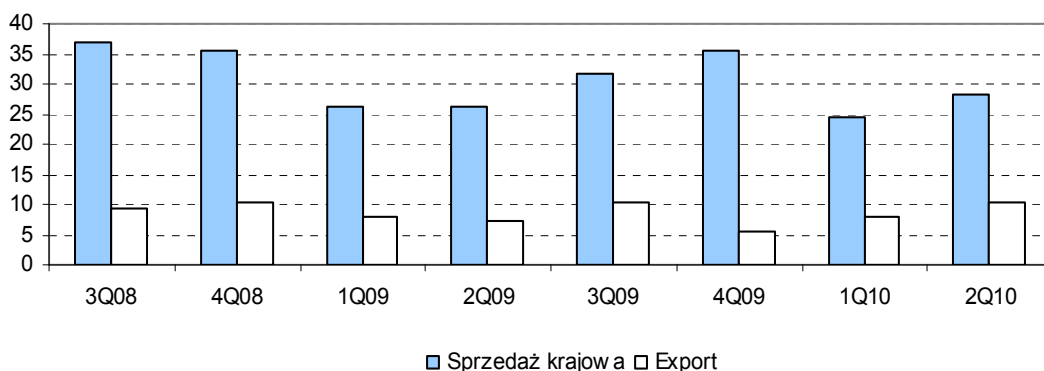
(mln PLN)	2008	2009	Zmiana	2Q09	2Q10	Zmiana	1HQ09	1H10Q	Zmiana
Przychody ze sprzedaży	175,4	150,8	-14,0%	33,3	38,9	16,9%	67,2	68,4	1,8%
Sprzedaż krajowa	137,2	119,6	-12,8%	26,1	28,4	8,8%	52,2	52,8	1,1%
udział sprzedaży krajowej	78,2%	79,3%	-	78,5%	73,1%	-	77,6%	77,1%	-
Export	38,2	31,2	-18,4%	7,1	10,5	46,4%	15,0	15,7	4,2%
udział sprzedaży exportowej	21,8%	20,7%	-	21,5%	26,9%	-	22,4%	22,9%	-
EBIT	18,0	11,8	-34,4%	0,0	3,3	-	3,4	3,6	8,3%
marża EBIT	10,3%	7,8%	-	0,1%	8,5%	-	5,0%	5,3%	-
EBITDA	23,0	17,8	-22,7%	1,5	4,8	221,4%	6,3	6,7	7,5%
marża EBITDA	13,1%	11,8%	-	4,5%	12,4%	-	9,3%	9,8%	-
Zysk netto	14,2	9,0	-36,6%	-0,8	3,5	-	2,4	3,6	51,3%

Źródło: DI BRE Banku, ES-System

W drugim kwartale na sprzedaż na rynku krajowym pozytywny wpływ miał wzrost produkcji budowlano-montażowej, która w czerwcu sięgnęła 9,7% r/r. Istotna poprawa w branży budowlanej, to prawdopodobnie efekt przesunięcia części prac z okresu zimowego i wiosennego, w których niesprzyjające warunki pogodowe negatywnie przełożyły się na zakres wykonywanych prac (w lipcu wskaźnik wyniósł już tylko +1,0% r/r). Ożywienie w budownictwie nie ominęło również branży elektrotechnicznej, a tym samym oświetleniowej. Zarząd spostrzega większy popyt płynący ze strony inwestycji infrastrukturalnych, w tym oświetlenia ulicznego, szkół, szpitali, ośrodków życia publicznego. Nieznaczny wzrost popytu można zaobserwować w zakresie oświetlenia do obiektów biurowych. Niezmiennie natomiast kształtuje się popyt generowany przez nowe inwestycje w zakresie budowy centrów handlowych. Wzrost sprzedaży na terenie kraju, to również efekt zwiększenia udziału sprzedaży hurtowej, skutkiem intensyfikacji współpracy z hurtownikami. W przypadku sprzedaży eksportowej głównym czynnikiem na kształtowanie się poziomu przychodów były zabiegi marketingowe prowadzone na rynkach eksportowych (udział Spółki w targach oświetleniowych we Frankfurcie) oraz wysoka sprzedaż przemysłowa na terenie Niemiec w drugim kwartale

bieżącego roku (dynamika produkcji przemysłowej na terenie Niemiec w 2Q10 przekraczała 10% r/r). Dzięki temu Spółce udało się uzyskać wyższe wolumeny zamówień w kanale sprzedaż hurtowej. Zarząd przyznaje, że średni poziom zamówień eksportowych od początku czerwca bieżącego roku w porównaniu z analogicznym okresem roku poprzedniego jest czteropięciokrotnie wyższy. Widoczne jest również pojawienie się nowych projektów inwestycyjnych w zakresie wykończenia obiektów użyteczności publicznej i infrastruktury, w tym w Wielkiej Brytanii, Hiszpanii, Danii, Austrii i Kuwejcie.

Sprzedaż krajowa i eksportowa ES-System w poszczególnych kwartałach w latach 2008-2010 (mln PLN)



Źródło: DI BRE Banku, ES-System

Jak dotychczas zanotowana wysoka wartości nowych ofert powoduje, że portfel zamówień eksportowych i na terenie kraju na koniec 2Q10 był wyższy od tego, jaki Spółka miała okazję obserwować w analogicznym okresie roku ubiegłego. To natomiast sprawia, że przy ciągle napływających nowych zamówieniach w trzecim kwartale szanse na uzyskanie wyższych niż w roku ubiegłym przychodów i wyników operacyjnych jest bardzo prawdopodobne. Jest to tym bardziej możliwe, jeśli weźmiemy pod uwagę fakt, że drugie półrocze pod względem obrotu jest dla Spółki najlepszym okresem, ze względu na wzmożone prace w branży wykończeniowej. Zarząd spostrzega ponadto trwałe ożywienie w segmencie rozwiązań oświetleniowych w technologii LED oraz oszczędności energii. To powinno z kolei dobrze wróżyć rozpoczęciu sprzedaży nowej Spółki w Grupie - ES System NT. Ta rozpocznie swoją działalność od początku kolejnego roku, a jej potencjał produkcyjny w pierwszym roku ma sięgnąć 36 mln PLN.

O ile Zarząd optymistycznie podchodzi do poprawy wyników w drugiej połowie roku, to wciąż z ostrożnością ocenia koniunkturę w przyszłym roku. Na terenie kraju o ile spostrzec można ożywienie w zakresie projektów zaplanowanych jeszcze przed kryzysem, to ilość nowo rozpoczynanych przedsięwzięć wciąż jest stosunkowo mała. Ponadto nie ma pewności czy obecnie obserwowane ożywienie na rynkach eksportowych będzie nadal kontynuowane. Dlatego dobre otoczenie makroekonomiczne będzie sprzyjało Spółce w drugiej połowie roku, ale w kolejnym roku jak na razie nie ma absolutnej pewności co do kontynuacji pozytywnego trendu.

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:

Kamil Kliszczy tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kliszczy@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

Iza Rokicka tel. (+48 22) 697 47 37
iza.rokicka@dibre.com.pl
Banki

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

Michał Stępkowski tel. (+48 22) 697 48 25
michal.stepkowski@dibre.com.pl

Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych

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

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

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

Jacek Wrześniewski tel. (+48 22) 697 49 85
jacek.wrzesniewski@dibre.com.pl

„Prywatny Makler”

Jarosław Banasiak tel. (+48 22) 697 48 70
Kierownik Zespołu Prywatnego Maklera
jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26
Dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży
jacek.szczepanski@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:

KUPOJ - 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, Mondy, Nepentes, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: 01 NFI, Rubikon Partners NFI, Asseco Poland, Erbud, Es-System, Macrologic, Mieszko, Mondy, Monnari Trade, Nepentes, Neuca, Optopol, Pemug, PKN Orlen, PKO BP, TP SA, TVN, Unibep.

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, Energoaparatura, Energomontaż Północ, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, GTC, Intergroclin Auto, Koelner, Komputronik, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Mostostal Warszawa, Nepentes, Neuca, Odratrans, Pemug, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, PZU, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Sfinks, Sokółów, Sygnity, Tauron, Techmex, Unibep, WSIP, ZA Puławy, ZUE.

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

DI BRE jest oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółki ZUE.

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

DI BRE Banku S.A. pełnił 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.