Pełne raporty dostępne są wyłącznie dla osób posiadających rachunki w Domu Maklerskim mBanku
Zaloguj się do serwisu informacyjnego lub załóż rachunek na www.mDM.pl

mBank Dom Maklerski

mBank.pl

środa, 26 września 2018 | aktualizacja raportu

Elektrobudowa: kupuj (podwyższona)

ELB PW; ELB.WA | Budownictwo, Polska

Punk zwrotny na horyzoncie

Podczas wczorajszych spotkań z inwestorami nowy zarząd Elektrobudowy szerzej skomentował wyniki finansowe oraz wstępnie nakreślił plany na najbliższe lata. Wynik za 1H'18 po oczyszczeniu o straty na kontrakcie dla Orlenu (instalacja metatezy) był porównywalny r/r. Według zarządu, opóźnienie w Płocku, będące przyczyną zawiązania rezerwy i obniżenia rentowności kontraktu, wynikało ze zmian projektowych będących inicjatywą inwestora i nie jest zawinione przez spółkę. Daje to realne szanse na odwrócenie zawiązanej rezerwy w kwocie 60 mln PLN. Od publikacji informacji o rezerwie wycena rynkowa Elektrobudowy spadła o 70 mln PLN, w pełni dyskontując negatywną wiadomość. Tym samym, ewentualny aneks z zamawiającym, wydłużający termin realizacji prac, powinien być katalizatorem wzrostu kursu Elektrobudowy. Dodatkowym impulsem poprawiającym sentyment do spółki może być pozyskanie znaczących kontraktów w 4Q'18. Zaktualizowana prognoza zarządu zakłada podpisanie w 2H'18 umów za ponad 600 mln PLN, co oznaczałoby najlepsze półrocze od 5 lat. Podwyższamy naszą rekomendację dla akcji Elektrobudowy z trzymaj do kupuj. Uważamy, że problemy spółki są przejściowe, a rynek nie powinien zakładać stabilizacji ZN na poziomie zaledwie 15 mln PLN, co dyskontuje obecny kurs.

Wciąż mocna pozycja gotówkowa

Pomimo zaksięgowania 60 mln PLN straty netto w 1H'18, pozycja gotówkowa netto Elektrobudowy nie uległa istotnej zmianie względem końca 2017 r. i wyniosła 116 mln PLN na koniec czerwca. Po skorygowaniu o dywidendę za '17 (10,50 PLN), spółce pozostaje 66 mln PLN (14 PLN/akcję) wolnej gotówki, stanowiącej 42% kapitalizacji Elektrobudowy.

Pesymistyczny scenariusz w cenie

Nasza wycena DCF (44 PLN/akcję) uwzględnia korektę w kwocie 60 mln PLN (12,6 PLN/akcję) na ewentualną karę w wysokości 25% wartości kontraktu od Orlenu (w przypadku korzystnego aneksu wycena DCF rośnie do 56 PLN). Ponadto zakładamy wzrost zaangażowania spółki w kapitał obrotowy netto z 2% przychodów na koniec czerwca do 22% przychodów w długim terminie (długoterminowa średnia to 13%). Ze względu na ryzyko niezrealizowania założeń zarządu odnośnie nowych zamówień, założyliśmy spadek przychodów w latach 2018-2020 w tempie CAGR 6%. Przyjęta przez nas marża EBIT w długim terminie (3,6%) jest o 1/3 niższa niż średnia z ostatnich 14 lat.

Poprawa wyników w 2H'18 oraz wyjście ze strategią w 1H'19

Zaktualizowana prognoza zarządu na '18 zakłada, że spółka wypracuje w 2H 15 mln PLN zysku netto (przy braku pozytywnych zdarzeń na kontrakcie z Orlenem) oraz podpisze kontrakty za 611 mln PLN (+50% r/r). Obecnie w ofertowaniu znajduje się 14 znaczących kontraktów o szacunkowej wartości 650-900 mln PLN. Na początku 2019 r. zarząd Elektrobudowy zamierza przedstawić nową strategię, która, według ogólnych zapowiedzi, ma być skoncentrowana na rozwoju generalnego wykonawstwa w przemyśle przy jednoczesnym rozwoju rynków eksportowych oraz oferty produktowej (również przez akwizycje).

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	971,5	902,9	829,2	768,4	746,0
EBITDA	75,2	84,3	-39,5	40,2	41,3
marża EBITDA	7,7%	9,3%	-4,8%	5,2%	5,5%
EBIT	61,8	69,8	-55,3	24,1	24,9
Zysk netto	55,1	58,6	-45,9	17,9	18,2
P/E	2,8	2,7	-	8,7	8,6
P/BV	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5
EV/EBITDA	0,7	0,5	-	4,2	3,7
DPS	4,00	10,00	10,50	0,00	3,00
DYield	12,2%	30,5%	32,0%	0,0%	9,1%

Cena bieżąca	32,80 PLN
Cena docelowa	45,00 PLN
Kapitalizacja	156 mln PLN
Free float	51 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	0,62 mln PLN

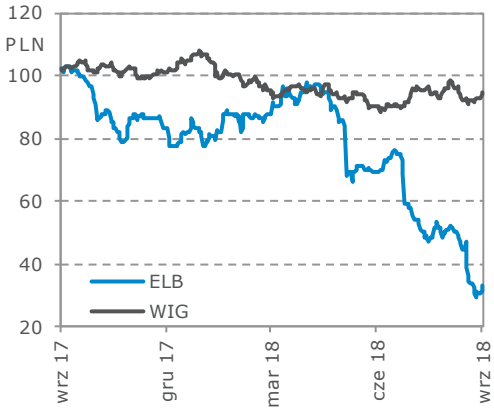
Struktura akcjonariatu

Aviva OFE	12,07%
PKO OFE	9,91%
NN OFE	9,69%
AXA OFE	9,41%
PZU OFE	9,33%
Allianz OFE	6,31%
MetLife OFE	5,69%
Generali OFE	5,09%
Pozostali	32,50%

Profil spółki

Spółka świadczy usługi budowlano-montażowe związane, m.in. z przemysłem energetycznym, petrochemicznym i wydobywczym. Jest producentem urządzeń elektroenergetycznych średnich i niskich napięć. Elektrobudowa osiąga 80-90% przychodów na rynku polskim oraz działa na rynkach UE, Europy Wschodniej, Arabii Saudyjskiej.

Kurs akcji ELB na tle WIG



Spółka	Cena docelowa nowa	Cena docelowa stara	Rekomendacja nowa	Rekomendacja stara
Elbudowa	45,00	71,00	kupuj	trzymaj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Elbudowa	32,80	45,00	+37,2%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2018P	2019P	2020P
Przychody	-6,1%	-5,9%	-5,8%
EBITDA	-	-9,5%	-8,9%
Zysk netto	-	-26,0%	-26,1%

Analityk:

Piotr Zybała
+48 22 438 24 04
piotr.zybala@mbank.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
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
P/CE – cena do zysku wraz z amortyzacją
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

PRZEWAŻENIE (OW, overweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku
RÓWNOWAŻENIE (N, neutral) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku
NIEDOWAŻENIE (UW, underweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:
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 od +5% do +15%
TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%
REDUKUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%
SPRZEDAJ – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%
Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego posługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

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 Dom Maklerski mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku 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. Do opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

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.

mBank 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.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych miedzy innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich.
Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.
Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 26 września 2018 o godzinie 08:33.
Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 26 września 2018 o godzinie 08:33.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Niniejsze opracowanie zawiera wyciąg z pełnej rekomendacji wydanej przez Dom Maklerski mBanku.

Powielanie, publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy klienci Domu Maklerskiego mBanku.

Nadzór nad działalnością mBank S.A. 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 Domu Maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Niniejsza publikacja stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Domu Maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:
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.
Zdyskontowanych dywidend (DDM) – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.
Zysków ekonomicznych – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.
Zdyskontowanych aktywów netto (NAV) – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

Rekomendacje dotyczące spółki Elektrobudowa wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

rekomendacja	**trzymaj**	**kupuj**	**kupuj**	**kupuj**
data wydania	2018-06-06	2018-04-06	2018-02-02	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	71,00	116,00	113,00	134,00
kurs z dnia rekomendacji	69,00	96,40	81,20	109,50

Dom Maklerski mBanku
Senatorska 18
00-082 Warszawa
http://www.mbank.pl/

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kliszcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

Michał Marczak
+48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

Michał Konarski
+48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

Paweł Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Zybała
+48 22 438 24 04
piotr.zybala@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Bogusz
+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

Piotr Gawron
dyrektor
+48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Krzysztof Bodek
+48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

Tomasz Jakubiec
+48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mbank.pl

Jędrzej Łukomski
+48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Adam Prokop
+48 22 697 47 90
adam.prokop@mbank.pl

Szymon Kubka, CFA, PRM
+48 22 697 48 54
szymon.kubka@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Tomasz Galanciak
+48 22 697 49 68
tomasz.galanciak@mbank.pl

Magdalena Bernacik
+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
+48 22 697 48 82
marzena.lempicka@mbank.pl

Bartosz Orzechowski
+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański
dyrektor
+48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
+48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl