

7 września 2010

Komentarz specjalny



Budownictwo

Polska

Elektrobudowa

LBUD.WA; ELB.PW

Redukuj

(Niezmieniona)

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

Wyniki Q2 2010 potwierdzają nasze prognozy

Obecna cena: 185,0 PLN; Cena docelowa: 165,7 PLN

Wyniki Elektrobudowy w Q2 2010 są lepsze od naszych oczekiwań. Źródłem zaskoczenia są wysokie marże EBIT. Tak wysokie poziomy rentowności EBIT nie są powtarzalne, z wyjątkiem segmentu wytwarzania energii. Marża EBIT w segmencie wytwarzania energii wyniosła 11% (Q1: 8,0%, prognoza na rok 2010: 10%). Nadzwyczajnie wysokie są również marże segmentu przemysłu (Q2: 5,7%, Q1: 3,1%) oraz dystrybucji energii (Q2: 17,9%, Q1: 7,7%). Wysokie marże to naszym zdaniem: efekt realizacji kontraktów w zagranicznych elektrowniach jądrowych (produkcja energii), efekt zakończenia starych kontraktów budowlanych i instalacyjnych (segment przemysłu) oraz efekt kosztowy w segmencie dystrybucji energii (wybrane partie materiałów służących do wytworzenia rozdzielnic nabyte po niższych niż rynkowe cenach). Wszystkie efekty, z wyjątkiem wysokich rentowności w zagranicznych elektrowniach jądrowych, są przejściowe. Z kolei negatywnie zaskakuje wynik stosunkowo niewielkiego segmentu automatyki (1,7 mln PLN straty EBIT, oczekiwaliśmy wyniku dodatniego). Sądzymy, że sytuacja w segmencie automatyki również jest przejściowa. Podobnie jak większość spółek budowlanych, Elektrobudowa pokazała w Q2 2010 ujemny cash flow operacyjny (-19,4 mln PLN). Ostatecznie, wyniki oceniamy pozytywnie. Sądzymy, że rezultaty spółki pozwalają sądzić, że wynik netto całego roku będzie bardziej zbliżony do naszej prognozy (49,1 mln PLN), niż do prognozy zarządu (44,4 mln PLN). Niestety, nawet dla naszej prognozy nie czyni to spółki taną (P/E 2010 = 17,9). Z uwagi na bardzo wysoką wycenę, podtrzymujemy rekomendację negatywną (redukuj).

Wyniki Q2 2010 Elektrobudowy vs. prognoza i konsensus PAP

(mln PLN)	Q2 2010	Q2 2010P	Różnica	Konsensus PAP	Różnica	Q2 2009	Zmiana
Przychody	183,2	175,0	4,7%	180,0	1,8%	181,7	0,8%
Zysk brutto na sprzedaży	26,1	19,3	35,5%	-	-	28,8	-9,5%
Marża %	14,2%	11,0%	-	-	-	15,9%	-
EBIT	19,6	17,5	11,9%	17,1	14,3%	20,0	-2,1%
Zysk brutto	19,9	17,5	13,7%	-	-	21,4	-7,0%
Zysk netto	15,5	14,2	9,4%	14,1	9,8%	15,5	-0,3%

Źródło: DI BRE Banku S.A., Elektrobudowa

Przychody Elektrobudowy w Q2 2010 były zbliżone do naszych szacunków, wyższa za to okazała się rentowność brutto na sprzedaży (14,2%, prognoza: 11,0%). Tak wysoka rentowność brutto to skutek bardzo dobrych wyników w segmencie wytwarzania energii, przemysłu i dystrybucji energii. Koszty ogólne wyniosły 4,3 mln PLN (prognoza: 3,4 mln PLN). Ostatecznie, zysk na sprzedaży był znacznie wyższy od naszych oczekiwań (21,8 mln PLN, prognoza: 15,9 mln PLN). Pozostałe zyski operacyjne netto wyniosły -2,3 mln PLN (prognoza: 1,6 mln PLN). Przyczyną różnicy są dokonane przez spółkę odpisy na kwotę 5,8 mln PLN w całym I półroczu 2010 roku. Ostatecznie, EBIT wyniósł 19,6 mln PLN, czyli o prawie 12% więcej, niż zakładaliśmy.

Elektrobudowa zaprezentowała bardzo wysokie rentowności w segmencie wytwarzania energii, przemysłu oraz dystrybucji energii. W segmencie wytwarzania energii tak wysoki wynik to efekt realizacji kontraktów w zagranicznych elektrowniach jądrowych. Wynik ten może powtarzać się w kolejnych kwartałach, co nie odbiega istotnie od naszych prognoz marży EBIT w segmencie. W segmencie przemysłu mamy do czynienia z zakończeniem i rozliczeniem starych, wysoce rentownych zleceń. Oczekujemy spadku marży w segmencie do poziomu 3-3,5% EBIT. W segmencie dystrybucji Elektrobudowa skorzystała na zakupie surowców po niskiej, niższej niż rynkowa cenie. Efekt ten jest jednorazowy i nie powinien powtarzać się w kolejnych kwartałach. Poziom rentowności w segmencie nie jest naszym zdaniem powtarzalny (powtarzalny poziom to marża rzędu 8-9%). Negatywnie zaskakuje nas wynik segmentu automatyki, gdzie w Q2 2010 oczekiwaliśmy odwrócenia straty z Q1 2010. Sądzymy, że wyniki w segmencie poprawią się w Q3 2010.

Wynik netto poprawiają pozostałe przychody finansowe (+0,6 mln PLN). Efektywna stopa podatkowa wyniosła 22,1%. Ostatecznie wynik netto jest o 1,3 mln PLN lepszy od naszych oczekiwań i o 1,4 mln PLN lepszy od konsensus prognoz. Z dodatkowych informacji można wspomnieć, że w Q2 2010 Elektrobudowa zdecydowała się zainwestować 30 mln PLN w fundusze inwestycyjne. Oznacza to, że perspektywy wykorzystania tych kwot w postaci możliwych akwizycji spółek z branży są ograniczone.

Wyniki Q2 2010 i Q1 2010 w segmentach działalności

(mln PLN)	Q2 2010			Q1 2010		
	Przychody	EBIT	Marża %	Przychody	EBIT	Marża %
Rynek Wytwarzania Energii	64,5	7,1	11,0%	45,6	3,6	8,0%
Rynek Przemysłu	62,9	3,6	5,7%	43,9	1,3	3,1%
Rynek Dystrybucji Energii	48,4	8,6	17,9%	32,6	2,5	7,7%
Rynek Automatyki	7,0	-1,7	-24,9%	6,6	-1,0	-15,6%
Pozostałe Segmenty	0,5	2,0	439,8%	0,7	0,2	30,3%
Suma	183,2	19,6	10,7%	129,4	6,7	5,2%

Źródło: DI BRE Banku S.A., Elektrobudowa



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 Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kliszcz@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 Onyszczyk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczyk@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 Słotkowicz tel. (+48 22) 697 48 64
jakub.slotkowicz@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 ekwiwalenty

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, 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: Action, Agora, Ambra, Arkus, Bakalland, BPH, BRE Bank, BZ WBK, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Enea, Energoaparatúra, Energomontaż Północ, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, Getin Noble Bank, GTC, Intergroclin Auto, Koelner, Komputronik, Kredyt Bank, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Nepentes, Neuca, Odratrans, Pemug, PGE, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, PZU, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Sfinks, Sokołów, Sygnity, Tauron, Techmex, Unibep, WSiP, ZA Puławy, ZUE.

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

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.