



Budownictwo

Polska

Elektrotim

ELT.PW; ELT.WA

Obiecujące wyniki Q2 2013

Piotr Zybala

(48 22) 697 47 01

piotr.zybala@dibre.com.pl

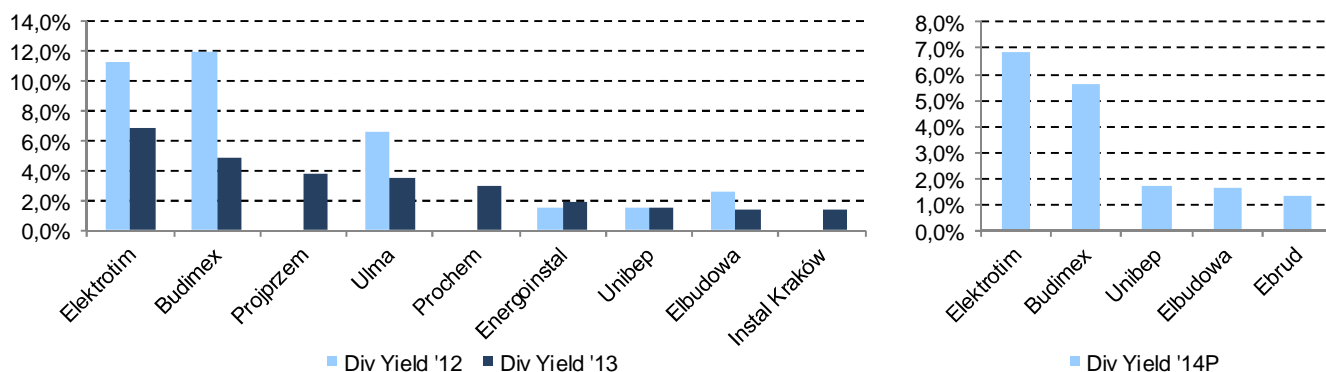
Obecna cena: 8,85 PLN

W Q2 2013 Elektrotim osiągnął identyczny wynik netto jak w roku ubiegłym (0,8 mln PLN), lecz jego struktura uległa zdecydowanej poprawie. Spółka zwiększyła przychody o 20% r/r, zdecydowanie poprawiając marżę brutto ze sprzedaży do 14,2% (vs. 9,8% w Q2 2012) oraz marżę EBIT do 5,4% (vs. 0,9% w Q2 2012). Wyższa rentowność pozwoliła zwiększyć wynik operacyjny w Q2 2013 do 2,7 mln PLN vs. 0,4 mln PLN w Q2 2012. Brak poprawy na poziomie wyniku netto to efekt odpisu wartości firmy w kwocie 1,7 mln PLN związanego z włączeniem działalności spółki Elektromont Beta S.A. w struktury Elektrotimu. Celem Zarządu jest powtórzenie w 2013 r. ubiegłorocznego wyniku finansowego (6,8 mln PLN, P/E=13,0x). Biorąc pod uwagę wynik operacyjny pierwszej połowy roku, cel ten jest według nas jak najbardziej realny (historycznie Elektrotim około 60% przychodów oraz większość zysku generował w drugiej połowie roku). W kolejnych latach oczekivalibyśmy poprawy wyników Spółki. Jednym z celów Elektrotimu jest wprowadzenie obecnie posiadanych produktów na nowe rynki polskie i zagraniczne. Przestrzeń do takich działań jest duża. Mimo, że między 2009 a 2012 rokiem przychody Spółki wzrosły o 94%, w H1 2013 aż 49% przychodów Grupy było generowanych w Województwie Dolnośląskim. Drugim założeniem strategii Spółki jest wprowadzenie do oferty nowych produktów związanych z energetyką, która w H1 2013 stanowiła zaledwie 7% przychodów Grupy. W kolejnych latach inwestycje w wytwarzanie, przesył i dystrybucję energii powinny istotnie wzrosnąć. Jednocześnie ze względu na niewielką skalę, zlecenia Elektrotimu charakteryzują się dużo niższym ryzykiem niż kontrakty generalnych wykonawców działających w energetyce. Trzecim celem strategicznym Spółki jest wprowadzenie nowych działalności związanych z (1) energią elektryczną, (2) gromadzeniem i przetwarzaniem danych oraz (3) multimediami. Sądzymy, że zwiększenie obecności Elektrotimu w tych obszarach może odbyć się poprzez przejęcie nowego podmiotu. Zarząd prowadzi rozmowy na temat akwizycji, których finalizacja możliwa jest jeszcze w tym roku. W stosunku do pokrywanych przez nas spółek budowlanych (Budimex, Erbud, Unibep, Elektrobudowa) Elektrotim jest notowany z około 20% dyskontem na P/E oraz 30-40% dyskontem na EV/EBITDA. Jednocześnie Spółka oferuje najwyższy DY w sektorze. Uważamy, że Elektrotim jest interesującą pozycją inwestycyjną w wśród spółek sektora budowlanego.

Najwyższe dywidendy w sektorze budowlanym

W ostatnich sześciu latach Elektrotim regularnie wypłacał dywidendę. W ostatnich czterech latach wysokość dywidendy przekraczała wielkość wypracowanego zysku jednostkowego za poprzedni rok. Po tegorocznej wypłacie dywidendy pozostałe kapitały rezerwowe w jednostkowym sprawozdaniu finansowym Elektrotimu skurczyły się do 0,6 mln PLN. Nie zakładalibyśmy w kolejnych latach wypłaty dywidendy z kapitału zapasowego, niemniej prawdopodobny wydaje się nam scenariusz wypłaty w postaci dywidendy około 100% zysków wypracowywanych w kolejnych latach. Uważamy, że dzięki silnej pozycji gotówkowej Elektrotim jest w stanie wypłacać wysokie dywidendy pomimo planowych akwizycji. W 2014 r. spodziewamy się wypłaty identycznej dywidendy jak w roku bieżącym (0,60 PLN/akcję). Po pierwszych sześciu miesiącach 2013 r. zysk jednostkowy Elektrotimu wyniósł 3,0 mln PLN, był o 33% wyższy r/r oraz o 4% wyższy w stosunku do udanego dla Spółki 2010 r. Pozwala to z optymizmem patrzeć na przyszłoroczną dywidendę.

DY w spółkach budowlanych w latach 2012-2013 (L) oraz prognozy DY 2014P (P)*



Źródło: Prognozy DI BRE Banku, Spółki; *wskaźniki obliczone dla kursów zamknięcia z 27 sierpnia 2013

Pod względem wysokości i regularności wypłacanych dywidend Elektrotim od lat jest jednym z liderów w sektorze. W 2013 r. spółka oferowała najwyższy yield dywidendowy w indeksie WIG-Budownictwo. Przy obecnym kursie akcji DY2014P również prezentuje się najkorzystniej na tle sektora.

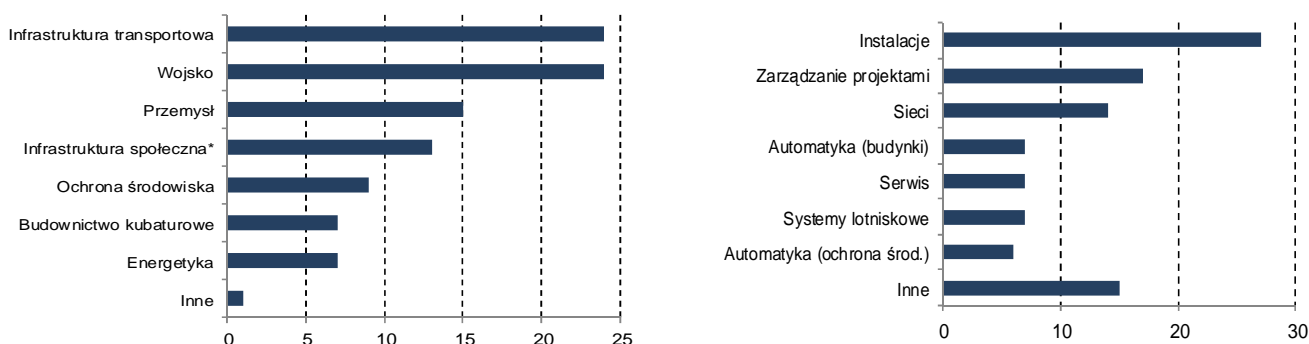
Zwiększenie ekspozycji na energetykę

W H1 2013 zaledwie 7% przychodów Elektrotimu pochodziło z energetyki. Intencją Zarządu jest wzrost udziału tego segmentu w przychodach do około 20-30%. Strategia Elektrotimu na lata 2013-2015 zakłada wprowadzenie do oferty Spółki nowych produktów związanych z (1) przesyłem i dystrybucją energii, (2) technologiami Smart Power Grids i Smart Metering. Energetyka wydaje się bardzo perspektywicznym segmentem budownictwa, szczególnie dla spółek realizujących krótkie, mało ryzykowne zlecenia podwykonawcze. Nakłady na sieci dystrybucyjne wzrosły w latach 2010-2012 o 45% i powinny utrzymać się na wysokim poziomie w przyszłości. Duże inwestycje w sieci przesyłowe ruszają dopiero od przyszłego roku. Kolejne lata to również wzrost inwestycji w nowe moce wytwórcze.

Czynniki ryzyka

Po dokonanych odpisach w Q2, wartość firmy jednostek podporządkowanych spadła na 30 czerwca 2013 r. do **7,9 mln PLN**. Nie wykluczone, że następne testy na utratę wartości, zmuszą Spółkę do kolejnych odpisów w tym roku. Ze względu na bezgotówkowy charakter odpisów oraz brak wpływu na zysk jednostkowy, od którego zależy wysokość wypłacanej dywidendy, nie przykładalibyśmy dużej wagi do kolejnych odpisów wartości firmy. Reorganizacja grupy, będąca przyczyną odpisu w Q2 2013 przyniesie korzyści z tytułu tarczy podatkowej w wysokości ponad 1 mln PLN. Czynnikiem ryzyka dla wyników Elektrotimu jest również planowane ograniczenie przez Rząd nakładów na wojsko. W sierpniu Rząd poinformował o planowanym ograniczeniu budżetu MON o ok. 3 mld PLN z obecnych 31,2 mld PLN (-9,6%). W H1 2013 przychody z tytułu zleceń dla wojska stanowią 24% przychodów Grupy.

Segmentowa oraz produktowa struktura przychodów Elektrotimu (%)



Źródło: Elektrotim; *sport, szkolnictwo, kultura, ochrona zdrowia, mieszkalnictwo itp.

Prognozy wyników

W pierwszej połowie roku Elektrotim zwiększył przychody o 14% r/r. W drugiej połowie roku nie oczekujemy tak wysokiej dynamiki, gdyż baza ubiegłego roku jest wyższa w wyniku akwizycji spółki Zeus. W całym 2013 r. spodziewamy się wzrostu sprzedaży w Grupie o 7% oraz poprawy marży EBITDA do 6,3% vs. 6,0% w 2012 r. Na wyniki operacyjne 2012 roku negatywny wpływ miały zawiązane w Q4 2012 wysokie rezerwy na należności, których nie spodziewamy się w bieżącym roku. Za poprawą tegoroczną marży przemawiają również bardzo dobre wyniki operacyjne drugiego kwartału. W przyszłym roku szacujemy 4% wzrost przychodów oraz marżę EBITDA w wysokości 6,0%. Uważamy, że Spółka ma szansę na poprawę tych wyników. W 2013 r. w całej branży budowlanej występuje presja na spadek marż, co jest następstwem rekordowych spadków produkcji budowlano-montażowej w H1 2013. W 2014 r. spodziewamy się poprawy kondycji sektora budowlanego w Polsce, co ograniczy konkurencję w sektorze. Ewentualna akwizycja nowego podmiotu mogłaby z kolei wpłynąć na większą dynamikę przychodów.

Prognozy wyników Elektrotimu na lata 2013-2014

| (mln PLN) | 2010 | 2011 | 2012 | 2013P | 2014P |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody | 116,4 | 189,7 | 211,1 | 226,7 | 235,8 |
| EBITDA | 7,6 | 14,3 | 12,7 | 14,2 | 14,1 |
| marża EBITDA | 6,5% | 7,5% | 6,0% | 6,3% | 6,0% |
| EBIT | 5,4 | 11,4 | 9,5 | 11,0 | 10,8 |
| Zysk brutto | 5,5 | 12,8 | 9,7 | 9,6 | 10,8 |
| Zysk netto | 3,8 | 9,7 | 6,8 | 7,0 | 8,4 |
| Dług netto | -39,3 | -29,3 | -21,4 | -14,6 | -14,7 |
| EV | 48,3 | 58,3 | 66,3 | 73,0 | 72,9 |
| P/E | 23,0 | 9,1 | 13,0 | 12,6 | 10,5 |
| EV/EBITDA | 6,4 | 4,1 | 5,2 | 5,2 | 5,2 |
| DPS | 1,40 | 0,70 | 1,00 | 0,60 | 0,60 |
| DYield | 15,9% | 8,0% | 11,4% | 6,8% | 6,8% |

Źródło: Elektrotim, Prognozy 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

Departament Analiz:

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

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

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

Paweł Szpigiel tel. (+48 22) 697 49 64
pawel.szpigiel@dibre.com.pl
Media, IT

Piotr Zybala tel. (+48 22) 697 47 01
piotr.zybala@dibre.com.pl
Budownictwo, Deweloperzy

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

Kierownik zagranicznej sprzedaży instytucjonalnej:

Matthias Falkiewicz tel. (+48 22) 697 48 47
matthias.falkiewicz@dibre.com.pl

Maklerzy:

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

Szymon Kubka tel. (+48 22) 697 48 16
szymon.kubka@dibre.com.pl

Anna Łagowska tel. (+48 22) 697 48 25
anna.lagowska@dibre.com.pl

Paweł Majewski tel. (+48 22) 697 49 68
pawel.majewski@dibre.com.pl

Adam Mizera tel. (+48 22) 697 48 76
adam.mizera@dibre.com.pl

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 47 90
adam.prokop@dibre.com.pl

Michał Roźmiej tel. (+48 22) 697 49 85
michal.rozmiej@dibre.com.pl

Jakub Słotkiewicz tel. (+48 22) 697 48 30
jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl

„Prywatny Makler”

Jarosław Banasiak tel. (+48 22) 697 48 70
Dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży
jaroslaw.banasiak@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 świadczył, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

Komentarz nie został przekazany do spółki przed jego publikacją.

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: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Erbud, Es-System, Kruk, Magellan, Mieszko, Neuca, Pemug, Polimex Mostostal, Solar, Tarczyński, ZUE.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Erbud, Es-System, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mieszko, Neuca, Pekao, PKN Orlen, PKO BP, Polimex Mostostal, Solar, Tarczyński, ZUE.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: AB, Agora, Alior Bank, Alchemia, Ambra, BNP Paribas, Boryszew, BPH, BRE Bank, BZ WBK, Deutsche Bank, Echo Investment, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Getin Holding, Grupa o2, Handlowy, Impexmetal, ING BSK, Intergroclin Auto, Ipopema, Koelner, Kredyt Bank, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Odratrans, Orbis, Paged, PA Nova, Pekao, Pemug, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Prochem, Projprzem, Prokom Software, PZU, Robyng, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Solar, Sygnity, Tarczyński, Techmex, Unibep.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: BRE Bank Hipoteczny, Tarczyński.

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

DI BRE Banku S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej z PEKAO oraz umowę abonamentową z TP 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.