

18 marca 2011

Komentarz specjalny

**Budownictwo**

Polska

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

Elektrobudowa Akumuluj

LBUD.WA; ELB PW

(Niezmieniona)

Wyniki Q4 2010 dobre na poziomie operacyjnym

Obecna cena: 152,0 PLN; Cena docelowa: 178,6 PLN

Wyniki Elektrobudowy za Q4 2010 są dobre na poziomie operacyjnym (wyższe przychody, wyższy zysk brutto ze sprzedaży). Na poziomie EBIT i zysku netto źródłem słabszego wyniku są pozostałe koszty operacyjne netto na kwotę 6,3 mln PLN. Z tego 4,5 mln PLN to rezerwa związana z realizacją kontraktu na budowę instalacji Stadionu Narodowego w Warszawie. W przypadku pozytywnych efektów współpracy z generalnym wykonawcą inwestycji, widzimy szansę na rozwiązanie rezerwy w 2011 roku. Gdyby saldo pozostałej działalności operacyjnej było neutralne, Elektrobudowa w Q4 2010 mogłaby wygenerować nawet 17,6 mln PLN zysku netto. W efekcie, mimo niższego EBIT i zysku netto niż w prognozie, wyniki Q4 2010 oceniamy pozytywnie. Zwracamy też uwagę na znacznie przekraczające nasze prognozy przychody (+33% vs. prognoza). Elektrobudowa notowana jest z premią do sektora budowlanego, ale jednocześnie spółka nie jest do końca porównywalna do dużych generalnych wykonawców notowanych na GPW. Firma posiada silną pozycję w wybranych segmentach (instalacje, rozdzielnice, prace w elektrowniach) i ma głównie charakter podwykonawczo-produkcyjny. Ryzyko erozji marż w 2011 roku, obecne głównie w przypadku dużych zleceń drogowych, w bardzo niewielkim stopniu dotyczy spółkę. Elektrobudowa ma również lepsze perspektywy wzrostu, niż wielu konkurentów branżowych, notowanych na GPW. Głównymi obszarami wzrostu są kontrakty eksportowe, zlecenia z PSE (rynek inwestycji podwoi się) oraz zlecenia związane z budową instalacji ekologicznych i bloków opalanych biomasą. W Q1 2011 Elektrobudowa pozyskała zlecenia warte około 350 mln PLN, co jest bardzo dobrym wynikiem. Widzimy szansę na przekroczenie naszej prognozy przychodów w 2011 roku. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj. W efekcie, wyniki Q4 2010 oceniamy pozytywnie.

Wyniki Elektrobudowy w Q4 2010 vs. prognoza i konsensus PAP

(mln PLN)	IVQ 2010	Prognoza DI BRE	Różnica	Konsensus PAP	Różnica	IVQ 2009	Zmiana
Przychody	286,6	215,0	33,3%	238,0	20,4%	222,7	28,7%
Zysk brutto ze sprzedaży	26,3	22,6	16,6%	-	-	25,0	5,3%
%	9,2%	10,5%	-	-	-	11,2%	-
EBIT	14,7	18,2	-19,0%	16,6	-11,3%	23,3	-36,8%
%	5,1%	8,5%	-	-	-	10,5%	-
Zysk brutto	15,5	18,4	-16,0%	-	-	22,9	-32,5%
Zysk netto	12,3	14,9	-17,3%	13,8	-10,6%	18,1	-31,8%
%	4,3%	6,9%	-	-	-	8,1%	-

Źródło: Elektrobudowa, DI BRE Banku S.A.

Marża brutto na sprzedaży okazała się niższa, niż zakładaliśmy (9,2%, prognoza: 10,5%). Niższej marży nie interpretujemy jednak negatywnie. Sądzymy, że za zaskoczenie pozytywne na poziomie przychodów odpowiadają w dużej mierze kontrakty ogólnobudowlane, charakteryzujące się niższą marżą, niż działalność produkcyjna. Koszty ogólne w Q4 2010 wyniosły 5,3 mln PLN (prognoza: 5,8 mln PLN). Ostatecznie, wynik na sprzedaży wyniósł 21 mln PLN (prognoza: 16,8 mln PLN).

Źródłem niższego EBIT były duże pozostałe koszty operacyjne netto (6,3 mln PLN, prognoza: pozostałe przychody operacyjne netto = 1,4 mln PLN). Z kwoty tej 4,5 mln PLN to rezerwa związana z realizacją prac podwykonawczych na budowie Stadionu Narodowego w Warszawie. Pozostałe przychody finansowe netto wyniosły 0,8 mln PLN (prognoza: 0,25 mln PLN). Efektywna stopa podatkowa wyniosła 20%. Cash flow operacyjny w Q4 2010 był stosunkowo słaby i wyniósł jedynie +2,9 mln PLN. Słaby cash flow wynika z niekorzystnych zmian kapitału obrotowego, które jednak są naszym zdaniem przejściowe i nie budzą obaw. Amortyzacja jest zgodna z oczekiwaniami (odchylenie od prognoz: 0,1 mln PLN).

W podziale segmentowym, warto zwrócić uwagę na:

- wyższe, niż oczekiwane, przychody segmentu wytwarzania energii i przemysłu;
- wysoką rentowność segmentu wytwarzania energii (w Q3 2010 rentowność była bardzo słaba);
- niską rentowność segmentu przemysłu i dystrybucji energii. W segmencie przemysłu niska rentowność to efekt zaksięgowanej rezerwy na 4,5 mln PLN. W segmencie dystrybucji energii wynik był słaby, z uwagi m.in. na wzrost kosztów surowców i słabsze kontrakty wpływające na wynik. Niska rentowność nie ma wartości prognostycznej - oczekujemy poprawy wyników w kolejnych kwartałach.
- segment automatyki, mimo wyższych przychodów, wygenerował słaby wynik EBIT. Liczymy, że wraz z wzrostem portfela zamówień, rok 2011 przyniesie poprawę.



Wyniki Elektrobudowy w Q4 2010 vs. prognoza i konsensus PAP

Segment	Wyniki			Prognoza		
	Przychody	EBIT	Marża %	Przychody	EBIT	Marża %
Rynek Wytwarzania Energii	100,5	12,3	12,2%	68,2	5,5	8,0%
Rynek Przemysłu	108,5	0,4	0,3%	73,2	3,7	5,0%
Rynek Dystrybucji Energii	66,5	2,8	4,2%	66,7	7,3	11,0%
Rynek Automatyki	10,6	-0,5	-4,9%	6,0	0,9	15,1%
Pozostałe segmenty	0,6	-0,2	-37,4%	0,9	0,9	100,0%
Suma	286,6	14,7	5,1%	215,0	18,2	8,5%

Źródło: Elektrobudowa, DI BRE Banku S.A.



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

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

Gabriela Borowska tel. (+48 22) 697 47 36
gabriela.borowska@dibre.com.pl
Handel

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

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
Dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży
jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26
Dyrektor Departamentu 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:

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, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal, Robyg, ZUE.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Rubikon Partners NFI, Asseco Poland, Erbud, Es-System, KGHM, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondi, Neuca, PA Nova, Pekao, Pemug, PKN Orlen, PKO BP, Robyg, TP SA, TVN, Unibep.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Action, Agora, Ambra, Bakalland, BPH, BRE Bank, BZ WBK, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Enea, Energoaparatura, Energomontaż Północ, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, Getin Noble Bank, GTC, Handlowy, Impexmetal, ING BSK, Interagroclin Auto, Koelner, Komputronik, Kredyt Bank, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mondi, Mostostal Warszawa, Nepentes, Neuca, Odratrans, Pekao, Pemug, PGE, PGF, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, PZU, Robyg, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Sfinks, Sokołów, Sygnity, Techmex, Unibep, ZA Puławy, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: PA Nova, PGE, Robyg, ZUE.

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.