

**Budownictwo**

Polska

**Elektrobudowa**

ELB PW; LBUD.WA

**Kupuj**

(Niezmieniona)

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

**Słabsze wyniki Q3 2011 i korekta prognoz****Obecna cena: 97,0 PLN; Cena docelowa: 163,1 PLN**

Wyniki Elektrobudowy za Q3 2011 są nieznacznie gorsze od naszych oczekiwań. Na poziomie brutto przed opodatkowaniem, wynik jest tylko o 1,6 mln PLN niższy, niż zakładaliśmy. Warto zwrócić uwagę na: a) wyższe przychody (240,1 mln PLN, prognoza: 217,5 mln PLN); b) niską marżę brutto na sprzedaży (6,6%, prognoza: 7,7%, Q2 2011: 6,3%); c) duże pozostałe przychody operacyjne (7,2 mln PLN, skorygowana prognoza: 7,8 mln PLN); d) wysoki zaksięgowany podatek dochodowy (efektywna stopa podatkowa: 31,3%); e) operacyjny cash flow: +8,2 mln PLN. Warto też zwrócić uwagę na jakość wyników: rezultaty są pełne zdarzeń jednorazowych, z których najważniejsze pozycje to: zysk ze sprzedaży aktywów finansowych (3,7 mln PLN), dodatnie różnice kursowe (4,3 mln PLN), wspomniany już wysoki zaksięgowany podatek. Oczyszczony o wynik zdarzeń jednorazowych zysk netto wyniósłby około 9,2 mln PLN. Wraz z raportem Q3 2011, w raporcie bieżącym Elektrobudowa opublikowała korektę prognozy wyników skonsolidowanych w 2011 roku. Korekta ta była przez nas oczekiwana, zaskakuje nas jednak skala obniżki prognozowanego zysku netto. Prognozowane przychody zostały podniesione z 793,5 mln PLN do 930,8 mln PLN. Oczekiwany zysk netto został obniżony z 48,3 mln PLN (P/E = 9,5) do 38,1 mln PLN (P/E = 12,1). Przewidujemy rewizję w dół naszych szacunków wyników Elektrobudowy w roku 2011 i latach przyszłych. Prawdopodobnie cena docelowa zostanie obniżona, rekomendacja pozostanie jednak bez zmian. Zagraniczne spółki inżynierskie wyceniane są na poziomie P/E 2011 ~ 15,0.

**Wyniki Elektrobudowy w Q3 2011 vs. prognoza DI BRE i konsensus PAP**

(mln PLN)	Q3 2011	Prognoza DI BRE	Różnica	Konsensus PAP	Różnica	Q3 2010	Zmiana
Przychody	240,1	217,5	10,4%	226,0	6,2%	187,5	28,0%
Zysk brutto	15,9	16,7	-4,9%	-	-	13,0	22,1%
Marża %	6,6%	7,7%	-	-	-	7,0%	-
EBIT	19,1	15,1	26,6%	15,4	23,9%	12,1	57,6%
Zysk brutto	18,3	19,9	-7,7%	-	-	13,1	39,5%
Zysk netto	12,6	16,1	-21,7%	15,0	-16,1%	11,2	12,1%

Źródło: DI BRE Banku S.A., Elektrobudowa

Koszty ogólne wyniosły 4,1 mln PLN (prognoza: 4,7 mln PLN), pozostałe przychody operacyjne zaś 7,2 mln PLN (prognoza: 3 mln PLN). W prognozach zakładaliśmy 4,8 mln PLN pozostałych przychodów finansowych, a tymczasem spółka zaprezentowała 0,7 mln PLN pozostałych kosztów finansowych. Różnica w szacunku pozostałych przychodów operacyjnych i finansowych spowodowana jest tym, że w naszej prognozie oczekiwany zysk na sprzedaży aktywów finansowych (jednostki funduszy obligacyjnych) zaprezentowaliśmy w pozostałych przychodach finansowych, a nie operacyjnych. Spółka zaprezentowała 5,7 mln PLN podatku (efektywna stopa podatkowa: 31,3%).

**Rewizja prognoz wyników skonsolidowanych Elektrobudowy w 2011 roku**

(mln PLN)	Nowa prognoza zarządu	Prognoza DI BRE	Różnica	Nowa prognoza zarządu	Stara prognoza zarządu	Różnica
Przychody	930,8	867,2	7,3%	930,8	793,5	17,3%
Zysk netto	38,1	49,7	-23,4%	38,1	48,3	-21,2%
Marża %	4,1%	5,7%	-	4,1%	6,1%	-
P/E	12,1	9,3	-	12,1	9,5	-

Źródło: DI BRE Banku S.A., Elektrobudowa

**Przychody Elektrobudowy w segmentach działalności**

(mln PLN)	Q3 2011			PSr 2011		
	Przychody	EBIT	Marża %	Przychody	EBIT	Marża %
Rynek Wytwarzania Energii	83,6	5,2	6,2%	145,1	9,1	6,2%
Rynek Przemysłu	85,1	4,2	5,0%	139,6	3,6	2,6%
Rynek Dystrybucji Energii	59,8	5,2	8,7%	68,3	0,7	1,0%
Rynek Automatyki	11,1	2,7	24,1%	18,4	-1,0	-5,3%
Pozostałe segmenty	0,4	1,8	401,3%	1,1	0,2	16,0%
<b>Suma</b>	<b>240,1</b>	<b>19,1</b>	<b>7,9%</b>	<b>372,5</b>	<b>12,6</b>	<b>3,4%</b>

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](mailto:michal.marczak@dibre.com.pl)  
Strategia, Telekomunikacja, Surowce, Metale

**Departament Analiz:**

Kamil Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06  
[kamil.klischcz@dibre.com.pl](mailto:kamil.klischcz@dibre.com.pl)  
Paliwa, Chemia, Energetyka

Piotr Grzybowski tel. (+48 22) 697 47 17  
[piotr.grzybowski@dibre.com.pl](mailto:piotr.grzybowski@dibre.com.pl)  
IT, Media

Maciej Stokłosa tel. (+48 22) 697 47 41  
[maciej.stoklosa@dibre.com.pl](mailto:maciej.stoklosa@dibre.com.pl)  
Budownictwo, Deweloperzy

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

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

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

Piotr Zybala tel. (+48 22) 697 47 01  
[piotr.zybala@dibre.com.pl](mailto:piotr.zybala@dibre.com.pl)  
Deweloperzy

**Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:**

Piotr Dudziński tel. (+48 22) 697 48 22  
Dyrektor  
[piotr.dudzinski@dibre.com.pl](mailto:piotr.dudzinski@dibre.com.pl)

Marzena Łempicka– Wilim tel. (+48 22) 697 48 95  
Wicedyrektor  
[marzena.lempicka@dibre.com.pl](mailto:marzena.lempicka@dibre.com.pl)

**Maklerzy:**

Emil Onyszczyk tel. (+48 22) 697 49 63  
[emil.onyszczyk@dibre.com.pl](mailto:emil.onyszczyk@dibre.com.pl)

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44  
[michal.jakubowski@dibre.com.pl](mailto:michal.jakubowski@dibre.com.pl)

Tomasz Jakubiec tel. (+48 22) 697 47 31  
[tomasz.jakubiec@dibre.com.pl](mailto:tomasz.jakubiec@dibre.com.pl)

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

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

**Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych**

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

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

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

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

**„Prywatny Makler”**

Jarosław Banasiak tel. (+48 22) 697 48 70  
Dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży  
[jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl)

Dom Inwestycyjny  
BRE Banku S.A.  
ul. Wspólna 47/49  
00-950 Warszawa  
[www.dibre.com.pl](http://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 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: Asseco BS, Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, KRUK, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondy, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal, Robyg, ZUE.

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

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

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

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.