

**Budownictwo**

Polska

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

Elektrobudowa Trzymaj

ELB PW; LBUD.WA

(Niezmieniona)

Wyniki Q4 2011 zbliżone do oczekiwań**Obecna cena: 115,9 PLN; Cena docelowa: 112,4 PLN**

Wyniki Elektrobudowy w Q4 2011 oceniamy neutralnie. Spółce udało się wypracować wyższy, niż oczekiwany zysk brutto na sprzedaży. Wynika to z wyższych przychodów oraz wyższej marży brutto na sprzedaży (8,4%, prognoza: 7,8%). Na niższy niż przewidywany EBIT i zysk netto wpłynęły zdarzenia jednorazowe - pozostałe koszty operacyjne netto na kwotę 4,3 mln PLN. Z kwoty tej 2 mln PLN to rezerwa na spór sądowy ze związkami zawodowymi w Finlandii, zaś pozostała kwota to ujemne różnice kursowe. Gotówka netto na koniec 2011 roku była zgodna z naszymi oczekiwaniami (38,4 mln PLN, prognoza: 39,3 mln PLN). Operacyjne przepływy pieniężne w Q4 2011 wyniosły 20,3 mln PLN. Podsumowując, wyniki Q4 2011 nie zaskakują. Na przełomie marca i kwietnia 2012 spółka powinna opublikować prognozę wyników na rok 2012. Oczekujemy, że zaprezentuje ona przewidywany przez nas wzrost przychodów i zysku netto. Na wzrost przychodów pozwala znacznie wyższy rok do roku poziom portfela zamówień (852,4 mln PLN na koniec 2011 roku, +37,8% r/r). Z tego blisko 560 mln PLN przypada na rok 2012. Rok temu na rok 2011 przypadało 300-kilkadziesiąt mln PLN. Przewidujemy, że spółka podejdzie do prognozy zysku netto konserwatywnie i zaprognozuje tylko niewielką poprawę, mniejszą, niż zakładamy w naszych prognozach (45,6 mln PLN). Dla naszych prognoz, P/E 2012 = 12,1, EV/EBITDA = 7,5. Są to wskaźniki znacznie wyższe, niż dla porównywalnych firm z sektora. Niemniej, doceniając perspektywę działalności i silną pozycję rynkową Elektrobudowy, podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Wyniki Elektrobudowy w Q4 2011 vs. prognoza DI BRE i konsensus PAP

(mln PLN)	IVQ 2011	Prognoza DI BRE	Różnica	Konsensus PAP	Różnica	IVQ 2010	Zmiana
Przychody	332,7	317,5	4,8%	325,0	2,4%	286,6	16,1%
Zysk brutto ze sprzedaży	27,8	24,8	12,2%	-	-	26,3	5,6%
%	8,4%	7,8%	-	-	-	9,2%	-
EBIT	17,6	19,5	-9,6%	17,4	1,4%	14,8	19,5%
%	5,3%	6,2%	-	5,4%	-	5,2%	-
Zysk brutto	18,5	19,8	-6,4%	-	-	15,5	19,2%
Zysk netto	14,5	16,0	-9,3%	14,5	0,2%	12,4	17,2%
%	4,4%	5,0%	-	4,5%	-	4,3%	-

Źródło: DI BRE Banku S.A., Elektrobudowa, PAP

Zdarzenia jednorazowe w wynikach Q4 2011

W wynikach Q4 2011 pojawiły się pozytywne i negatywne zdarzenia jednorazowe. Ich saldo praktycznie się kompensuje, co oznacza, że zaprezentowany wynik netto w Q4 2011 (14,5 mln PLN zysku) można uważać za powtarzalny. Na poziomie marży brutto na sprzedaży, na wyniki pozytywnie wpłynęło rozwiązanie rezerwy związanej z realizacją prac na Stadionie Narodowym (4,5 mln PLN). Wynik powiększył rezultat Elektrobudowy w segmencie przemysłu (analiza wyników w segmentach poniżej). Z drugiej strony, spółkę obciążyły pozostałe koszty operacyjne w kwocie 4,3 mln PLN. 2 mln PLN to rezerwa na spór sądowy ze związkami zawodowymi w Finlandii. Całkowita kwota roszczeń związków to 4,7 mln EUR, z czego spółka spodziewa się oddać 90-95%. Ponad 2 mln PLN to wycena instrumentów pochodnych. Realizacja kontraktu zabezpieczonego instrumentami rozpoczęła się dopiero w Q4 2011, stąd ujemna wycena instrumentów pojawiła się dopiero w Q4, a nie Q3 2011.

Przychody Elektrobudowy w segmentach działalności, Q4 2011, 3Q 2011

Segment	Przychody		EBIT		Marża %	
	Q4 2011	3Q 2011	Q4 2011	3Q 2011	Q4 2011	3Q 2011
Wytwarzanie energii	103,8	228,8	8,3	14,3	8,0%	6,2%
Przemysł	131,5	224,7	5,4	7,8	4,1%	3,5%
Dystrybucja energii	83,6	128,1	4,3	5,9	5,1%	4,6%
Automatyka	13,2	29,4	0,9	1,7	6,5%	5,8%
Pozostałe	0,6	1,5	-1,2	2,0	-203,3%	130,9%
Suma	332,7	612,6	17,6	31,6	5,3%	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

Departament Analiz:

Kamil Kliszczyk tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kliszczyk@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

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

Piotr Zybała tel. (+48 22) 697 47 01
piotr.zybała@dibre.com.pl
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.lemicka@dibre.com.pl

Kierownik zagranicznej sprzedaży instytucjonalnej:

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

Maklerzy:

Emil Onyszczyk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczyk@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

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

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

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: Asseco BS, Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, KRUK, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondi, 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, Mondi, Neuca, PA Nova, Pekao, Pemug, PKN Orlen, PKO BP, Polmot Warfama, Robyg, TP SA, TVN, Unibep, Warfama, ZUE.

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

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

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.