24 marca 2010

**Komentarz specjalny**

DOM INWESTYCYJNY BRE BANKU S.A.

**Budownictwo**

Polska

# Elektrobudowa

LBUD.WA; ELB.PW

Trzymaj

(Niezmieniona)

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

## Dobre wyniki Q4 2009

## Obecna cena 174,0 PLN, Cena docelowa 169,2 PLN

**Wyniki Q4 2009 są lepsze od naszych prognoz, które z kolei były najwyższe z konsensusu prognoz PAP. Głównym źródłem przekroczenia prognoz są wyższe rentowności w segmentach przemysłu, automatyki i wyższy wynik spółek zależnych z rynku rosyjskiego. Nie zmieniamy oceny atrakcyjności inwestycyjnej spółki. Nadal uważamy, że jest za wcześnie, aby dyskontować perspektywy inwestycji w energetyce w wycenie Elektrobudowy. Zakładając, że przetargi na budowę bloków w Opolu i na Siekierkach rozstrzygną się w Q4 2010, spółka może liczyć na pozyskanie zleceń pod koniec roku 2011 i na pierwsze przychody w roku 2012. Podobnie jak w przypadku pozostałych podwykonawców, szansa na dużą poprawę wyników to dopiero lata 2013-2014. W latach 2010–2011 kontraktów w krajowej energetyce (wytwarzanie energii) jest niewiele i spółka musi szukać zleceń na granicą. Pomijając ekspozycję na produkcję energii, klientem Elektrobudowy jest też przemysł ciężki i przesył energii (rozdzielnice, instalacje), a tu nie koniecznie musi mieć miejsce znaczna poprawa. Spółka pozostaje droga (P/E = 16,1, EV EBITDA = 10,1). Nie dostrzegamy w ciągu najbliższego roku istotnego potencjału wzrostowego. W wypadku realizacji stosunkowo konserwatywnej prognozy zarządu, zakładającej jedynie 44,4 mln PLN zysku netto, P/E wynosi 18,6. Stosunkowo ostrożnie oceniamy perspektywy rozwoju segmentów bazujących m.in. na popycie przemysłu ciężkiego. Uważamy, że również rok 2011 może nie przynieść dużej poprawy. Podtrzymujemy rekomendację neutralną.**

Przychody były nieznacznie wyższe od założeń, istotnie wyższa była zaś marża brutto ze sprzedaży (11,2%, oczekiwaliśmy: 10,2%). Stosunkowo osobliwa była struktura wyniku – spółka zaskoczyła pozytywnie w segmencie przemysłu, automatyki i w pozostałych segmentach, negatywnie zaś w segmencie wytwarzania i dystrybucji energii. Tendencja ta nie jest trwała i w kolejnych kwartałach oczekujemy powrotu do wyższych marż w segmencie wytwarzania i dystrybucji energii, zaś spadku marż w pozostałych segmentach. Koszty ogólne w Q4 2009 wyniosły 5,1 mln PLN, tzn. były niższe niż nasze oczekiwania (6 mln PLN). Pozostałe przychody operacyjne w Q4 2009 wyniosły 3,4 mln PLN (prognoza zakładała wygenerowanie 2,2 mln PLN). Ostatecznie, EBIT w Q4 2009 wyniósł 23,3 mln PLN (prognoza: 18,0 mln PLN).

Bardzo wysoki wynik EBIT w segmencie automatyki to skutek wprowadzenia w spółkach działających w segmencie zasad księgowości stosowanych przez Elektrobudowę. W efekcie, wynik Q4 2009 można traktować jako korektę niskich rentowności z poprzednich kwartałów. Docelowo segment automatyki powinien generować około 10% marży EBIT. W efekcie, można zakładać, że około 3,2 mln PLN EBIT z 4,4 mln PLN zaraportowanych w Q4 2009 dotyczy poprzednich kwartałów, 1,2 mln PLN EBIT zaś samego Q4 2009. Kwestię wysokiej rentowności w segmencie automatyki uwzględnialiśmy w prognozach. Uważamy, że bardzo wysoki wynik w segmencie przemysłu i niski w segmencie wytwarzania energii to efekt przejściowy, wynikający z natury realizowanych w danych kwartale kontraktów. W pozostałych segmentach księgowane są pozostałe zdarzenia operacyjne (Q4: 3,4 mln PLN), przychody z najmu oraz wynik spółek rosyjskich.

Pozostałe przychody finansowe netto wyniosły 0,4 mln PLN (oczekiwaliśmy: 0,1 mln PLN), efektywna stopa podatkowa zaś 21,0% (oczekiwaliśmy jedynie 13,5%). Ostatecznie, wynik netto w Q4 2009 wyniósł 18,1 mln PLN (prognoza: 17,0 mln PLN). Ostatecznie, wynik oceniamy lekko pozytywnie, nie wpływa to jednak na naszą ocenę atrakcyjności spółki oraz jej wycenę.

### Wyniki Q4 2009 vs. prognoza

| (mln PLN) | Q4 2009 | Q4 2009P | Różnica | konsensus PAP | Różnica | Q4 2008 | Zmiana |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Przychody ze sprzedaży | 222,7 | 214,7 | 3,8% | 210,0 | 6,1% | 228,4 | -2,5% |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 25,0 | 21,9 | 14,1% | - | - | 19,2 | 30,5% |
| Marża % | *11,2%* | *10,2%* | - | - | - | *8,4%* | - |
| EBIT | 23,3 | 18,0 | 29,3% | 17,8 | 30,8% | 15,5 | 50,3% |
| Marża % | *10,5%* | *8,4%* | - | - | - | *6,8%* | - |
| Zysk brutto przed opodatkowaniem | 22,9 | 19,6 | 16,7% | - | - | 15,8 | 45,0% |
| Marża % | *10,3%* | *9,1%* | - | - | - | *6,9%* | - |
| Zysk netto | 18,1 | 17,0 | 6,6% | 15,3 | 18,4% | 13,0 | 39,8% |
| Marża % | *8,1%* | *7,9%* | - | - | - | *5,7%* | - |

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

Dom Inwestycyjny BRE Banku nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się na ostatniej stronie niniejszego komentarza.

## Wyniki Q4 2009 w segmentach działalności

| (mln PLN) | Rynek wytwarzania energii | Rynek przemysłu | Rynek dystrybucji energii | Rynek automatyki | Pozostałe segmenty | Łącznie |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Przychody | 71,7 | 75,5 | 62,5 | 12,3 | 0,6 | 222,7 |
| EBIT | 5,0 | 4,0 | 5,4 | 4,4 | 4,5 | 23,3 |
| Marża % | *7,0%* | *5,3%* | *8,6%* | *35,8%* | *715,9%* | *10,5%* |

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

## Wyniki 3Q 2009 w segmentach działalności

| (mln PLN) | Rynek wytwarzania energii | Rynek przemysłu | Rynek dystrybucji energii | Rynek automatyki | Pozostałe segmenty | Łącznie |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Przychody | 145,9 | 149,3 | 151,3 | 29,9 | 1,8 | 478,2 |
| EBIT | 18,1 | 5,5 | 23,3 | -0,6 | -0,6 | 45,7 |
| Marża % | *12,4%* | *3,7%* | *15,4%* | *-1,9%* | *-36,8%* | *9,5%* |

*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:**

Marta Jeżewska tel. (+48 22) 697 47 37
Wicedyrektor
marta.jezewska@dibre.com.pl
Banki

**Analitycy:**

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

**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 Onyszczuk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczuk@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

**„Prywatny Makler"**

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26
Dyrektor BSOZ
jacek.szczepanski@dibre.com.pl

Paweł Szczepanik tel. (+48 22) 697 49 47
Sprzedaż
pawel.szczepanik@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, Nepentes, Pemug, Polimex-Mostostal, Torfarm.*
*DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Ambra, Arkus, Bakalland, BRE Bank, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Energoaparatura, Energomontaż Północ, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, GTC, Intergroclin Auto, Koelner, Komputronik, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Mostostal Warszawa, Nepentes, Odratrans, Pemug, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, Seco Warwick, Sfinks, Sokołów, Sygnity, Techmex, Torfarm, Unibep, WSiP, ZA Puławy.*
*W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Centrum Klima, LW Bogdanka.*
*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.*