15 listopada 2010

Komentarz specjalny

DOM INWESTYCYJNY BRE BANKU S.A.

Budownictwo

Polska

Elektrobudowa

LBUD.WA; ELB.PW

Redukuj

(Niezmieniona)

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

Wyniki Q3 2010 - słaby kwartał Elektrobudowy

Obecna cena 176,7 PLN, Cena docelowa 165,7 PLN

Wyniki Elektrobudowy w Q3 2010 okazały się gorsze, niż zakładaliśmy. Naszą uwagę zwraca niska marża brutto na sprzedaży (6,95%), która jednocześnie jest najniższa od Q2 2006 (wówczas marża wyniosła 4,8%). Efekt niskiej marży brutto na sprzedaży jest kompensowany przez wysokie dodatnie saldo pozostałej działalności operacyjnej (+3,5 mln PLN, tu księgowane są m.in. wyniki spółek rosyjskich). Ostatecznie, EBIT na poziomie 12,1 mln PLN jest o 27% niższy od naszych prognoz. Z podziału segmentowego wynika, że za niższy EBIT odpowiada głównie segment produkcji energii, który w Q3 2010 wygenerował ujemny EBIT (-1,5 mln PLN). Ujemny wynik w segmencie produkcji energii wynika z korekt budżetowanych rentowności kontraktów długoterminowych. Efekt ten nie powinien pojawiać się już w Q4 2010. Ujemny EBIT wygenerował również segment automatyki (-0,9 mln PLN). Słaby wynik segmentu to rezultat niekorzystnej sytuacji rynkowej i przedłużającej się restrukturyzacji spółek zależnych. Poprawa powinna pojawić się już w Q4 2010, w całym roku wynik segmentu będzie zbliżony do zera. W wynikach Q3 2010 pozytywnie wyróżnia się rentowność segmentu dystrybucji energii (18,8%) oraz przemysłu (6,9%). Uważamy, że za tak wysoką rentowność odpowiada rentowność na zakończonych starych kontraktach. Nie oczekujemy, aby poziomy zyskowności z Q3 2010 były powtarzalne. Zaskoczenia negatywne na poziomie zysku netto łagodzi lepszy wynik na działalności finansowej (1,0 mln PLN, prognoza: 0,25 mln PLN) oraz niższa efektywna stopa podatkowa (14,6%, prognoza: 19%). Podtrzymujemy opinię, że w 2010 roku na poziomie zysku netto Elektrobudowa ma nadal szansę na realizację naszej prognozy zakładającej 49,1 mln PLN zysku netto. Poprawa tych wyników w roku 2011 może jednak okazać się trudna. Z uwagi na wysoką wycenę, podtrzymujemy rekomendację negatywną (redukuj).

Wyniki Q3 2010 vs. prognoza i konsensus PAP

(mln PLN)	Q3 2010	Q3 2010P	różnica	konsensus PAP	różnica	Q3 2009	zmiana
Przychody	187,5	180,0	4,2%	184,3	1,7%	173,8	7,9%
Zysk brutto na sprzedaży	13,0	20,3	-35,6%	-	-	20,2	-35,4%
Marża %	*7,0%*	*11,3%*	-	-	-	*11,6%*	-
EBIT	12,1	16,6	-27,0%	15,0	-19,3%	13,1	-7,7%
Marża %	*6,5%*	*9,2%*	-	*8,1%*	-	*7,5%*	-
Zysk brutto	13,1	16,8	-22,0%	-	-	13,6	-3,6%
Zysk netto	11,2	13,6	-17,7%	12,2	-8,0%	11,4	-1,3%

Źródło: DI BRE Banku S.A., Elektrobudowa

Przychody Elektrobudowy nie odchyliły się istotnie od naszych prognoz i oczekiwań konsensusu. Znacząco zaskoczyła za to negatywnie marża brutto na sprzedaży (wynik: 6,95%, prognoza: 11,3%). Koszty ogólne wyniosły w Q3 2010 4,5 mln PLN (prognoza: 4,3 mln PLN). Pozostałe przychody operacyjne wyniosły 3,5 mln PLN (prognoza: +0,6 mln PLN). Ostatecznie, EBIT jest znacznie niższy od oczekiwań i konsensusu prognoz (wynik: 12,1 mln PLN, prognoza: 16,6 mln PLN, konsensus: 15,0 mln PLN).

Wynik na działalności finansowej wyniósł 1,0 mln PLN (prognoza: 0,25 mln PLN). Efektywna stopa podatkowa okazała się niższa od naszych prognoz (wynik: 14,6%, prognoza: 19%). Ostatecznie, wynik netto to 11,2 mln PLN (prognoza: 13,6 mln PLN, konsensus: 12,2 mln PLN).

Wyniki Elektrobudowy w Q3 2010 w segmentach działalności

(mln PLN)	Rynek wytwarzania energii	Rynek przemysłu	Rynek dystrybucji energii	Rynek automatyki	Pozostałe segmenty	Łącznie
Przychody	66,7	59,9	52,3	8,2	0,4	187,5
EBIT	-1,5	4,1	9,8	-0,9	0,5	12,1
Marża %	*-2,2%*	*6,9%*	*18,8%*	*-10,9%*	*115,5%*	*6,5%*

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.

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 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

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

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

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 Rożmiej tel. (+48 22) 697 48 64
michal.rozmiej@dibre.com.pl

Jakub Słotkowicz tel. (+48 22) 697 48 64
jakub.slotkowicz@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, Nepentes, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal, ZUE.
DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: 01 NFI, Rubikon Partners NFI, Asseco Poland, Erbud, Es-System, Macrologic, Mieszko, Mondi, Monnari Trade, Nepentes, Neuca, Optopol, PA Nova, Pemug, PKN Orlen, PKO BP, TP SA, TVN, Unibep.
DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Action, Agora, Ambra, Arkus, 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, Intergroclin Auto, Koelner, Komputronik, Kredyt Bank, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Nepentes, Neuca, Odratrans, Pemug, PGE, PGF, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, PZU, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Sfinks, Sokołów, Sygnity, Tauron, Techmex, Unibep, WSiP, ZA Puławy, ZUE.
W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: 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.