

17 listopada 2009

Komentarz specjalny


**Budownictwo**

Polska

**Elektrobudowa**

LBUD.WA; ELB.PW

**Trzymaj**

(Niezmieniona)

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

**Q3 2009: zgodnie z prognozą, zawyżony konsensus**
**Obecna cena: 172,0 PLN, Cena docelowa: 170,8 PLN**

Wyniki Q3 2009 Elektrobudowy na poziomie operacyjnym były bardzo zbliżone do naszych prognoz i istotnie gorsze od konsensusu PAP. W wynikach nie ma czynników, które byłyby dla nas dużym zaskoczeniem, może z wyjątkiem bardzo dobrego wyniku w segmencie dystrybucji energii i ujemnego rezultatu w segmencie automatyki. Podtrzymujemy opinię, że spółka posiada długoterminowy potencjał wzrostu, ze względu na wysokie kompetencje zarządu i szanse związane z inwestycjami w energetyce, jednak w krótkim okresie zauważalny jest szereg ryzyk. Nie oczekujemy w 2010 roku poprawy w ramach segmentu budownictwa przemysłowego. Nowe inwestycje ruszą naszym zdaniem najwcześniej w 2011 roku. W efekcie, popyt na rozdzielnice pozostanie w następnym roku słaby. Uważamy, że spółce uda się utrzymać wysoką rentowność w ramach produkcji rozdzielnic, ze względu na umiarkowaną konkurencję (4-5 firm) i duży udział w rynku (do 60% w ramach wybranego asortymentu). Mimo to, należy liczyć się ze spadkiem przychodów. Pod presją mogą być naszym zdaniem przychody i rentowności w ramach wykonawstwa instalacji elektrycznych (segment przemysłu). Spółka jest naszym zdaniem droga na tle firm porównywalnych. Nie widzimy podstaw do rewizji przesłania inwestycyjnego.

Różnice w prognozie i wyniku są niewielkie. Na poziomie zysku brutto ze sprzedaży, spółka wygenerowała wynik jedynie o 1,1% wyższy od naszych oczekiwań (marża wyniosła 11,6%, oczekiwaliśmy 10,8%). Wyższe niż prognozowaliśmy okazały się koszty ogólne (4,4 mln PLN, prognozowaliśmy 3,95 mln PLN). O 1,1 mln PLN wyższe od prognozy okazały się też pozostałe koszty operacyjne. W efekcie, pomimo niewielkiego odchylenia na wyniku brutto ze sprzedaży, odchylenie na poziomie zysku operacyjnego wyniosło 9,7%. Pozostałe koszty finansowe netto wyniosły 0,5 mln PLN, w porównaniu do oczekiwanych 0,3 mln PLN pozostałych przychodów finansowych netto. Efektywna stopa podatkowa wyniosła 16,6%, tzn. była nieznacznie niższa niż nasze oczekiwania (19%). Ostatecznie, wynik netto wyniósł 11,4 mln PLN, czyli o 13,8% mniej niż prognozowaliśmy.

### Wyniki Q3 2009 vs. prognoza

| (mln PLN)                | IIIQ 2009 | IIIQ 2008 | zmiana | prognoza DI BRE | różnica | konsensus | różnica |
|--------------------------|-----------|-----------|--------|-----------------|---------|-----------|---------|
| Przychody                | 173,8     | 208,2     | -16,5% | 185,0           | -6,0%   | 199,0     | -12,7%  |
| Zysk brutto na sprzedaży | 20,2      | 27,7      | -27,1% | 20,0            | 1,1%    | -         | -       |
| %                        | 11,6%     | 13,3%     | -      | 10,8%           | -       | -         | -       |
| EBIT                     | 13,1      | 26,1      | -49,7% | 14,5            | -9,7%   | 21,8      | -39,8%  |
| Zysk brutto              | 13,6      | 27,6      | -50,6% | 16,3            | -16,3%  | -         | -       |
| Zysk netto               | 11,4      | 22,0      | -48,2% | 13,2            | -13,8%  | 17,8      | -36,1%  |

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

Wyniki w segmencie produkcji energii i przemysłu są zgodne z naszymi oczekiwaniami. Wyższy niż oczekiwaliśmy okazał się wynik w segmencie dystrybucji energii. Sądzymy, że jego źródłem jest korzystne kształtowanie się kursów walutowych i cen surowców. Uważamy, że rentowność na poziomie 12,9% nie jest możliwa do utrzymania. Negatywnym zaskoczeniem jest dla nas słaby wynik w segmencie automatyki. Sądzymy, że negatywna tendencja z Q3 2009 ma szansę się odwrócić w Q4 2009.

### Wyniki Q3 2009 w segmentach działalności

| (mln PLN) | Rynek wytwarzania energii | Rynek przemysłu | Rynek dystrybucji energii | Rynek automatyki | Pozostałe segmenty | Łącznie |
|-----------|---------------------------|-----------------|---------------------------|------------------|--------------------|---------|
| Przychody | 53,4                      | 52,8            | 59,3                      | 7,7              | -2,1               | 171,1   |
| EBIT      | 5,2                       | 2,0             | 7,7                       | -1,7             | -0,1               | 13,1    |
| Marża %   | 9,7%                      | 3,9%            | 12,9%                     | -21,8%           | 4,1%               | 7,7%    |

*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, Media

#### **Departament Analiz:**

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

#### **Analitycy:**

Kamil Kliszczyk tel. (+48 22) 697 47 06  
[kamil.klisczyk@dibre.com.pl](mailto:kamil.klisczyk@dibre.com.pl)  
Paliwa, Chemia, Handel

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

#### **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)

Grzegorz Stępień tel. (+48 22) 697 48 62  
[grzegorz.stepien@dibre.com.pl](mailto:grzegorz.stepien@dibre.com.pl)

Tomasz Dudź tel. (+48 22) 697 49 68  
[tomasz.dudz@dibre.com.pl](mailto:tomasz.dudz@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)

Grzegorz Strublewski tel. (+48 22) 697 48 76  
[grzegorz.strublewski@dibre.com.pl](mailto:grzegorz.strublewski@dibre.com.pl)

#### **„Prywatny Makler”**

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

Paweł Szczepanik tel. (+48 22) 697 49 47  
Sprzedaż  
[pawel.szczepanik@dibre.com.pl](mailto:pawel.szczepanik@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 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 stanowił 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, Optopol, Pemug, Polimex-Mostostal, Torfarm.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: 05 NFI, Agora, Ambra, Arkus, ASPA, Bakalland, BIAFORM, BRE Bank, Cegielnie Bydgoskie, Centromor, Computerland, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Energoaparatura, Erbud, ERGIS-EUROFILMS, Es-System, Farmacol, FAT, Ferrum, GTC, Intergroclin Auto, Izo-Erg, Komputronik, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Mostostal Warszawa, Nepentes, Odlewnia Żeliwa, Odratrans, Pemug, PGE, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, Przedsiębiorstwo Robót Kolejowych 7, RYFAMA, Seco Warwick, Sokołów, Sygnity, Techmex, Torfarm, Unibep, WAN, ZA Puławy, ZUGIL.

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.