



RAPORT ANALITYCZNY

Elektrobudowa

usługi budowlano-montażowe i aparatura elektryczna

ISSN 1508-308X

Warszawa, 8.04.04

Sprzedaż wzrosła z inwestycjami

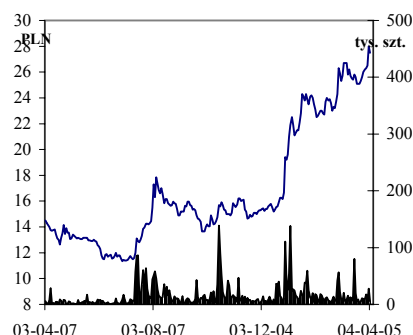
Oczekujemy wzrostu sprzedaży Elektrobudowy w najbliższych latach wraz ze wzrostem poziomu inwestycji w Polsce. Oferowane przez spółkę usługi elektromontażowe i aparatura elektryczna są nieodzownym elementem większości inwestycji przemysłowych, budowlanych i infrastrukturalnych. Już w 2004 roku inwestycje mają być jednym z głównych czynników wzrostu gospodarczego Polski. Ożywienie to powinno naszym zdaniem znaleźć odbicie w wynikach spółki.

Zakładamy, że sprzedaż Elektrobudowy na rzecz wytwórców i dystrybutorów energii elektrycznej, tradycyjnie głównych klientów spółki, będzie traciła na znaczeniu. Nasza prognoza opiera się wprawdzie na założeniu, że ostrzejsze normy dotyczące spalin z elektrowni spowodują wzrost inwestycji w energetyce przed rokiem 2006, ale nie będzie to czynnik o zasadniczym znaczeniu dla spółki. Po tym krótkim okresie ożywienia spodziewamy się stagnacji przychodów Elektrobudowy od tej grupy klientów. Jednak nawet te ostrożne założenia co do popytu ze strony energetyki mogą okazać się zbyt optymistyczne, jeśli nie dojdzie do rozwiązania problemu długoterminowych kontraktów na dostawy energii elektrycznej. Obniżenie ocen zdolności kredytowej wytwórców energii groziłoby zahamowaniem inwestycji.

Elektrobudowa przeszła już bardzo poważną restrukturyzację, przystosowującą ją do nowych warunków działania, z wieloma drobnymi kontraktami zamiast kilku wielkich. Nie zakładamy dalszych zmian obniżających poziom kosztów.

Nasz model oparty jest na założeniu, że spółka będzie w najbliższych latach inwestowała jedynie tyle, aby zrównoważyć dekapitalizację majątku, a od roku 2005 cały zysk netto będzie przeznaczany na dywidendę. Scenariusz ten może się nie sprawdzić, jeśli Elektrobudowa rzeczywiście postanowi o budowie własnych kompetencji w dziedzinie automatyki, co wymagałoby dodatkowych inwestycji.

Szacujemy obecną wartość akcji Elektrobudowy na 32 zł (36 zł metodą DCF, 28 zł metodą porównawczą). Akcje spółki są pod względem wskaźników rynkowych droższe od akcji innych polskich spółek średniej wielkości. Rekomendujemy akumulowanie akcji Elektrobudowy.



Rekomendacja AKUMULUJ

Cena 27.50
Wycena 32.00

Podstawowe dane

Liczba akcji po emisji (tys.) 4 220
Free float 65.2%
Kapitalizacja (mln zł) 116

Struktura akcjonariatu

OFE Nationale Nederlanden 9.8%
PZU 8.7%
OFE Generali 8.1%
OFE PZU 8.1%
Free float 65.2%

Analitycy

Witold Samborski
Makler Papierów Wartościowych
witold.samborski@breinvest.com.pl
tel. (22) 697 47 36
faks (22) 697 47 43

Dom Inwestycyjny BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-490 Warszawa, skr. poczt. 21

www.brebrokers.com.pl

	Sprzedaż [mln zł]	EBIT [mln zł]	Zysk netto [mln zł]	Cash earn. [mln zł]	Cena [zł]	EPS [zł]	P/E	BVPS [zł]	P/BV	CEPS [zł]	P/CE	EV/EBDIT
2002	259	4.6	1.6	9.3	27.5	0.4	66.7	16.0	1.7	2.3	11.7	10.8
2003	229	8.0	3.1	10.0	27.5	0.8	35.6	16.6	1.7	2.5	10.9	8.6
2004P	260	8.6	5.2	12.2	27.5	1.2	22.3	17.6	1.6	2.9	9.5	7.8
2005P	300	11.0	7.9	14.9	27.5	1.9	14.6	18.3	1.5	3.5	7.8	6.4
2006P	340	13.4	10.0	17.0	27.5	2.4	11.6	18.8	1.5	4.0	6.8	5.4

UWAGA: P - prognoza Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A., dane jednostkowe

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 raportu.

**Wycena, rekomendacja**

Oceniamy dzisiejszą wartość godziwą akcji Elektrobudowy na 32 zł. Jest ona wyższa od obecnej ceny rynkowej, dlatego rekomendujemy akumulowanie akcji Elektrobudowy.

Wycena metodą DCF daje 36 zł jako nasz szacunek wartości godziwej akcji Elektrobudowy, zaś wycena porównawcza, przez porównanie z podobnej wielkości spółkami polskimi notowanymi na giełdzie, daje 28 zł. Elektrobudowa nie jest dziś wskaźnikowo tańsza od polskich spółek średniej wielkości, natomiast będzie w najbliższych latach generować stabilne przepływy gotówkowe, które pozwolą na wypłacanie nawet całego zysku w postaci dywidendy.

Wycena DCF Elektrobudowy

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014+
Przychody	259	229	260	300	340	364	378	394	379	398	419	450	489
<i>zmiana</i>	11%	-12%	14%	15%	13%	7%	4%	4%	-4%	5%	5%	7%	9%
marża EBIT	2%	3%	3%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	5%
EBIT	4,6	8,0	8,6	11,0	13,4	14,8	15,7	16,7	15,7	16,9	18,1	20,0	22,3
podatek	0,7	1,6	1,6	2,1	2,5	2,8	3,0	3,2	3,0	3,2	3,4	3,8	4,2
NOPLAT	3,9	6,4	7,0	8,9	10,9	12,0	12,7	13,5	12,7	13,7	14,7	16,2	18,1
amortyzacja	7,7	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0
inwestycje	2,7	0,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0
- zmiana zapasów	4,48	-2,60	1,00	1,28	1,28	0,77	0,46	0,51	-0,50	0,61	0,67	0,98	1,25
- zm. należności	10,89	2,52	1,00	3,44	3,11	1,74	1,00	1,07	-1,05	1,29	1,37	1,90	2,28
- zm. zobowiązań	-21,50	0,63	-7,34	-9,40	-9,40	-5,64	-3,38	-3,72	3,66	-4,50	-4,95	-7,21	-9,19
zmiana kap. obr.	-6,13	0,54	-5,34	-4,68	-5,01	-3,13	-1,92	-2,15	2,11	-2,60	-2,91	-4,33	-5,66
	15,0	12,8	11,3	12,6	14,9	14,2	13,6	14,6	9,6	15,3	16,6	19,5	22,7
	2 002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014+
FCF	15,0	12,8	11,3	12,6	14,9	14,2	13,6	14,6	9,6	15,3	16,6	19,5	22,7
Dług/EV	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
stopa wolna od ryzyka	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	5,6%
premia rynkowa	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
koszt kapitału własnego	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	10,6%
WACC	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	10,6%
współczynnik dyskonta			1,1	1,2	1,4	1,5	1,7	1,9	2,1	2,3	2,6	2,9	3,2
PV (FCF)	0,0	0,0	10,4	10,4	11,0	9,4	8,1	7,8	4,6	6,5	6,4	6,7	7,1

Źródło: szacunki i prognozy DI BRE Banku

Mln zł	
Wartość DCF	81
Stopa wzrostu w nieskończoności	2,0%
Wartość rezydualna	264
Zdyskontowana wartość rezydualna	91
EV	172
Dług netto	19
Wartość kapitałów spółki	153
Liczba akcji (mln szt)	4,22
Wartość na akcję (zł)	36,2

Źródło: szacunki i prognozy DI BRE Banku

**Wrażliwość wyceny DCF Elektrobudowy na zmiany założenia o stopie wzrostu po roku 2013:**

g	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%
Końcowy CF	23	23	23	23	23
TV	215	237	264	299	345
DTV	74	81	91	103	118
MC	136	143	153	165	180
cena akcji	32,2	34,0	36,2	39,1	42,7

Źródło: szacunki i prognozy DI BRE Banku

Wrażliwość wyceny DCF Elektrobudowy na zmiany założeń o stopie wzrostu wolnych przepływów pieniężnych (od 0 do 4%) i koscie kapitału

	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%
9,0%	35,3	37,8	41,1	45,5	51,7
10,0%	33,2	35,3	37,8	41,1	45,5
10,5%	32,3	34,2	36,5	39,4	43,2
10,6%	32,2	34,0	36,2	39,1	42,7
11,0%	31,5	33,2	35,3	37,8	41,1
12,0%	30,1	31,5	33,2	35,3	37,8
13,0%	29,0	30,1	31,5	33,2	35,3

Źródło: szacunki i prognozy DI BRE Banku

Wskaźniki spółek użytych do wyceny porównawczej Elektrobudowy

	Kęty	Polfra	Farmacol	Forte	Orbis	Echo	Relpol	Groclin	Lentex	Jelfa	Rafako	mediana	Elektro budowa
Cena zł	129,5	269	30,3	14,05	24,4	78,9	90,3	145	28,3	66,3	15,45		27,5
P/E 2004	14,4	12,8	13,2	14,5	26,6	21,2	17,4	18,9	12,4	43,4	21,5	17,4	22,3
Zmiana EPS; 2003-2005 CAGR	21%	21%	18%	32%	2%	21%	48%	18%	54%	-4%	121%		56%
P/E 2003	18,4	16,4	17,0	20,9	20,5	29,2	27,6	23,4	26,2	20,8	61,3	20,9	35,6
PEG	0,89	0,79	0,95	0,66	9,00	1,42	0,58	1,28	0,48	-5,67	0,51		0,64
P/E 2005	12,7	11,2	12,2	12,0	19,6	20,1	12,6	16,7	11,0	22,4	12,5	12,6	14,6
Stopa dywidendy średni 2003-2004	2,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,8%	0,0%	0,0%	0,0%	4,6%	3,3%	0,0%		3,1%
EV/EBITDA 2004	9,3	7,2	9,5	6,7	9,3	15,8	8,5	12,1	5,2	10,1	9,0	9,3	7,8
EV/EBITDA 2005	8,2	6,0	8,7	5,9	7,8	15,7	7,5	10,8	4,6	7,6	6,2	7,6	6,4
ROIC 2004	16%	16%	13%	10%	4%	9%	8%	15%	7%	3%	3%	9%	6%

Źródła: obliczenia i prognozy DI BRE Banku

Wycena porównawcza Elektrobudowy przy użyciu wskaźników dla polskich spółek średniej wielkości (zł za akcję)

Wskaźnik	Wynikająca z porównania wycena ELB
P/E 2004	21,5
P/E 2005	23,8
EV/EBITDA 2004	32,8
EV/EBITDA 2005	32,6
Średnia	27,7

Źródła: obliczenia DI BRE Banku SA

Porównaliśmy wskaźniki rynkowe Elektrobudowy i kilku podobnej wielkości spółek notowanych na GPW. Wykorzystaliśmy do tego pochodzące z własnych obliczeń wskaźniki spółek



wymienionych w tabeli 2. Wynikający z tego porównania szacunek wartości jednej akcji Elektrobudowy to 28 zł.

Nasz szacunek wartości godziwej akcji Elektrobudowy, wynikający z wycen metodami DCF i porównawczą, to 32 zł.

Prognoza

Sprzedaż

Elektrobudowa zmieniała w ostatnich latach główne źródło przychodów z wielkich kontraktów na roboty elektryczne przy modernizowanych lub nowobudowanych blokach elektrowni na znacznie mniejsze kontrakty z bardziej zróżnicowanym gronem klientów. Powodem tej zmiany było z jednej strony zahamowanie inwestycji w energetyce wytwórczej, z drugiej strony wypieranie Elektrobudowy z tej części rynku przez dostawców oferujących własne układy sterowania blokiem energetycznym. Rozwiązania Elektrobudowy okazały się niewystarczająco nowoczesne. W tej sytuacji spółka zdecydowała się wejść w segment znacznie mniejszych kontraktów na roboty elektromontażowe dla innych niż tradycyjni odbiorców, a w dużych przetargach w energetyce wytwórczej występować w konsorcjach z dostawcami nowoczesnych technologii sterowania. Zakładamy, że sytuacja ta nie ulegnie w najbliższych latach zmianie. Założenie to może okazać się niewłaściwe, jeśli dojdzie do przejścia przez Elektrobudowę dostawcy tego rodzaju technologii.

Wzrost głównie w segmencie przemysłu. Zakładamy, że w najbliższych latach Elektrobudowa będzie zwiększać sprzedaż do odbiorców przemysłowych, czyli spoza segmentów energetyki wytwórczej (elektrownie, elektrociepłownie) i dystrybucji energii elektrycznej. Według ocen BRE Banku już w 2004 roku inwestycje w środki trwałe będą głównym, obok eksportu, źródłem wzrostu polskiej gospodarki. Ważnymi obszarami wzrostu inwestycji będą w najbliższych latach: budownictwo drogowe, kolejowe oraz związane z ochroną środowiska (oczyszczalnie ścieków, wodociągi). Powodem będzie dostępność bardzo dużych jak na Polskę środków pomocowych z Unii Europejskiej przeznaczonych na te cele. Wielkość całego rynku usług elektroinstalacyjnych dla odbiorców innych niż energetyka jest przez spółkę szacowany na 0,8-1,0 mld zł rocznie.

Konkurentami Elektrobudowy w tym segmencie są polskie spółki elektroinstalacyjne: Elektromontaż Rzeszów, Elektromontaż Export i Elektromontaż Warszawa, oraz znacznie większe od Elektrobudowy podmioty zagraniczne, takie jak Elin EBG, Mercury czy Siemens. Polskiej konkurencji są w większości w niezbyt dobrej sytuacji finansowej po trzech latach silnego spadku krajowej produkcji budowlano-montażowej. Dopóki jednak nie upadną, stanowią konkurencję dla Elektrobudowy w walce o małe kontrakty, gdzie wymagane wadium nie stanowi dla nich przeszkody nie do przeskokienia. Przy znacznym nadmiarze mocy produkcyjnych w sektorze usług elektroinstalacyjnych, stojący na krawędzi bankructwa konkurenci decydują się na realizację kontraktów z minimalnymi marżami po kosztach zmiennych, co powoduje generalnie niski poziom marż w tym segmencie. Niektórzy konkurenci Elektrobudowy mają też po prostu niższe koszty siły roboczej, wynikające z poziomu płac w miejscach, z których pochodzą ich pracownicy.

Druga grupa konkurentów Elektrobudowy w segmencie przemysłowym to firmy zagraniczne, o potencjale finansowym wyższym od Elektrobudowy, świetnych referencjach i dysponujące najnowocześniejszymi technologiami. Przewagą Elektrobudowy są niskie koszty.

Niskie marże na sprzedaży usług do klientów z sektora przemysłowego są częściowo kompensowane powiązaną ze sprzedażą tych usług sprzedażą cechujących się wyższymi marżami własnych produktów spółki, takich jak rozdzielnice czy stacje kontenerowe.

Wzrost popytu ze strony elektrowni do 2008 roku. Najważniejszy pod względem wielkości sprzedaży segment wytwarzania energii będzie według naszej oceny obszarem wzrostu rzędu 10% w latach 2005 i 2006 po zastoju w roku 2004. Oczekujemy, że problem długoterminowych kontraktów na sprzedaż energii elektrycznej (KDT) zawartych między elektrowniami i Polskimi Sieciami Elektroenergetycznymi zostanie rozwiązany w taki sposób, który umożliwi znalezienie finansowania dla inwestycji w energetyce wytwórczej. Zwiększone inwestycje są konieczne przed rokiem 2008, kiedy zaczną w Polsce obowiązywać ostrzejsze niż dotąd przepisy dotyczące emisji



tlenków siarki. Koszt części elektrycznej nowych lub remontowanych bloków energetycznych jest rzędu 8% wartości inwestycji (a koszt całego bloku jest rzędu 1 mln euro za 1 MW mocy elektrycznej). Łączna wartość części elektrycznych dużych projektów w energetyce wytwórczej, których wykonawcą w latach 2004-2005 chciałaby być Elektrobudowa wynosi 152 mln zł. Nasza prognoza obejmuje z tego tylko Łagiszę (31,8 mln zł).

Po tym okresie ożywienia oczekujemy stagnacji popytu na usługi Elektrobudowy ze strony wytwórców energii na poziomie niższym od tego z lat 2006-2008. Powodem wzrostu inwestycji w energetyce wytwórczej w następnych latach będzie dopiero wprowadzenie kolejnego zestawu nowych norm ochrony środowiska od roku 2017. Są one na tyle ostre, że spełnia je dziś zaledwie 10% mocy wytwórczych energetyki w Polsce (nowe bloki parowo-gazowe). Nie jest jeszcze dziś jasne, jakie technologie zostaną użyte dla dostosowania pozostałej części polskiej energetyki wytwórczej do tych norm. Drugim czynnikiem wpływającym na oczekiwane przez nas przychody Elektrobudowy po roku 2008 będzie narastająca presja konkurencyjna ze strony międzynarodowych dostawców, dysponujących nowocześniejszymi technologiami.

Nasze założenia co do popytu ze strony energetyki mogą okazać się zbyt optymistyczne, jeśli nie zostanie szybko rozwiązany problem KDT. Przeciągająca się obecna sytuacja niepewności co do sposobu rozwiązania problemu KDT może sparaliżować inwestycje w energetyce, gdyż utrudnia ona bankom i inwestorom ocenę ryzyka finansowania inwestycji w polskiej energetyce. Już dziś odczuwają to ci spośród wytwórców, którzy usiłują zdobyć finansowanie nowych projektów (PAK dla Pątnowa II, PKE dla Łagiszy, Bełchatów dla Bełchatowa II). Innym sygnałem, jak złe skutki może mieć przeciąganie się obecnej sytuacji, jest obniżenie przez Fitcha ratingu dla obligacji Elektrowni Turów do poziomu B- (czyli obligacji wysokiego ryzyka) ze wskazaniem negatywnym z powodu groźby niewypłacalności Turowa w razie rozwiązania jego KDT na proponowanych obecnie przez rząd warunkach. W sytuacji kryzysu zaufania banków i inwestorów do sektora wytwarzania energii możemy mieć do czynienia nie ze wzrostem, ale ze spadkiem popytu na usługi Elektrobudowy ze strony tej grupy odbiorców.

Nasza prognoza obejmuje udział Elektrobudowy w realizacji niektórych dużych projektów modernizacyjnych w energetyce wytwórczej w najbliższych kilku latach. Realizacja przez spółkę znacząco większej sprzedaży w tym sektorze wydaje się dziś mało prawdopodobna.

Konkurentami Elektrobudowy w tym segmencie są przede wszystkim zagraniczni dostawcy technologii wytwarzania energii: Alstom, Siemens, ABB, a z polskich firm Elektromontaż Export. Brak nowoczesnych własnych technologii układów sterowania powoduje, że Elektrobudowa jest zmuszona występować w dużych projektach modernizacyjnych w elektrowniach jako podwykonawca zagranicznych dostawców, zadowolając się niższymi marżami niż kilka lat temu, kiedy własne technologie Elektrobudowy były uznawane jeszcze za odpowiednie. Zagraniczni konkurenci mogą jednak także samodzielnie oferować elektrowniom kompletne, nowoczesne rozwiązania. Siłą Elektrobudowy w sektorze wytwarzania energii jest na pewno jej marka jako solidnego dostawcy z historią wieloletnich kontaktów handlowych z większością polskich elektrowni.

Spółka rozważa zbudowanie własnych kompetencji w obszarze automatyki bloków energetycznych, między innymi przez przejęcie podmiotu posiadającego takie umiejętności. Nasza prognoza nie uwzględnia takiego scenariusza, który oznaczałby początkowo wyższe od ujętych w naszej prognozie inwestycje, ale w dłuższym terminie mogłyby dać wyższe od zakładanych przez nas marże.

Dystrybucja energii. Do tego segmentu Elektrobudowa zalicza sprzedaż urządzeń służących dystrybucji energii (na przykład rozdzielnic) i związanych z tym usług także na rzecz odbiorców innych niż Zakłady Energetyczne. Według danych Urzędu Regulacji Energetyki roczne nakłady inwestycyjne sektora dystrybucji energii w Polsce były w ostatnich kilku latach rzędu 1,6-2,3 mld zł. W 2003 roku wyniki finansowe całego sektora znacznie poprawiły się: tylko jedna (z 29) spółka dystrybucyjna odnotowała stratę (rok temu 14 z 33 działających), a cały sektor dystrybucji odnotował po III kwartałach 2,5 razy wyższy zysk netto (482 mln zł) niż w 2002 roku (dane Polskiego Towarzystwa Przesyłu i Rozdziału Energii Elektrycznej). Dobre wyniki spółek dystrybucyjnych naszym zdaniem wskazują, że nasze założenie wzrostu inwestycji w sektorze w



najbliższych latach ma szansę urzeczywistnić się. Oczekiwany wzrost gospodarczy na poziomie rzędu 5% rocznie i jeszcze wyższy wzrost nakładów inwestycyjnych w Polsce będą prawdopodobnie skutkować wzrostem zużycia energii elektrycznej, a na pewno pojawianiem się zapotrzebowania na energię w nowych miejscach, co będzie oznaczało potrzebę inwestycji w sieci dystrybucyjne. Prognozowanie zużycia energii elektrycznej w dłuższym terminie jest zbyt trudne, dlatego zakładamy stagnację sprzedaży Elektrobudowy w tym segmencie po kilku latach wzrostu.

Głównymi konkurentami Elektrobudowy są w tym segmencie ABB, Siemens i Elektromontaż Export. Elektrobudowa konkuruje tutaj z jednej strony niskimi kosztami, z drugiej odpowiednią jakością usług.

Eksport. Oprócz sprzedaży krajowej, Elektrobudowa realizuje sprzedaż eksportową produktów przeznaczonych dla sektora dystrybucji energii. Eksport, głównie do Rosji, sięgnął 10 mln zł w 2002 roku i 8 mln zł w 2003 roku. Sprzedaż ta rozwijała się dotąd dobrze dzięki współpracy Elektrobudowy z rosyjską spółką, dostarczającą też Elektrobudowie komponenty do budowy rozdzielnic. Ze względu na małą skalę eksportu nie prognozujemy go osobno, lecz zaliczamy go do sprzedaży na rzecz sektora dystrybucji.

Dobry portfel zamówień na początku 2004 roku. Portfel zamówień Elektrobudowy wynosił na początku 2004 roku 170 mln zł wobec około 125 mln zł rok temu. Wzrost sprzedaży w 2004 roku wydaje się więc całkiem prawdopodobny. Wyniki po pierwszych dwóch miesiącach roku wskazują zdaniem spółki, że strata w pierwszym kwartale powinna okazać się o połowę niższa niż rok temu.

Koszty operacyjne, marże

Koszty w 2004 roku nie będą się znacznie różnić od tych z 2003 roku. Na mocy zmienionego na przełomie roku układu zbiorowego możliwe jest obniżenie kosztów osobowych, ale tylko w sytuacji, gdyby nie została zrealizowana prognoza sprzedaży. Nie zakładamy takiej sytuacji.

Zakładamy nieznaczne pogarszanie się marż uzyskiwanych przez spółkę w sektorach wytwarzania i dystrybucji energii i jednocześnie wzrost marż w sektorze przemysłowym, gdzie spółka wychodzi z okresu nabierania doświadczenia. W sumie średnia stopa zysku operacyjnego wzrośnie w ciągu kilku lat z obecnych 3,5% do nieco ponad 4%.

Odpisy niespłacanych należności

W ostatnich 2 latach koszt odpisów niespłacanych należności stanowił około 2% sprzedaży, ale spółka twierdzi, że był to skutek wchodzenia na rynek odbiorców przemysłowych (brak doświadczenia w kontroli ryzyka kredytowego w tym segmencie). Przyjmujemy ten argument i w prognozie zakładamy 1,5% sprzedaży.

Koszty finansowe

Elektrobudowa będzie w stanie sfinansować przyjęte w prognozie inwestycje (8 mln zł rocznie) przy obniżeniu zadłużenia do poziomu 15 mln zł i wypłacaniu całego zysku netto jako dywidendy poczynając od roku 2005. W takiej sytuacji już od roku 2006 spółka uzyskiwałaby nadwyżkę przychodów finansowych z lokowania nadmiaru gotówki nad kosztami finansowymi.

Inwestycje, emisje akcji

Zakładamy inwestycje prawie czysto odtworzeniowe (nieznacznie wyższe od amortyzacji). Plany inwestycyjne Elektrobudowy mogą ulec zmianie, jeśli spółka zainwestuje we własne technologie automatyki bloków energetycznych. W takim przypadku spółka nie wyklucza emisji akcji dla sfinansowania przejścia spółki dysponującej takimi technologiami. Nasza prognoza nie uwzględnia emisji akcji na ten cel, natomiast zawiera wzrost liczby akcji wskutek emisji 0,25 mln akcji dla zarządu w 2004 roku (po 21,1 zł).

**Potrojenie zysku netto w 3 lata?**

Wynik naszego modelu dla Elektrobudowy to potrojenie zysku netto w okresie od 2003 do 2006 roku. Czy to nie przesadnie optymistyczny model? Nasz model opiera się między innymi na założeniu stałej stopy EBITDA między 2004 i 2006 rokiem, przy wzroście sprzedaży o 80 mln zł. Jeśli prawdziwe okazałyby się szacunki spółki, mówiące o kosztach stałych rzędu 50-60 mln zł w 2004 roku, co odpowiada marży po kosztach zmiennych rzędu 25%, wzrost sprzedaży o 80 mln zł powinien przy założeniu stałej średniej marży po kosztach zmiennych skutkować wzrostem zysku przed opodatkowaniem o plus minus 20 mln zł w stosunku do roku 2003. Oczywiście, jeśli wzrost sprzedaży ma dokonywać się przede wszystkim w cechującym się najniższymi marżami segmencie przemysłowym, średnie marże dla Elektrobudowy spadną. Nasze założenia są równoważne założeniu spadku średniej marży po kosztach zmiennych z 25% w 2004 do 23% w 2005 i 21% w 2006 r. Przy bardzo dużej (naszym zdaniem – zbyt dużej) dozie optymizmu można wyobrazić sobie, że średnie marże po kosztach zmiennych nie spadają, co oznaczałoby jeszcze wyższe od naszej prognozy zyski przy tych samych założeniach co do łącznej wielkości sprzedaży.

Prognoza wyników Elektrobudowy (mln zł)

	2002	2003	2004P	2005P	2006P
Sprzedaż	259,1	228,8	260,0	300,0	340,0
EBITDA	12,3	14,9	15,6	18,0	20,4
Stopa EBITDA	4,7%	6,5%	6,0%	6,0%	6,0%
Amortyzacja	7,7	7,0	7,0	7,0	7,0
Zysk operacyjny	4,6	8,0	8,6	11,0	13,4
Stopa zysku operacyjnego	1,8%	3,5%	3,3%	3,7%	3,9%
Saldo przych i kosztów finansowych	-1,7	-3,0	-1,3	-0,1	0,2
Zysk brutto	2,9	5,0	7,3	10,9	13,6
Podatek	1,2	1,9	2,1	2,9	3,5
Zysk netto	1,6	3,1	5,2	7,9	10,0

Źródło: spółka, 2004-2006: szacunki i prognozy DI BRE Banku

**Prognoza bilansu Elektrobudowy (mln zł)**

	2002	2003	2004P	2005P	2006P
Aktywa	159,8	155,8	161,2	173,3	184,8
Aktywa trwałe	50,9	44,8	45,8	46,8	47,8
Rzecz. aktywa trw. i wart. niematerialne i prawne	39,8	35,0	36,0	37,0	38,0
Inwestycje długoterminowe	0,6	1,3	1,3	1,3	1,3
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	5,6	3,4	3,4	3,4	3,4
Aktywa obrotowe	108,9	111,0	115,4	126,6	137,1
Zapasy	9,9	7,3	8,3	9,6	10,9
Należności krótkoterminowe	91,5	93,5	94,5	97,9	101,0
Inwestycje krótkoterminowe	0,2	6,4	8,8	15,2	21,3
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	7,3	3,8	3,8	3,8	3,8
	2002	2003	2004P	2005P	2006P
Pasywa	159,8	155,8	161,2	173,3	184,8
Kapitał własny	63,6	66,0	74,5	77,2	79,3
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	96,2	89,8	86,8	96,2	105,5
Rezerwy na zobowiązania	12,9	5,8	5,8	5,8	5,8
Zobowiązania długoterminowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	78,5	79,1	76,1	85,5	94,9
Oprocentowane	23,8	25,4	15,0	15,0	15,0
Nieoprocentowane	40,1	38,3	43,5	50,2	56,9
Rozliczenia międzyokresowe	4,8	4,9	4,9	4,9	4,9

Źródło: spółka, 2004-2006: szacunki i prognozy DI BRE Banku

**Prognoza skonsolidowanych przepływów pieniężnych Elektrobudowy (mln zł)**

	2002	2003	2004P	2005P	2006P
Przepływy operacyjne	14,8	6,4	17,5	19,6	22,0
Zysk netto	1,6	3,1	5,2	7,9	10,0
Amortyzacja	7,7	7,0	7,0	7,0	7,0
Zmiana kapitałów obrotowych	6,1	-0,5	5,3	4,7	5,0
Pozostałe operacyjne	-0,6	-3,1	0,0	0,0	0,0
Przepływy inwestycyjne	-2,7	0,0	-8,0	-8,0	-8,0
Przepływy finansowe	-12,0	-0,2	-7,1	-5,2	-7,9
Wpływy	14,6	1,6	5,3	0,0	0,0
Emisja akcji	0,0	0,0	5,3	0,0	0,0
Wydatki	-26,6	-1,8	-12,4	-5,2	-7,9
Dywidenda	-4,0	0,0	-2,0	-5,2	-7,9
Spłata kredytów *	0,0	0,0	-10,4	0,0	0,0
Przepływy gotówkowe razem	0,1	6,2	2,4	6,4	6,1

* od 2003 r. – netto spłata/zaciągnięcie, źródło: spółka, 2004-2006: prognozy DI BRE Banku

Czynniki ryzyka

Wzrost sprzedaży głównie w segmencie przemysłowym, o niskich marżach

Przewaga konkurencyjna oparta na relacjach z klientami i niskich kosztach – mniej trwała od opartej na własnych produktach.

Trudna sytuacja finansowa części konkurentów krajowych, skłaniająca ich do oferowania usług po niskich cenach.

Możliwe załamanie się inwestycji w sektorze wytwarzania energii.



Od kwietnia 2003 roku Dom Inwestycyjny BRE Banku SA nie miał rekomendacji dla akcji Elektrobudowy.

**DEPARTAMENT SPRZEDAŻY
INSTYTUCJONALNEJ I ANALIZ:**

Tomasz Mazurczak tel. (+48 22) 697 47 35
Doradca Inwestycyjny, Dyrektor
Tomasz.Mazurczak@breinwest.com.pl
Analiza strategiczna

Grzegorz Domagała tel. (+48 22) 697 48 03
Z-ca dyrektora
Grzegorz.Domagala@breinwest.com.pl

Sprzedawcy:

Michał Skowroński tel. (+48 22) 697 49 68
Michal.Skowronski@breinwest.com.pl
Emil Onyszczyk tel. (+48 22) 697 49 63
Emil.Onyszczyk@breinwest.com.pl
Marzena Łempicka tel. (+48 22) 697 48 95
Marzena.Lempicka@breinwest.com.pl
Grzegorz Stepień tel. (+48 22) 697 48 62
Grzegorz.Stepien@breinwest.com.pl
Tomasz Roguński tel. (+48 22) 697 48 82
Tomasz.Roguński@breinwest.com.pl

Analicycy:

Hanna Kędziora tel. (+48 22) 697 47 37
Hanna.Kedziora@breinwest.com.pl
Chemia, farmaceutyki, AGD, przem. spożywczy

Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Michal.Marczak@breinwest.com.pl
Telekomunikacja, surowce, metale, media

Andrzej Powierża tel. (+48 22) 697 47 42
Doradca Inwestycyjny
Andrzej.Powierza@breinwest.com.pl
Banki, ubezpieczenia, inne

Witold Samborski tel. (+48 22) 697 47 36
Makler Pap. Wart.
Witold.Samborski@breinwest.com.pl
IT, budownictwo, inne

Przemysław Smoliński tel. (+48 22) 697 49 64
Przemyslaw.Smolinski@breinwest.com.pl
Asystent analityka, analiza techniczna

EV - dług netto + wartość rynkowa (EV - wartość przedsiębiorstwa)

EBIT - Zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny plus amortyzacja

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 przedsiębiorstwa

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

CAGR - średnia roczna stopa wzrostu (średnia geometryczna stóp wzrostu z poszczególnych lat)

ROIC - (NOPLAT/EV) - Zysk operacyjny po opodatkowaniu do wartości przedsiębiorstwa

NOPLAT - Zysk operacyjny po opodatkowaniu takim, jakby zysk operacyjny stanowił podstawę opodatkowania

Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

Rekomendacja jest ważna w okresie 3-6 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana.

KUPUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji w akcje spółki będzie o co najmniej 15% wyższa niż WIG

AKUMULUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji w akcje spółki będzie 5%-15% wyższa niż WIG

TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji w akcje spółki będzie mieścić się w granicach +/-5% w relacji do WIG

REDUKUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji w akcje spółki będzie 5%-15% niższa w relacji do WIG

SPRZEDAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji w akcje spółki będzie co najmniej 15% niższa w relacji do WIG

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania.

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne.

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.

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.

DI BRE Banku S.A. świadczył w ciągu ostatnich 12 miesięcy usługi za wynagrodzeniem na rzecz Elektrobudowy. Jest możliwe, że DI BRE Banku S.A. świadczy, będzie świadczył lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bądź rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody DI BRE Banku S.A.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

DCF – ciągle jest uważana za najbardziej właściwą metodologicznie metodę 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.