

**Budownictwo**

Polska

<b>Cena bieżąca</b>	<b>97,8 PLN</b>
<b>Cena docelowa</b>	<b>112,4 PLN</b>
Kapitalizacja	0,46 mld PLN
Free float	0,21 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	0,31 mln PLN

**Struktura akcjonariatu**

AVIVA OFE	15,16%
ING OFE	9,95%
OFE PZU	9,79%
AXA OFE	8,34%
Generali OFE	8,64%
Amplico OFE	5,65%
Pozostali	42,47%

**Strategia dotycząca sektora**

Nowy rok, nowe „rozdanie”. W 2012 roku WIG Budownictwo nie będzie już słabszy, niż szeroki indeks WIG. Szansą sektora budownictwa są inwestycje energetyki, ryzykiem zaś kontrakty drogowe (słabe przepływy operacyjne, brak łatwej akceptacji rozszczeń wykonawców). Na tle sektora zalecamy przeważanie małych i średnich spółek nad dużymi. Małe i średnie spółki realizują małe, relatywnie bezpieczne kontrakty, mają też silne bilanse.

**Profil spółki**

Elektrobudowa SA działa w branży elektrycznej, specjalizuje się w produkcji i montażu urządzeń do rozdziału i przesyłu energii elektrycznej w elektrowniach, zakładach przemysłowych i obiektach infrastrukturalnych.

**Kurs akcji Elektrobudowy na tle WIG****Maciej Stokłosa**

(48 22) 697 47 41

maciej.stoklosa@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

# Elektrobudowa Akumuluj

ELB.PW; LBUD.WA

(Podtrzymana)

## Rok 2012 daje szansę na poprawę

Najlepsze wyniki w 2011 roku Elektrobudowa zaprezentowała w I półroczu, co związane było ze spadkiem wykorzystania mocy produkcyjnych fabryki rozdzielnic. Utracony z tego tytułu wynik operacyjny sięga 8 mln PLN. Podobna sytuacja nie powtórzy się w tym roku. Już Q3 2011 zaprezentował poprawę wyników spółki. Zarząd zaktualizował prognozę na rok 2011, obniżając prognozowany zysk netto z 48,3 mln PLN do 38,1 mln PLN. Skłania nas to przyjęcia bardziej ostrożnych szacunków co do przyszłego roku. Mimo to, podtrzymujemy opinię, że najgorsze jest już za nami, a Elektrobudowa posiada ponadprzeciętne możliwości wzrostu i bardzo silną pozycję rynkową. Bez względu na to, kto będzie generalnym wykonawcą bloków energetycznych w Polsce, Elektrobudowa może liczyć na kontrakty podwykonawcze. Na słabym rynku giełdowym spółka mogłaby być potencjalnym celem przejęć. Portfel zleceń na koniec Q3 2011 ma wartość 867,1 mln PLN (Q2 2010: 638,7 mln PLN). Duży portfel zleceń daje szansę na wzrost przychodów w roku 2012. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj i cenę docelową na poziomie 112,4 PLN.

**Co zakłada prognoza na rok 2012**

Nasza prognoza na rok 2012 zakłada, że wyniki Elektrobudowy poprawią się r/r. Zakładamy, że zysk brutto na sprzedaży wzrośnie r/r o około 10,8 mln PLN (około 8 mln PLN to efekt braku problemów z obłożeniem mocy w ramach produkcji rozdzielnic w H1 2012, pozostała zaś kwota to oczekiwany brak rezerw z tytułu realizacji kontraktów eksportowych). Publikacji oficjalnej prognozy spodziewamy się na początku 2012 roku. Prawdopodobnie, prognoza zarządu będzie konserwatywna, co znaczy, że prognoza zysku netto może być niższa, niż nasza nowa prognoza.

**Perspektywa inwestycji energetycznych**

W latach 2012-2020 wyłączane zostaną bloki o łącznej mocy 6,9 GW. Zużycie energii rośnie r/r. Rezerwa mocy w systemie energetycznym jest już obecnie niewielka, a w latach 2012-2016 będzie się dalej kurczyć. Nowe inwestycje są niezbędne, aby w Polsce nie wystąpił deficyt energii. Planowane nowe bloki rozpoczną działalność dopiero w 2016/17 roku. Wpływ realizacji kontraktów energetycznych będzie istotnie wpływać na poprawę wyników spółki, ale dopiero w latach 2013/2014.

**Problem wyceny porównawczej**

Elektrobudowa notowana jest z premią do polskich spółek budowlanych. Wskaźniki wyceny zagranicznych koncernów inżynierskich są jednak wyższe. Mediana P/E 2011 i 2012 sięga odpowiednio 16,0 i 13,1. Mediana EV/EBITDA 2011 i 2012 sięga odpowiednio 6,0 i 5,7.

(mln PLN)	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
Przychody	700,9	786,7	930,1	961,9	1 087,8
EBITDA	80,2	65,3	64,8	66,5	77,7
marża EBITDA	11,4%	8,3%	7,0%	6,9%	7,1%
EBIT	69,0	53,1	52,1	53,4	64,0
Zysk netto	54,5	45,1	39,6	45,6	54,5
P/E	8,5	10,3	11,7	10,2	8,5
P/CE	7,2	8,3	8,9	8,1	7,0
P/BV	1,6	1,5	1,4	1,3	1,2
EV/EBITDA	4,4	6,0	6,6	6,2	5,2
DYield	3,2%	3,6%	6,1%	2,9%	3,5%

## Rewizja prognoz wyników na rok 2011

Dokonyjemy rewizji prognoz na rok 2011. Zakładamy, że prognoza zarządu jest konserwatywna, stąd prognozujemy nieznacznie wyższy zysk netto w 2011 roku, niż zakłada zarząd.

### Nowa prognoza zarządu na rok 2011

	Nowa prognoza zarządu	Stara Prognoza DI BRE	Różnica	Nowa prognoza zarządu	Stara prognoza zarządu	Różnica
Przychody	930,8	867,2	7,3%	930,8	793,5	17,3%
Zysk netto	38,1	49,7	-23,4%	38,1	48,3	-21,2%
Marża %	4,1%	5,7%	-	4,1%	6,1%	-
P/E	12,0	9,2	-	12,0	9,4	-

Źródło: DI BRE Banku S.A., Elektrobudowa

### Prognoza przychodów Elektrobudowy w segmentach działalności (2011-2017)

	Q4 2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P
Wytwarzanie energii	111,2	340,0	353,6	374,8	419,8	453,4	485,1
Dystrybucja energii	91,9	220,0	230,0	315,5	332,9	349,5	366,0
Przemysł	105,4	330,1	336,7	353,5	370,5	387,2	403,8
Automatyka	8,6	38,0	39,5	41,9	46,9	50,7	54,2
Pozostałe usługi	0,5	2,0	2,0	2,1	2,2	2,2	2,3
<b>Suma</b>	<b>317,5</b>	<b>930,1</b>	<b>961,9</b>	<b>1 087,8</b>	<b>1 172,3</b>	<b>1 243,0</b>	<b>1 311,4</b>

Źródło: DI BRE Banku S.A., Elektrobudowa

### Prognoza marż EBIT Elektrobudowy w segmentach działalności (2011-2017)

	Q4 2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P
Wytwarzanie energii	6,1%	6,2%	5,8%	6,2%	7,0%	7,0%	6,5%
Dystrybucja energii	8,5%	5,7%	6,6%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Przemysł	5,7%	4,2%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Automatyka	6,8%	6,0%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Pozostałe usługi *	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: DI BRE Banku S.A., Elektrobudowa; \* Wynajem nieruchomości

## Wycena akcji Elektrobudowy

Akcje Elektrobudowy wyceniliśmy przy zastosowaniu metody DCF oraz metody porównawczej. Wyznaczona cena docelowa to 112,4 PLN/akcję. Wyznaczona cena docelowa jest o 14,9% wyższa od ceny rynkowej. Rekomendujemy akumulowanie walorów Elektrobudowy.

### Wycena akcji Elektrobudowy

	Wycena 1 akcji	Udział metody w wycenie
Wycena metodą DCF	127,0	50%
Wycena metodą porównawczą	81,3	50%
Średnia	104,3	
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	7,9%	
<b>Cena docelowa</b>	<b>112,4</b>	

Źródło: DI BRE Banku S.A.

### Wycena akcji Elektrobudowy metodą porównawczą

Grupą porównawczą dla Elektrobudowy są duże spółki ogólnobudowlane notowane na GPW. Elektrobudowa notowana jest z premią w wysokości 24,5% w porównaniu (średnia wskaźników P/E i EV/EBIDTA za lata 2011-2013). Elektrobudowa ma jednak lepsze perspektywy wzrostu i charakteryzuje się niższym ryzykiem inwestycyjnym.

**Wycena porównawcza akcji Elektrobudowy**

	P/E 2011P	P/E 2012P	P/E 2013P	EV/EBITDA 2011P	EV/EBITDA 2012P	EV/EBITDA 2013P
Budimex	8,1	8,3	11,0	2,2	4,1	6,9
Erbud	<0	8,6	8,4	<0	5,2	4,6
Mostostal Warszawa	<0	9,3	6,8	<0	3,3	2,5
PBG	5,1	10,9	7,0	10,7	9,4	6,9
Polimex Mostostal	8,3	8,9	8,3	5,9	5,7	5,3
Rafako	7,6	8,2	7,0	6,1	5,0	3,7
Unibep	9,2	7,6	7,5	5,7	6,8	4,1
ZUE	7,5	8,0	7,9	5,5	4,0	3,6
<b>Mediana</b>	<b>7,9</b>	<b>8,4</b>	<b>7,7</b>	<b>5,8</b>	<b>5,1</b>	<b>4,3</b>
<b>Elektrobudowa</b>	<b>11,9</b>	<b>10,3</b>	<b>8,7</b>	<b>6,7</b>	<b>6,3</b>	<b>5,3</b>
Premia (dyskonto)	51,9%	22,7%	12,9%	14,9%	23,6%	21,3%
Waga wskaźnika	15,0%	20,0%	15,0%	15,0%	20,0%	15,0%

Źródło: DI BRE Banku S.A.; \* analiza porównawcza na dzień 23 stycznia 2012

W porównaniu do światowych koncernów technologicznych, odpowiedzialnych za budowę instalacji energetycznych, chemicznych i petrochemicznych, Elektrobudowa jest notowana z 6,9% dyskonta.

**Analiza porównawcza: światowe koncerny technologiczne**

	P/E 2011	P/E 2012	P/E 2013	EV/EBITDA 2011	EV/EBITDA 2012	EV/EBITDA 2013
Tecnicas Reunidas	11,9	11,5	11,0	5,7	5,6	5,4
Technip	17,1	15,5	12,4	7,8	6,7	5,5
McDermott International	14,4	13,1	9,5	6,5	6,1	4,9
Fluor Corp	16,1	14,2	12,7	6,0	5,5	5,0
Foster Wheeler	14,3	11,4	9,5	5,8	4,9	4,1
Alstom	7,3	8,0	7,1	5,5	5,7	5,2
KBR	9,9	12,0	10,2	6,2	5,9	5,1
Shaw Group	542,5	13,3	11,0	18,1	5,4	4,7
JGC	22,3	12,4	10,8	5,9	5,1	4,7
Chiyoda	46,1	24,8	15,6	5,3	6,4	4,1
Linde	16,0	15,3	13,6	8,7	8,3	7,6
<b>Mediana</b>	<b>16,0</b>	<b>13,1</b>	<b>11,0</b>	<b>6,0</b>	<b>5,7</b>	<b>5,0</b>
<b>Elektrobudowa</b>	<b>11,9</b>	<b>10,3</b>	<b>8,7</b>	<b>6,7</b>	<b>6,3</b>	<b>5,3</b>
Premia (dyskonto)	-25,3%	-20,9%	-21,1%	11,4%	9,5%	5,3%

Źródło: DI BRE Banku S.A.; \* analiza porównawcza na dzień 23 stycznia 2012

**Założenia modelu DCF:**

- Wzrost po 2017 roku w wysokości 3%.
- Stopa wolna od ryzyka = 5,7% (rentowność 10-cio letnich obligacji Skarbu Państwa).
- Prognozy w segmentach działalności zgodne z wcześniejszym opisem.
- W wycenie uwzględniamy wypłatę dywidendy z zysku za rok 2011 (akcje notowane są już bez dywidendy).

## Model DCF

(mln PLN)	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2020+	
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>930,1</b>	<b>961,9</b>	<b>1 087,8</b>	<b>1 172,3</b>	<b>1 243,0</b>	<b>1 311,4</b>	<b>1 377,3</b>	<b>1 439,9</b>	<b>1 500,7</b>	<b>1 557,3</b>		
zmiana	18,2%	3,4%	13,1%	7,8%	6,0%	5,5%	5,0%	4,5%	4,2%	3,8%		
<b>EBITDA</b>	<b>64,8</b>	<b>65,0</b>	<b>76,2</b>	<b>85,2</b>	<b>90,4</b>	<b>93,0</b>	<b>97,7</b>	<b>102,1</b>	<b>106,0</b>	<b>108,5</b>		
marża EBITDA	7,0%	6,8%	7,0%	7,3%	7,3%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,0%		
Amortyzacja	12,7	11,6	12,2	12,8	13,5	14,3	15,0	15,6	15,9	15,9		
<b>EBIT</b>	<b>52,1</b>	<b>53,4</b>	<b>64,0</b>	<b>72,4</b>	<b>76,8</b>	<b>78,7</b>	<b>82,7</b>	<b>86,4</b>	<b>90,1</b>	<b>92,6</b>		
marża EBIT	5,6%	5,6%	5,9%	6,2%	6,2%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	5,9%		
Zyski jednostek stow.	0,0	1,5	1,5	1,6	1,6	1,7	1,7	1,8	1,8	1,9		
<b>Skorygowany EBIT</b>	<b>52,1</b>	<b>54,9</b>	<b>65,5</b>	<b>74,0</b>	<b>78,5</b>	<b>80,4</b>	<b>84,4</b>	<b>88,2</b>	<b>91,9</b>	<b>94,5</b>		
Opodatkowanie EBIT	9,9	10,2	12,2	13,8	14,6	15,0	15,7	16,4	17,1	17,6		
<b>NOPLAT</b>	<b>42,2</b>	<b>44,8</b>	<b>53,4</b>	<b>60,2</b>	<b>63,9</b>	<b>65,4</b>	<b>68,7</b>	<b>71,8</b>	<b>74,8</b>	<b>76,9</b>		
CAPEX	-16,9	-16,2	-17,1	-18,0	-18,9	-20,0	-21,0	-20,3	-18,3	-15,9		
Kapitał obrotowy	-86,5	-9,8	-23,1	-15,7	-12,8	-10,6	-11,9	-11,3	-10,9	-10,0		
Pozostałe	-4,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
<b>FCF</b>	<b>-53,4</b>	<b>30,4</b>	<b>25,4</b>	<b>39,4</b>	<b>45,7</b>	<b>49,2</b>	<b>50,8</b>	<b>55,9</b>	<b>61,5</b>	<b>66,8</b>	<b>68,9</b>	
WACC	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,6%		
współczynnik dyskonta	100,0%	90,3%	81,6%	73,7%	66,6%	60,2%	54,3%	49,1%	44,3%	40,1%		
PV FCF	-53,4	27,5	20,7	29,0	30,4	29,6	27,6	27,4	27,3	26,8		
<b>WACC</b>	<b>10,7%</b>	<b>10,7%</b>	<b>10,7%</b>	<b>10,7%</b>	<b>10,7%</b>	<b>10,7%</b>	<b>10,7%</b>	<b>10,7%</b>	<b>10,7%</b>	<b>10,6%</b>		
Koszt długu	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,8%		
Stopa wolna od ryzyka	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,6%		
Premia za ryzyko kredytowe	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%		
Efekt. stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%		
Dług netto / EV	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%		
Koszt kapitału własnego	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,6%		
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%		
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0		
Wzrost FCF po okresie prognozy	3,0%						<b>Analiza wrażliwości</b>					
Wartość rezydualna (TV)	905,9						<b>Wzrost FCF w nieskończoności</b>					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	363,2						<b>2,0%</b>	<b>2,5%</b>	<b>3,0%</b>	<b>3,5%</b>	<b>4,0%</b>	
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	193,0						WACC -1,0pp	137,0	143,3	150,5	158,8	168,7
Zdyskontowana wartość FCF	556,2						WACC -0,5pp	131,6	137,0	143,3	150,5	158,8
Dług netto	-72,6						WACC	126,7	131,6	<b>137,0</b>	143,3	150,5
Wartość udziałów w Biprohut	2,9						WACC +0,5pp	122,4	126,7	131,6	137,0	143,3
Wypłacona dywidenda	28,8						WACC +1,0pp	118,6	122,4	126,7	131,6	137,0
Wartość firmy	602,8											
Liczba akcji (mln)	4,7											
<b>Wartość firmy na akcję (PLN)</b>	<b>127,0</b>											
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	7,9%											
<b>Cena docelowa</b>	<b>137,0</b>											
EV/EBITDA('11) dla ceny docelowej	10,0											
P/E('11) dla ceny docelowej	16,4											
Udział TV w EV	65%											

## Rachunek wyników

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>679,6</b>	<b>811,0</b>	<b>700,9</b>	<b>786,7</b>	<b>930,1</b>	<b>961,9</b>	<b>1 087,8</b>
<i>zmiana</i>	43,4%	19,3%	-13,6%	12,2%	18,2%	3,4%	13,1%
Koszt własny sprzedaży	621,4	725,7	613,3	710,3	866,2	887,3	999,9
Zysk brutto na sprzedaży	58,2	85,3	87,7	76,4	63,9	74,6	87,9
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	8,6%	10,5%	12,5%	9,7%	6,9%	7,8%	8,1%
Koszty sprzedaży	-4,0	-5,1	-4,1	-4,6	-2,9	-3,1	-3,5
Koszty ogólnego zarządu	-8,2	-13,0	-13,4	-12,8	-15,5	-16,4	-18,5
Pozostała działalność operacyjna netto	-1,8	4,1	-1,1	-5,9	6,7	-1,7	-1,9
<b>EBIT</b>	<b>44,2</b>	<b>71,3</b>	<b>69,0</b>	<b>53,1</b>	<b>52,1</b>	<b>53,4</b>	<b>64,0</b>
<i>zmiana</i>	87,9%	61,1%	-3,3%	-23,1%	-1,8%	2,6%	19,7%
<i>marża EBIT</i>	6,5%	8,8%	9,8%	6,7%	5,6%	5,6%	5,9%
Wynik na działalności finansowej *	-1,2	-0,1	0,5	0,5	-1,6	1,4	1,8
Udział w zysku jednostek stowarzyszonych	1,8	3,4	1,2	1,3	0,0	1,5	1,5
<b>Zysk brutto</b>	<b>44,8</b>	<b>74,5</b>	<b>70,6</b>	<b>54,9</b>	<b>50,6</b>	<b>56,4</b>	<b>67,3</b>
Podatek dochodowy	9,2	14,2	16,1	9,8	11,0	10,7	12,8
Zysk akcjonariuszy mniejszościowych	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zysk netto</b>	<b>34,7</b>	<b>60,3</b>	<b>54,5</b>	<b>45,1</b>	<b>39,6</b>	<b>45,6</b>	<b>54,5</b>
<i>zmiana</i>	125,2%	73,7%	-9,6%	-17,3%	-12,3%	15,4%	19,4%
<i>marża</i>	5,1%	7,4%	7,8%	5,7%	4,3%	4,7%	5,0%
Amortyzacja	5,4	7,8	10,1	10,9	12,7	11,6	12,2
<b>EBITDA **</b>	<b>51,4</b>	<b>82,4</b>	<b>80,2</b>	<b>65,3</b>	<b>64,8</b>	<b>66,5</b>	<b>77,7</b>
<i>zmiana</i>	82,1%	60,3%	-2,6%	-18,6%	-0,7%	2,6%	16,8%
<i>marża EBITDA</i>	7,6%	10,2%	11,4%	8,3%	7,0%	6,9%	7,1%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	4,2	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7
EPS	8,2	12,7	11,5	9,5	8,3	9,6	11,5
CEPS	9,5	14,3	13,6	11,8	11,0	12,0	14,0
ROAE	34,8%	33,4%	20,2%	14,8%	12,2%	13,2%	14,3%
ROAA	11,3%	15,3%	11,8%	8,6%	6,9%	7,7%	8,5%

\* W naszej prognozie przychody i koszty odsetkowe uwzględniamy na poziomie pozostałych przychodów i kosztów finansowych. Spółka przedstawia je w pozycji pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych.

\*\* EBITDA korygujemy o udział w zysku jednostek stowarzyszonych (zyski spółek rosyjskich)

**Bilans**

<b>(mln PLN)</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011P</b>	<b>2012P</b>	<b>2013P</b>
<b>AKTYWA</b>	<b>338,9</b>	<b>448,6</b>	<b>474,0</b>	<b>579,4</b>	<b>573,4</b>	<b>611,1</b>	<b>678,1</b>
<b>Majątek trwały</b>	<b>59,9</b>	<b>116,7</b>	<b>131,0</b>	<b>187,1</b>	<b>150,2</b>	<b>161,1</b>	<b>167,6</b>
WNiP	3,7	27,6	26,3	26,5	28,3	28,3	28,3
Inwestycje w jednostkach stowarzyszonych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rzeczowe aktywa trwałe	37,7	49,2	61,4	85,5	85,9	90,5	95,4
Inwestycje długoterminowe	2,1	2,1	6,9	36,3	2,7	5,9	5,9
- jednostki funduszy inwestycyjnych				30,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	16,3	37,8	36,4	38,9	33,2	36,4	38,0
<b>Majątek obrotowy</b>	<b>279,0</b>	<b>331,8</b>	<b>343,0</b>	<b>392,3</b>	<b>423,2</b>	<b>449,9</b>	<b>510,5</b>
Zapasy	14,8	6,6	5,3	25,8	47,5	48,6	54,8
Należności	201,8	191,3	184,9	236,9	265,0	274,1	310,0
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	2,3	2,6	2,6	3,4	4,3	4,3	4,3
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	21,6	84,7	108,0	47,5	39,7	54,1	64,3
Inne	38,4	46,7	42,2	78,6	66,7	68,8	77,1
<b>(mln PLN)</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011P</b>	<b>2012P</b>	<b>2013P</b>
<b>PASYWA</b>	<b>338,9</b>	<b>448,6</b>	<b>474,0</b>	<b>579,4</b>	<b>573,4</b>	<b>611,1</b>	<b>678,1</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>111,7</b>	<b>249,6</b>	<b>289,2</b>	<b>320,2</b>	<b>330,1</b>	<b>362,1</b>	<b>400,2</b>
Kapitał mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,2	0,4	0,4	0,4
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>6,3</b>	<b>9,6</b>	<b>8,2</b>	<b>8,6</b>	<b>9,2</b>	<b>9,2</b>	<b>9,2</b>
Pożyczki i kredyty, leasing finansowy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rezerwy i inne	6,3	9,6	8,2	8,6	9,2	9,2	9,2
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>220,9</b>	<b>189,3</b>	<b>176,6</b>	<b>250,6</b>	<b>233,7</b>	<b>239,4</b>	<b>268,3</b>
Pożyczki i kredyty	22,5	0,0	0,0	5,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania wobec dostawców	160,3	139,2	131,8	198,6	185,1	189,6	213,7
Długoterminowe rozliczenia międzyokres.	28,6	34,1	34,6	30,1	35,5	36,8	41,6
Inne	9,5	16,1	10,2	16,9	13,0	13,0	13,0
Dług	22,5	0,0	0,0	5,0	0,0	0,0	0,0
Dług netto	0,9	-84,7	-108,0	-72,6	-39,7	-54,1	-64,3
(Dług netto / Kapitał własny)	0,8%	-33,9%	-37,3%	-22,7%	-12,0%	-14,9%	-16,1%
(Dług netto / EBITDA)	0,0	-1,0	-1,3	-1,1	-0,6	-0,8	-0,8
<b>BVPS</b>	<b>26,5</b>	<b>52,6</b>	<b>60,9</b>	<b>67,4</b>	<b>69,5</b>	<b>76,3</b>	<b>84,3</b>

**Przepływy pieniężne**

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
<b>Przepływy operacyjne</b>	<b>23,5</b>	<b>73,9</b>	<b>65,2</b>	<b>12,7</b>	<b>4,1</b>	<b>42,9</b>	<b>41,8</b>
Zysk netto	34,7	60,3	54,5	45,1	39,6	45,6	54,5
Amortyzacja	5,4	7,8	10,1	10,9	12,7	11,6	12,2
Kapitał obrotowy	-8,6	25,9	-17,5	-42,4	-86,5	-9,8	-23,1
Pozostałe	-8,0	-20,1	18,0	-0,9	38,3	-4,6	-1,8
<b>Przepływy inwestycyjne</b>	<b>-14,9</b>	<b>-65,1</b>	<b>-27,1</b>	<b>-56,8</b>	<b>15,2</b>	<b>-16,2</b>	<b>-17,1</b>
CAPEX	-10,6	-17,3	-22,5	-34,9	-16,9	-16,2	-17,1
Inwestycje kapitałowe	0,0	-53,5	-7,8	-30,0	-4,9	0,0	0,0
Pozostałe	-4,2	5,7	3,2	8,0	37,1	0,0	0,0
<b>Przepływy finansowe</b>	<b>-13,1</b>	<b>66,3</b>	<b>-14,8</b>	<b>-16,4</b>	<b>-28,5</b>	<b>-12,3</b>	<b>-14,6</b>
Emisja akcji	0,0	88,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług	-3,4	-10,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidenda (buy-back)	-8,4	-11,9	-14,8	-16,6	-28,5	-13,7	-16,4
Pozostałe	-1,3	-0,1	0,0	0,2	0,0	1,4	1,8
<b>Zmiana stanu środków pieniężnych</b>	<b>-4,5</b>	<b>75,1</b>	<b>23,2</b>	<b>-60,5</b>	<b>-9,2</b>	<b>14,4</b>	<b>10,2</b>
Środki pieniężne na koniec okresu	21,6	84,7	108,0	47,5	39,7	54,1	64,3
DPS (PLN)	2,0	2,5	3,1	3,5	6,0	2,9	3,4
FCF	22,0	20,6	18,1	-53,4	-53,4	30,4	25,4
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	1,6%	2,1%	3,2%	4,4%	1,8%	1,7%	1,6%

**Wskaźniki rynkowe**

	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
P/E	11,9	7,7	8,5	10,3	11,7	10,2	8,5
P/CE	10,3	6,8	7,2	8,3	8,9	8,1	7,0
P/BV	3,7	1,9	1,6	1,5	1,4	1,3	1,2
P/S	0,6	0,6	0,7	0,6	0,5	0,5	0,4
FCF/EV	5,3%	5,4%	5,1%	-13,6%	-12,6%	7,4%	6,3%
EV/EBITDA *	8,0	4,6	4,4	6,0	6,6	6,2	5,2
EV/EBIT	9,0	5,1	5,1	7,2	8,2	7,5	6,1
EV/S	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4
DYield	2,0%	2,6%	3,2%	3,6%	6,1%	2,9%	3,5%
<b>Cena (PLN)</b>	<b>97,8</b>						
Liczba akcji na koniec roku (mln)	4,2	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7
MC (mln PLN)	412,7	464,3	464,3	464,3	464,3	464,3	464,3
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	0,0	0,0	0,0	0,2	0,4	0,4	0,4
EV (mln PLN)	413,6	379,6	356,3	392,0	424,9	410,5	400,4

\* EBIDTA korygujemy o udział w zysku jednostek stowarzyszonych (zyski spółek rosyjskich)



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

**Departament Analiz:**

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

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

Jakub Szkopek tel. (+48 22) 697 47 40  
[jakub.szkopek@dibre.com.pl](mailto:jakub.szkopek@dibre.com.pl)  
Przemysł

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

Gabriela Borowska tel. (+48 22) 697 47 36  
[gabriela.borowska@dibre.com.pl](mailto:gabriela.borowska@dibre.com.pl)  
Handel

Piotr Zybala tel. (+48 22) 697 47 01  
[piotr.zybala@dibre.com.pl](mailto:piotr.zybala@dibre.com.pl)  
Deweloperzy

**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)

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)

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

Paweł Majewski tel. (+48 22) 697 49 68  
[pawel.majewski@dibre.com.pl](mailto:pawel.majewski@dibre.com.pl)

**Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych**

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 48 46  
Kierownik Zespołu  
[adam.prokop@dibre.com.pl](mailto:adam.prokop@dibre.com.pl)

Michał Roźmiej tel. (+48 22) 697 48 64  
[michal.rozmiej@dibre.com.pl](mailto:michal.rozmiej@dibre.com.pl)

Jakub Słotkiewicz tel. (+48 22) 697 48 64  
[jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl](mailto:jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl)

Jacek Wrześniewski tel. (+48 22) 697 49 85  
[jacek.wrzesniewski@dibre.com.pl](mailto:jacek.wrzesniewski@dibre.com.pl)

**„Prywatny Makler”**

Jarosław Banasiak tel. (+48 22) 697 48 70  
Dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży  
[jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@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 księgową

**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 księgową) - 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.

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.

Do rekomendacji wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej 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.

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.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

DI BRE Banku, jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

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.

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.

**Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Elektrobudowa**

Rekomendacja	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj	Akumuluj
data wydania	2011-07-20	2011-08-04	2011-10-06	2012-01-23
kurs z dnia rekomendacji	155,50	141,00	100,00	99,50
WIG w dniu rekomendacji	46651,79	44536,67	37496,93	39518,87