

wtorek, 2 czerwca 2015 | aktualizacja raportu

# Elektrobudowa: akumuluj (podtrzymana)

**ELB PW; ELB.WA | Budownictwo, Polska**

## Ryzyka schodzą na dalszy plan, czas spojrzeć na potencjał

Po bardzo dobrych wynikach Elektrobudowy za Q1'15 (również pod względem cash flow), prognoza zarządu na 2015 r., zakładająca 45 mln PLN zysku netto, wygląda konserwatywnie. Negatywne tendencje z minionych kwartałów, tj. ujemna rentowność segmentu przemysłu oraz słaby cash flow, uległy odwróceniu. Spodziewamy się, że ta poprawa ma trwały charakter. Elektrobudowa wejdzie w 2016 r. z mocnym portfelem zamówień, a biorąc pod uwagę planowane inwestycje w polskiej energetyce, dobre wyniki spółki nie powinny przeminąć wraz z rozliczeniem największych projektów realizowanych obecnie dla Tauronu i PSE. Szacujemy, że w latach 2015-2019 wydatki inwestycyjne na budowę i remonty nowych bloków energetycznych wzrosną o ponad 50% względem minionych 5 lat, a inwestycje w linie przesyłowe ponad dwukrotnie. Elektrobudowa jest jedną z najlepiej pozycjonowanych spółek na te segmenty rynku. W związku z (1) wzrostem marż w Q1'15, (2) poprawą CFO i oczekiwaniem dalszej poprawy w przyszłości, (3) spadkiem ryzyka największych kontraktów, podnosimy nasze prognozy finansowe i cenę docelową dla akcji Elektrobudowy ze 112,9 PLN do 149,7 PLN, utrzymując rekomendację akumuluj.

## Wyniki Q1'15

W Q1'15 Elektrobudowa osiągnęła po 2-letnim okresie strat dodatnią rentowność Rynku Przemysłu, poprawiła marże w segmentach wytwarzania i dystrybucji energii oraz zmniejszyła o 67 mln PLN q/q wartość kwot należnych z tytułu umów budowlanych. Zysk netto wzrósł o 13 mln PLN r/r do 10 mln PLN - najlepszy pierwszy kwartał od 2008 r.

## Stabilny portfel zamówień

Wartość portfela zamówień wyniosła na koniec marca br. 1,72 mld PLN. Zbliżony poziom portfela utrzymuje się w Elektrobudowie od 1,5 roku. W samym Q1'15 wartość zawartych nowych kontraktów wyniosła 258 mln PLN i była wyższa o 62% r/r.

## Kwoty należne z tytułu umów o budowę

W Q1'15 Elektrobudowa wystawiła znaczące faktury w kontraktach „EC Tychy” oraz „Stacja Skawina” co zmniejszyło kwoty należne z tytułu umów budowlanych o 25% q/q do 207 mln PLN. W Q2 i Q3'15 powinny nastąpić fakturowania kontraktów „Stacja Byczyna”, „Stacja Słupsk” oraz „Franowo”. Na przestrzeni 2015 r. spodziewamy się wyraźnego spadku wartości kontraktów długoterminowych w Elektrobudowie oraz poprawy cash flow z działalności operacyjnej.

## Budowa portfela na kolejne lata

Pod koniec 2014 r. Elektrobudowa pozyskała duży kontrakt podwykonawczy w Elektrowni Jaworzno (183 mln PLN) oraz liczy na kolejne przy budowie elektrowni w Kozienicach, Turowie i Opolu, jak również na zlecenia generalnego wykonawstwa mniejszych bloków. W sieciach spółka złożyła najkorzystniejszą ofertę na Stację Konin (115 mln PLN) i startuje w kolejnych przetargach o podobnej skali.

| (mln PLN)    | 2013  | 2014    | 2015P   | 2016P   | 2017P   |
|--------------|-------|---------|---------|---------|---------|
| Przychody    | 905,6 | 1 108,3 | 1 170,8 | 1 142,3 | 1 182,0 |
| EBITDA       | 38,8  | 49,3    | 79,2    | 77,0    | 81,1    |
| marża EBITDA | 4,3%  | 4,4%    | 6,8%    | 6,7%    | 6,9%    |
| EBIT         | 24,7  | 35,7    | 65,5    | 63,6    | 67,2    |
| Zysk netto   | 17,2  | 27,3    | 47,2    | 46,6    | 50,4    |
| P/E          | 37,0  | 23,3    | 13,5    | 13,7    | 12,7    |
| P/CE         | 20,3  | 15,6    | 10,5    | 10,6    | 9,9     |
| P/BV         | 2,0   | 1,9     | 1,7     | 1,5     | 1,4     |
| EV/EBITDA    | 14,5  | 13,8    | 8,1     | 8,0     | 7,4     |
| DYield       | 1,5%  | 1,5%    | 0,0%    | 3,0%    | 2,9%    |

|                               |              |
|-------------------------------|--------------|
| Cena bieżąca                  | 134,00 PLN   |
| Cena docelowa                 | 149,70 PLN   |
| Kapitalizacja                 | 637 mln PLN  |
| Free float                    | 222 mln PLN  |
| Średni dzienny obrót (3 m-ce) | 1,14 mln PLN |

## Struktura akcjonariatu

|              |        |
|--------------|--------|
| Aviva OFE    | 12,20% |
| PKO OFE      | 9,85%  |
| PZU OFE      | 9,57%  |
| AXA OFE      | 9,41%  |
| ING OFE      | 6,76%  |
| Allianz OFE  | 6,31%  |
| Metlife OFE  | 5,91%  |
| Generali OFE | 5,09%  |

Pozostali 34,90%

## Strategia dotycząca sektora

W 2015 r. spodziewamy się około 30% wzrostu zysku netto spółek budowlanych, co oznacza drugi z rzędu rok silnej poprawy wyników sektora. Lata 2016-2020 będą okresem intensywnego wydatkowania środków z nowej perspektywy budżetowej UE, co będzie wspierać spółki specjalizujące się w budowie infrastruktury transportowej. Będzie to również okres intensywnej modernizacji infrastruktury energetycznej kraju.

## Profil spółki

Spółka świadczy usługi budowlano-montażowe związane m.in. z przemysłem energetycznym, petrochemicznym i wydobywczym. Jest producentem urządzeń elektroenergetycznych średnich i niskich napięć. Spółka osiąga ponad 90% przychodów na rynku polskim oraz działa na rynkach UE, Europy Wschodniej, Arabii Saudyjskiej.

## Kurs akcji ELB na tle WIG



## Analityk:

Piotr Zybała  
+48 22 697 47 01  
piotr.zybala@mdm.pl

## Wyniki Q1'15

W Q1'15 Elektrobudowa zaprezentowała bardzo dobre wyniki finansowe, znacznie przekraczające nasze prognozy, konsensus rynkowy oraz wyniki analogicznego okresu ubiegłego roku. Nie powtórzyły się mankamenty wyników minionych kwartałów (straty segmentu Rynek Przemysłu oraz słaby cash flow).

Przy przychodach w wysokości 245,8 mln PLN (+33% r/r) Elektrobudowa osiągnęła zysk operacyjny w kwocie 14 mln PLN vs. -0,6 mln PLN w Q1'14 oraz zysk netto w wysokości 10 mln PLN vs. -3 mln PLN w Q1'14. Lokomotywą ciągnącą wyniki minionego kwartału był segment **Rynek Wytwarzania Energii**, który zwiększył przychody o 79% r/r oraz marżę operacyjną do 6,5% vs. 4,0% w Q1'14. Segment **Rynek Przemysłu** osiągnął dodatnią marżę po 2-letnim okresie strat finansowych. Rentowność operacyjna segmentu wyniosła 0,9% vs. oczekiwane przez nas -5%. Wzrosły również przychody segmentu o 26% r/r. **Rynek Dystrybucji Energii** doświadczył spadku przychodów, co powinno być odrobione w kolejnych kwartałach. Rentowność tego segmentu nie budzi zastrzeżeń. Marża EBIT na poziomie 10,7% jest najlepszym wynikiem segmentu od ponad 3 lat.

**Cash flow z działalności operacyjnej** wyniósł **+54 mln PLN**, co jest najlepszym wynikiem od sześciu kwartałów. Wycena kontraktów budowlanych netto spadła o 30% w ujęciu q/q do 153 mln PLN (ten sam poziom, co w marcu ubiegłego roku). **Gotówka netto** na koniec marca 2015 r. wyniosła **10 mln PLN** vs. 78 mln PLN na koniec marca 2014 r.

### Wyniki Elektrobudowy w Q1'15 vs. prognoza

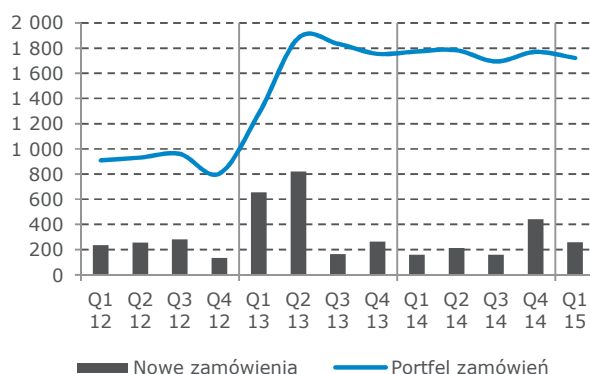
| (mln PLN)   | Q1'15 | Q1'14 | zmiana | Q1'15P | różnica |
|-------------|-------|-------|--------|--------|---------|
| Przychody   | 245,8 | 184,4 | 33,3%  | 242,7  | 1,3%    |
| EBITDA      | 17,7  | 2,6   | 573,2% | 12,3   | 43,4%   |
| marża       | 7,2%  | 1,4%  | -      | 5,1%   | -       |
| EBIT        | 14,1  | -0,6  | -      | 8,8    | 61,0%   |
| Zysk brutto | 12,8  | -1,7  | -      | 7,4    | 72,3%   |
| Zysk netto  | 9,9   | -3,2  | -      | 4,5    | 118,6%  |

Źródło: Dom Maklerski mBanku, Elektrobudowa

## Portfel zamówień

Wartość **portfela zamówień** wyniosła na koniec marca br. **1,72 mld PLN**. Zbliżony poziom portfela zamówień utrzymuje się w Elektrobudowie od 1,5 roku. W samym Q1'15 **wartość zawartych nowych kontraktów** wyniosła **258 mln PLN** i była wyższa o 62% r/r.

### Portfel zamówień i nowe zamówienia (mln PLN)



Źródło: Elektrobudowa

## Prognoza zarządu do przekroczenia

**Prognoza zarządu** na 2015 r. zakłada przychody w kwocie **1197 mln PLN** oraz zysk netto w wysokości **45 mln PLN**. Oznaczałoby to wzrost przychodów o 8% r/r oraz zysku netto o 65% r/r. Spółka ma zatem powrócić w bieżącym roku do rentowności nie obserwowanej w Elektrobudowie od 2011 r. Cel ten jest w naszej ocenie bardzo realny. Przypominamy, że przyczyną bardzo słabych wyników spółki w latach 2012-2014 były błędy popełnione w segmencie **Rynek Przemysłu**, który w trakcie trzech minionych lat poniósł stratę operacyjną w wysokości **73 mln PLN**. Wyniki wypracowywane przez dwa pozostałe segmenty działalności spółki, Rynek Wytwarzania Energii (RWE) oraz Rynek Dystrybucji Energii (RDE), osiągnęły w tym okresie rekordowe poziomy.

W samym Q1'15 Elektrobudowa poprawiła zysk netto o 13 mln PLN r/r. By zrealizować prognozę zarządu, Elektrobudowa musi w okresie Q2-Q4'15 zwiększyć zysk o 4,6 mln PLN r/r. Nic nie wskazuje na to, by spółka miała z tym problem, gdyż:

- Ubiegłoroczna baza wyników segmentu Rynek Przemysłu jest niska. W okresie **Q2-Q4'14** segment poniósł **stratę EBIT** w wysokości **15 mln PLN**. W okresie Q2-Q4'15 szacujemy dodatni wynik segmentu.
- 2015 r. jest okresem realizacji głównej części prac budowlanych w dużych długoterminowych kontraktach dla Tauronu i PSE. Wartość kontraktów pozyskanych przez spółkę w pierwszych miesiącach bieżącego roku okazała się wyższa niż zakładał zarząd przy sporządzaniu prognoz w lutym br., stąd umiarkowane ryzyko dla przychodów.
- Marże segmentów RWE oraz RDE były w Q1'15 wyraźnie lepsze r/r i nie widzimy powodów, dla których musiałyby być silnie korygowane w dół w kolejnych kwartałach.

W związku z powyższymi argumentami, spodziewamy się osiągnięcia przez Elektrobudowę w 2015 r. wyższego wyniku finansowego niż w prognozie zarządu. Nasza prognoza (47 mln PLN zysku netto) konserwatywnie zakłada obniżenie rentowności w segmentach RWE i RDE w kolejnych kwartałach br.

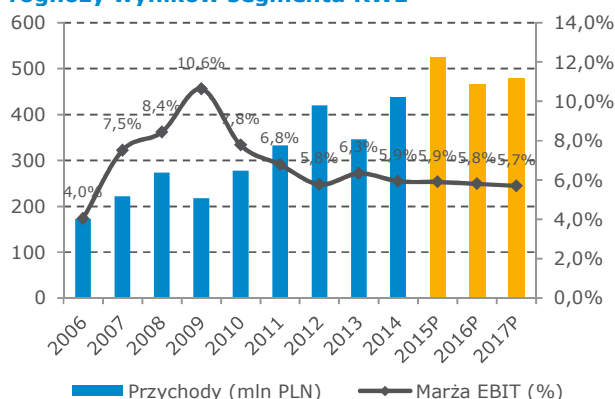
## Rynek Wytwarzania Energii

W **2015 r.** szacujemy **20%** wzrost przychodów Elektrobudowy w segmencie RWE do **524 mln PLN**. Po niemal 80% wzroście przychodów segmentu w Q1'15 nasze założenie wydaje się bezpieczne. W kolejnych kwartałach ta dynamika osłabnie, gdyż spółka zaprezentuje niższe przychody z kontraktu **EC Tychy**. W samym Q1'15 kontrakt ten wygenerował przychody w wysokości 118 mln PLN, co stanowi około 20% jego całkowitej wartości. Szacujemy, że w całym 2015 r. kontrakt na EC Tychy wygeneruje przychody w wysokości około 300 mln PLN, co stanowiłoby ponad 55% tegorocznych przychodów segmentu. Kwota kontraktu, która przejdzie do realizacji na przyszły rok to około 120 mln PLN. EC Tychy jest największym kontraktem znajdującym się obecnie w portfelu zamówień Elektrobudowy. Termin zakończenia budowy bloku przypada na czerwiec 2016 r. i nie jest zagrożony.

W **2016 r.**, w związku z zakończeniem projektu EC Tychy, spodziewamy się spadku przychodów segmentu. Uważamy, że spadek nie będzie gwałtowny. Na rynku znajduje się dużo zleceń, o które Elektrobudowa jest w stanie powalczyć. Między innymi są to zlecenia podwykonawcze przy realizacji dużych bloków energetycznych w Opolu,

Jaworznie, Koźienicach i Turowie. Jeden z takich kontraktów na dostawę systemów elektrycznych w Elektrowni **Jaworzno III** o wartości **183 mln PLN** został przez Elektrobudowę pozyskany w grudniu ubiegłego roku. Spółka stara się również o pozyskanie kolejnych kontraktów na budowę nowych bloków o mocy kilkudziesięciu MW. Polska będzie w najbliższych latach największym energetycznym placem budowy w Europie, co według naszych szacunków pozwoli spółce na trwałe zwiększenie przychodów segmentu powyżej poziomu 450 mln PLN. Szacujemy, że nakłady inwestycyjne (na wydobycie i wytwarzanie) polskich spółek energetycznych (PGE, Tauron, Enea, Energa) wyniosą w latach **2015-2019** średniorocznie około **8,5-9,0 mld PLN rocznie**, co oznacza wzrost o ponad 50% względem okresu 2010-2014. Największe wydatki inwestycyjne związane z budową nowych i remontami starych bloków energetycznych powinny mieć miejsce w 2016 r.

### Prognozy wyników segmentu RWE



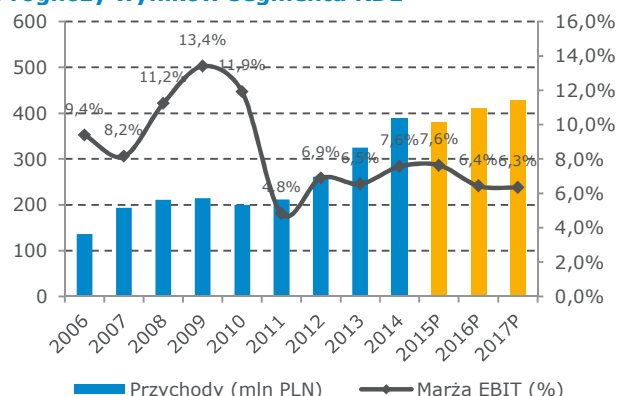
Źródło: Elektrobudowa, Prognozy mDM

## Rynek Dystrybucji Energii

W segmencie Rynek Dystrybucji Energii spółka realizuje dwa duże kontrakty dla PSE o wartości około **220 mln PLN każdy** (stacje **Byczyna** i **Skawina**) oraz szereg mniejszych kontraktów dla operatorów systemów dystrybucyjnych (OSD). W tym segmencie spółka księguje również przychody ze sprzedaży urządzeń elektroenergetycznych średniego i niskiego napięcia (w szczególności rozdzielnic). Kontrakty dla PSE umożliwiły w minionym roku 20% wzrost przychodów segmentu do niemal 400 mln PLN. Nastąpił również wzrost rentowności segmentu. W **2015 r.** spodziewamy się stabilizacji w RDE, a w kolejnych latach umiarkowanego wzrostu sprzedaży segmentu. Będą temu sprzyjać zlecenia od PSE. Termin zakończenia rozbudowy stacji Byczyna to grudzień 2016 r., a w przypadku stacji Skawina, grudzień 2017 r. Elektrobudowa startuje w kolejnych dużych przetargach dla PSE. W marcu spółka złożyła najkorzystniejszą ofertę na modernizację stacji **220/110 kV Konin** o wartości **114 mln PLN netto** (termin realizacji - 5 lat) i startuje w kolejnych przetargach.

Średnioterminowe podstawy wzrostu wyników segmentu wynikają wprost z planowanych wydatków inwestycyjnych operatorów sieci przesyłowej i dystrybucyjnej. Nakłady **PSE** na inwestycje w sieci przesyłowe mają wynieść **1,5-2,0 mld PLN rocznie**, co jest kwotą ponad dwa razy wyższą niż w minionych okresach. Szacowane przez nas nakłady inwestycyjne **OSD** w latach 2015-2019 to **5,5-6,0 mld PLN rocznie**, o 15-20% więcej niż w latach 2010-2014.

### Prognozy wyników segmentu RDE



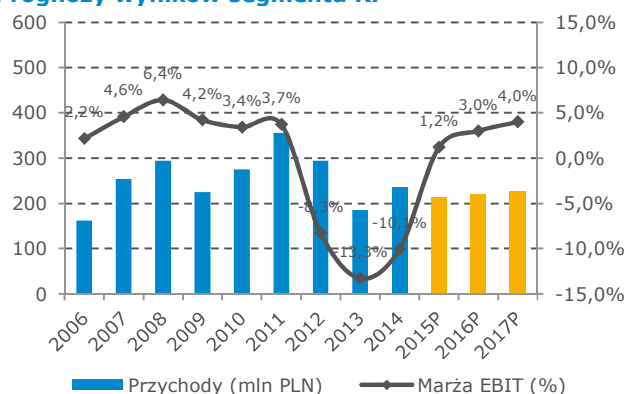
Źródło: Elektrobudowa, prognozy mDM

Duże obawy rynku są związane z rentownością kontraktów dla PSE. W 2014 r. nie ziściły się obawy o marżę segmentu, mimo że rósł on dzięki kontraktom dla PSE. W Q1'15 rentowność operacyjna segmentu RDE była najwyższa od kilku lat (10,7%), podczas gdy większość przychodów segmentu wypracował kontrakt w Skawinie. Jak dotąd rentowność zleceń dla PSE okazuje się wyższa niż zakładaliśmy w minionych prognozach. Długoterminowe kontrakty są jednak z natury obciążone większymi ryzykami, dlatego nasze prognozy wyników segmentu w kolejnych latach zakładają spadek marż.

## Rynek Przemysłu

Po siedmiu z rzędu kwartałach permanentnych strat, segment Rynek Przemysłu wypracował w Q1'15 zysk EBIT w wysokości 0,4 mln PLN. Restrukturyzacja segmentu dobiega końca. Uproszczono jego strukturę organizacyjną i zrestrukturyzowano zatrudnienie, co obniżyło koszty pośrednie. Spółka zamierza skoncentrować się w ramach segmentu dla przemysłu **chemicznym, petrochemicznym i papierniczym**. Zarząd liczy również na kolejne zlecenia podwykonawcze przy budowie warszawskiego metra. W ubiegłym roku Elektrobudowa pozyskała w ramach segmentu zamówienia za **153 mln PLN**. Prognozujemy, że po restrukturyzacji segment nie powróci do dawnych przychodów. Nie jest to również priorytetem zarządu. Dziś spółka koncentruje się na odbudowie rentowności. W prognozach zakładamy, że docelowo segment osiągnie rentowność operacyjną w wysokości **4%**. Jako że spółka skoncentrowała się na wysokomarżowych branżach w ramach segmentu (rezygnacja z GWI dla obiektów ogólnobudowlanych), faktyczne marże mogą okazać się wyższe.

### Prognozy wyników segmentu RP



Źródło: Elektrobudowa, prognozy mDM

## Rynki zagraniczne

**Eksport** Elektrobudowy znacznie zmalał w 2014 r. do zaledwie **6%** przychodów vs. 21-25% w latach 2012-2013. Przychody z rynku rosyjskiego oraz ukraińskiego wyniosły łącznie ok. 2% skonsolidowanych przychodów spółki. Elektrobudowa prowadzi ponadto działalność na rynku rosyjskim poprzez spółkę „Vector” w której posiada 49% udziałów (konsolidacja metodą praw własności). W związku z osłabieniem rubla i ryzykiem politycznym w Rosji nie zakładamy w prognozach wyników Elektrobudowy zysków z kierunku wschodniego. Obecna ekspozycja spółki na rynki wschodnie jest tak niska, że nie postrzegamy tego kierunku jako istotnego ryzyka dla wyników. W 2014 r. wynik spółki rosyjskiej przypisany w udziale Elektrobudowie był bliski zera. W najlepszym jak dotąd roku 2012, Vector wypracował dla Elektrobudowy ponad 5 mln PLN zysku netto. W obecnej sytuacji spółki, rynki eksportowe postrzegalibyśmy bardziej jako długoterminową szansę Elektrobudowy, a nie ryzyko.

## Cash flow

Osobnego słowa komentarza wymaga kwestia wpływu kapitałochłonnych kontraktów od PSE i Tauronu na cash flow Elektrobudowy. W 2014 r. wartość **kwot należnych z tytułu umów budowlanych** wzrosła o 115 mln PLN do poziomu **275 mln PLN**. Zjawisko to było następstwem realizacji trzech największych kontraktów, znajdujących się w portfelu zamówień Elektrobudowy: EC Tychy (592 mln PLN), Stacja Skawina (224 mln PLN), Stacja Byczyna (215 mln PLN). Jeszcze na początku 2014 r. kwoty należne od odbiorców z tytułu tych trzech kontraktów wyniosły łącznie około 20 mln PLN, podczas gdy 31.12.2014 r. kwota ta wzrosła do 168 mln PLN. Tak silny wzrost wyceny powyższych kontraktów nie musi oznaczać problemów z ich realizacją. Po zdobyciu kontraktów w pierwszej połowie 2013 r. zarząd informował, że będą one wymagały większego zaangażowania w kapitał obrotowy ze względu na późne terminy płatności za poszczególne etapy prac. Patrząc na zachowanie kursu Elektrobudowy w ubiegłym roku, wydaje się że komunikacja spółki z rynkiem kapitałowym była na tym polu niewystarczająca.

Po pierwszym kwartale nie mamy podstaw by zakładać problemy na kontrakcie **EC Tychy**. Między końcem grudnia 2014 r. a końcem marca kwota należna Elektrobudowie za realizację tego kontraktu spadła z 57 mln PLN do 14 mln PLN. Zaawansowanie rzeczowe budowy przekracza 60% i według zarządu termin realizacji inwestycji nie jest zagrożony. Spółka nie sygnalizuje również problemów przy realizacji **Stacji Skawina**. Planowany termin wystawienia pierwszej faktury został dotrzymany. Kwota należna Elektrobudowie spadła w trakcie Q1'15 z 45 mln PLN poniżej 10 mln PLN.

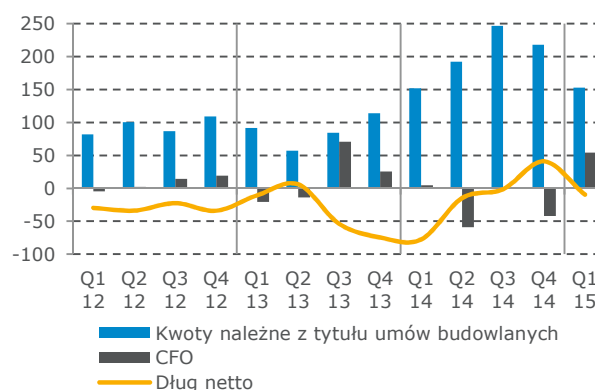
### Kwoty należne z tytułu umów budowlanych na 31.03.2015 (mln PLN)

|                              | Kwota      | Udział      |
|------------------------------|------------|-------------|
| Stacja Byczyna 400 kV        | 81         | 39%         |
| Stacja Słupsk 400/110 kV     | 22         | 11%         |
| Zajezdnia Franowo            | 20         | 10%         |
| EC Tychy, Tauron             | 14         | 7%          |
| Farma Wiatrowa Resko Etap II | 10         | 5%          |
| Inne                         | 61         | 29%         |
| <b>Suma</b>                  | <b>207</b> | <b>100%</b> |

Źródło: Elektrobudowa

Na koniec marca największe kwoty należne dotyczyły dwóch kontraktów stacyjnych (**Byczyna: 81 mln PLN, Słupsk: 22 mln PLN**) oraz zakończonego już kontraktu na budowę **Zajezdni Franowo: 20 mln PLN**. W trakcie realizacji Stacji Byczyna wystąpiły niezależne od działań Elektrobudowy i inwestora okoliczności, uniemożliwiające realizację zadania zgodnie z harmonogramem rzeczowo – finansowym (zaskarżona decyzja środowiskowa). Obecnie spółka nie przewiduje zmiany terminu końcowego zadania. Występuje natomiast konieczność zmiany terminów realizacji odpowiednich etapów prac. Zarząd widzi szansę na zafakturowanie znacznej części prac budowlanych na kontrakcie „Byczyna” jeszcze w bieżącym kwartale. W 2015 r. powinno też dojść do ostatecznego rozliczenia na kontraktach w Słupsku i Poznaniu (Franowo). W konsekwencji wartość kwot należnych z tytułu umów budowlanych powinna na koniec 2015 r. wyraźnie spaść w stosunku do końca 2014 r.

### Cash flow i pozycja gotówkowa (mln PLN)



Źródło: Elektrobudowa, szacunki mDM

## Wycena

Akcje Elektrobudowy wyceniliśmy przy zastosowaniu metody DCF oraz metody porównawczej. Wyznaczona cena docelowa jednej akcji równa 149,7 PLN jest 12% wyższa od wartości rynkowej, w związku z tym rekomendujemy akumulowanie akcji Elektrobudowy.

### Wycena akcji

| (PLN)                                    | Cena  | Waga |
|------------------------------------------|-------|------|
| Wycena metodą DCF                        | 142,2 | 50%  |
| Wycena metodą porównawczą                | 139,4 | 50%  |
| Średnia                                  | 140,8 |      |
| 9-cio miesięczny koszt kapitału własnego | 6,3%  |      |
| Cena docelowa                            | 149,7 |      |

Źródło: Dom Maklerski mBanku

### Wycena porównawcza

Do wyceny akcji metodą porównawczą wykorzystaliśmy wskaźniki P/E oraz EV/EBITDA w horyzoncie **2015-2017**. Polską grupę porównawczą stanowią spółki z indeksu WIG-Budownictwo, które łącznie z Elektrobudową mają 86% udział w indeksie. Grupę zagraniczną stanowią europejskie firmy budowlane oraz firmy zajmujące się produkcją i montażem urządzeń dla przemysłu elektroenergetycznego, częściowo prowadzące działalność na polskim rynku. Na **P/E** Elektrobudowa jest notowana na równi ze spółkami z polskiej grupy porównawczej oraz ze średnio 14% dyskontem w stosunku do spółek zagranicznych. Na **EV/EBITDA** Elektrobudowa jest notowana z 15% premią do spółek polskich oraz 10% dyskontem do spółek zagranicznych.

### Wycena akcji metodą porównawczą

|                             | Kurs   | Kapitalizacja<br>(mln EUR) | P/E    |       |       | EV/EBITDA |       |       |
|-----------------------------|--------|----------------------------|--------|-------|-------|-----------|-------|-------|
|                             |        |                            | 2015P  | 2016P | 2017P | 2015P     | 2016P | 2017P |
| Budimex                     | 174,50 | 1 092                      | 23,8   | 15,9  | 14,4  | 11,9      | 8,6   | 8,1   |
| Erbud                       | 34,00  | 106                        | 15,6   | 13,5  | 12,5  | 7,9       | 7,1   | 6,6   |
| Unibep                      | 12,40  | 107                        | 17,9   | 14,0  | 13,5  | 10,8      | 8,6   | 8,2   |
| Elektrotim                  | 13,05  | 32                         | 10,8   | 10,5  | 11,5  | 5,9       | 5,7   | 6,1   |
| Herkules                    | 4,19   | 45                         | 14,9   | 12,9  | 12,0  | 6,9       | 6,2   | 5,7   |
| Ulma                        | 80,00  | 103                        | 50,6   | 18,4  | 17,6  | 4,5       | 3,5   | 3,6   |
| ZUE                         | 7,44   | 42                         | 14,4   | 12,8  | 8,6   | 6,0       | 5,7   | 4,6   |
| Trakcja                     | 9,89   | 125                        | 10,1   | 13,4  | 12,5  | 6,3       | 7,1   | 6,5   |
| Torpol                      | 13,60  | 77                         | 11,8   | 14,6  | 11,9  | 6,1       | 6,1   | 5,3   |
| ZPUE                        | 320,00 | 110                        | 12,7   | 11,3  | 11,4  | 7,6       | 7,1   | 6,9   |
| Mostostal Zabrze            | 2,25   | 82                         | 10,7   | 13,6  | 12,2  | 7,1       | 7,5   | 6,9   |
| Mediana                     |        |                            | 14,4   | 13,5  | 12,2  | 6,9       | 7,1   | 6,5   |
| Waga spółek z Polski        |        |                            | 50%    | 50%   | 50%   | 50%       | 50%   | 50%   |
| Acciona                     | 69,74  | 3 993                      | 23,8   | 19,0  | 17,8  | 8,8       | 8,5   | 8,1   |
| Astaldi                     | 7,87   | 775                        | 7,7    | 6,7   | 5,8   | 6,2       | 5,8   | 5,7   |
| Bilfinger                   | 38,22  | 1 759                      | 20,7   | 12,0  | 9,3   | 6,1       | 5,1   | 4,7   |
| Ferrovial                   | 19,78  | 14 487                     | 33,2   | 30,9  | 27,8  | 21,6      | 20,6  | 19,1  |
| Hochtief                    | 68,98  | 4 781                      | 19,0   | 16,2  | 14,1  | 5,5       | 5,3   | 5,1   |
| Mota Engil                  | 2,58   | 529                        | 10,8   | 6,3   | 4,1   | 5,2       | 4,5   | 4,5   |
| OHL                         | 16,88  | 1 684                      | 6,5    | 5,6   | 5,4   | 8,0       | 7,5   | 7,2   |
| Skanska                     | 177,00 | 7 950                      | 16,8   | 15,4  | 14,7  | 9,5       | 8,9   | 8,5   |
| Strabag                     | 21,71  | 2 475                      | 14,0   | 12,1  | 11,5  | 3,2       | 3,1   | 3,0   |
| Siemens                     | 96,12  | 84 677                     | 15,3   | 13,7  | 12,6  | 10,9      | 10,0  | 9,3   |
| Alstom                      | 28,36  | 8 785                      | 22,7   | 18,2  | 15,9  | 22,7      | 20,4  | 18,7  |
| ABB                         | 20,56  | 46 205                     | 18,4   | 16,0  | 14,4  | 10,0      | 9,2   | 8,7   |
| Schneider Electric          | 68,77  | 40 231                     | 16,5   | 14,9  | 13,6  | 10,6      | 9,9   | 9,1   |
| Legrand                     | 51,61  | 13 726                     | 23,2   | 21,5  | 19,7  | 13,5      | 12,8  | 11,9  |
| Mediana                     |        |                            | 17,6   | 15,2  | 13,8  | 9,1       | 8,7   | 8,3   |
| Waga spółek zagranicznych   |        |                            | 50%    | 50%   | 50%   | 50%       | 50%   | 50%   |
| Mediana                     |        |                            | 16,0   | 14,3  | 13,0  | 8,0       | 7,9   | 7,4   |
| Elektrobudowa               | 134,00 | 156                        | 13,5   | 13,7  | 12,7  | 8,1       | 8,0   | 7,4   |
| Premia (dyskonto)           |        |                            | -15,7% | -4,6% | -2,8% | 1,1%      | 1,8%  | -0,7% |
| Wycena                      |        |                            | 158,9  | 140,5 | 137,8 | 132,5     | 131,7 | 134,9 |
| Waga wskaźnika              |        |                            | 16,7%  | 16,7% | 16,7% | 16,7%     | 16,7% | 16,7% |
| Ważona wycena 1 akcji (PLN) |        |                            | 139,4  |       |       |           |       |       |

Źródło: Dom Maklerski mBanku, Bloomberg

## Wycena DCF

### Założenia modelu DCF:

- Przychody:** wzrost o 6% r/r w 2015 r. oraz spadek o 2% w 2016 r. W kolejnych latach wzrost o ok. 3% rocznie (założony wzrost przychodów w 2015 r. jest o 2 p.p. niższy od prognoz zarządu, umiarkowany spadek w przyszłym roku w związku z zakończeniem kontraktu w Tychach).
- Marża EBIT:** 5,6% w 2015 r. Stabilizacja marż na poziomie 5,5-5,7% w kolejnych latach prognozy.
- Kapitał obrotowy netto:** równy 19-20% przychodów w okresie prognozy (w latach 2004-2013 kapitał obrotowy Elektrobudowy stanowił 5-16% przychodów, po czym wzrósł w 2014 r. do 20% przychodów w

związku z pozyskaniem trzech długoterminowych kontraktów od PSE i Tauronu. W długim terminie możliwy jest spadek udziału długoterminowych kontraktów w portfelu Elektrobudowy, co powinno się wiązać z mniejszym od prognozowanego zaangażowaniem w kapitał obrotowy).

- CAPEX:** W latach 2015-2021 nakłady na majątek trwały przewyższają amortyzację o średnio 18%.
- Długoterminowa stopa wzrostu wolnych przepływów pieniężnych (g): 2%.
- Stopa wolna od ryzyka: 3,5%.
- Premia za ryzyko: 5,0%.
- Beta: 1,0.

### Model DCF

| (mln PLN)                       | 2015P  | 2016P  | 2017P  | 2018P  | 2019P  | 2020P  | 2021P  | 2021+ |
|---------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|
| Przychody ze sprzedaży          | 1170,8 | 1142,3 | 1182,0 | 1218,3 | 1255,5 | 1293,4 | 1332,4 |       |
| zmiana                          | 5,6%   | -2,4%  | 3,5%   | 3,1%   | 3,1%   | 3,0%   | 3,0%   |       |
| EBITDA                          | 79,2   | 77,0   | 81,1   | 82,3   | 84,2   | 86,1   | 87,8   |       |
| marża EBITDA                    | 6,8%   | 6,7%   | 6,9%   | 6,8%   | 6,7%   | 6,7%   | 6,6%   |       |
| Amortyzacja                     | 13,7   | 13,5   | 13,9   | 14,3   | 14,5   | 14,7   | 14,7   |       |
| EBIT                            | 65,5   | 63,6   | 67,2   | 68,0   | 69,6   | 71,3   | 73,1   |       |
| marża EBIT                      | 5,6%   | 5,6%   | 5,7%   | 5,6%   | 5,5%   | 5,5%   | 5,5%   |       |
| Zyski jednostek stowarzyszonych | -0,4   | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    |       |
| EBIT skorygowany                | 65,0   | 63,6   | 67,2   | 68,0   | 69,6   | 71,3   | 73,1   |       |
| Opodatkowanie EBIT              | 14,5   | 14,0   | 14,8   | 15,0   | 15,3   | 15,7   | 16,1   |       |
| NOPLAT                          | 50,6   | 49,6   | 52,5   | 53,0   | 54,3   | 55,6   | 57,0   |       |
| CAPEX                           | -14,2  | -17,5  | -18,0  | -18,6  | -16,7  | -17,0  | -14,7  |       |
| Kapitał obrotowy                | -8,7   | -0,2   | -9,0   | -4,9   | -4,9   | -4,8   | -4,9   |       |
| FCF                             | 41,4   | 45,3   | 39,3   | 43,8   | 47,3   | 48,6   | 52,1   | 53,2  |
| WACC                            | 8,5%   | 8,5%   | 8,5%   | 8,5%   | 8,5%   | 8,5%   | 8,5%   |       |
| współczynnik dyskonta           | 95,4%  | 87,9%  | 81,0%  | 74,7%  | 68,8%  | 63,4%  | 58,5%  |       |
| PV FCF                          | 39,5   | 39,8   | 31,9   | 32,7   | 32,5   | 30,8   | 30,5   |       |
| WACC                            | 8,5%   | 8,5%   | 8,5%   | 8,5%   | 8,5%   | 8,5%   | 8,5%   |       |
| Koszt długu                     | 4,7%   | 4,7%   | 4,7%   | 4,7%   | 4,7%   | 4,7%   | 4,7%   |       |
| Stopa wolna od ryzyka           | 3,5%   | 3,5%   | 3,5%   | 3,5%   | 3,5%   | 3,5%   | 3,5%   |       |
| Premia za ryzyko kredytowe      | 1,2%   | 1,2%   | 1,2%   | 1,2%   | 1,2%   | 1,2%   | 1,2%   |       |
| Efektywna stopa podatkowa       | 19,0%  | 19,0%  | 19,0%  | 19,0%  | 19,0%  | 19,0%  | 19,0%  |       |
| Dług netto / EV                 | 1%     | 0%     | 0%     | 0%     | 0%     | 0%     | 0%     |       |
| Koszt kapitału własnego         | 8,5%   | 8,5%   | 8,5%   | 8,5%   | 8,5%   | 8,5%   | 8,5%   |       |
| Premia za ryzyko                | 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    |       |

Wzrost FCF po okresie prognozy

2,0%

Wartość rezydualna (TV)

818,0

Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)

478,2

Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy

237,7

Wartość firmy (EV)

715,8

Dług netto

40,9

Wartość firmy

674,9

liczba akcji

4,7

Wartość firmy na akcję (PLN)

142,2

9-cio miesięczny koszt kapitału własnego

6,3%

Cena docelowa

151,1

EV/EBITDA('15) dla ceny docelowej

9,1

P/E('15) dla ceny docelowej

15,2

Udział TV w EV

67%

### Analiza wrażliwości

|               |       | Wzrost FCF w nieskończoności |       |       |       |      |
|---------------|-------|------------------------------|-------|-------|-------|------|
|               |       | 1,0%                         | 1,5%  | 2,0%  | 2,5%  | 3,0% |
| WACC -1,0p.p. | 136,9 | 144,0                        | 152,3 | 161,8 | 173,2 |      |
| WACC -0,5p.p. | 136,4 | 143,5                        | 151,7 | 161,2 | 172,5 |      |
| WACC          | 135,9 | 143,0                        | 151,1 | 160,6 | 171,8 |      |
| WACC +0,5p.p. | 135,5 | 142,5                        | 150,6 | 160,0 | 171,2 |      |
| WACC +1,0p.p. | 135,0 | 142,0                        | 150,0 | 159,4 | 170,5 |      |

## Rachunek wyników

| (mln PLN)                                  | 2011   | 2012    | 2013   | 2014    | 2015P   | 2016P   | 2017P   |
|--------------------------------------------|--------|---------|--------|---------|---------|---------|---------|
| Przychody ze sprzedaży                     | 945,2  | 1 018,0 | 905,6  | 1 108,3 | 1 170,8 | 1 142,3 | 1 182,0 |
| zmiana                                     | 20,1%  | 7,7%    | -11,0% | 22,4%   | 5,6%    | -2,4%   | 3,5%    |
| Koszt własny sprzedaży                     | 879,3  | 968,1   | 842,4  | 1 035,1 | 1 079,4 | 1 053,1 | 1 088,3 |
| Zysk brutto na sprzedaży                   | 65,9   | 49,9    | 63,1   | 73,2    | 91,4    | 89,2    | 93,7    |
| marża brutto na sprzedaży                  | 7,0%   | 4,9%    | 7,0%   | 6,6%    | 7,8%    | 7,8%    | 7,9%    |
| Koszty sprzedaży                           | -4,3   | -6,5    | -5,0   | -3,5    | -3,6    | -3,7    | -3,8    |
| Koszty ogólnego zarządu                    | -14,0  | -15,6   | -16,5  | -16,4   | -17,4   | -18,0   | -18,5   |
| Pozostała działalność operacyjna netto     | 1,6    | -5,4    | -17,0  | -17,6   | -4,9    | -4,0    | -4,1    |
| EBIT                                       | 49,3   | 22,5    | 24,7   | 35,7    | 65,5    | 63,6    | 67,2    |
| zmiana                                     | -7,1%  | -54,4%  | 9,9%   | 44,7%   | 83,3%   | -2,9%   | 5,8%    |
| marża EBIT                                 | 5,2%   | 2,2%    | 2,7%   | 3,2%    | 5,6%    | 5,6%    | 5,7%    |
| Wynik na działalności finansowej           | 0,3    | 0,2     | -1,8   | -2,2    | -4,4    | -3,9    | -2,7    |
| Udział w zyskach jednostek stowarzyszonych | -0,4   | 5,2     | 3,1    | 0,0     | -0,4    | 0,0     | 0,0     |
| Zysk brutto                                | 49,1   | 27,9    | 25,9   | 33,5    | 60,6    | 59,7    | 64,6    |
| Podatek dochodowy                          | 11,0   | 4,6     | 8,3    | 6,5     | 13,5    | 13,1    | 14,2    |
| Zysk akcjonariuszy mniejszościowych        | 0,2    | 0,3     | 0,4    | -0,3    | -0,1    | 0,0     | 0,0     |
| Zysk netto                                 | 37,9   | 22,9    | 17,2   | 27,3    | 47,2    | 46,6    | 50,4    |
| zmiana                                     | -15,9% | -39,6%  | -24,8% | 58,7%   | 72,8%   | -1,4%   | 8,1%    |
| marża                                      | 4,0%   | 2,2%    | 1,9%   | 2,5%    | 4,0%    | 4,1%    | 4,3%    |
| Amortyzacja                                | 12,3   | 12,2    | 14,1   | 13,6    | 13,7    | 13,5    | 13,9    |
| EBITDA                                     | 61,6   | 34,6    | 38,8   | 49,3    | 79,2    | 77,0    | 81,1    |
| zmiana                                     | -3,7%  | -43,8%  | 12,1%  | 27,0%   | 60,6%   | -2,7%   | 5,3%    |
| marża EBITDA                               | 6,5%   | 3,4%    | 4,3%   | 4,4%    | 6,8%    | 6,7%    | 6,9%    |
| Liczba akcji na koniec roku (mln)          | 4,7    | 4,7     | 4,7    | 4,7     | 4,7     | 4,7     | 4,7     |
| EPS                                        | 8,0    | 4,8     | 3,6    | 5,8     | 9,9     | 9,8     | 10,6    |
| CEPS                                       | 10,6   | 7,4     | 6,6    | 8,6     | 12,8    | 12,6    | 13,5    |
| ROAE                                       | 11,7%  | 7,1%    | 5,3%   | 8,2%    | 13,0%   | 11,6%   | 11,7%   |
| ROAA                                       | 6,1%   | 3,4%    | 2,3%   | 3,2%    | 5,2%    | 5,0%    | 5,4%    |

**Bilans**

| (mIn PLN)                            | 2011  | 2012  | 2013  | 2014  | 2015P | 2016P | 2017P |
|--------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>AKTYWA</b>                        | 659,6 | 691,8 | 775,7 | 911,8 | 911,4 | 939,3 | 934,2 |
| Majątek trwały                       | 159,7 | 197,8 | 199,5 | 174,3 | 173,4 | 177,6 | 181,9 |
| WNIp                                 | 30,7  | 37,7  | 40,8  | 41,2  | 41,3  | 41,3  | 41,3  |
| Rzeczowe aktywa trwałe               | 86,2  | 89,4  | 87,5  | 88,3  | 89,4  | 93,4  | 97,6  |
| Inwestycje długoterminowe            | 30,6  | 30,5  | 26,8  | 20,9  | 21,7  | 21,7  | 21,7  |
| Pozostałe                            | 12,1  | 40,1  | 44,5  | 23,9  | 21,1  | 21,3  | 21,4  |
| Majątek obrotowy                     | 499,9 | 494,1 | 576,1 | 737,5 | 738,0 | 761,7 | 752,2 |
| Zapasy                               | 57,2  | 49,5  | 57,9  | 50,4  | 70,6  | 68,9  | 71,2  |
| Należności                           | 290,3 | 270,3 | 245,3 | 340,1 | 336,8 | 328,6 | 340,0 |
| Kwoty należne z tytułu umów o budowę | 109,0 | 120,8 | 159,8 | 274,9 | 224,5 | 234,7 | 242,9 |
| Środki pieniężne i ich ekwiwalenty   | 38,4  | 45,2  | 80,5  | 62,2  | 95,6  | 119,0 | 87,6  |
| Inne                                 | 5,0   | 8,3   | 32,7  | 9,9   | 10,5  | 10,5  | 10,5  |

| (mIn PLN)                           | 2011  | 2012  | 2013  | 2014  | 2015P | 2016P | 2017P |
|-------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>PASYWA</b>                       | 659,6 | 691,8 | 775,7 | 911,8 | 911,4 | 939,3 | 934,2 |
| Kapitał własny                      | 329,5 | 318,1 | 325,6 | 338,0 | 386,0 | 413,7 | 445,4 |
| Kapitał mniejszości                 | 0,5   | 0,8   | 1,1   | 0,2   | 0,1   | 0,1   | 0,1   |
| Zobowiązania długoterminowe         | 10,9  | 21,2  | 19,4  | 20,6  | 20,6  | 20,6  | 20,6  |
| Pożyczki i kredyty                  | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   |
| Rezerwy i inne                      | 10,9  | 21,2  | 19,4  | 20,6  | 20,6  | 20,6  | 20,6  |
| Zobowiązania krótkoterminowe        | 318,6 | 351,8 | 429,5 | 552,9 | 504,7 | 504,9 | 468,1 |
| Pożyczki i kredyty                  | 0,0   | 11,2  | 5,9   | 103,2 | 100,0 | 100,0 | 50,0  |
| Zobowiązania wobec dostawców        | 274,7 | 276,0 | 338,2 | 358,8 | 324,0 | 316,1 | 327,1 |
| Zobowiązania z tytułu umów o budowę | 23,6  | 31,7  | 45,8  | 57,0  | 54,5  | 62,6  | 64,8  |
| Rezerwy i inne                      | 20,3  | 33,0  | 39,6  | 33,9  | 26,2  | 26,2  | 26,2  |

|                               |        |        |        |       |       |       |       |
|-------------------------------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|
| Dług                          | 0,0    | 11,2   | 5,9    | 103,2 | 100,0 | 100,0 | 50,0  |
| Dług netto                    | -38,4  | -34,0  | -74,5  | 40,9  | 4,4   | -19,0 | -37,6 |
| (Dług netto / Kapitał własny) | -11,6% | -10,7% | -22,9% | 12,1% | 1,1%  | -4,6% | -8,4% |
| (Dług netto / EBITDA)         | -0,6   | -1,0   | -1,9   | 0,8   | 0,1   | -0,2  | -0,5  |
| BVPS                          | 69,4   | 67,0   | 68,6   | 71,2  | 81,3  | 87,1  | 93,8  |

## Przepływy pieniężne

| (mln PLN)                         | 2011  | 2012  | 2013  | 2014   | 2015P | 2016P | 2017P |
|-----------------------------------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
| Przepływy operacyjne              | 4,3   | 30,7  | 61,8  | -96,4  | 50,8  | 57,6  | 53,2  |
| Zysk brutto                       | 49,1  | 48,4  | 25,9  | 33,5   | 60,6  | 59,7  | 64,6  |
| Podatek dochodowy                 | -14,0 | -7,7  | -8,6  | -12,5  | -14,9 | -13,1 | -14,2 |
| Amortyzacja                       | 12,3  | 12,2  | 14,1  | 13,6   | 13,7  | 13,5  | 13,9  |
| Kapitał obrotowy                  | -46,1 | -2,3  | 30,6  | -129,4 | -8,7  | -0,2  | -9,0  |
| Pozostałe                         | 3,0   | -19,9 | -0,2  | -1,6   | 0,0   | -2,1  | -2,1  |
| Przepływy inwestycyjne            | 15,0  | -16,0 | -11,4 | -7,7   | -14,1 | -17,5 | -18,0 |
| CAPEX                             | -18,2 | -22,6 | -17,5 | -11,7  | -14,2 | -17,5 | -18,0 |
| Inwestycje kapitałowe             | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0    | 0,0   | 0,0   | 0,0   |
| Pozostałe                         | 33,1  | 6,6   | 6,1   | 3,9    | 0,1   | 0,0   | 0,0   |
| Przepływy finansowe               | -28,5 | -8,2  | -16,1 | 85,0   | -2,8  | -16,7 | -66,6 |
| Emisja akcji                      | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0    | 0,0   | 0,0   | 0,0   |
| Dług                              | 0,0   | 11,2  | -5,3  | 96,9   | -2,9  | 0,0   | -50,0 |
| Dywidenda                         | -28,5 | -19,0 | -9,5  | -9,5   | 0,0   | -18,9 | -18,6 |
| Pozostałe                         | -0,1  | -0,4  | -1,4  | -2,5   | 0,1   | 2,1   | 2,1   |
| Zmiana stanu środków pieniężnych  | -9,3  | 6,5   | 34,3  | -19,1  | 33,8  | 23,4  | -31,4 |
| Środki pieniężne na koniec okresu | 38,4  | 45,2  | 80,5  | 62,2   | 95,6  | 119,0 | 87,6  |
| DPS (PLN)                         | 6,0   | 4,0   | 2,0   | 2,0    | 0,0   | 4,0   | 3,9   |
| FCF                               | -12,3 | 9,7   | 49,7  | -99,6  | 41,4  | 45,3  | 39,3  |
| (CAPEX / Przychody ze sprzedaży)  | 1,9%  | 2,2%  | 1,9%  | 1,1%   | 1,2%  | 1,5%  | 1,5%  |

## Wskaźniki rynkowe

| (mln PLN)                            | 2011  | 2012  | 2013  | 2014   | 2015P | 2016P | 2017P |
|--------------------------------------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
| P/E                                  | 16,8  | 27,8  | 37,0  | 23,3   | 13,5  | 13,7  | 12,7  |
| P/CE                                 | 12,7  | 18,2  | 20,3  | 15,6   | 10,5  | 10,6  | 9,9   |
| P/BV                                 | 1,9   | 2,0   | 2,0   | 1,9    | 1,7   | 1,5   | 1,4   |
| P/S                                  | 0,7   | 0,6   | 0,7   | 0,6    | 0,5   | 0,6   | 0,5   |
| FCF/EV                               | -2,1% | 1,6%  | 8,8%  | -14,7% | 6,4%  | 7,3%  | 6,6%  |
| EV/EBITDA                            | 9,7   | 17,4  | 14,5  | 13,8   | 8,1   | 8,0   | 7,4   |
| EV/EBIT                              | 12,2  | 26,9  | 22,8  | 19,0   | 9,8   | 9,7   | 8,9   |
| EV/S                                 | 0,6   | 0,6   | 0,6   | 0,6    | 0,5   | 0,5   | 0,5   |
| DYield                               | 4,5%  | 3,0%  | 1,5%  | 1,5%   | 0,0%  | 3,0%  | 2,9%  |
| Cena (PLN)                           | 134,0 |       |       |        |       |       |       |
| Liczba akcji na koniec roku (mln)    | 4,7   | 4,7   | 4,7   | 4,7    | 4,7   | 4,7   | 4,7   |
| MC (mln PLN)                         | 637,1 | 637,1 | 637,1 | 637,1  | 637,1 | 637,1 | 637,1 |
| Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN) | 0,5   | 0,8   | 1,1   | 0,2    | 0,1   | 0,1   | 0,1   |
| EV (mln PLN)                         | 599,3 | 603,9 | 563,7 | 678,2  | 641,7 | 618,3 | 599,6 |

#### 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 Maklerskiego mBanku 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 Dom Maklerski mBanku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku 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.

Dom Maklerski mBanku 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 Dom Maklerski mBanku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

Dom Maklerski mBanku S.A. 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 poniżej.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Dom Maklerski mBanku S.A., 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 Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Nadzór nad działalnością Domu Maklerskiego mBanku S.A. 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 Domu Maklerskim mBanku 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 spółki Elektrobudowa

| rekomendacja             | Kupuj      | Akumuluj   |
|--------------------------|------------|------------|
| data wydania             | 2015-01-26 | 2015-03-06 |
| kurs z dnia rekomendacji | 81,22      | 111,90     |
| WIG w dniu rekomendacji  | 51680,12   | 53546,40   |

Michał Marczak  
członek zarządu  
tel. +48 22 438 24 01  
[michal.marczak@mdm.pl](mailto:michal.marczak@mdm.pl)  
strategia, surowce, metale

## Departament analiz:

Kamil Kliszcz  
dyrektor  
tel. +48 22 438 24 02  
[kamil.kliszcz@mdm.pl](mailto:kamil.kliszcz@mdm.pl)  
paliwa, chemia, energetyka

Michał Konarski  
tel. +48 22 438 24 05  
[michal.konarski@mdm.pl](mailto:michal.konarski@mdm.pl)  
banki

Jakub Szkopek  
tel. +48 22 438 24 03  
[jakub.szkopek@mdm.pl](mailto:jakub.szkopek@mdm.pl)  
przemysł

Paweł Szpigiel  
tel. +48 22 438 24 06  
[pawel.szpigiel@mdm.pl](mailto:pawel.szpigiel@mdm.pl)  
media, IT, telekomunikacja

Piotr Zybała  
tel. +48 22 438 24 04  
[piotr.zybała@mdm.pl](mailto:piotr.zybała@mdm.pl)  
budownictwo, deweloperzy

Piotr Bogusz  
tel. +48 22 438 24 08  
[piotr.bogusz@mdm.pl](mailto:piotr.bogusz@mdm.pl)  
handel

## Departament sprzedaży instytucjonalnej:

Piotr Gawron  
dyrektor  
tel. +48 22 697 48 95  
[piotr.gawron@mdm.pl](mailto:piotr.gawron@mdm.pl)

Marzena Łempicka-Wilim  
wicedyrektor  
tel. +48 22 697 48 82  
[marzena.lempicka@mdm.pl](mailto:marzena.lempicka@mdm.pl)

## Zagraniczna sprzedaż instytucjonalna:

Łukasz Wójtowicz, CAIA  
wicedyrektor ds. rynków zagranicznych  
tel. +48 22 697 48 47  
[lukasz.wojtowicz@mdm.pl](mailto:lukasz.wojtowicz@mdm.pl)

Dom Maklerski mBanku S.A.  
Departament analiz  
ul. Senatorska 18  
00-075 Warszawa  
[www.mDomMaklerski.pl](http://www.mDomMaklerski.pl)

## Maklerzy:

Krzysztof Bodek  
tel. +48 22 697 48 89  
[krzysztof.bodek@mdm.pl](mailto:krzysztof.bodek@mdm.pl)

Michał Jakubowski  
tel. +48 22 697 47 44  
[michal.jakubowski@mdm.pl](mailto:michal.jakubowski@mdm.pl)

Tomasz Jakubiec  
tel. +48 22 697 47 31  
[tomasz.jakubiec@mdm.pl](mailto:tomasz.jakubiec@mdm.pl)

Szymon Kubka, CFA, PRM  
tel. +48 22 697 48 16  
[szymon.kubka@mdm.pl](mailto:szymon.kubka@mdm.pl)

Anna Łagowska  
tel. +48 22 697 48 25  
[anna.lagowska@mdm.pl](mailto:anna.lagowska@mdm.pl)

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

Adam Mizera  
tel. +48 22 697 48 76  
[adam.mizera@mdm.pl](mailto:adam.mizera@mdm.pl)

Adam Prokop  
tel. +48 22 697 47 90  
[adam.prokop@mdm.pl](mailto:adam.prokop@mdm.pl)

Michał Roźmiej  
tel. +48 22 697 49 85  
[michal.rozmiej@mdm.pl](mailto:michal.rozmiej@mdm.pl)

## Zespół Prywatnego Maklera:

Jarosław Banasiak  
dyrektor biura aktywnej sprzedaży  
tel. +48 22 697 48 70  
[jaroslaw.banasiak@mdm.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@mdm.pl)