



analityk: Adam Anioł

data sporządzenia: 10.11.2016 r.

Cena akcji	Kapitalizacja (mln zł)	Free float	Wartość dzienna obrotów (tys. zł)	P/E	P/BV
<b>96,49</b>	<b>458,1</b>	<b>34,9%</b>	<b>29,7</b>	<b>9,8</b>	<b>1,18</b>

Elektrobudowa SA jest liderem wśród polskich firm elektroenergetycznych. Świadczy kompleksowe usługi budowlano-montażowe realizując inwestycje związane z przemysłem energetycznym, petrochemicznym, wydobywczym oraz budownictwem obiektów użyteczności publicznej w systemie pod klucz. Spółka jest producentem urządzeń elektroenergetycznych rozdzielnic i aparatury rozdzielczej średnich i niskich napięć oraz stacji i systemów elektroenergetycznych.

Wyniki kwartalne	3Q'16	3Q'15	r/r	3Q'16	3Q'16 - BGZ BNP	różnica	3Q'16	3Q'16 - konsensus	różnica
<b>Przychody</b>	<b>251,7</b>	<b>339,5</b>	<b>-25,9%</b>	<b>251,7</b>	<b>310,7</b>	<b>-19,0%</b>	<b>251,7</b>	<b>292,6</b>	<b>-14,0%</b>
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>25,5</b>	<b>27,3</b>	<b>-6,6%</b>	<b>25,5</b>	<b>22,8</b>	<b>11,8%</b>	<b>25,5</b>	-	-
<i>marża brutto ze sprzedaży</i>	<i>10,1%</i>	<i>8,0%</i>		<i>10,1%</i>	<i>7,3%</i>		<i>10,1%</i>	-	
<b>EBITDA</b>	<b>22,9</b>	<b>22,5</b>	<b>1,8%</b>	<b>22,9</b>	<b>21,0</b>	<b>9,0%</b>	<b>22,9</b>	<b>21,2</b>	<b>8,0%</b>
<i>marża EBITDA</i>	<i>9,1%</i>	<i>6,6%</i>		<i>9,1%</i>	<i>6,8%</i>		<i>9,1%</i>	<i>7,2%</i>	
<b>EBIT</b>	<b>19,5</b>	<b>18,9</b>	<b>3,2%</b>	<b>19,5</b>	<b>17,8</b>	<b>9,6%</b>	<b>19,5</b>	<b>17,7</b>	<b>10,2%</b>
<i>marża EBIT</i>	<i>7,7%</i>	<i>5,6%</i>		<i>7,7%</i>	<i>5,7%</i>		<i>7,7%</i>	<i>6,0%</i>	
<b>Zysk netto</b>	<b>17,2</b>	<b>16,4</b>	<b>4,9%</b>	<b>17,2</b>	<b>14,0</b>	<b>22,9%</b>	<b>17,2</b>	<b>14,6</b>	<b>17,8%</b>
<i>marża netto</i>	<i>6,8%</i>	<i>4,8%</i>		<i>6,8%</i>	<i>4,5%</i>		<i>6,8%</i>	<i>5,0%</i>	

## Komentarz do wyników

Zaraportowane skonsolidowane **przychody Grupy Elektrobudowa w 3Q'16 wyniosły 251,7 mln PLN, co implikuje spadek na poziomie 25,9%** względem poprzedniego roku. **Za mniejszą sprzedaż odpowiadał głównie segment produkcji** którego przychody spadły do 33,9 mln PLN (-61,0% r/r). **Mniejsze przychody zanotował również kluczowy segment realizacji projektów (204,9 mln PLN; -6,2% r/r) na co wpływ miały „duże kontrakty, których realizacja w okresie 9M'16 roku znajdowała się na etapie testów przed odbiorami końcowymi i nie wygenerowały tak znaczących przychodów” (głównie projekt Tychy).**

**Spółka zaraportowała relatywnie wysoką marżę brutto, która wyniosła 10,1% vs. 8,0% w 3Q'15 oraz 8,8% w całym 2015 roku.** Pozytywnie na rentowność wpływał przede wszystkim segment realizacji kontraktów, gdzie marża operacyjna wyniosła 9,4% vs 1,8% w 3Q'15. Mimo spadku przychodów, koszty SG&A (5,3 mln PLN; -0,7% r/r) zostały utrzymane na podobnym poziomie q/q oraz r/r. Względem ubiegłego roku zaraportowane saldo z pozostałej działalności wzrosło z -3,1 do -0,7 mln PLN, głównie jako efekt wpływu odsetek z tytułu nieterminowej zapłaty (+2,0 mln PLN). W rezultacie wynik operacyjny wyniósł 19,5 mln PLN (+3,3% r/r) przy wysokiej rentowności na poziomie 7,7% (+2,1 pkt. proc. r/r).

Działalność finansowa przyniosła -0,6 mln PLN, czyli podobnym poziom r/r. Z kolei podobnie jak w 2Q'16 Spółka osiągnęła wysoki zysk netto w jednostkach podporządkowanych (+2,7 mln PLN vs 1,3 mln PLN w 3Q'15) co jest zasługą poprawy na rynku rosyjskim, a tym samym lepsze wyniki spółki Vector. Przy efektywnej stawce podatkowej na poziomie 20,4% (15,8% w 3Q'15) **ostateczny zysk netto wyniósł 17,2 mln PLN (+4,7% r/r)** przy marży netto 6,5% (+1,3 pkt. proc. r/r).

**W 3Q'16 Spółka zaraportowała symboliczny dodatni przepływ operacyjny na poziomie 0,8 mln PLN – środki ze zmniejszenia się należności handlowych (+42 mln PLN) zostały zneutralizowane przez zmiany w rozrachunkach z tytułu umów budowlanych (-62 mln PLN).** Przepływy netto wyniosły -16,8 mln PLN, co zmniejszyło stan środków pieniężnych do 68,1 mln PLN. **Grupa zaraportowała gotówkę netto na poziomie 36,3 mln PLN (vs 20,6 mln PLN przed rokiem).**



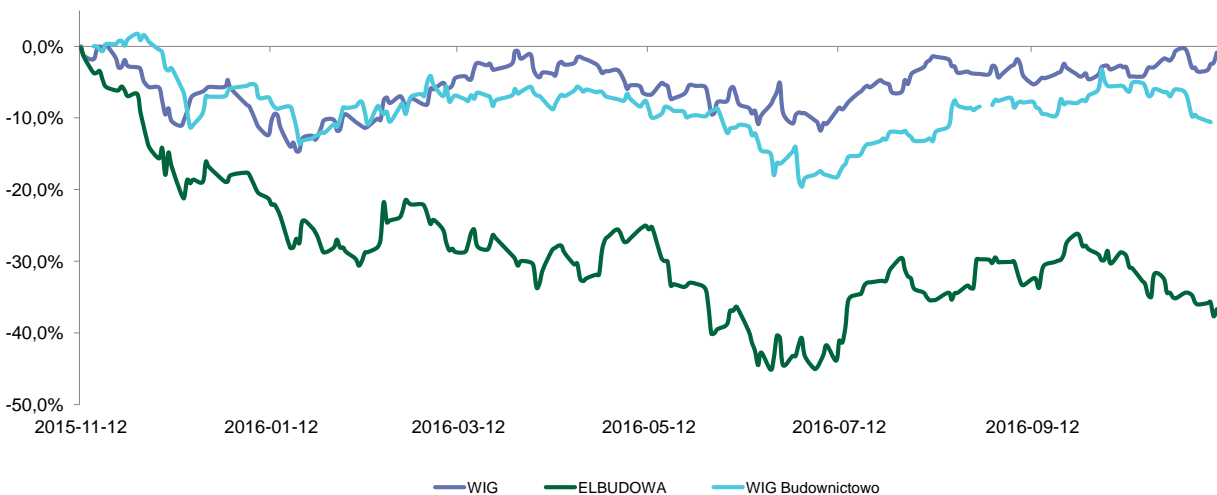
**Wpływ aktualnych informacji na ocenę spółki z perspektywy akcjonariuszy**

Wyniki Grupy Elektrobudowa w 3Q'16 oceniamy umiarkowanie pozytywnie. Rezultaty zgodnie z oczekiwaniami były słabsze r/r pod względem przychodowym z uwagi niższy portfel zleceń, jednak pozytywnie zaskoczyła rentowność uzyskiwana na realizowanych kontraktach, która utrzymała się na podobnym poziomie k/k.

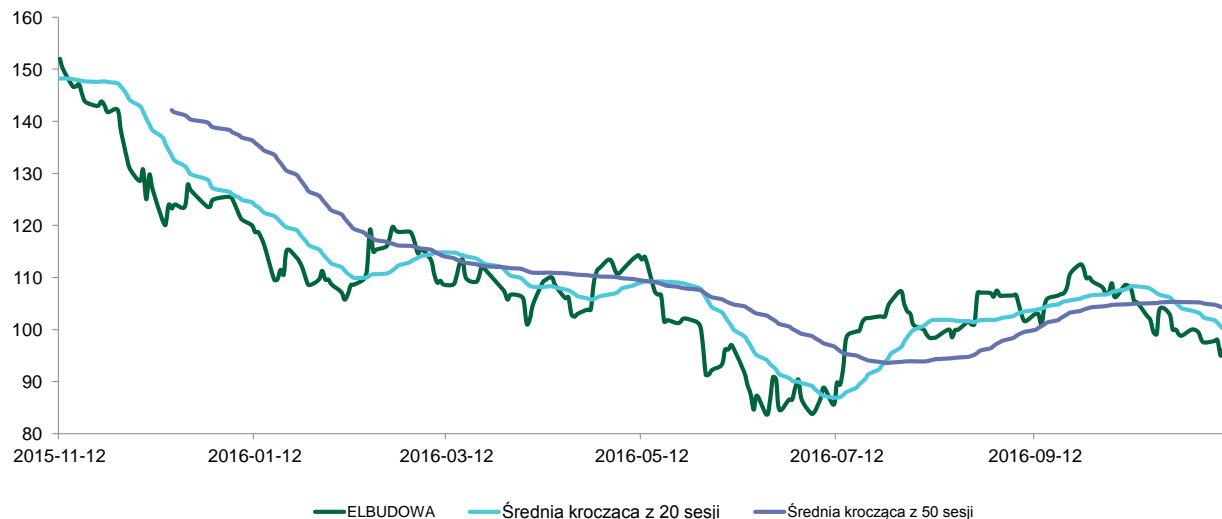
Pozytywnie oceniamy również odwrócenie negatywnej tendencji spadkowej odnośnie portfela zleceń tym bardziej, że Zarząd zwracał uwagę na trudności w pozyskiwaniu nowych kontraktów w najbliższych okresach. W 3Q'15 Grupa pozyskała 401 mln PLN nowych kontraktów, co przełożyło się na wzrost backlogu z 1 161 mln PLN do 1 395 mln PLN (-3,5% r/r). Tym samym po 9M osiągnęła niemal roczny cel kontraktacji, który wynosił 770 mln PLN.

Po 3Q bieżącego roku Spółka zrealizowała nasze prognozy na poziomie 74,0% / 74,3% / 78,6% odpowiednio dla przychodów / EBIT / zysk netto. Zarząd podtrzymuje prognozę zysku netto na poziomie 51,0 mln PLN. Zakładając podobne warunki rynkowe w 4Q'16 oraz brak negatywnych zdarzeń jednorazowych nie widzimy zagrożeń dla realizacji wspomnianej prognozy, mimo bardzo słabego wykonania 1Q'16.

**Elektrobudowa vs WIG vs indeks branżowy**



**Notowania akcji 12M (PLN) (PLN)**





**Zespół ds. Doradztwa Inwestycyjnego**      telefon      adres email

<b>Michał Krajczewski, CFA</b>	<b>22 507 52 91</b>	<a href="mailto:michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl">michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl</a>
Kamil Hajdamowicz	22 507 52 76	<a href="mailto:kamil.hajdamowicz@bgzbnpparibas.pl">kamil.hajdamowicz@bgzbnpparibas.pl</a>
Adam Anioł	22 507 52 93	<a href="mailto:adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl">adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl</a>
Krzysztof Choromański	22 507 52 92	<a href="mailto:k.choromanski@bgzbnpparibas.pl">k.choromanski@bgzbnpparibas.pl</a>

**Zespół ds. Obsługi Rynku Wtórno**      telefon      adres email

<b>Damian Zemlik</b>	22 507 52 72	<a href="mailto:damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl">damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl</a>
Paulina Rudolf	22 507 52 73	<a href="mailto:paulina.rudolf@bgzbnpparibas.pl">paulina.rudolf@bgzbnpparibas.pl</a>
Grzegorz Leszek	22 329 43 55	<a href="mailto:grzegorz.leszek@bgzbnpparibas.pl">grzegorz.leszek@bgzbnpparibas.pl</a>
Monika Dudek	22 329 43 24	<a href="mailto:monika.dudek@bgzbnpparibas.pl">monika.dudek@bgzbnpparibas.pl</a>
Przemysław Borycki	22 329 43 22	<a href="mailto:przemyslaw.borycki@bgzbnpparibas.pl">przemyslaw.borycki@bgzbnpparibas.pl</a>
Sławomir Orzechowski	22 329 43 54	<a href="mailto:s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl">s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl</a>

**Zespół ds. Obsługi Rynku Pierwotnego**      telefon      adres email

Marek Jaczewski	22 329 43 53	<a href="mailto:marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl">marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl</a>
-----------------	--------------	----------------------------------------------------------------------------------------

**Internetowe serwisy transakcyjne**

**bmBGZ.net**

Zlecenia na GPW i New Connect

<https://makler.bmbgz.pl/>

**eIPO.bmBGZ**

Zapisy w ofertach publicznych (IPO)

<https://emisja.bmbgz.pl/>

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV – (enterprise value – wartość ekonomiczna) dług netto + wartość rynkowa  
EBIT – (earnings before interest & tax – zysk przed odsetkami i podatkami) - zysk operacyjny  
EBITDA – (earnings before interest, taxes, depreciation and amortization) - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją  
ROE – (return on equity – zwrot na kapitale własnym) – iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu kapitałów własnych  
ROA – (return on assets – zwrot na aktywach) – iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu aktywów  
NAV – wartość aktywów netto (aktywa – zobowiązania)  
P/CE – iloraz kapitalizacji oraz zysku wraz z amortyzacją  
EBIT/EV – iloraz zysku operacyjnego oraz wartości ekonomicznej  
P/E (lub C/Z) – (price earnings ratio – wsk. cena / zysk) – iloraz ceny oraz rocznego zysku netto przypadającego na jedną akcję  
P/BV (lub C/WK) – (cena/wartość księgową) – iloraz ceny oraz wartości księgowej przypadającej na jedną akcję  
EPS – (earnings per share – wsk. zysku na jedną akcję) – iloraz zysku netto oraz liczby akcji  
DPS – (dividend per share – wsk. stopy dywidendy) – iloraz dywidendy na jedną akcję oraz ceny rynkowej jednej akcji  
BVPS – (wsk. wartości księgowej na jedną akcję) – iloraz kapitału własnego oraz liczby akcji  
BVPS – (wsk. wartości księgowej na jedną akcję) – iloraz kapitału własnego oraz liczby akcji  
Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ich ekwiwalenty  
Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży  
Yield – w przypadku nieruchomości: stosunek przychodów z najmu do wartości nieruchomości  
NOI – (net operating income) – różnica pomiędzy przychodami a kosztami operacyjnymi nieruchomości komercyjnej  
NWC – (net working capital) = zapasy + należności krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług – zobowiązania krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług



Biuro Maklerskie Banku BGŻ BNP Paribas S.A. prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (obecnie Komisja Nadzoru Finansowego). Podlega regulacjom ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi. Nadzór nad działalnością BM BGŻ BNP Paribas S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego Banku BGŻ BNP Paribas S.A. (dalej: BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A.)

Raport jest udostępniany klientom wyłącznie w celach informacyjnych i nie powinien być wykorzystywany w charakterze lub traktowany jako oferta lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Wszelkie informacje i opinie zawarte w powyższym dokumencie zostały przygotowane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie powyższego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego dokumentu i ewentualne szkody poniesione w ich wyniku ponoszą wyłącznie podejmujący takie decyzje. Dokument ten został przygotowany przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. z zastosowaniem metodologicznej poprawności, zachowaniem należytej staranności i obiektywizmu. Korzystając z tego dokumentu, nie należy go traktować jako substytutu do przeprowadzenia własnej niezależnej oceny. Ani dokument ten, ani żaden jego fragment nie jest poradą inwestycyjną, prawną, księgową, podatkową czy jakkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. jest ważny w okresie 12 miesięcy od dnia sporządzenia go i nie jest planowana jego aktualizacja, o ile nie nastąpią zmiany lub nie pojawią się nowe istotne informacje i okoliczności, będące podstawą wydania danej rekomendacji. Data sporządzenia raportu jest datą pierwszego udostępnienia rekomendacji do dystrybucji. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez zgody BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. jest zabronione.

BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. przyjęło następującą metodologię w zakresie oczekiwań co do stopy zwrotu z inwestycji w instrument finansowy będący przedmiotem Raportu w okresie 12 miesięcy od dnia wydania raportu:

**Kupuj** – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wynosi co najmniej 10%;

**Neutralnie** – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji znajduje się w przedziale (-10%; + 10%);

**Sprzedaj** – oczekiwany spadek zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 10%.

Metody wyceny zastosowane w prezentowanym dokumencie opierają się na metodach i modelach opisanych i powszechnie wykorzystywanych w literaturze fachowej. Używanie ich wymaga szacowania dużej liczby parametrów, m.in. takich jak: stopy procentowe, kursy walut, przyszłe zyski, przepływy pieniężne i wiele innych. Parametry te są zmienne w czasie, subiektywne i w rzeczywistości mogą różnić się od tych przyjętych do wyceny. Każda wycena zależy od wartości wprowadzonych parametrów i jest wrażliwa na ich zmianę. Wycena DCF: Metoda DCF bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Jej mocne strony to uwzględnienie przyszłych zmian w wolnych przepływach pieniężnych oraz kosztu pieniądza w czasie. Słabe strony to duża liczba parametrów, które należy oszacować oraz wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów. Wycena metodą porównawczą: Wycena ta opiera się na porównaniu wskaźników rynkowych wycenianej spółki ze wskaźnikami innych porównywalnych spółek. Mocna strona tej metody to mniejsza, w porównaniu z metodą DCF, liczba parametrów wyceny oraz relatywne odnośnienie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Słabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywanych spółek oraz efektywności rynku.

Pomiędzy BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. a Podmiotem Raportu nie występują powiązania i nie są mu znane informacje, o których mowa w §9 i §10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców.

Osoby sporządzające niniejszą rekomendację/analizę/opracowanie:

- pobierają stałe wynagrodzenie niezależne od wydanego zalecenia, ceny docelowej, czy trafności rekomendacji i nie jest ono zależne od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej Banku BGŻ BNP Paribas S.A.
- nie pełnią funkcji kierowniczych i nie zajmują stanowisk w organach nadzorczych Spółki i nie są z nią powiązane żadną umową.

Spółka nie posiada akcji Banku BGŻ BNP Paribas S.A., a podmioty powiązane z Bankiem BGŻ BNP Paribas S.A. nie posiadają akcji Spółki. Niniejsza rekomendacja/analiza/opracowanie nie została udostępniona emitentowi przed datą pierwszego ich udostępnienia do dystrybucji.

Wykaz rekomendacji/analiz/opracowań/komentarzy sporządzanych przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. wraz z informacją dotyczącą proporcji udzielanych rekomendacji „kupuj”, „sprzedaj”, „neutralnie” jest dostępny na stronie :

<https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/raporty-biura-maklerskiego.asp>

"Nota prawna na temat sporządzania i rozpowszechniania rekomendacji inwestycyjnych" jest dostępna na stronie:

[https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static\\_informations\\_wersja\\_PL.pdf](https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static_informations_wersja_PL.pdf)