3 lutego 2009

Komentarz specjalny

DOM INWESTYCYJNY BRE BANKU S.A.



Budownictwo

Polska

Trakcja Polska

TRKC. WA; TRK.PW

Kupuj

(Niezmieniona)

Rewizja prognozy wyniku za rok 2008

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

Obecna cena 3,71 PLN, Cena docelowa 6,00 PLN

Zarząd Trakcji Polskiej dokonał rewizji prognozy wyniku za rok 2008. W wyniku rewizji prognozy oczekiwane przychody spadły o 7% (do 801,2 mln PLN), EBITDA o 19% (do 60,9 mln PLN), EBIT o 21% (53,0 mln PLN), zysk brutto o 5% (do 68,1 mln PLN), zysk netto zaś o 4% (do 55,8 mln PLN). Jednocześnie, zrewidowana prognoza jest niższa od naszej prognozy z punktu widzenia przychodów oraz rentowności operacyjnej, wyższa zaś z punktu widzenia zysku netto. Rewizję prognozę wyniku za rok 2008 oceniamy neutralnie w kontekście perspektyw spółki. Za naszą nową prognozę wyniku za rok 2008 przyjmujemy prognozę zarządu. Podtrzymujemy rekomendację kupuj, licząc się z potencjalnym dużym wzrost kursu w przypadku wyboru oferty Trakcji Polskiej jako najkorzystniejszej w przetargu na LCS Działdowo. Rozstrzygnięcia w tej sprawie mają szansę pojawić się już w tym tygodniu.

(mln PLN)	Prognoza zarządu, nowa prognoza DI BRE	Stara prognoza DI BRE	zmiana	Prognoza zarządu, nowa prognoza DI BRE	Stara prognoza zarządu	zmiana
Przychody	801,2	831,8	-3,7%	801,2	861,8	-7,0%
EBITDA	60,9	68,0	-10,4%	60,9	74,9	-18,7%
marża	7,6%	8,2%	-7,0%	7,6%	8,7%	-12,5%
EBIT	53,0	59,6	-11,0%	53,0	67,3	-21,3%
Zysk brutto	68,1	64,3	5,8%	68,1	71,5	-4,8%
Zysk netto	55,8	52,5	6,2%	55,8	58,0	-3,9%

Przyczyny spadku wyniku operacyjnego EBITDA

W stosunku do starej prognozy marża EBITDA spadła z 8,7% do 7,6%. Nie jest jednak to związane z niższą niż przewidywana rentownością kontraktów budowlanych, ale z uwzględnieniem wyceny instrumentów zabezpieczających przychody spółki w koszcie własnym sprzedaży. Trakcja Polska nie stosuje rachunkowości zabezpieczeń, w związku z tym w koszcie własnym sprzedaży znalazła się wycena transakcji zabezpieczających przyszłe przychody spółki. Szacujemy, że przy portfelu zamówień w wysokości około 800 mln PLN około 55% kontraktów jest denominowanych w EUR, z czego jedynie około 25% ekspozycji jest zabezpieczone instrumentami pochodnymi. Trakcja Polska zabezpiecza się w znacznej części przy zastosowaniu hedgeingu naturalnego (usługi obce w walutach obcych, zakupy szyn i części kabli w walutach obcych). W efekcie, przy średnim wzroście kursu EUR/PLN o 20% (w stosunku do poziomu, przy którym były zawierane transakcje zabezpieczające), otrzymujemy przeszacowanie instrumentów pochodnych dotyczących przyszłych okresów o około 22 mln PLN. Liczba ta nie jest rzecz jasna potwierdzona przez spółkę, zostanie opublikowana dopiero w raporcie rocznym. Przyjęcie pozycji z wyceny instrumentów pochodnych dotyczących przyszłych okresów w wysokości 22 mln PLN implikuje EBITDA z działalności operacyjnej na poziomie 10,3%, czyli znacznie wyższą niż pierwotna prognoza zarządu. W efekcie, przemawia to za wyższą oczekiwaną rentownością kontraktów w 2009 roku, co znajduje potwierdzenia w spadku dynamiki kosztów płac, a także spadku cen materiałów budowlanych.

Przyczyny znacząco dodatniego salda „finansówki”

Zgodnie z wyjaśnieniem uzyskanym od zarządu Trakcji Polskiej, duże dodatnie saldo z działalności finansowej wynika z wyceny należności, zobowiązań i gotówki w walutach obcych. Na koniec Q2 2008 saldo kapitału obrotowego denominowanego w EUR wynosiło 29,3 mln PLN, co przy aprecjacji EUR o 30% implikowałoby dodatnie różnice z wyceny kapitału obrotowego w wysokości 8,8 mln PLN. W efekcie, przy przyjęciu nieznacznie wyższych poziomów kapitału obrotowego na koniec Q4 2008, prognoza zarządu wydaje się być racjonalna. W naszej pierwotnej prognozie popełniliśmy błąd klasyfikując wycenę kapitału obrotowego do kosztów własnych ze sprzedaży.

Dom Inwestycyjny BRE Banku nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się na ostatniej stronie niniejszego komentarza.

Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor Zarządzający
Dyrektor Departamentu Analiz
michal.marczak@dibre.com.pl
Strategia, telekomunikacja, surowce, metale, media

Departament Analiz:

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

Analitycy:

Kamil Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kliszcz@dibre.com.pl
Paliwa, chemia, handel

Piotr Grzybowski tel. (+48 22) 697 47 17
piotr.grzybowski@dibre.com.pl
IT, media

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

Piotr Dudziński tel. (+48 22) 697 48 22
Dyrektor
piotr.dudzinski@dibre.com.pl

Marzena Łempicka– Wilim tel. (+48 22) 697 48 95
Wicedyrektor
marzena.lempicka@dibre.com.pl

Maklerzy:

Emil Onyszczuk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczuk@dibre.com.pl

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

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

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44
michal.jakubowski@dibre.com.pl

Tomasz Jakubiec tel. (+48 22) 697 47 31
tomasz.jakubiec@dibre.com.pl

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

„Prywatny Makler"

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

Paweł Szczepanik tel. (+48 22) 697 49 47
Sprzedaż
pawel.szczepanik@dibre.com.pl

Dom Inwestycyjny
BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-950 Warszawa
www.dibre.com.pl

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:
EV *- dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)*
EBIT *- Zysk operacyjny*
EBITDA *- zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją*
BOOK VALUE *- wartość księgowa*
WNDB - *wynik na działalności bankowej*
P/CE *- cena do zysku wraz z amortyzacją*
MC/S *- wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży*
EBIT/EV*- zysk operacyjny do wartości ekonomicznej*
P/E *- (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję*
ROE - *(Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych*
P/BV *- (Cena/Wartość księgowa) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję*
Dług netto *- kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent*
Marża EBITDA *- EBITDA / Przychody ze sprzedaży*

Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.
Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:
KUPUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%
AKUMULUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%
TRZYMAJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%
REDUKUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%
SPRZEDAJ - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.
Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. DI BRE Banku S.A. nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.
Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.
DI BRE Banku S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Jest możliwe, że DI BRE Banku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .
Nadzór nad działalnością Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.
DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Budvar Centrum, Centrum Klima, Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondi, Monnari Trade, Nepentes, Optopol, Pemug, Polimex-Mostostal, POL-MOT Warfama, Rainbow Tours, Seco Warwick, Torfarm, Ulma Construccion Polska, Unibep
DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Ambra, Bakalland, BRE Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Enap, Erbud, Es-System, Farmacol, GTC, Huta Ferrum, Inter Groclin, Komputronik, Macrologic, Mennica Polska, Mieszko, Mondi, Mostostal Warszawa, Nepentes, Odratrans, Optopol, Pemug, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, Provimi-Rolimpex, Seco Warwick, Skarbiec Nieruchomości, Sygnity, Techmex, Unibep.
W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Optopol, Unibep.
Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w DI BRE Banku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:
DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu
Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.