poniedziałek, 21 lipca 2014 | komentarz specjalny

# Budownictwo kolejowe

## Polska

Opracowanie: Piotr Zybała +48 22 438 24 04

**W latach 2014-2015 dojdzie do kumulacji wydatków inwestycyjnych na polskim rynku kolejowym. Inwestycje PKP PLK mają w bieżącym roku przekroczyć 7 mld PLN i powinny dalej rosnąć w 2015 r. w związku z koniecznością wykorzystania dotacji ze starej perspektywy budżetowej UE. Kolejna fala kontraktów kolejowych, finansowanych już z budżetu UE na lata 2014-2020 powinna pojawić się w H2'14. Uważamy, że znaczące przychody z tych kontraktów pojawią się w spółkach kolejowych już w 2016 r. Uważamy, że Torpol, jako jedyna z omawianych spółek, zbudował portfel zamówień pozwalający na dynamiczny wzrost wyników w latach 2014-2015. Spółka jest notowana na P/E'14=9,2x oraz EV/EBITDA=4,3x, co daje ok. 30% dyskonta do Trakcji i 50% dyskonta do ZUE. Dyskonto to powiększa się w przyszłym roku do odpowiednio 40 i 60%. Zalecamy przeważanie Torpolu w portfelu inwestycyjnym. Szacujemy, że po dobrych wynikach 2014 r. Trakcja nie będzie w stanie zwiększyć zysków w latach 2015-2016 z uwagi na rozciągnięty w czasie proces rozstrzygania przetargów kolejowych z nowej perspektywy budżetowej i relatywnie krótki backlog. Zalecamy neutralne pozycjonowanie Trakcji. Wskaźniki rynkowe ZUE na lata 2014-2015 są mało atrakcyjne. Wyraźnej poprawy wyników finansowych spodziewamy się dopiero w 2016 r. Podtrzymujemy negatywne pozycjonowanie ZUE w portfelu.**

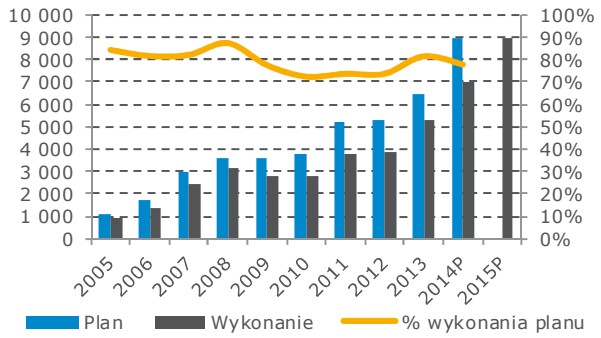
### Przyspieszenie inwestycji w latach 2014-2015

W pierwszym okresie funkcjonowania perspektywy budżetowej UE na lata 2007-2013 przygotowanie PKP PLK do wykorzystania dotacji unijnych było bardzo słabe. W latach 2007-2010 średnia wartość inwestycji PKP PLK wyniosła **2,8 mld PLN** rocznie. W latach 2011-2012 średnioroczne wydatki inwestycyjne wyniosły ponad **3,8 mld PLN**. Przełamanie nastąpiło w 2013 r., gdy nastąpił wzrost nakładów inwestycyjnych o 36% r/r do **5,3 mld PLN**. Ubiegłoroczny poziom inwestycji wciąż można uznać za niewystarczający biorąc pod uwagę *Wieloletni Program Inwestycji Kolejowych do roku 2015 (WPIK)* z listopada 2013. Program obejmuje 140 projektów, na które w latach 2013-2015 wydać trzeba **24,9 mld PLN**. PKP PLK jako zarządca publicznej infrastruktury kolejowej w Polsce jest odpowiedzialny za realizację powyższego Programu. Z ostatnich wypowiedzi przedstawicieli PKP PLK wynika, że wykonanie założeń Programu jest mało prawdopodobne. Niemniej, spodziewamy się, że w latach **2014-2015** wydatki inwestycyjne na kolej będą najwyższe w historii i wyniosą średnio **8 mld PLN** rocznie. Będzie to odzwierciedlone w przychodach analizowanych spółek (Torpol, Trakcja, ZUE), które również powinny osiągnąć rekordowe poziomy.

### Kontrakty z nowej perspektywy budżetowej

Warto zwrócić uwagę, że omawiany powyżej WPIK obejmuje kontrakty finansowane ze starej perspektywy budżetowej UE, w przypadku której środki mogą być wykorzystane do 2015 r. Zdecydowana większość kontraktów finansowanych w ramach starej perspektywy budżetowej została już rozstrzygnięta i znajduje się w portfelach zamówień spółek z sektora budownictwa kolejowego. Wartość przetargów ogłoszonych przez PKP PLK w H1'14 wyniosła ok. 1 mld PLN. Kontrakty finansowane z nowej perspektywy budżetowej UE powinny pojawić się na przełomie **Q3 i Q4 br.**, co według nas **przełoży się na istotne przychody spółek dopiero w 2016 r.**

**Inwestycje PKP PLK w latach 2005-2015P (mln PLN)**




Źródło: PKP PLK, prognozy Domu Maklerskiego mBanku

### Planowane nakłady inwestycyjne PKP PLK

W ramach budżetu UE na lata 2014-2020 infrastruktura kolejowa w Polsce ma być dofinansowana kwotą 10,5 mld EUR (ok. **44 mld PLN**). Stanowi to **38%** puli środków przewidzianych w ramach Programu Operacyjnego Infrastruktura i Środowisko (POIiŚ). Kwota unijnego dofinansowania na lata 2014-2020 jest około **dwukrotnie wyższa** niż w poprzedniej perspektywie budżetowej UE. W związku z nowym budżetem UE PKP PLK opracowało *Krajowy Program Kolejowy (KPK)* – dokument programowy dla perspektywy finansowej 2014-2020 zakładający projekty inwestycyjne o wartości **58,6 mld PLN**. Oznaczałoby to średnioroczny poziom nakładów inwestycyjnych w wysokości 8,4 mld PLN. Zakładając, że podobnie jak w ostatnich dziesięciu latach, PKP PLK zrealizuje własne plany inwestycyjne w około **80%**, kwota inwestycji kolejowych po 2015 r. może wynieść realnie **6,5-7,0 mld PLN** rocznie. Gotowość PKP PLK do realizacji programu inwestycyjnego na szeroką skalę była w ostatnich latach bardzo słaba. PKP PLK nie było przygotowane organizacyjnie i kadrowo, co skutkowało błędami w dokumentacjach projektowych, niewłaściwą koordynacją prac i w konsekwencji opóźnieniami. Późno pojawiły się też strategiczne dokumenty dotyczące budowy infrastruktury kolejowej w Polsce. Obecnie uczestnicy rynku kolejowego przyznają, że sprawność działań PKP PLK systematycznie podnosi się. Powinno to skutkować płynnym przejściem między starym a nowym budżetem UE. Trzeba jednak pamiętać, że lata 2014-2015 powinny być okresem kumulacji inwestycji kolejowych w Polsce. Od 2016 r. rynek budownictwa kolejowego powinien ustabilizować się na poziomie niższym niż obserwujemy obecnie.

### Porównanie spółek

Wśród analizowanych spółek budowlanych Trakcja miała na początku 2014 r. najwyższy portfel zamówień, wynoszący

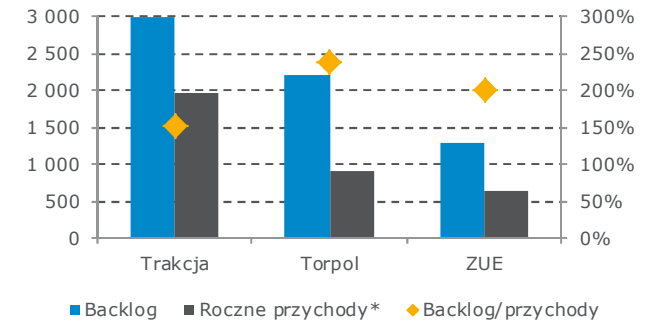
**Prognozy i pozycjonowanie spółek specjalizujących się w budownictwie kolejowym względem portfela**

| Spółka | Portfel | Cena (PLN) | MCap | Dług netto | EV | Przychody | | Zysk netto | | EBITDA | | P/E | | EV/EBITDA | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | | 2014 | 2015 | 2014 | 2015 | 2014 | 2015 | 2014 | 2015 | 2014 | 2015 |
| Torpol | Przeważaj | 8,32 | 191 | -22 | 169 | 802 | 1 115 | 21 | 27 | 43 | 53 | 9,2 | 7,0 | 4,3 | 4,0 |
| Trakcja | Równoważ | 1,05 | 432 | 181 | 612 | 2 134 | 1 926 | 39 | 36 | 87 | 84 | 11,2 | 12,0 | 7,1 | 6,8 |
| ZUE | Niedoważaj | 7,90 | 182 | -11 | 171 | 657 | 591 | 12 | 11 | 23 | 22 | 15,4 | 17,0 | 9,6 | 9,4 |

Źródło: Dom Maklerski mBanku, spółki

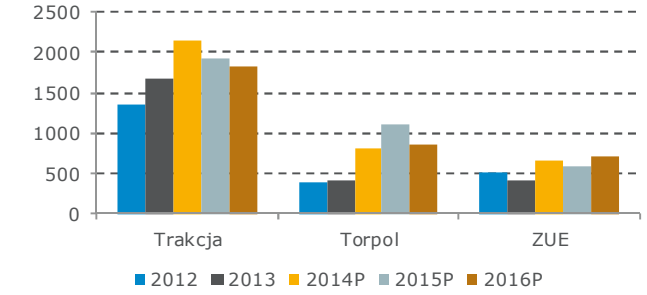
3,0 mld PLN. Backlog Torpolu wyniósł 2,2 mld PLN, a ZUE 1,3 mld PLN. Pod względem pokrycia prognozowanych przychodów portfelem zamówień najkorzystniej sytuacja prezentuje się w Torpolu, gdzie portfel zamówień jest **2,4x** wyższy od prognozowanych przeciętnych rocznych przychodów w okresie 2014-2016 i praktycznie w całości pokrywa przychody na 2014 i 2015 r. Nieco słabiej sytuacja prezentuje się w ZUE (wskaźnik równy **2,0x**). Zwracamy jednak uwagę, że w portfelu zamówień ZUE znajduje się duży kontrakt dla PSE o wartości 469 mln PLN, który będzie realizowany aż do 2019 r. W konsekwencji, portfel zamówień ZUE w najmniejszym stopniu pokrywa nasze prognozy przychodów na 2015 r. (szacujemy, że w około **50%**). Trakcja ma najniższe pokrycie przychodów portfelem zamówień (ok. **1,5x**). Szacujemy, że portfel zamówień Trakcji pokrywa około **60%** prognozowanych przychodów na 2015 r. Na początku roku w Trakcji nie znajdowały się kontrakty, z których Spółka powinna osiągnąć istotne przychody po 2015 r., a wartość zawartych umów w pierwszej połowie roku była niewielka.

**Pokrycie przychodów spółek backlogiem (mln PLN)**




Źródło: spółki, szacunki Domu Maklerskiego mBanku;
*średnie roczne przychody w okresie 2014-2016

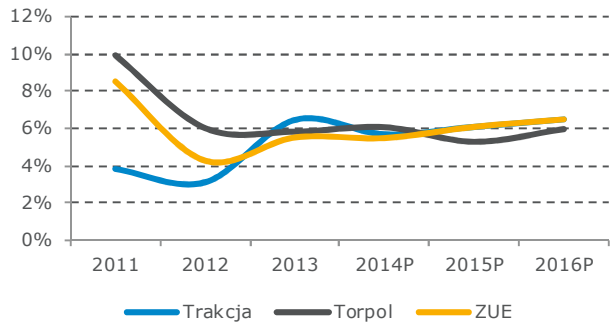
**Prognozy przychodów (mln PLN)**




Źródło: spółki, prognozy Domu Maklerskiego mBanku

W 2012 r. można było zaobserwować znaczny **spadek marż** w spółkach specjalizujących się w budownictwie kolejowym, co było efektem wzrostu konkurencji (głównie zagranicznej) i presji cenowej. W 2013 r. marża brutto ze sprzedaży była na zbliżonym poziomie we wszystkich analizowanych spółkach, zawierając się w przedziale **5,5-6,5%**. Nasze prognozy na lata **2014-2016** zakładają stabilizację marż w okolicach **6%**. Zarządy spółek oczekują w najbliższych latach utrzymania się lub umiarkowanego wzrostu marż w sektorze. Czynnikami, które w dużym stopniu mogą wpływać na marże w kolejnych latach są **(1)** ceny materiałów i podwykonawstwa oraz **(2)** siła walki konkurencyjnej. W tej chwili spółki nie sygnalizują wzrostu cen materiałów, który mógłby przełożyć się na spadek marż. Większość realizowanych kontraktów ma krótki okres realizacji 1-2 lata i spółki są w stanie zabezpieczyć znaczną część kosztów. Poziom konkurencji na rynku będzie widoczny wraz z ogłoszeniem kontraktów z nowej perspektywy budżetowej w drugiej połowie 2014 r. Dziś wydaje się, że pozytywną rolę w ograniczaniu niezdrowej konkurencji może odegrać główny zamawiający na rynku kolejowym. PKP PLK wprowadziło obowiązek przedstawiania przez

**Prognozy marży brutto ze sprzedaży**

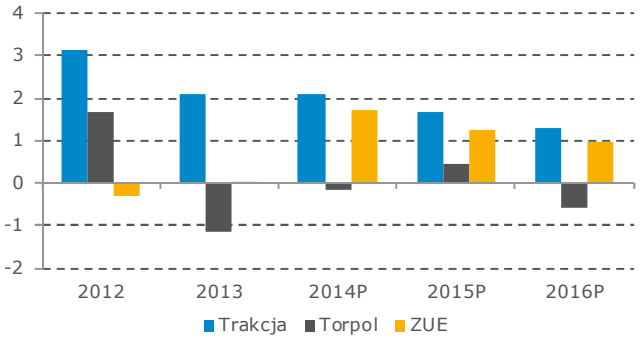



Źródło: spółki, prognozy Domu Maklerskiego mBanku

wykonawców szczegółowego harmonogramu realizacji przedsięwzięcia, uwzględniającego informację o zasobach sprzętowych i kadrowych, które wykonawca zaangażuje na danym etapie inwestycji. W najważniejszych inwestycjach stosowane będą przetargi dwustopniowe (w pierwszym etapie oceniane będzie doświadczenie i potencjał wykonawczy). Powinno to ograniczyć konkurencję ze strony części zagranicznych podmiotów posiadających referencje, lecz nie dysponujących zapleczem sprzętowym i kadrowym.

Wysokość **zadłużenia** na koniec 2013 r. wyraźnie różniła się w analizowanych spółkach. Najbardziej komfortowa sytuacja ma miejsce w **Torpolu**, który na koniec ubiegłego roku dysponował gotówką netto w wysokości 24 mln PLN. Z związku z lipcowym IPO, spółka będzie zasilona gotówką w wysokości około 56 mln PLN. Prognozujemy, że w 2014 r. powiększone zasoby gotówkowe Torpolu w całości zostaną przeznaczone na zasilenie kapitału obrotowego oraz na CAPEX w Norwegii. Zakładany przez nas wzrost kapitału obrotowego w Torpolu tłumaczymy niemal 100% wzrostem przychodów spółki w 2014 r. (znacznie silniejszy wzrost niż u konkurencji). W 2015 r. jedynie w Torpolu zakładamy wzrost przychodów ze sprzedaży i w konsekwencji dalszy wzrost zapotrzebowania na kapitał obrotowy. Na lepsze przepływy pieniężne liczymy w 2016 r. Uważamy jednocześnie, że Torpol ma, spośród analizowanych spółek, największe możliwości wypłaty dywidendy. Pierwszej dywidendy spodziewalibyśmy się w 2016 r. W 2014 r. powinien nastąpić wyraźny wzrost zadłużenia **ZUE**, również w związku z zapotrzebowaniem na kapitał obrotowy. W kolejnych latach liczymy na stopniowy spadek zadłużenia w ZUE. Realizacja kapitałochłonnego kontraktu dla PSE może jednak powstrzymać ten proces. Najbardziej napięta sytuacja płynnościowa występowała w ostatnich latach w **Trakcji**. Spółka zakończyła ubiegły rok z długiem netto na poziomie 2,1 x EBITDA. Potencjał wzrostu Trakcji w kolejnych latach jest umiarkowany na tle innych spółek z sektora, stąd najmniejsze zapotrzebowanie na kapitał obrotowy. Spodziewamy się ponadto zbliżonych do amortyzacji nakładów na majątek trwały. Stworzy to warunki do spadku długu netto w kolejnych latach. Trakcja powinna jednak pozostać najsilniej zadłużoną spółką w sektorze.

**Prognozy wskaźnika dług netto/EBITDA**




Źródło: spółki, prognozy Domu Maklerskiego mBanku

# Torpol

**8 lipca Torpol z powodzeniem zadebiutował na GPW w Warszawie. Spółka jest obecnie notowana 6% powyżej ceny emisyjnej. Torpol wyróżnia się na tle spółek z branży najwyższym pokryciem prognozowanych przychodów bieżącym portfelem zamówień. W ostatnich latach Spółka miała wyższą marżę na projektach oraz niższe koszty administracyjne niż konkurencja. Spółkę czekają dwa lata bardzo dobrych wyników finansowych. Niskie zadłużenie oraz rozwój na rynku norweskim powinny pozwolić Spółce na utrzymanie atrakcyjnych wyników w przyszłości oraz na zainicjowanie polityki dywidendowej w perspektywie 2-3 lat. Torpol jest według nas najatrakcyjniejszą spółką z branży budownictwa kolejowego. Zalecamy przeważanie Torpolu w portfelu inwestycyjnym.**

## Pieniądze z emisji na rozwój

Torpol zamierzał pozyskać z emisji akcji **49,6 mln PLN** netto, z przeznaczeniem na: (1) kapitał obrotowy w Polsce – 25,0 mln PLN, (2) sprzęt budowlany oraz kapitał obrotowy w Norwegii – 24,6 mln PLN. Dzięki sprzedaży akcji po cenie maksymalnej z widełek cenowych (8,00 PLN), Torpol pozyskał o około **7 mln PLN** więcej gotówki niż zakładał.

## Zbudowany portfel na lata 2014-2015

Wartość portfela zamówień Torpolu na lata 2014-2015 wynosi **2,2 mld PLN**, z czego ok. 800 mln PLN przypada na 2014 rok, a pozostałe 1 400 mln PLN na 2015 rok. Obecny portfel zamówień w ponad 100% pokrywa nasze prognozy przychodów Torpolu na lata 2014-2015. Biorąc pod uwagę możliwe opóźnienia w planowanych terminach realizacji kontraktów zakładamy, że około 400 mln PLN z obecnego portfela zamówień przejdzie na 2016 r. (prawie 50% prognozowanych przychodów okresu). W związku z wysoką wartością portfela zamówień, Spółka nie odczuwa presji na pozyskiwanie nowych kontraktów i może silniej skoncentrować się na poprawie marż.

## Backlog oparty na dwóch kontraktach

Ponad **2/3** portfela zamówień Torpolu (**1,5 mld PLN**) stanowią 2 kontrakty realizowane dla PKP PLK (Rail Baltica i Łódź Fabryczna). W związku z IPO powyższe kontrakty zostały poddane niezależnym audytom, które potwierdziły realność planowanych do uzyskania marż. Kontrakt **Rail Baltica** został wygrany przez Torpol z czwartego miejsca, 9% powyżej najniższej oferty, a kontrakt **Łódź Fabryczna** z drugiego miejsca, 14% powyżej najniższej oferty.

**Największe kontrakty w backlogu Torpolu**

| (mln PLN) | Rail Baltica | Łódź Fabryczna |
|---|---|---|
| Data zawarcia | 2012-12-19 | 2011-08-22 |
| Wartość | 1 300 | 1 430 |
| Udział Torpolu | 83% | 40% |
| Wartość dla Torpolu | 1 080 | 570 |
| Do zrealizowania w 2014 | 200 | 200 |
| Do zrealizowania w 2015+ | 850 | 250 |

Źródło: Torpol, Szacunki Domu Maklerskiego mBanku

## Rynek norweski

Torpol wszedł na rynek norweski pod koniec roku 2010. W 2013 udział Norwegii w przychodach Grupy wyniósł **3%** i powinien nieznacznie wzrosnąć do około **5% w 2014 r**. W latach 2010-2013 inwestycje w infrastrukturę kolejową w Norwegii wyniosły 9-11 mld NOK rocznie. Przyjęty przez rząd norweski Krajowy Plan Transportowy zakłada nakłady inwestycyjne na kolej w wysokości 168 mld NOK na lata 2014-2023 (ok. **17 mld NOK/rok**), co zwiększy zapotrzebowanie na firmy wykonawcze. Dotychczas Torpol zrealizował w Norwegii kontrakty o łącznej wartości ponad 60 mln PLN. Celem Zarządu w perspektywie 2-4 lat jest osiągnięcie **5-6%** udziału w rynku norweskim, co przy planach norweskiego rządu oznaczałoby około 400 mln PLN przychodów/rok. Dla porównania, Torpol zamierza utrzymać w kolejnych latach około **12%** udział w polskim rynku – około 800 mln PLN przychodów/rok.

## Prognozy finansowe

Opublikowane w prospekcie emisyjnym prognozy Zarządu na 2014 r. zakładają: przychody **801 mln PLN**, EBITDA **46,7 mln PLN**, zysk netto **24,9 mln PLN**. Nasze prognozy na 2014 r. różnią się od prognoz Zarządu marżami niższymi o około 0,5 p.p. W **2015 r.** spodziewamy się wzrostu przychodów ze sprzedaży o niemal 40% i jednocześnie spadku marży brutto ze sprzedaży do 5,3% w związku z większym udziałem projektu Rail Baltica. Szacujemy, że zysk netto Torpolu wzrośnie w przyszłym roku o ponad 30%. Prognozujemy, że w **2016 r.** przychody Torpolu skurczą się wraz z całym rynkiem kolejowym o około 25% i jednocześnie zakładamy utrzymanie marż obserwowanych obecnie. Jeśli ekspansja Torpolu w Norwegii powiedzie się, spadek przychodów w 2016 r. powinien być znacznie mniej odczuwalny, a marże powinny być wyższe niż zakładamy.
W związku z nakładami inwestycyjnymi w Norwegii oraz wzrostem kapitału obrotowego, spodziewamy się przejściowego pogorszenia pozycji gotówkowej Torpolu w latach 2014-2015. Sytuacja płynnościowa Torpolu pozostanie komfortowa na tle porównywanych spółek.

**Prognozy wyników Torpolu na lata 2014-2016**

| (mln PLN) | 2011 | 2012 | 2013 | 2014P | 2015P | 2016P |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Przychody | 418,8 | 380,4 | 415,7 | 802,2 | 1 115,4 | 848,3 |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 41,6 | 22,9 | 24,3 | 48,8 | 59,1 | 50,7 |
| marża | 9,9% | 6,0% | 5,8% | 6,1% | 5,3% | 6,0% |
| EBIT | 26,0 | 9,4 | 10,7 | 31,6 | 41,1 | 32,2 |
| Zysk brutto | 22,7 | 7,2 | 6,6 | 26,7 | 35,1 | 27,2 |
| Zysk netto | 31,1 | 5,6 | 4,8 | 20,8 | 27,4 | 21,2 |
| Dług netto | 15,7 | 34,1 | -24,5 | -7,5 | 23,8 | -26,2 |
| EV | 145,2 | 163,6 | 105,1 | 183,6 | 214,9 | 164,9 |
| EBITDA | 33,3 | 20,2 | 21,4 | 42,8 | 53,4 | 45,7 |
| DPS | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,50 |
| DYield | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 5,9% |
| P/E | 4,2 | 23,2 | 27,0 | 9,2 | 7,0 | 9,0 |
| EV/EBITDA | 4,4 | 8,1 | 4,9 | 4,3 | 4,0 | 3,6 |
| P/BV | 1,1 | 1,1 | 1,1 | 1,0 | 0,8 | 0,8 |

| | |
|---|---|
| Kurs akcji (PLN) | 8,32 |
| Liczba akcji (mln szt.) | 23,0 |
| Kapitalizacja (mln PLN) | 191,1 |

Źródło: Torpol, prognozy Domu Maklerskiego mBanku

## Trakcja

**Portfel zamówień Trakcji jest na tyle silny, by w bieżącym roku Spółka mogła powtórzyć rekordowe przychody z 2011 r. (2,1 mld PLN). Marże zaprezentowane przez Spółkę w pierwszym kwartale – sezonowo najsłabszym – uzasadniają szacunki całorocznego zysku netto na poziomie 35-40 mln PLN (nie wliczając potencjalnych pozytywnych zdarzeń jednorazowych). Na tegorocznych prognozach Spółka jest notowana na P/E=11x oraz EV/EBITDA=7x. Nieco mniej optymistycznie wyglądają perspektywy wyników kolejnych dwóch lat. Uważamy, że nowa fala inwestycji kolejowych nie zasili backlogu Trakcji wystarczająco szybko, by Spółka mogła utrzymać przychody w latach 2015-2016. Oczekiwany wzrost marż w podanym okresie częściowo zneutralizuje negatywny wpływ spadku przychodów, niemniej spodziewamy się stagnacji wyników Spółki. Zalecamy neutralne pozycjonowanie Trakcji.**

### Portfel zamówień skurczy się w trakcie 2014 r.

Na początku roku portfel zamówień Trakcji wyniósł **3,0 mld PLN**, z czego 1,8 mld PLN przypadało na bieżący rok, a 1,2 mld PLN na 2015 r. Wartość umów zawartych przez spółkę w H1'14 była niewielka (ok. 160 mln PLN do końca kwietnia). Spodziewamy się spadku portfela zamówień Trakcji w trakcie 2014 r. i w konsekwencji spadku przychodów Spółki o około 10% w przyszłym roku. Nowa fala przetargów kolejowych nie pozwoli według nas na utrzymanie w 2016 r. przychodów z roku 2015.

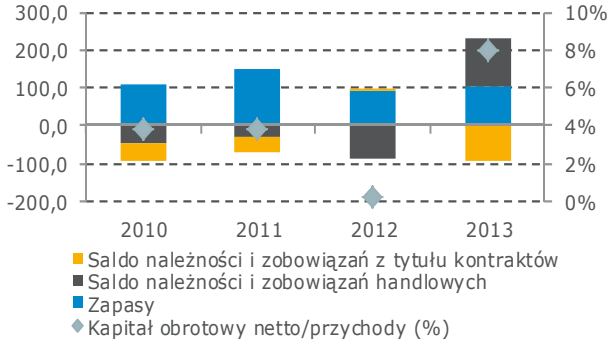
### Sprawa o zapłatę kary umownej przez PKP PLK

Trakcja działa w imieniu konsorcjum spółek budowlanych (w skład którego wchodzi również ZUE) w sprawie o zapłatę przez PKP PLK kary umownej w wysokości **95,3 mln PLN**, w związku z niedotrzymaniem terminu udostępnienia placu budowy w jednym z kontraktów. Ponad połowa potencjalnej kwoty z tytułu kary przypadnie w udziale Trakcji. Negocjacje z PKP PLK mogą zakończyć się jeszcze w tym roku. Realne jest według nas odzyskanie części kwoty przewidzianej notą obciążeniową. Wypłata kary wpłynęłaby pozytywnie zarówno na cash flow, jak i na zysk Spółki. Nie jest to uwzględnione w naszych prognozach.

### Wyniki Q1 i Q2

W **Q1'14** Trakcja poniosła stratę finansową w wysokości **5,1 mln PLN**. Pomimo poniesionej straty, wyniki Trakcji oceniamy neutralnie. Marża brutto ze sprzedaży wyniosła przyzwoite 5,1% vs. -3,2% w Q1'13. Spółka obniżyła koszty SG&A o 4% r/r, a koszty finansowe o 30% r/r. Strata netto wynikała z niewielkich przychodów osiągniętych przez Trakcję w pierwszym kwartale roku. Przychody pierwszego kwartału stanowiły niewiele ponad 10% prognozowanych na ten rok przychodów. W wynikach **Q2'14** powinniśmy wyraźnie zaobserwować działanie dźwigni operacyjnej w Trakcji. Liczymy na pokrycie z nawiązką strat z pierwszego kwartału. Wydaje się jednak mało prawdopodobne, by Trakcja powtórzyła wynik z Q2'13, który był najlepszym kwartałem w ubiegłym roku. Zdecydowaną większość szacowanego na ten roku zysku Trakcja wypracuje w drugiej połowie roku.

**Kapitał obrotowy w Trakcji (mln PLN)**




Źródło: spółki, prognozy Domu Maklerskiego mBanku

### Dobre zarządzanie kapitałem obrotowym

Trakcja na tle pozostałych spółek z branży angażuje relatywnie niskie środki na kapitał obrotowy. W latach 2010-2013 środki zaangażowane w kapitał obrotowy stanowiły **0-8%** rocznych przychodów Spółki (licząc kapitał obrotowy na koniec roku). ZUE i Torpol utrzymywały w ostatnich latach kapitał obrotowy na poziomie **15-20%** przychodów. Duża efektywność w zarządzaniu kapitałem obrotowym przez Trakcję jest pozytywnym zjawiskiem, jednak nasuwa się pytanie, czy obecna struktura kapitału obrotowego jest do utrzymania w dłuższym terminie? Wydaje się, że pożądany w Trakcji spadek zadłużenia nie odbędzie się poprzez redukcję kapitału obrotowego. W konsekwencji, oddłużanie Spółki będzie wieloletnim procesem. Pozytywnym zjawiskiem, na które warto zwrócić uwagę jest **ujemne saldo należności i zobowiązań z tytułu kontraktów długoterminowych** w wysokości **96 mln PLN** na koniec 2013 roku.

**Prognozy wyników Trakcji na lata 2014-2016**

| (mln PLN) | 2011 | 2012 | 2013 | 2014P | 2015P | 2016P |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Przychody | 2 143,6 | 1 346,7 | 1 675,0 | 2 134,0 | 1 926,0 | 1 816,8 |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 82,3 | 42,1 | 108,3 | 121,6 | 117,5 | 118,1 |
| marża | 3,8% | 3,1% | 6,5% | 5,7% | 6,1% | 6,5% |
| EBIT | 116,3 | 28,3 | 50,5 | 64,1 | 60,0 | 58,9 |
| Zysk brutto | 61,7 | 0,6 | 33,0 | 48,4 | 45,0 | 45,8 |
| Zysk netto | 98,8 | -11,9 | 37,7 | 38,7 | 36,0 | 36,6 |
| Dług netto | 307,9 | 174,6 | 153,0 | 184,4 | 141,4 | 106,4 |
| EV | 739,7 | 606,3 | 584,7 | 616,2 | 573,1 | 538,1 |
| EBITDA | 164,3 | 55,4 | 73,6 | 87,3 | 83,8 | 83,4 |
| DPS | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| DYield | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| P/E | 4,4 | - | 11,5 | 11,2 | 12,0 | 11,8 |
| EV/EBITDA | 4,5 | 10,9 | 7,9 | 7,1 | 6,8 | 6,5 |
| P/BV | 0,8 | 0,9 | 0,7 | 0,6 | 0,6 | 0,6 |
| P/BV korygowany* | 4,9 | 7,3 | 2,2 | 1,8 | 1,6 | 1,4 |

| | |
|---|---|
| Kurs akcji (PLN) | 1,05 |
| Liczba akcji (mln szt.) | 411,2 |
| Kapitalizacja (mln PLN) | 431,8 |

Źródło: Trakcja, prognozy Domu Maklerskiego mBanku, *wskaźnik P/BV skorygowany o wartość firmy i wartości niematerialne

# ZUE

**Kurs ZUE spadł od początku roku o ponad 20%, co było związane z rozczarowującymi wynikami Q4'13 i Q1'14. W Q2'14 spodziewamy się przyzwoitych wyników ZUE, choć z uwagi na efekt wysokiej bazy powinny być one wyraźnie słabsze r/r. Mimo spodziewanego wzrostu zysków w całym 2014 r., wyniki ZUE będą prezentować się słabo na tle innych spółek z sektora (Trakcja, Torpol). Odbicia w wynikach spodziewamy się dopiero w 2016 r. wraz z: (1) rozpoczęciem głównej części prac przy kontrakcie dla PSE, (2) większą liczbą zleceń od PKP PLK oraz (3) pojawieniem się kontraktów z rynków zagranicznych. Wzrost zadłużenia, umiarkowane szanse na wypłatę dywidendy w przyszłym roku oraz niewielka płynność obrotu akcjami nie będą zachęcać do inwestycji w akcje ZUE. Zalecamy niedoważanie akcji ZUE w portfelu inwestycyjnym.**

## Dywersyfikacja portfela zamówień

Q1'14 był dla ZUE bardzo udanym okresem pod względem wartości nowych kontraktów. ZUE podpisało umowy o wartości niemal 700 mln PLN, windując portfel zamówień do rekordowego poziomu **1,3 mld PLN**. Drugi kwartał był pod tym względem znacznie mniej udany – brak informacji o dużych kontraktach. Na początku lipca Spółka zawarła w konsorcjum pierwszy kontrakt na Słowacji o wartości ok. 40 mln PLN (wartość przypadająca na ZUE). Spółka planuje również rozszerzenie działalności na rynek niemiecki. Oprócz budownictwa kolejowego, istotny udział w portfelu ZUE zajmuje rynek tramwajowy. Dywersyfikacja portfela zamówień ZUE jest znacznie większa niż w Torpolu i Trakcji, w których odpowiednio 67% i 55% przychodów pochodziło z PKP PLK. Uważamy, że ZUE skorzysta na tym w długim terminie.

## Kontrakt dla PSE

W marcu ZUE zawarło z PSE umowę na budowę dwutorowej linii 400 kV Kozienice-Ołtarzew o wartości **469 mln PLN**. Kontrakt stanowi ok. 1/3 portfela zamówień ZUE, a jego termin realizacji to czerwiec 2019. Nie spodziewamy się wysokich przychodów z powyższego zlecenia w 2014 i 2015 r. Liczymy, że w latach 2016-2018 przyniesie ono Spółce ponad 100 mln PLN przychodów rocznie. Ponadto, ZUE startuje w kolejnych ogłaszanych przetargach na budowę sieci.

## Wysoka baza wyników Q2

Wyniki ZUE za **Q1'14** oceniamy słabo. Spółka wprawdzie wyraźnie poprawiła się r/r, niemniej baza była wyjątkowo niska, a marżę brutto na poziomie 1,9% można uznać za rozczarowującą. Niską marżę może tłumaczyć **zmiana podejścia do wyceny kontraktów długoterminowych**, w których Spółka przestała rozpoznawać zysk na wczesnym etapie budowy. Oznacza to, że większa część marży na kontrakcie będzie trafiać do wyników w końcowej facie realizacji inwestycji. Podobnie jak w Trakcji, większość tegorocznego zysku ZUE powinno wypracować w drugiej połowie roku. Uważamy, że z uwagi na wysoką bazę ZUE nie będzie w stanie zbliżyć się w Q2'14 do wyników Q2'13. Dodatniej dynamiki wyników spodziewalibyśmy się w H2'14.

## Potrzeby kapitałowe i dywidenda

ZUE kończyło lata obrotowe 2012 i 2013 z zadłużeniem netto bliskim zera. W 2014 r. spodziewamy się **pogorszenia pozycji gotówkowej** ZUE w związku ze wzrostem skali działalności i realizacją kontraktów o późnych terminach płatności przez inwestora. Szacujemy, że dług netto wzrośnie na koniec 2014 r. do ok. 40 mln PLN. W perspektywie 2015 i 2016 r. Spółka będzie musiała zabezpieczyć gotówkę na kontrakt dla PSE. W związku z powyższym **nie spodziewamy się wypłaty dywidendy** przez ZUE wcześniej niż w 2016 r. Ponadto, nie spodziewamy się, by kwota ewentualnej późniejszej dywidendy była wysoka.

## Prognozy finansowe

W 2014 r. prognozujemy w ZUE **wzrost przychodów** o **60% r/r** do **657 mln PLN**. Po pierwszym kwartale nasza prognoza całorocznych przychodów była pokryta w około 90% portfelem zamówień ZUE. Uważamy, że Spółka będzie miała trudności z utrzymaniem rekordowych przychodów w 2015 r. (zakładamy spadek przychodów o 10% w 2015 r.), w związku z niewystarczającą podażą kontraktów kolejowych. Kontrakty kolejowe powinny ponownie zasilić przychody ZUE w 2016 r. Ponadto, Spółka zacznie rozpoznawać wyższe przychody z realizacji kontraktu dla PSE. Uwzględniając potencjalne kontrakty z rynków zagranicznych, spodziewamy się **wzrostu przychodów powyżej 700 mln PLN w 2016 r.** W 2014 r. spodziewamy się stabilizacji marży brutto ze sprzedaży na poziomie 2013 r. (**5,5%**). Zwracamy jednak uwagę, że w Q2'13 Spółka rozwiązywała rezerwy, które znacznie poprawiły marżę i wyniki okresu. Oczyszczając wyniki ubiegłego roku o zdarzenia jednorazowe, nasze prognozy zakładają wyraźny wzrost marż w tym roku. W latach 2015-2016 zakładamy wzrost marży brutto ze sprzedaży do poziomu **6,5%**.

**Prognozy wyników ZUE na lata 2014-2016**

| (mln PLN) | 2011 | 2012 | 2013 | 2014P | 2015P | 2016P |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Przychody | 525,3 | 518,1 | 410,5 | 656,9 | 591,2 | 709,4 |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 44,8 | 22,2 | 22,7 | 36,1 | 36,1 | 46,1 |
| marża | 8,5% | 4,3% | 5,5% | 5,5% | 6,1% | 6,5% |
| EBIT | 28,7 | 3,9 | 7,0 | 15,4 | 14,7 | 24,1 |
| Zysk brutto | 27,3 | 4,6 | 7,5 | 14,9 | 13,5 | 23,1 |
| Zysk netto | 21,3 | 2,6 | 7,3 | 11,8 | 10,7 | 18,3 |
| Dług netto | 5,4 | -3,5 | 0,6 | 39,4 | 27,9 | 31,6 |
| EV | 179,2 | 170,3 | 174,4 | 221,4 | 209,8 | 213,5 |
| EBITDA | 35,6 | 11,1 | 14,5 | 23,0 | 22,4 | 31,9 |
| DPS | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,23 |
| DYield | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 2,9% |
| P/E | 8,2 | 66,4 | 23,7 | 15,4 | 17,0 | 9,9 |
| EV/EBITDA | 5,0 | 15,3 | 12,0 | 9,6 | 9,4 | 6,7 |
| P/BV | 1,0 | 1,0 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,8 |

| | |
|---|---|
| Kurs akcji (PLN) | 7,90 |
| Liczba akcji (mln szt.) | 23,0 |
| Kapitalizacja (mln PLN) | 181,9 |

Źródło: ZUE, Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

**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

Niniejsza publikacja przygotowana przez Dom Maklerski mBanku S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Wspólnej 47/49, jest **publikacją handlową**, została przygotowana wyłącznie w celach informacyjnych, nie stanowi rekomendacji w rozumieniu przepisów „Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów lub wystawców (Dz. U. nr 206 z 2005 r.), nie stanowi porady inwestycyjnej, nie stanowi oferty zbycia lub nabycia wymienionych w niej instrumentów finansowych, nie stanowi podstawy do zawarcia jakiejkolwiek umowy lub powstania jakiegokolwiek zobowiązania.

Niniejsza publikacja wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia publikacji. Niniejsza publikacja została sporządzona 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 publikacji. Dom Maklerski mBanku S.A. nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności publikacji, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu publikacji okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Wszelkie opinie, prognozy, kalkulacje i szacunki zawarte w niniejszej publikacji stanowią jedynie wyraz subiektywnej oceny autorów na moment jej wydania i mogą być zmieniane bez uprzedzenia.
Dom Maklerski mBanku S.A. nie jest zobowiązany do aktualizowania ani modyfikowania niniejszej publikacji, ani do informowania jej odbiorców w przypadku, gdy jakakolwiek poruszona w niej kwestia lub zawarta w niej opinia, prognoza, kalkulacja lub szacunek ulegnie zmianie lub stanie się nieaktualne.

Niniejsza publikacja nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejsza publikacja jest przedstawiona wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowana lub przekazywana osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

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.

Dom Maklerski mBanku S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszej publikacji, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszej publikacji.

Jest możliwe, że Dom Maklerski mBanku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszej publikacji.

Dom Maklerski mBanku S.A. nie wyklucza złożenia emitentom papierów wartościowych, będących przedmiotem publikacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem publikacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Komentarz nie został przekazany do emitentów przed jego publikacją.

Dom Maklerski mBanku S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitentów lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitentów wymienionych w publikacji.

Powielanie bądź publikowanie niniejszej publikacji lub jej części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszej publikacji wymaga uprzedniej, pisemnej zgody Domu Maklerskiego mBanku S.A.

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

Nadzór nad działalnością Domu Maklerskiego mBanku S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Dom Maklerski mBanku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Energa, Erbud, Es-System, Kruk, Magellan, Mieszko, Neuca, Oponeo, Pemug, Polimex Mostostal, Polna, Solar, Tarczyński, Vistal, ZUE.

Dom Maklerski mBanku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco Busines Solutions, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Erbud, Es-System, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mieszko, Neuca, Oponeo, Pekao, PKN Orlen, PKO BP, Polimex Mostostal, Polna, Solar, Tarczyński, Vistal, ZUE.

Dom Maklerski mBanku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: AB, Agora, Alior Bank, Alchemia, Ambra, BNP Paribas, Boryszew, BPH, mBank, BZ WBK, Deutsche Bank, Echo Investment, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Erste Bank, Es-System, Farmacol, Ferrum, Getin Holding, Grupa o2, Handlowy, Impexmetal, ING BSK, Intergroclin Auto, Ipopema, Koelner, Kredyt Bank, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Odratrans, Oponeo, Orbis, OTP Bank, Paged, PA Nova, Pekao, Pemug, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen, Robyg, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Solar, Sygnity, Tarczyński, Techmex, Unibep, Vistal.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy Dom Maklerski mBanku S.A. był oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Capital Park, Vistal.
Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Dom Maklerski mBanku S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej z Pekao oraz umowę abonamentową z Orange Polska S.A. (dawniej TP S.A.).

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu publikacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do publikacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Domu Maklerskim mBanku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których sporządzane były publikacje lub osoby upoważnione do dostępu do publikacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą publikację.

Michał Marczak
członek zarządu
tel. +48 22 438 24 01
michal.marczak@mdm.pl
strategia, surowce, metale

**Departament analiz:**

Kamil Kliszcz
wicedyrektor
tel. +48 22 438 24 02
kamil.kliszcz@mdm.pl
paliwa, chemia, energetyka

Michał Konarski
tel. +48 22 438 24 05
michal.konarski@mdm.pl
banki

Jakub Szkopek
tel. +48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mdm.pl
przemysł

Paweł Szpigiel
tel. +48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mdm.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Zybała
tel. +48 22 438 24 04
piotr.zybala@mdm.pl
budownictwo, deweloperzy

**Departament sprzedaży instytucjonalnej:**

Piotr Gawron
dyrektor
tel. +48 22 697 48 95
piotr.gawron@mdm.pl

Piotr Dudziński
wicedyrektor
tel. +48 22 697 48 22
piotr.dudzinski@mdm.pl

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
tel. +48 22 697 48 95
marzena.lempicka@mdm.pl

**Kierownik zagranicznej sprzedaży instytucjonalnej:**

Matthias Falkiewicz
tel. +48 22 697 48 47
matthias.falkiewicz@mdm.pl

**Maklerzy:**

Krzysztof Bodek
tel. +48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mdm.pl

Michał Jakubowski
tel. +48 22 697 47 44
michal.jakubowski@mdm.pl

Tomasz Jakubiec
tel. +48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mdm.pl

Szymon Kubka, CFA, PRM
tel. +48 22 697 48 16
szymon.kubka@mdm.pl

Anna Łagowska
tel. +48 22 697 48 25
anna.lagowska@mdm.pl

Paweł Majewski
tel. +48 22 697 49 68
pawel.majewski@mdm.pl

Adam Mizera
tel. +48 22 697 48 76
adam.mizera@mdm.pl

Adam Prokop
tel. +48 22 697 47 90
adam.prokop@mdm.pl

Michał Rożmiej
tel. +48 22 697 49 85
michal.rozmiej@mdm.pl

**Zespół Prywatnego Maklera:**

Jarosław Banasiak
dyrektor biura aktywnej sprzedaży
tel. +48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mdm.pl

Dom Maklerski mBanku S.A.
Departament analiz
ul. Senatorska 18
00-075 Warszawa
www.mDomMaklerski.pl