

piątek, 18 maja 2018 | komentarz specjalny

Trakcja – Niepokojące pogorszenie bilansu

Pozycjonowanie: niedoważaj | cena bieżąca: 3,44 PLN

TRK PW | Budownictwo, Polska

Opracowanie: Piotr Zybala +48 22 438 24 04

Wyniki finansowe Trakcji za 1Q'18 w części dotyczącej rachunku wyników nie stanowiły zaskoczenia po wcześniejszej publikacji danych wstępnych. Strata została wygenerowana mniej więcej po połowie przez działalność Grupy w Polsce i na Litwie. Niepokojącym zjawiskiem i negatywnym zaskoczeniem jest natomiast bardzo słaby cash flow. W szczególności zwracamy uwagę na silną nadwyżkę przychodów wg. stopnia zaawansowania nad przychodami zafakturowanymi. Bardzo słabe wyniki 1Q w połączeniu z gwałtownym wzrostem zadłużenia oraz niepokojącą strukturą bilansu nie poprawia sentymentu do Spółki, tym bardziej, że otoczenie konkurencyjne pozostaje wymagające. Uważamy, że obecny portfel zamówień Trakcji nie gwarantuje satysfakcjonujących marż. Obserwujemy opóźnienia w procesie przetargowym na kolei oraz długi okres pomiędzy złożeniem i wyborem oferty, co może skutkować niską rentownością pozyskiwanych obecnie przez branżę kontraktów, pomimo cen w ofertach przekraczających budżety inwestora. W związku z powyższym, w bieżącym komentarzu obniżamy nasze prognozy ZN'18-20 Trakcji o ok. 70%. Ponadto obniżamy nasze pozycjonowanie Trakcji z „równoważ” do „niedoważaj”.

Wyniki 1Q'18

- Rachunek wyników Trakcji nie różnił się względem wstępnych danych opublikowanych w minionym tygodniu. Trakcja opublikowała wówczas informację o 22 mln PLN straty netto względem konsensusu, który ukształtował się na poziomie ok. -6 mln PLN.
- Portfel zamówień Trakcji wyniósł na koniec marca **1 958 mln PLN** (+10% q/q, +45% r/r). Nowe zamówienia wzrosły w 1Q'18 ponad dwukrotnie r/r i wyniosły 431 mln PLN.

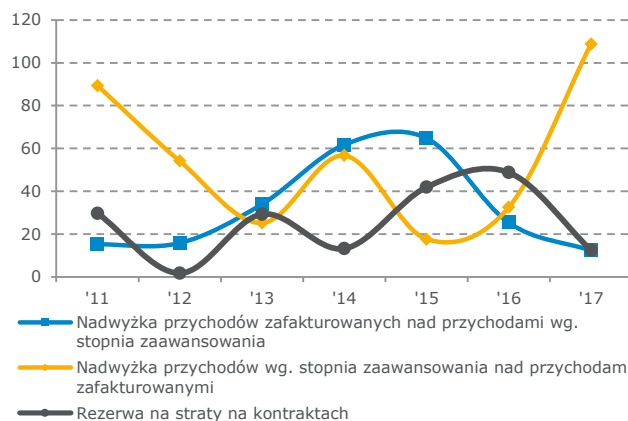
Prognozy wyników Trakcji na lata 2018-2020

(mln PLN)	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	1 601,7	1 329,2	1 381,2	1 374,3	1 473,2	1 571,8	1 630,7
Zysk brutto ze sprzedaży	202,1	166,1	148,2	93,3	72,0	76,2	88,5
marża	12,6%	12,5%	10,7%	6,8%	4,9%	4,8%	5,4%
EBIT	85,8	76,7	73,8	38,1	12,9	15,2	25,8
Zysk brutto	68,8	72,7	67,3	33,1	8,2	9,0	19,1
Zysk netto	49,5	50,2	54,7	31,4	6,5	7,2	15,3
Dług netto	101,8	-140,3	-26,1	4,0	76,5	86,5	78,6
EV	289,4	47,3	161,5	191,6	264,1	274,1	266,2
EBITDA	109,5	99,0	97,2	67,1	42,7	45,7	56,8
DPS	0,00	0,00	0,34	0,50	0,00	0,00	0,20
DYield	0,0%	0,0%	9,3%	13,7%	0,0%	0,0%	5,5%
P/E	3,8	3,7	3,4	6,0	28,7	26,1	12,3
EV/EBITDA	2,6	0,5	1,7	2,9	6,2	6,0	4,7
P/BV	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
P/BV korygowany*	0,7	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5

Kurs akcji (PLN)	3,65
Liczba akcji (mln szt.)	51,4
Kapitalizacja (mln PLN)	187,6

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

Wycena kontraktów budowlanych Grupy Trakcja



Źródło: Dom Maklerski mBanku, Trakcja

- Zadłużenie netto** Trakcji wyniosło na koniec marca **165 mln PLN** vs. 20 mln PLN gotówki w marcu ubiegłego roku.
- Cash flow z działalności operacyjnej** wyniósł **-146 mln PLN** w samym 1Q'18.
- Jedną z głównych przyczyn zwiększenia zadłużenia r/r był **wzrost salda "kontraktów budowlanych i zaliczek"**: +55 mln PLN r/r. Podejrzewamy, że sam wzrost salda wyceny kontraktów budowlanych był znacznie wyższy. Na koniec 2017 r. wyniósł on +89 mln PLN r/r. Wzrost zadłużenia był też pochodną pogorszenia salda należności -zobowiązania handlowe (+34 mln PLN) oraz wzrostu zapasów (+25 mln PLN).
- Łączne zaangażowanie Trakcji w kapitał obrotowy netto stanowiło na koniec marca 2018 ok. **14% rocznych przychodów**. W minionym roku była to poziom 5% rocznych przychodów.

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

PRZEWAŻENIE (OW, overweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku

RÓWNOWAŻENIE (N, neutral) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku

NIEDOWAŻENIE (UW, underweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:

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 od +5% do +15%

TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%

REDUKUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%

SPRZEDAJ – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego mBanku.

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

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.

mBank 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 mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank 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. Informacje takie są aktualne na dzień publikacji ostatniego Przeglądu miesięcznego przez Dom Maklerski mBanku lub na dzień wydania nowej rekomendacji dotyczącej poszczególnych emitentów.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitentów przed jego publikacją.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 18 maja 2018 o godzinie 10:15.

Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 18 maja 2018 o godzinie 10:15.

mBank 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 opracowaniu.

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku.

Nadzór nad działalnością mBank 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 upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Niniejsza publikacja stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Domu Maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:

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.

Zdyskontowanych dywidend (DDM) – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.

Zysków ekonomicznych – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Zdyskontowanych aktywów netto (NAV) – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

Dom Maklerski mBanku

Senatorska 18
00-082 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz**Kamil Kliszcz**

dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kliszcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

Michał Marczak

+48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

Michał Konarski

+48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06
pawel.szpigel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Zybala

+48 22 438 24 04
piotr.zybala@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej**Maklerzy****Piotr Gawron**

dyrektor
+48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Krzysztof Bodek

+48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

Tomasz Jakubiec

+48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mbank.pl

Jędrzej Łukomski

+48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Adam Prokop

+48 22 697 47 90
adam.prokop@mbank.pl

Szymon Kubka, CFA, PRM

+48 22 697 48 54
szymon.kubka@mbank.pl

Andrzej Sychowski

+48 22 697 48 86
andrzej.sychowski@mbank.pl

Tomasz Galanciak

+48 22 697 49 68
tomasz.galanciak@mbank.pl

Magdalena Bernacik

+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne**Marzena Łempicka-Wilim**

wicedyrektor
+48 22 697 48 82
marzena.lempicka@mbank.pl

Bartosz Orzechowski

+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@mbank.pl

Biuro Aktywnej Sprzedaży**Kamil Szymański**

dyrektor
+48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak

wicedyrektor
+48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl