22 marca 2012

Komentarz specjalny

BRE DOM INWESTYCYJNY

Budownictwo

Polska

Trakcja Tiltra Zawieszona

TRK PW; TRKC.WA (Niezmieniona)

Czysty zysk w Q4 2011 na poziomie kilku mln PLN

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

Obecna cena: 1,41 PLN

Grupa Trakcja Tiltra zaprezentowała w 2011 roku 109,4 mln PLN zysku netto, z tego w samym Q4 2011 95,4 mln PLN. Zyski te mają wyłącznie księgowy charakter. Skorygowany o zdarzenia jednorazowe związane z Poldimem wynik netto w 2011 roku wyniósłby –8,0 mln PLN (strata netto). Wyeliminowanie pozostałych zdarzeń jednorazowych, w tym zysku na sprzedaży Eco Wind, pozwala oszacować stratę netto na poziomie 20 mln PLN. Oczyszczony zysk netto Trakcji Tiltry w Q4 2011 szacujemy na 8,9 mln PLN (korekta o Poldim). Po korekcie o pozostałe zdarzenia jednorazowe kwota zysku netto maleje do 3,8 mln PLN. Mechanizm korekty zysku netto przedstawiamy poniżej. Księgowe zyski nie mają znaczenia. Gdyby dużą wagę przykładać do księgowych zdarzeń, należałoby oczekiwać odpisu dużej części z wartości firmy w kwocie 397,3 mln PLN (w rachunku wyników lub tylko na poziomie kapitałów). Znacznie ważniejszy niż „papierowe zyski" jest spadek długu netto z 690 mln PLN w Q3 2011 do 313 mln PLN w Q4 2011. Z kwoty tej: 140 mln PLN to rozliczenie ceny nabycia Tiltry (zwrot obligacji), a blisko 44 mln PLN - środki ze sprzedaży Eco-Wind. Pozostałe 193 mln PLN to skutek sezonowego spadku kapitału obrotowego. W Q1 2012 i Q2 2012 kapitał obrotowy znów wzrośnie, co przyniesie wzrost zadłużenia w Q2 do poziomu około 470 mln PLN (dług netto / EBITDA = 4,0, PBG: 3,6, Polimex: 3,2-3,5). Jeśli Trakcja Tiltra zgodzi się na uratowanie Poldimu, to wskaźnik dług netto / EBITDA może być nawet wyższy (jeśli Comsa nie weźmie udziału w podniesieniu kapitału Poldimu). W 2012 roku liczymy na poprawę wyników Trakcji Tiltry. Jej skala będzie warunkowana tym, czy spółka zdecyduje się na ratowanie Poldimu (uratowanie Poldimu = ryzyko niższych wyników). Duże kontrakty kolejowe typu projektuj i buduj obarczone są dużą niepewnością. Szansą dla spółki są jednak duże potencjalne roszczenia na kontrakcie LCS Działdowo (pół roku opóźnienia w pozyskaniu pozwolenia na budowę, warunki kontraktu pozwalają na naliczenie kary w kwocie kilkudziesięciu mln PLN). W oczekiwaniu na dalsze rozstrzygnięcia co do przyszłości Poldimu, podtrzymujemy neutralne nastawienie do Trakcji Tiltry (zawieszona rekomendacja). Kwestia przyszłości spółki rozstrzygnie się w ciągu 1-2 tygodni. Wzrost kursu Trakcji Tiltry o około 10% nie znajduje naszym zdaniem uzasadnienia.

Wyniki Trakcji Tiltry w 2011 roku, skorygowane o zdarzenia jednorazowe

(mln PLN)	2011	2011K	Korekta	2011K	2011K2	Korekta
Przychody	2 143,6	2 143,6	-	2 143,6	2 143,6	-
Zysk brutto na sprzedaży	94,8	94,8	0,0	94,8	94,8	-
Marża %	*4,4%*	*4,4%*	-	*4,4%*	*4,4%*	-
Zysk na sprzedaży	13,9	13,9	-	13,9	13,9	-
Pozostałe przychody operacyjne netto	115,6	14,8	-100,8	14,8	0,0	14,8
EBIT	129,4	28,6	-	28,6	13,8	-
Marża %	*6,0%*	*1,3%*	-	*1,3%*	*0,6%*	-
Pozostałe przychody finansowe netto	-54,6	-38,5	16,1	-38,5	-38,5	-
Zysk brutto przed opodatkowaniem	74,8	-9,9	-	-9,9	-24,7	-
Podatek	11,8	-1,9	-13,7	-1,9	-4,7	2,8
Wynik akcjonariuszy mniejszościowych	-46,4	-	46,4	0,0	0,0	-
Zysk netto	109,4	-8,0	-	-8,0	-20,0	-

Źródło: DI BRE Banku S.A., Trakcja Tiltra

Opis korekt wyników Trakcji Tiltry w 2011 roku

Przeprowadzamy dwie korekty. Pierwsza korekta („K") dotyczy zdarzenia związanego z wypowiedzeniem umów kredytowych Poldimu przez banki. Korekta druga („K2") uwzględnia pozostałe zdarzenia operacyjne, w tym zysk na sprzedaży Eco-Wind. Skupimy się na opisie korekty pierwszej, która dotyczy głównie rozliczenia obniżenia ceny z przejęcia Tiltry (140 mln PLN).

- w pozostałych przychodach operacyjnych Trakcja Tiltra rozpoznała 100,8 mln PLN zysku z tytułu rozliczenia opcji zmniejszenia ceny przejęcia Tiltry. 100,8 mln PLN to wielkość rozliczenia w kwocie około 140 mln PLN, pomniejszona o blisko 40 mln PLN. Kwota blisko 40 mln PLN to straty Poldimu poniesione w okresie Q1-Q4 2011, zaksięgowane w stracie mniejszości (powiększają zysk netto akcjonariuszy jednostki dominującej);
- 16,1 mln PLN to odpis powiązań krzyżowych pomiędzy Poldimem a PEUiM (gwarancje PEUiM dla kredytów Poldimu);
- podatek korygujemy w oparciu o wykorzystanie efektywnej stopy podatkowej = 19%;
- strata akcjonariuszy mniejszościowych w kwocie 46,4 mln PLN to strata Poldimu za okres od połączenia (połowa kwietnia 2011) do czasu rozliczenia obniżenia ceny przejęcia Tiltry (tzw. earn-out). Trakcja Tiltra uważa, że w okresie obowiązywania opcji redukcji ceny przejęcia Tiltry, nie sprawowała kontroli nad Tiltrą. Kwota 46,4 mln PLN nieznacznie różni się od 40 mln PLN korekty ceny przejęcia Tiltry, wynika to z niewielkiej różnicy w zakresie objętego okresu czasowego oraz uwzględnienia wybranych innych spółek zależnych o małym znaczeniu.

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.

Wyniki Trakcji Tiltry w Q4 2011 roku, skorygowane o zdarzenia jednorazowe

(mln PLN)	IVQ 2011	IVQ 2011K	Korekta
Przychody	748,7	748,7	
Zysk brutto na sprzedaży	1,6	41,6	40,0
Marża %	*0,2%*	*5,6%*	-
Zysk na sprzedaży	-26,2	13,8	40,0
Pozostałe przychody operacyjne netto	107,1	6,3	-100,8
EBIT	81,0	20,1	
Marża %	*10,8%*	*2,7%*	-
Pozostałe przychody finansowe netto	-26,2	-10,1	16,1
Zysk brutto przed opodatkowaniem	54,7	10,1	
Podatek	-6,6	1,9	8,4
Wynik akcjonariuszy mniejszościowych	-47,2	-0,8	47,2
Zysk netto	95,4	8,9	

Źródło: DI BRE Banku S.A., Trakcja Tiltra

Opis korekt wyników Trakcji Tiltry w Q4 2011

Koncentrujemy się na korekcie o rozliczenie zmniejszenia ceny przejęcia Poldimu:
- 40 mln PLN dotyczy straty Poldimu, poniesionej w okresie Q1-Q4 2011. Przypuszczamy, że strata ta dotyczy głównie okresu Q1-Q3 2011. Na koniec Q3 2011 strata zaksięgowana była w bilansie (podwyższyła wartość firmy z przejęcia). W Q4 2011 strata została przeniesiona do rachunku zysków i strat. Ponieważ strata dotyczy naszym zdaniem okresu Q1-Q3 2011, wyłączamy ją z wyników Q4 2011;
- pozostałe kwoty zostały już opisane w opisie korekt wyników 2011 roku.

Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor Zarządzający
Dyrektor Departamentu Analiz
michal.marczak@dibre.com.pl
Strategia, Telekomunikacja, Surowce, Metale

Departament Analiz:

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

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

Jakub Szkopek tel. (+48 22) 697 47 40
jakub.szkopek@dibre.com.pl
Przemysł

Iza Rokicka tel. (+48 22) 697 47 37
iza.rokicka@dibre.com.pl
Banki

Gabriela Borowska tel. (+48 22) 697 47 36
gabriela.borowska@dibre.com.pl
Handel

Piotr Zybała tel. (+48 22) 697 47 01
piotr.zybala@dibre.com.pl
Deweloperzy

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

Kierownik zagranicznej sprzedaży instytucjonalnej:

Matthias Falkiewicz tel. (+48 22) 697 48 47
matthias.falkiewicz@dibre.com.pl

Maklerzy:

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

Michał Stępkowski tel. (+48 22) 697 48 25
michal.stepkowski@dibre.com.pl

Paweł Majewski tel. (+48 22) 697 49 68
pawel.majewski@dibre.com.pl

Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych:

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 48 46
Kierownik Zespołu
adam.prokop@dibre.com.pl

Michał Rożmiej tel. (+48 22) 697 48 64
michal.rozmiej@dibre.com.pl

Jakub Słotkowicz tel. (+48 22) 697 48 64
jakub.slotkowicz@dibre.com.pl

Jacek Wrześniewski tel. (+48 22) 697 49 85
jacek.wrzesniewski@dibre.com.pl

„Prywatny Makler”

Jarosław Banasiak tel. (+48 22) 697 48 70
Dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży
jaroslaw.banasiak@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: Asseco BS, Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, KRUK, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondi, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal, Robyg, ZUE.
DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco BS, Rubikon Partners NFI, Asseco Poland, Erbud, Es-System, KGHM, KRUK, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondi, Neuca, PA Nova, Pekao, Pemug, PKN Orlen, PKO BP, Polmot Warfama, Robyg, TP SA, TVN, Unibep, Warfama, ZUE.
DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: AB, Agora, Ambra, Bakalland, Boryszew, BPH, BRE Bank, BZ WBK, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Echo Investment, Elzab, Enea, Energoaparatura, Energomontaż Północ, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, Getin Holding, GTC, Handlowy, Impexmetal, ING BSK, Intergroclin Auto, Koelner, Kredyt Bank, KRUK, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Nepentes, Netia, Neuca, Odratrans, PA Nova, Pekao, Pemug, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, PZU, Robyg, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Sfinks, Sokołów, Sygnity, Techmex, Unibep, ZUE.
W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Kruk.
Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.
DI BRE jest oferującym akcje Solar w ofercie publicznej.

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.