

18 maja 2010

Komentarz specjalny

**Budownictwo**

Polska

Trakcja Polska

TRKC. WA; TRK.PW

Trzymaj

(Niezmieniona)

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

Wyniki Q1 2010: pod wpływem niskich przychodów

Obecna cena: 4,06 PLN; Cena docelowa: 4,16 PLN

Wyniki Q1 2010 są nieznacznie gorsze od naszych oczekiwań. Niższy okazał się poziom marż brutto po korekcie o wycenę instrumentów pochodnych. Z drugiej strony, pozytywnie zaskakiwać mogą niższe niż szacowane koszty ogólne działalności. Na niskich przychodach zaważyła zima, nie zaś problem z brakiem zleceń. Istotny deficyt kontraktów będzie widoczny dopiero w wynikach Q3 2010. Podsumowując uważamy, że wyniki Q1 2010 są stosunkowo mało istotne w kontekście atrakcyjności walorów Trakcji Polskiej. Najbardziej istotne jest, czy spółce uda się zapełnić portfel zamówień i czy marże na nowych kontraktach będą dobre. Pomimo perspektywy słabych wyników w Q3 2010 i Q4 2010, dostrzegamy zdarzenia, które mogą pozytywnie wpływać na wyniki roku 2011 i 2012. PKP PLK ogłosiła wreszcie kolejne przetargi, m. in. na modernizację linii E30 Kraków - Rzeszów (6 przetargów D&B, o wartości około 2 mld PLN), modernizację linii E30 Kraków - Katowice (1,2 mld PLN), modernizację LCS Gdańsk (190 mln PLN). Łączna wartość przetargów nie jest na tyle duża, aby zapewnić wzrost rynku, ale wystarczająca, aby nasycić portfele zamówień spółek. Kwestią pod znakiem zapytania pozostają potencjalne opóźnienia w rozstrzygnięciu przetargów oraz zachowania konkurencyjne spółek. Wybrane podmioty, takie jak Trakcja Polska, czy Torpol, mierzą się z poważnym deficytem nowych kontraktów i w pierwszej fazie rozstrzygnięcia przetargów mogą składać agresywne oferty cenowe. Dostrzegamy szansę na podpisanie kontraktu na modernizację LCS Działdowo do końca maja, co częściowo pozwoli uzupełnić luki w portfelu zamówień Trakcji. Podsumowując, pomimo nowych ogłoszonych kontraktów za około 4 mld PLN, nie dostrzegamy na razie przesłanek pozwalających nam oczekiwać boomu inwestycyjnego na kolei. Nie wykluczone, że PKP PLK osiągnie poziom 5 mld PLN rocznych wydatków inwestycyjnych najwcześniej w 2012 roku (2010: około 2,5 mld PLN). Ewentualnych szans na przyszłe rewizje rekomendacji inwestycyjnej dla Trakcji Polskiej w górę dopatrujemy się nie w działalności podstawowej, lecz w ramach działalności deweloperskiej (mieszkania, biura, wiatr). Na razie podtrzymujemy bieżące prognozy i rekomendację trzymaj.

Wyniki Trakcji Polskiej Q1 2010 vs. prognoza i konsensus PAP

(mln PLN)	IQ 2010	IQ 2010P	różnica	Konsensus PAP	różnica	Q1 2009	Zmiana
Przychody	50,3	74,8	-32,8%	71,6	-29,8%	102,9	-0,5
Zysk brutto na sprzedaży	9,8	15,4	-36,4%	-	-	2,8	2,4
%	19,4%	20,5%	-	-	-	2,8%	-
EBIT	4,5	8,3	-45,6%	5,5	-18,3%	-2,0	-
Zysk brutto	5,6	8,7	-36,0%	-	-	2,6	1,1
Zysk netto	3,6	7,0	-48,8%	5,2	-30,7%	2,0	83,2%

Źródło: DI BRE Banku S.A., Trakcja Polska, PAP

Przychody Trakcji Polskiej okazały się znacznie niższe od naszych oczekiwań i konsensusu prognoz. Marża brutto jest nieznacznie niższa od naszych oczekiwań. Na marżę brutto wpływa wycena instrumentów pochodnych, księgowana przez Trakcję Polską już na poziomie zysku brutto ze sprzedaży. Marża brutto ze sprzedaży skorygowana o wycenę instrumentów pochodnych to 11,1% (prognoza: 12,5%). Z drugiej strony, niższe niż oczekiwaliśmy są koszty ogólne (5,7 mln PLN, prognoza: 6,7 mln PLN). Ostatecznie, ze względu na niższe niż prognozowane przychody, EBIT jest o 3,8 mln PLN niższy od naszych prognoz.

Pozostałe przychody operacyjne netto wyniosły 0,45 mln PLN (prognozowaliśmy pozostałe koszty operacyjne netto w wysokości 0,45 mln PLN). Wyższe okazały się pozostałe przychody finansowe netto (1,1 mln PLN, prognoza: 0,4 mln PLN). Efektywna stopa podatkowa wyniosła 21,3%. Zysk netto obniżył o 0,77 mln PLN udział w wyniku jednostki stowarzyszonej. Nie uwzględniliśmy tej pozycji w prognozach. W podziale segmentowym pozycja ta została ujęta w pozostałych segmentach, nie zaś w segmencie kolejowym. Strata ta to wynik Eco-Wind Construction i wynika ona z poniesionych kosztów ogólnych w okresie Q1 2010, gdy spółka ta nie wygenerowała przychodów.

Wyniki Trakcji Polskiej w Q1 2010 w segmentach działalności

(mln PLN)	Segment kolejowy	Pozostałe segmenty	Wyłącznie
Przychody	45,9	4,4	0,0
Wynik brutto przed opodatkowaniem	4,8	0,6	0,2
Marża %	10,4%	13,6%	-

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

Wyniki Trakcji Polskiej w Q1 2010 korygowane o efekt wyceny instrumentów pochodnych

(mln PLN)	IQ 2010	IQ 2010P	różnica
Przychody	45,6	68,0	-33,0%
Zysk brutto na sprzedaży	5,0	8,5	-40,9%
%	11,1%	12,5%	-
EBIT	-0,2	1,4	-117,1%
Zysk brutto	0,8	1,8	-55,3%
Zysk netto	-0,2	0,2	-226,0%

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



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 Kliszczyk tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.klisczyk@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Energetyka, 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, Deweloperzy

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

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 Onyszczyk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczyk@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 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.

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: Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondy, Nepentes, Pemug, Polimex-Mostostal, Torfarm.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Ambra, Arkus, Bakalland, BRE Bank, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Enea, Energoaparatura, Energomontaż Północ, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, GTC, Intergroclin Auto, Koelner, Komputronik, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Mostostal Warszawa, Nepentes, Odratrans, Pemug, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, Seco Warwick, Sfinks, Sokółów, Sygnity, Techmex, Torfarm, Unibep, WSiP, ZA Puławy.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Centrum Klimat, LW Bogdanka.

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.