

TRAKCJA

RAPORT ANALITYCZNY

AKUMULUJ

(WZNOWIENIE REKOMENDACJI)

WYCENA 12,5 PLN

01 SIERPIEŃ 2016, 10:59 CEST

Spadek nakładów PKP PLK o połowę w 2016 roku oraz zastój w rozstrzyganiu dużych przetargów infrastrukturalnych w Polsce nie wpływał w ostatnich miesiącach pozytywnie na sentyment do walorów Trakcji (-9% YTD z uwzględnieniem wypłaconej dywidendy na poziomie 0,34 PLN/akcję). Okres 1Q'16 przyniósł słabsze r/r wyniki ze względu na wysoką bazę (m.in. 39% spadek przychodów). Zakładamy, że od 2Q'16 generowane rezultaty będą już co najmniej zbliżone r/r. Na początku roku prezes spółki informował, że liczy na wzrost przychodów i utrzymanie rentowności w 2016. O ile spełnienie tego pierwszego warunku może być wymagające, to liczymy na podtrzymanie pozytywnego obrazu na niższych poziomach rachunku zysków. Przy 50-55 mln PLN zysku netto spółka handlowana jest przy P/E=11x. Dotychczasowe opóźnienia na rynku kolejowym ograniczają naszym zdaniem pole do poprawy wyników już w 2017 roku, jednak dostrzegamy przesłanki dające podstawy do bardziej pozytywnego spojrzenia na rynek przetargów w 2H'16. I) MliB pod koniec lipca przedstawiło i skierowało do konsultacji społecznych projekt aktualizacji Krajowego Programu Kolejowego, który zakłada utrzymanie dotychczasowego poziomu planowanych nakładów inwestycyjnych (zmieniono ich rozkład w czasie). II) Także w lipcu przez parlament przeszła nowelizacja ustawy o transporcie kolejowym. III) Od początku 2015 roku PKP PLK ogłosiło już przetargi za ok. 19 mld PLN, z czego tylko kilka % zostało rozstrzygniętych – na 1H'17 wg harmonogramu planowane jest podpisanie co najmniej kilkunastu dużych kontraktów. Spodziewamy się, że w związku z tym w najbliższych miesiącach zintensyfikowany zostanie proces wyboru wykonawców. Tym samym oczekujemy, że poprawi się sentyment do walorów Trakcji. Wyznaczamy cenę docelową na poziomie 12,5 PLN, co przekłada się na zalecenie Akumuluj.

W 1Q'16 spółka miała 140 mln PLN przychodów i 0,4 mln PLN zysku netto (vs 231 / 1,5 mln PLN rok wcześniej). Spodziewamy się, że w 2Q'16 przychody wyniosą 334 mln PLN a zysk netto 16 mln PLN, co oznacza porównywalne r/r rezultaty. W 2H'16 oczekujemy nieznacznego wzrostu przychodów r/r na bazie posiadanego już backlogu, co nawet przy założeniu spadku rentowności, powinno pozwolić na wypracowanie nieco lepszego raportowanego zysku netto r/r.

Backlog po 1Q'16 wynosił blisko 1,6 mld PLN, z czego ok. 1/3 przypada na lata 2017+ (głównie kontrakty drogowe). Na tej bazie trudno nam oczekiwać, by w 2017 roku spółce udało się w znaczący sposób poprawić wyniki. Spodziewamy się jednocześnie, że najbliższe miesiące powinny przynieść zintensyfikowanie procesu wyboru wykonawców na krajowych przetargach kolejowych, co powinno poprawić postrzeganie spółki w kontekście wyników w dłuższym terminie. Spółka startuje także w przetargach drogowych – tutaj jednak nadal nie widać finiszu prac GDDKiA nad zaktualizowaniem planu finansowego. Dotychczas w konsorcjum z Intercorem Trakcja wygrała dwa przetargi na odcinki drogi S5 po ok. 0,3 mld PLN (każdy z konsorcjantów zrealizuje samodzielnie po jednym odcinku). Stabilne źródło przychodów i wyników zapewnia spółce rynek litewski (ok. 0,5 mld PLN przychodów w ostatnich latach i >50 mln PLN zysku brutto w 2014 i 2015 roku). Spółka rozgląda się także za innymi rynkami zagranicznymi (m.in. Bułgaria, Skandynawia, zwracamy także uwagę na polski zarząd Kolei Ukrainskich) oraz planuje poszerzać kompetencje na rynku sieci energetycznych.

Wycena DCF [PLN]	12,4
Wycena porównawcza [PLN]	12,8
Wycena końcowa [PLN]	12,5
Potencjał do wzrostu / spadku	11,5%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	11,20
Kapitalizacja [mln PLN]	575,7
Ilość akcji [mln. szt.]	51,4
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	13,51
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	9,70
Stopa zwrotu za 3 mc	-5,4%
Stopa zwrotu za 6 mc	-9,7%
Stopa zwrotu za 9 mc	11,6%
Struktura akcjonariatu:	
Comsa	30,8%
N-N OFE	9,7%
OFE PZU	9,4%
Aviva OFE	5,0%
Pozostali	45,0%

Krzysztof Pado

pado@bdm.com.pl

tel. (0-32) 208-14-32

Dom Maklerski BDM S.A.

ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice

	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
Przychody [mln PLN]	1 601,7	1 329,2	1 301,0	1 349,1	1 635,1	1 888,7
EBITDA [mln PLN]	109,5	99,0	95,8	97,7	107,8	124,6
EBIT [mln PLN]	85,8	76,7	71,0	71,6	80,9	97,7
Zysk netto [mln PLN]	49,5	50,2	53,0	53,0	60,5	73,4
Dług netto [mln PLN]	140,2	-140,2	-1,3	-6,2	29,9	73,6
P/BV	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7
P/E	11,6	11,5	10,9	10,9	9,5	7,8
EV/EBITDA	6,5	4,4	6,0	5,8	5,6	5,2
EV/EBIT	8,3	5,7	8,1	8,0	7,5	6,6



SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	3
WYCENA DCF	3
WYCENA PORÓWNAWCZA	6
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA	7
DZIAŁALNOŚĆ GRUPY	8
PORTFEL ZAMÓWIEŃ.....	9
INWESTYCJE KOLEJOWE W POLSCE – CZAS NA ODBICIE?.....	10
PROGNOZA WYNIKÓW NA 2Q'16 I KOLEJNE OKRESY	13
DANE FINANSOWE	17

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki Trakcja opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena metodą DCF na lata 2016-2025 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 12,4 PLN. Natomiast wycena porównawcza do wybranych spółek budowlanych, oparta na prognozach wyników na lata 2016 – 2018, dała wartość 1 akcji na poziomie 12,8 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 70% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 30% dla wyceny porównawczej (brak pełnej porównywalności pomiędzy spółkami: ekspozycja na różne segmenty). Wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 12,5 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	70%	12,4
Wycena metodą porównawczą	30%	12,8
Wycena 1 akcji Trakcji [PLN]		12,5

Źródło: DM BDM S.A.

WYCENA DCF

Wycenę metodą DCF otrzymaliśmy prognozując w horyzoncie 10-letnim *free cash flows*, a następnie dyskontując je średnim ważonym kosztem kapitału (WACC). Koszt kapitału własnego został oszacowany na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych (4,0%), premii za ryzyko rynkowe oraz współczynnika beta = 1,0.

Główne założenia w modelu:

- Przyjmujemy, że 2016 rok dla branży budowlanej w Polsce będzie trudny, co pokazują odczyty za 1H'16 – w segmencie inżynieriynym spadła kontrybucja wszystkich działów poza drogami. Odczuwalne jest opóźnienie w rozdysponowaniu nowego budżetu UE. Zakładamy, że budownictwo powróci na ścieżkę wzrostu dopiero w 2017 roku. Zaktualizowany projekt Krajowego Programu Kolejowego wygładził nieco szczyt nakładów na infrastrukturę kolejową w okresie 2018-21 w stosunku do poprzedniej wersji, która zakładała wyraźny peak w okresie 2019-20. W naszym modelu zakładamy jeszcze dalsze opóźnienia i przesunięcie największych nakładów na lata 2019-22.
- Spodziewamy się, że w 2016 roku spółka osiągnie na poziomie skonsolidowanym 1,30 mld PLN przychodów, 96 mln PLN EBITDA i 53 mln PLN zysku netto. Zakładamy, że w 2017 roku przychody nieznacznie wzrosną do 1,35 mld PLN, EBITDA do 98 mln PLN a zysk netto utrzyma się w okolicach 53 mln PLN. Dopiero od roku 2018 zakładamy wyraźniejszą ścieżkę poprawy wyników aż do osiągnięcia 2,0 mld PLN przychodów w latach 2020-21. W długim terminie przyjmujemy 1,4 mld PLN sprzedaży i 94 mln PLN EBITDA, a więc wyniki zbliżone do założeń z 2016 roku. Zwracamy uwagę, że spółka jest nieco lepiej zdywersyfikowana geograficznie niż przeciętne krajowe podmiotów, ze względu na ekspozycję na kraje bałtyckiej (głównie Litwa – ok. 0,5 mld PLN przychodów rocznie w ostatnich latach).
- Nie uwzględniamy w modelu akwizycji czy zbycia aktywów.
- Na koniec 2015 roku spółka miała 140 mln PLN gotówki netto, głównie ze względu na przyspieszone płatności ze strony PKP PLK, która musiała rozdysponować środki unijne z poprzedniej perspektywy budżetowej. Na koniec 2016 roku zakładamy, że gotówka netto spadnie do +/- 0 mln PLN (spłacenie podwykonawców + CAPEX). W kolejnych latach zakładamy wzrost zapotrzebowania na kapitał obrotowy wraz ze wzrostem przychodów (szczególnie w latach 2018-19) i spływ środków wraz ze zmniejszeniem skali działalności po 2022 roku. Cykle konwersji gotówki w długim terminie przyjęto na poziomie 24 dni, przy średniej za ostatnie 10 lat na poziomie 21 dni.
- W okresie rezydualnym zakładamy, że CAPEX będzie równy amortyzacji z roku 2025. W latach 2016-17 założyliśmy zwiększone nakłady inwestycyjne z zakładanymi inwestycjami w rozbudowę potencjału na rynku kolejowym.
- Wzrost wolnych przepływów pieniężnych (FCF) po okresie szczegółowej prognozy ustaliliśmy na poziomie 1,0%.
- Stopę podatku przyjęto na poziomie 19%. Na Litwie CIT wynosi 15%, jednak na poziomie skonsolidowanym w ostatnich latach grupa wykazywała wyższą efektywną stopę księgowego podatku.
- Wycena została sporządzona na dzień 1.08.2016 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość spółki na poziomie 636 mln PLN, a w przeliczeniu na 1 akcję 12,4 PLN.

Model DCF

	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	1 301,0	1 349,1	1 635,1	1 888,7	1 999,8	2 021,9	1 777,3	1 396,8	1 417,4	1 438,5
EBIT [mln PLN]	71,0	71,6	80,9	97,7	105,1	106,6	90,5	64,5	66,0	67,4
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	13,5	13,6	15,4	18,6	20,0	20,3	17,2	12,3	12,5	12,8
NOPLAT [mln PLN]	57,5	58,0	65,6	79,2	85,1	86,4	73,3	52,2	53,4	54,6
Amortyzacja [mln PLN]	24,8	26,2	26,9	26,8	26,8	26,7	26,7	26,6	26,5	26,4
CAPEX [mln PLN]	-49,4	-44,5	-26,2	-26,4	-26,0	-26,3	-26,7	-25,1	-26,6	-26,5
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-150,9	-10,6	-75,2	-91,3	-21,0	-4,2	97,0	103,9	-4,2	-4,4
FCF [mln PLN]	-118,1	29,0	-8,9	-11,8	64,9	82,6	170,3	157,5	49,2	50,2
DFCF [mln PLN]	-114,0	25,8	-7,3	-8,8	45,0	52,7	99,9	84,9	24,3	22,8
Suma DFCF [mln PLN]	225,2									
Wartość rezydualna [mln PLN]	633,7									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	287,7									
Wartość firmy EV [mln PLN]	513,0									
Dług netto 2015 [mln PLN]	-140,2									
Dywidenda 2016 [mln PLN]	17,5									
Wartość kapitału [mln PLN]	635,7									
Ilość akcji [mln szt.]	51,4									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	12,4									

wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +1,0%

Przychody zmiana r/r	-2,1%	3,7%	21,2%	15,5%	5,9%	1,1%	-12,1%	-21,4%	1,5%	1,5%
EBIT zmiana r/r	-7,5%	0,8%	13,1%	20,8%	7,5%	1,4%	-15,1%	-28,7%	2,3%	2,1%
FCF zmiana r/r	-	-	-	-	-	27,2%	106,3%	-7,5%	-68,8%	2,0%
Marża EBITDA	7,4%	7,2%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,5%	6,5%	6,5%
Marża EBIT	5,5%	5,3%	4,9%	5,2%	5,3%	5,3%	5,1%	4,6%	4,7%	4,7%
Marża NOPLAT	4,4%	4,3%	4,0%	4,2%	4,3%	4,3%	4,1%	3,7%	3,8%	3,8%
CAPEX / Przychody	3,8%	3,3%	1,6%	1,4%	1,3%	1,3%	1,5%	1,8%	1,9%	1,8%
CAPEX / Amortyzacja	199,6%	170,2%	97,2%	98,5%	97,1%	98,4%	99,9%	94,6%	100,5%	100,1%
Zmiana KO / Przychody	11,6%	0,8%	4,6%	4,8%	1,1%	0,2%	-5,5%	-7,4%	0,3%	0,3%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-536,0%	22,1%	26,3%	36,0%	18,9%	19,2%	39,7%	27,3%	20,1%	20,7%

Źródło: BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Stopa wolna od ryzyka	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Premia za ryzyko	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Beta lewarowana	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Premia kredytowa	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
Koszt kapitału własnego	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Udział kapitału własnego	91,8%	92,9%	94,4%	92,7%	90,9%	91,1%	93,7%	96,4%	98,2%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	8,2%	7,1%	5,6%	7,3%	9,1%	8,9%	6,3%	3,6%	1,8%	0,0%
WACC	8,6%	8,7%	8,7%	8,7%	8,6%	8,6%	8,7%	8,8%	8,9%	9,0%

Źródło: BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: beta / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
beta		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
	0,7	12,0	12,5	13,2	14,0	15,1	16,6	18,8	22,2	28,4
	0,8	11,4	11,9	12,4	13,2	14,1	15,3	17,0	19,6	24,0
	0,9	10,8	11,3	11,8	12,4	13,2	14,2	15,6	17,6	20,8
	1,0	10,4	10,7	11,2	11,7	12,4	13,2	14,4	16,0	18,4
	1,1	9,9	10,2	10,6	11,1	11,7	12,4	13,3	14,6	16,5
	1,2	9,5	9,8	10,1	10,5	11,0	11,6	12,4	13,5	15,0
	1,3	9,1	9,3	9,6	10,0	10,4	11,0	11,7	12,5	13,8

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
Premia za ryzyko		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
	3%	12,6	13,2	14,0	15,0	16,3	18,2	21,0	25,7	35,0
	4%	11,4	11,9	12,4	13,2	14,1	15,3	17,0	19,6	24,0
	5%	10,4	10,7	11,2	11,7	12,4	13,2	14,4	16,0	18,4
	6%	9,5	9,8	10,1	10,5	11,0	11,6	12,4	13,5	15,0
	7%	8,7	9,0	9,2	9,5	9,9	10,4	11,0	11,7	12,7
	8%	8,1	8,3	8,5	8,7	9,0	9,4	9,8	10,3	11,0
	9%	7,5	7,6	7,8	8,0	8,2	8,5	8,8	9,3	9,8

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

		Beta								
Premia za ryzyko		0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
	3%	19,1	18,1	17,1	16,3	15,6	14,9	14,3	13,7	13,2
	4%	16,9	15,8	14,9	14,1	13,3	12,7	12,1	11,5	11,0
	5%	15,1	14,1	13,2	12,4	11,7	11,0	10,4	9,9	9,4
	6%	13,7	12,7	11,8	11,0	10,3	9,7	9,2	8,7	8,2
	7%	12,5	11,5	10,7	9,9	9,3	8,7	8,2	7,7	7,3
	8%	11,5	10,6	9,7	9,0	8,4	7,8	7,3	6,9	6,5
	9%	10,7	9,7	8,9	8,2	7,6	7,1	6,7	6,2	5,9

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wycena porównawcza oparta jest o osobne wyceny na podstawie wskaźników wybranych krajowych (waga 50% w wycenie porównawczej) oraz europejskich spółek budowlanych (waga 50%). Analizę oparto na wskaźnikach P/E i EV/EBITDA. Analiza porównawcza oparta jest na trzech latach (2016-18), dla których przyjęto równe wagi.

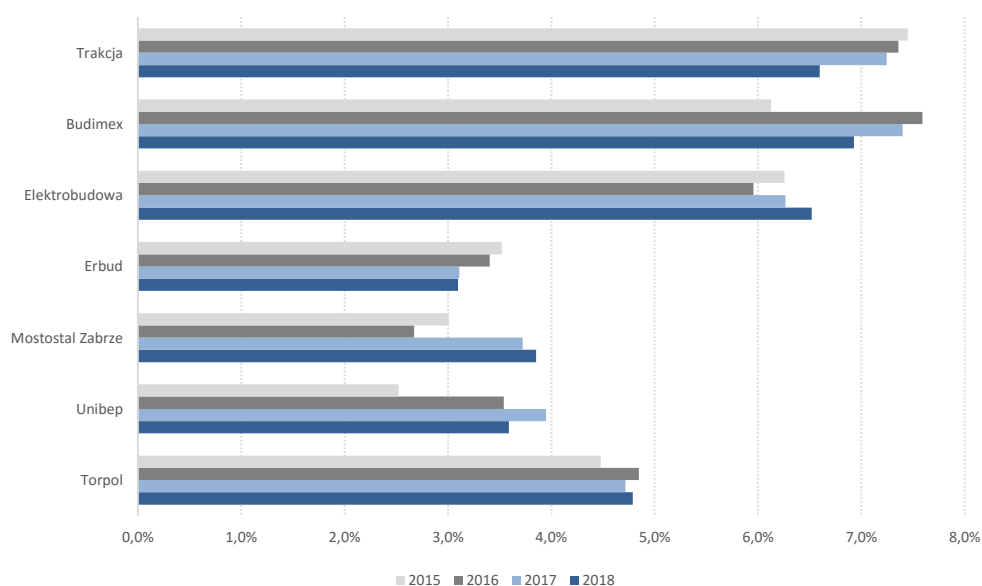
Porównując wyniki Trakcji ze wskaźnikami innych spółek uzyskaliśmy wycenę na poziomie 656 mln PLN, co w przeliczeniu na 1 akcję daje 12,8 PLN. Wycenie porównawczej przypisaliśmy wagę 30% w końcowej wycenie (brak pełnej porównywalności pomiędzy spółkami: ekspozycja na różne segmenty).

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P
Budimex	13,9	13,0	13,3	5,1	4,8	5,6
Elektrobudowa	12,0	13,9	12,3	6,9	7,0	6,3
Erbud	12,7	13,0	12,3	4,6	4,7	4,4
Mostostal Zabrze	106,5	22,7	19,9	9,3	6,4	5,9
Unibep	11,3	9,4	10,3	6,7	5,4	6,0
Torpol	18,3	19,4	9,0	6,5	5,5	4,0
Mediana	13,3	13,5	12,3	6,6	5,5	5,8
Trakcja	10,9	10,9	9,5	6,0	5,8	5,6
Premia / dyskonto	-18,4%	-19,6%	-22,7%	-9,1%	6,3%	-3,1%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	13,7	13,9	14,5	12,3	10,5	11,6
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		14,0			11,5	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	12,8					

Źródło: DM BDM S.A., obliczenia własne, Bloomberg

Porównanie rentowności EBITDA



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

- **Uzależnienie od głównych odbiorców.** Spółka działa przede wszystkim w obszarze zamówień publicznych. Głównymi zleceniodawcami są PKP PLK, GDDKiA, Litewski Zarząd Dróg (Lietuvos automobilių kelių direkcija) oraz Koleje Litewskie (Lietuvos geležinkeliai). Zmiany w strategiach inwestycyjnych tych podmiotów czy w harmonogramach przetargów mogą mieć bezpośredni wpływ na generowane przez Trakcję wyniki.
- **Poziom nakładów inwestycyjnych na infrastrukturę transportową w regionie CEE.** Wysokość nakładów inwestycyjnych wymienionych wyżej instytucji wprost implikuje wartość potencjalnych kontraktów w obszarach rynku budowlanego, na których działa spółka. Budżety instytucji publicznych realizujących projekty infrastrukturalne w regionie Europy Środkowo-Wschodniej (CEE) oparte są obecnie przede wszystkim o środki pochodzące z budżetu UE. Zmiany w wysokości lub kierunkach rozdysponowania budżetu mogą mieć bezpośredni wpływ na poziom nakładów inwestycyjnych w obszarze infrastruktury transportowej w krajach CEE. Nieznane są obecnie termin oraz ostateczne skutki tzw. Brexitu dla budżetu unijnego. Najbardziej prawdopodobne scenariusze to i) zachowanie obecnego poziomu budżetu (np. poprzez zwiększenie składek od pozostałych krajów czy ustanowienie opłaty wnoszonej przez Wielką Brytanię za dostęp do wolnego rynku), ii) zmniejszenie budżetu UE po wyjściu Wielkiej Brytanii z Unii. Na koniec 2016 roku zakładany jest przegląd ram finansowych UE na lata 2014-2020.
- **Ryzyko związane ze specyfiką realizowanych projektów.** Duże projekty budowlane finansowane ze środków publicznych realizowane są przez firmy wyłonione w przetargach, często długotrwałych (dodatkowo decyzje mogą być oprotestowane). W konsekwencji istnieje ryzyko zmiany w tym czasie (a także w czasie samej realizacji kontraktów) przyjętych przez spółkę założeń dotyczących cen materiałów, usług podwykonawczych czy kosztów wynagrodzeń.
- **Bariery wejścia/konkurencja.** Bariery wejścia na rynek budownictwa kolejowego i drogowego w Polsce i krajach bałtyckich nie są wysokie. Atrakcyjne budżety programów inwestycyjnych w tych obszarach przyciągają do przetargów nowe podmioty, która są skłonne oferować niskie ceny, by zaistnieć na rynku.
- **Sezonowość wyników oraz czynnik pogodowy.** Przychody spółki wykazują wyraźną sezonowość. Najstabszy zwykle jest 1Q (okres zimowy), a najmocniejszy 4Q (największe wydatki instytucji publicznych). Czynnik pogodowy (nadzwyczajne opady śniegu czy deszczu, ekstremalne zmiany temperatury) może wpływać na harmonogramy realizowanych prac.
- **Struktura akcjonariatu.** Głównym, ale nie większościowym, akcjonariuszem spółki jest hiszpańska Comsa, posiadająca nieco ponad 30% udziałów. Nie można wykluczyć, że pakiet może być w przyszłości wystawiony na sprzedaż, np. w przypadku zmiany strategii Comsy względem rynku Europy Środkowej i Wschodniej.
- **Wartość firmy w aktywach bilansu.** Pozostałością po zrealizowanej w 2011 roku fuzji z Grupą Tiltira (litewskie spółki Tiltira Group oraz Kauno Tiltai oraz polskie PEUiM oraz Poldim) jest wartość firmy ujęta w bilansie skonsolidowanym na poziomie 279,6 mln PLN w stosunku do spółek litewskich oraz 49,5 mln PLN w stosunku do spółek polskich. W wynikach 2014 roku rozpoznano odpis wartości firmy na 37,4 mln PLN, a w 2015 roku na 12,3 mln PLN (oba dotyczyły polskich spółek). Nie można wykluczyć, że w przyszłości dokonane zostaną kolejne odpisy, np. w sytuacji zmiany założeń wykorzystywanych w testach na utratę wartości.
- **Spory sądowe.** Wyniki 4Q'15/2015 roku zostały obciążone przez rezerwę na poziomie 27,8 mln PLN (na poziomie zysku brutto ze sprzedaży) zawiązaną przez spółkę AB Kauno tiltai, w związku ze sporem sądowym pomiędzy konsorcjum, w którego skład wchodzi AB Kauno tiltai, a AB Lietuvos geležinkeliai, w którym AB Lietuvos geležinkeliai roszczą o naliczenie kary umownej za opóźnienie w realizacji robót. Całkowita wartość pozwu przeciw konsorcjum według daty bilansowej wynosiła 63,9 mln PLN (15,0 mln EUR). Udział Grupy Trakcja w ewentualnych zobowiązaniach mogących wyniknąć z postępowania wynosi 65 %, czyli 41,5 mln PLN. Według informacji ze sprawozdania za 1Q'16 sprawa była zawieszona z uwagi na konieczność wykonania ekspertyzy

DZIAŁALNOŚĆ GRUPY

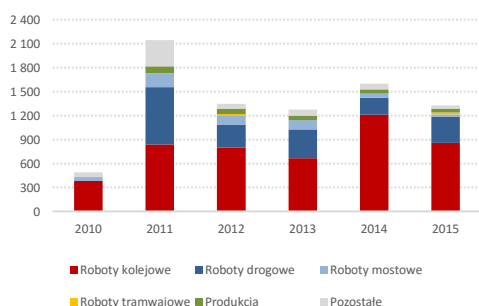
Struktura akcjonariatu

	liczba akcji	% akcji	liczba głosów	% głosów
Comsa	15 843 193	30,8%	15 843 193	30,8%
N-N OFE	5 000 000	9,7%	5 000 000	9,7%
OFE PZU	4 839 000	9,4%	4 839 000	9,4%
Aviva OFE	2 569 000	5,0%	2 569 000	5,0%
Pozostali	23 148 355	45,0%	23 148 355	45,0%
Razem	51 399 548	100,0%	51 399 548	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

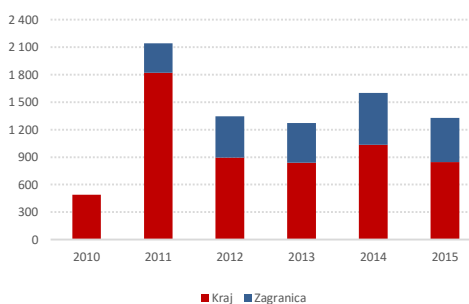
Grupa Trakcja działa na polskim i litewskim rynku budownictwa infrastruktury kolejowej, tramwajowej i drogowej (w tym ostatnim obszarze w Polsce siłami własnymi oraz poprzez lokalną spółkę PEUIM a na Litwie poprzez AB Kauno Tiltai, największą spółkę w sektorze budownictwa infrastrukturalnego w krajach bałtyckich). Głównym akcjonariuszem spółki jest hiszpańska Comsa (ok. 1,3 mld EUR przychodów w 2015 roku).

Struktura branżowa przychodów [mln PLN]



Źródło: DM BDM S.A., spółka

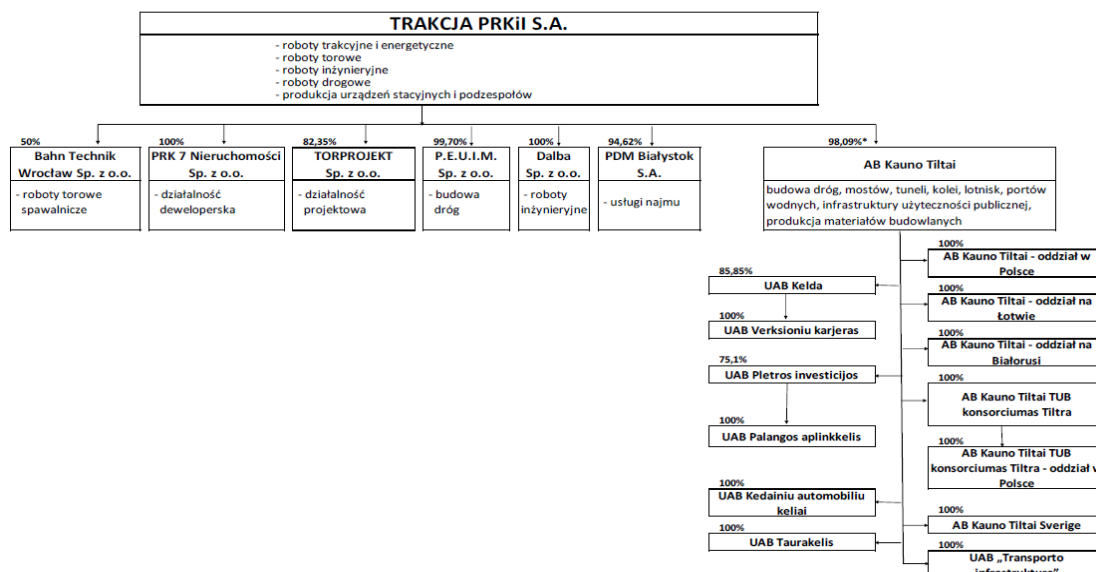
Struktura geograficzna przychodów [mln PLN]



Źródło: DM BDM S.A., spółka

Grupa specjalizuje się w świadczeniu usług inżynieryjno-budowlanych w zakresie: projektowania, budowy i modernizacji linii kolejowych i tramwajowych, sieci elektrotrakcji kolejowej i tramwajowej, linii elektroenergetycznych oraz innych elementów infrastruktury kolejowej. W sektorze budownictwa drogowego spółka specjalizuje się w budowie i przebudowie dróg, autostrad, mostów, wiaduktów, lotnisk, portów wodnych oraz instalacji infrastruktury użyteczności publicznej. Elementem oferty jest także budownictwo kubaturowe, zarówno na potrzeby infrastruktury kolejowej (budynki podstacji trakcyjnych, nastawni ruchowych, posterunków przejazdowych, dworców, hali pociągowych i innych), jak i budownictwa ogólnego. Uzupełnieniem usług jest budowa systemów elektroenergetycznych oraz systemów sterowania zdalnego.

Struktura Grupy Trakcja



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

PORTFEL ZAMÓWIEŃ

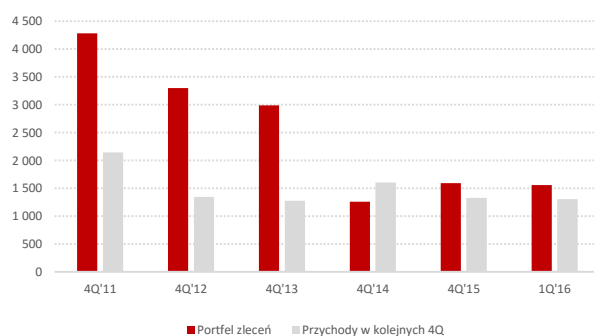
Kontrakty o wartości >30 mln PLN podpisane przez Trakcję od 2013 roku + niezakończone kontrakty z lat wcześniejszych

Kontrakt	Kontrahent	Spółka z grupy	konsorcjanci	Wartość netto [mln PLN]	Udział netto [mln PLN]	Termin	
Rekonstrukcja odcinka drogi A5 Kowno – Marijampole – Suwałki	Litewski Zarząd Dróg	AB Kauno tiltai	UAB Alkesta, Lemminkäinen Lietuva	105,6	b.d.	kwi 16	lip 17
Zaprojektowanie i budowa urządzeń teletechniki i systemów IT na dworcu Łódź Fabryczna	PKP PLK	Trakcja PRKiI		34,9	34,9	lis 15	lip 16
Projekt i budowa drogi ekspresowej S-5 Aleksandrowo - Tryszczyn 14,7 km	GDDKIA	Trakcja PRKiI	Intercor	300,0	0,0	paź 15	sie 19
Projekt i budowa drogi ekspresowej S-5 Szubin - Jaroszewo 19,3 km	GDDKIA	Trakcja PRKiI	Intercor	286,2	286,2	paź 15	sie 19
Kontynuacja robót modernizacyjnych na linii E59 odcinek Czempiń – Poznań	PKP PLK	Trakcja PRKiI		173,4	173,4	paź 15	wrz 16
Rozbudowa drogi E67 (Via Baltica) na odcinku Kowno - Marijampole	Litewski Zarząd Dróg	AB Kauno tiltai		134,7	134,7	sie 15	maj 16
Projekt i realizację robót dla LCS Warszawa Okęcie	PKP PLK	Trakcja PRKiI		376,2	376,2	lip 15	mar 17
III etap zachodniej obwodnicy miasta Wilno – od ul. Ozo do ul. Ukmergės	UM Wilno	AB Kauno tiltai	Eurovia	271,6	184,7	lip 15	mar 17
Projekt i budowa skrzyżowania bezkolizyjnego linii kolejowej w Łodzi	PKP PLK	Trakcja PRKiI		56,0	56,0	sty 15	sie 16
Umowy podwykonawcze	PPM-T	Trakcja PRKiI		77,7	77,7	mar 14	gru 14
Prace podwykonawcze na linii Poznań-Czempiń	FCC	Trakcja PRKiI		53,2	53,2	kwi 13	wrz 15
Przebudowę stacji Strzałki	PKP PLK	PRKiI		59,8	59,8	lip 13	lis 14
Rekonstrukcji odcinka kolejowego Marijampole-Šeštokai	Lietuvos geležinkeliai	AB Kauno tiltai	Mitnija	268,5	161,1	cze 13	gru 14
Obwodnica miasta Palanga (PPP)	Litewski Zarząd Dróg	UAB Palangos aplinkkelis		121,5	121,5	kwi 13	kwi 38
Rewitalizacja linii kolejowej nr 144 na odcinku Fosowskie - Opole	PKP PLK	PRKiI	Infrakol	88,9	55,3	kwi 13	lis 14
Budowa łączna Międzynarodowego portu lotniczego Wilna	UM Wilno	AB Kauno tiltai		52,8	52,8	mar 13	lip 13
Prace w zakresie projektowania i budowy zaplecza technicznego Łódź Widzew	LKA	Trakcja Polska		55,2	55,2	lut 13	maj 14
Rekonstrukcją drogi E85 (Wilno-Kowno-Kłajpeda)	Litewski Zarząd Dróg	AB Kauno tiltai		112,5	112,5	sty 13	sty 14
Projekt i przebudowa stacji Łódź Widzew i części szlaku Łódź Fabryczna – Łódź Widzew oraz modernizacji linii objazdowej Łódź Widzew–Łódź Kaliska	PKP PLK	Trakcja Polska		238,9	238,9	cze 11	sie 16
Projekt i roboty budowlanych na odcinku Dębica – Sędziszów Małopolski	PKP PLK	PRKiI	PNUIIK, Infrakol	409,2	327,3	gru 10	mar 17

Źródło: DM BDM S.A., spółka

Na koniec 1Q'16 portfel zamówień Trakcji wynosił blisko 1,6 mld PLN i był bardzo zbliżony do poziomu z końca 2015 roku. Szacujemy, że około 1,0 mld PLN przypada na 2016 rok a 0,6 mld PLN na lata 2017+, z czego większość w tej puli to obecnie kontrakty drogowe: wart blisko 0,3 mld PLN pełny odcinek drogi ekspresowej S5 Szubin – Jaroszewo (drugi z wygranych przez konsorcjum Trakcja – Intercor odcinków będzie realizowany samodzielnie przez konsorcjanta) oraz kontrakty spółki litewskiej. W części kolejowej najbardziej znaczący kontrakt to obecnie LCS Okęcie (blisko 0,4 mld PLN w okresie 3Q'15-1Q'17), pozostałe kontrakty albo kończą się w najbliższym czasie albo mają dość niską wartość.

Backlog skonsolidowany Trakcji [mln PLN]



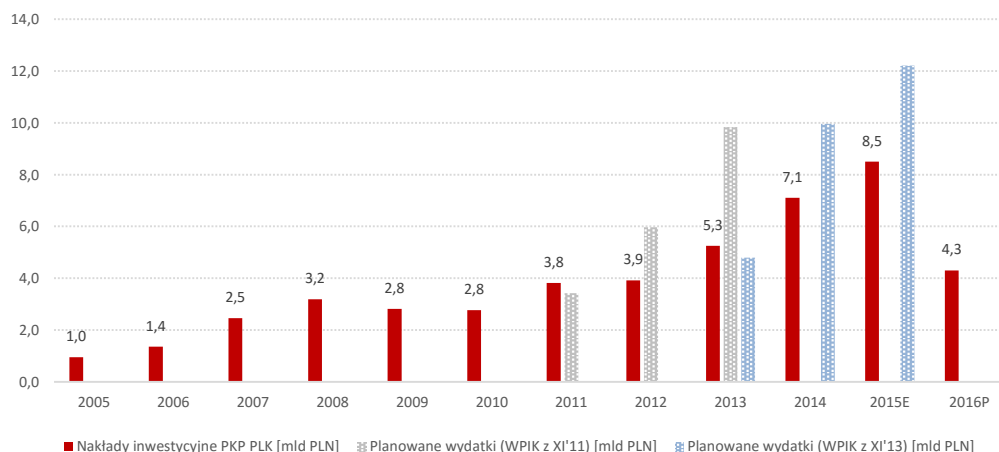
Źródło: DM BDM S.A., spółka

INWESTYCJE KOLEJOWE W POLSCE – CZAS NA ODBICIE?

PKP PLK jest historycznie największym zleceniodawcą kontraktów dla spółki. Pomimo dywersyfikacji o inne obszary działalności (ekspozycja na rynek litewski, powrót do kontraktów dla GDDKiA po nieudanej historii przejścia Poldimu, małe kontrakty na rynku tramwajowym czy energetycznym, próby zaistnienia na rynkach kolejowych Bułgarii czy Skandynawii) to poziom wydatków na infrastrukturę kolejową w Polsce będzie także w kolejnych latach w największym stopniu determinował wyniki Trakcji.

Po rekordowych wydatkach PKP PLK na inwestycje w latach 2014-15 (2014: 7,1 mld PLN, 2015: 8,5 mld PLN – dane za 2015 prognozowane, PKP PLK nie opublikowała nadal raportu rocznego), bieżący rok jest okresem dużego ograniczenia inwestycji kolejowych, co związane jest z nałożeniem się na siebie stopniowego zakończenia projektów inwestycyjnych finansowanych z poprzedniego budżetu unijnego, zmian w rządzie oraz będących tego konsekwencją zmian kadrowych w PKP PLK. Dane GUS na temat prac w obszarze dróg szynowych wskazują na ponad 50% spadek przerobu zarówno w 1Q'16 jak i 2Q'16. Najbliższe miesiące w tym zakresie niewiele zmieniają. Budżet inwestycyjny PKP PLK na 2016 rok opiewa jedynie na 4,3 mld PLN (<http://www.senat.gov.pl/gfx/senat/userfiles/public/k9/komisje/2016/ki/materialy/35.pos.pkpplk.pdf>), a i ta kwota może stać pod znakiem zapytania, mając na uwadze historyczne problemy z wykonaniem budżetu przez zarządcę infrastruktury kolejowej.

Wydatki inwestycyjne PKP PLK vs założenia z Wieloletniego Programu Inwestycji Kolejowych [mld PLN]



Źródło: DM BDM S.A., PKP PLK, Senat, bip.transport.gov.pl

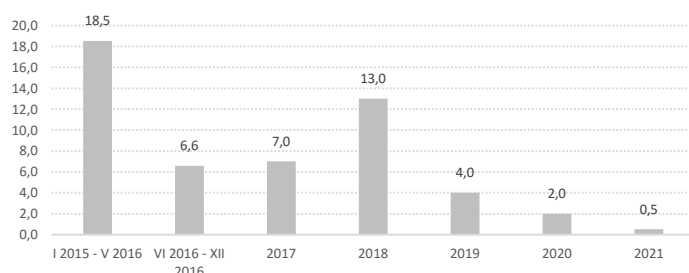
Produkcja budowlana w obszarze dróg szynowych, kolei napowietrznych i podwieszanych na tle pozostałej infrastruktury transportowej [mld PLN]



Źródło: DM BDM S.A., GUS

Nadzieją dla branży kolejowej są nowe przetargi na bazie budżetu UE 2014-20 (Program Operacyjny Infrastruktura i Środowisko 2014-20, CEF 2014-20) i oczekiwany przełom w ich rozstrzygnięciu. Głównym problemem dla branży, który może negatywnie rzutować na wyniki spółek w 2017 roku jest powolny proces decyzyjny. Od początku 2015 roku do maja 2016 ogłoszono postępowania w obszarze infrastruktury kolejowej o wartości aż 18,5 mld PLN - wartość podpisanych na ich bazie umów wyniosła jednak zaledwie 0,4 mld PLN. Do końca 2016 planowane jest ogłoszenie przetargów na kwotę 6,6 mld PLN. Natomiast w latach 2017-21 pojawić się ma jeszcze kolejne 21 mld PLN. W 2016 roku w realizacji (część z nich kończy się dopiero w 2020 roku) są projekty o łącznej wartości dopiero ok. 2,1 mld PLN, które opierają się na perspektywie budżetowej UE 2014-20. Jako jeden z głównych powodów obecnych długotrwałych procesów przetargowych podaje się brak studiów wykonalności dla ogłoszonych wcześniej przetargów. Według majowych zapowiedzi prezesa PKP PLK drugie etapy przetargów mają zdecydowanie ruszyć od 4Q'16

Ogłoszone od początku 2015 roku i planowane przetargi PKP PLK [mld PLN]



Źródło: DM BDM S.A., Senat: <http://www.senat.gov.pl/gfx/senat/userfiles/public/k9/komisje/2016/ki/materialy/35.pos.pkpplk.pdf>

Kluczowe ogłoszone przetargi PKP PLK od stycznia 2015 [mln PLN]

	budżet netto [mln PLN]	planowana data podpisania umowy
granica woj. dolnośl. - Leszno (srk)	229	2Q'15 (Bombardier/KZA)
E30 Krzeszowice - Kraków Mydlniki	286	1Q'16 (Vias y Construcciones/Dragados/Electren)
Łuków - Parczew	108	3Q'16
E30 Kraków Mydlniki - Kraków Główny Towarowy	319	3Q'16
Warszawa - Lublin	3 147	4Q'16
LCS Konin	1 130	1Q'17
LCS Kutno	640	1Q'17
LCS Łowicz	610	1Q'17
E30 Jaworzno - Trzebinia	646	1Q'17
Okęcie - Radom (LOT C,D,E)	551	1Q'17
Okęcie - Radom (LOT B)	298	1Q'17
GSM-R	3 215	2Q'17
E30 Trzebinia - Krzeszowice	775	2Q'17
E30 Kraków Główny Towarowy - Rudzice	1 594	2Q'17
Leszno - Czempiń	628	2Q'17
granica woj. dolnośl. - Leszno (tory)	562	2Q'17
inne	3 787	

Źródło: DM BDM S.A., Senat: https://www.senat.gov.pl/gfx/senat/userfiles/public/k9/komisje/2016/ki/pkp_plk_sa_realizacja_projektow.pdf

W naszym odczuciu w ostatnich tygodniach zaobserwować można wzrost zintensyfikowania prac w kierunku rozruszania przetargów kolejowych i przyspieszenia procesów inwestycyjnych:

- otwarto koperty w pierwszym po długiej przerwie dużym przetargu, dając też nadzieję na przyspieszenie procedowania kolejnych,
- przez Senat przeszła nowelizacja ustawy o transporcie kolejowym, która zakłada uproszczenie oraz przyspieszenie prac związanych z inwestycjami kolejowymi; nowela trafiła do podpisu prezydenta,
- Ministerstwo Infrastruktury i Budownictwa w końcu przedstawiło i skierowało do konsultacji społecznych projekt aktualizacji Krajowego Programu Kolejowego do 2023 roku.

Jedną z jaskółek zintensyfikowania prac przetargowych przez PKP PLK jest lipcowe otwarcie kopert w przetargu na trasę Kraków Mydlniki – Kraków Główny Towarowy (postępowanie przetargowe ogłoszony już w grudniu 2014 roku, budżet: 319 mln PLN netto). Najtańsza jest oferta Torpolu (247 mln PLN). Złożono dziewięć ofert (konsorcjum Trakcji jest szóste, 282 mln PLN). Jest to pierwszy tak duży przetarg po długiej przerwie. W 2016 roku rozstrzygano głównie małe projekty o wartości ok. 10-40 mln PLN netto.

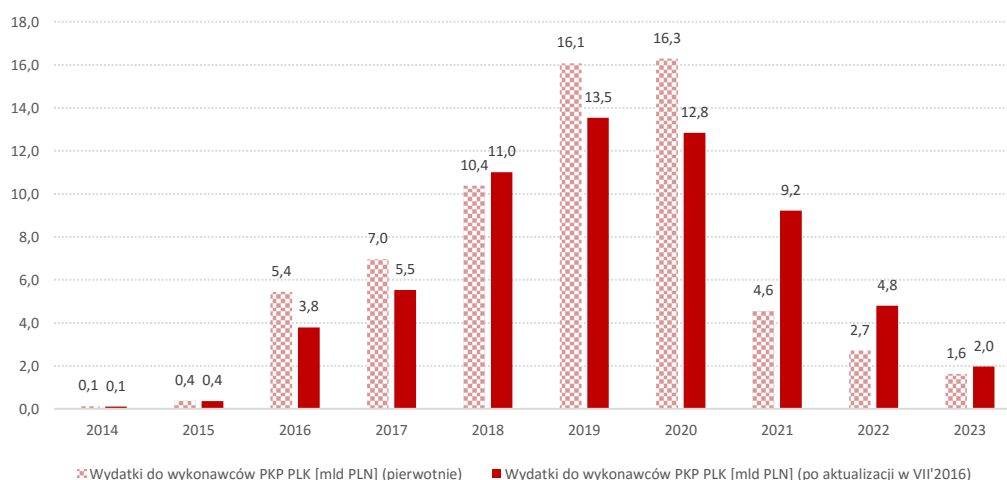
Znaczące* przetargi PKP PLK w 2016 roku – podpisane lub otwarte koperty

	podpisany	budżet netto [mln PLN]		1 oferta	2 oferta	Trakcja	miejsce Trakcji	1/budżet	1/2	Trakcja/1
Krzeszowice - Kraków Mydlniki	tak**	460,9	286,3	ACS (Vias y Construcciones, Dragados, Electren)	289,1	289,1	2	62,1%	99,0%	101,0%
	oferty:	Vias y Construcciones/Dragados/Electren, Trakcja/Comsa/ZUE, Strabag, Swietelsky								
Poznań Wschód - Trzemeszno	-	63,0	46,5	Torpol	47,6	50,1	6	73,8%	97,6%	107,8%
	oferty:	Torpol, ZUE, PKP Energetyka, Mota-Engil/EL-IN, Vias y Construcciones/Electren, Trakcja, Schweerbau/Trakcja System/SBM, Trakce Automatyka/Elektro-Spark								
Kutno - Toruń Główny	-	85,0	50,9	Torpol	55,3	57,3	4	59,9%	92,1%	112,5%
	oferty:	18 podmiotów								
Kraków Mydlniki – Kraków Główny Towarowy	-	318,6	247,4	Torpol	248,9	282,2	6	77,6%	99,4%	114,1%
	oferty:	Torpol, Skanska, Budimex/Ferrovial, Swietelsky, Strabag, Trakcja/Comsa/Intercor, Porr /Infrakol, ZUE/PNIUIK/Mota-Engil, Vias y Construcciones/Dragados/Polauqua								

Źródło: DM BDM S.A., PKP PLK, wnp.pl, * >40 mln PLN netto w najniższej cenie, ** najkorzystniejszą ofertę wybrano w 3Q'15

Ministerstwo Infrastruktury i Budownictwa przedstawiło pod koniec lipca i skierowało do konsultacji społecznych projekt aktualizacji Krajowego Programu Kolejowego do 2023 roku (<http://mib.bip.gov.pl/ogloszenia/konsultacje-spoeczne.html>). W stosunku do obecnie obowiązującej wersji (z września 2015: http://mib.bip.gov.pl/fobjects/download/90191/rm_111_165_15-pdf.html) m.in. zaktualizowano harmonogram wydatków – głównie przesunięcie kwot z lat 2019/20 na 2021/22. Dokonano także zmian w zakresie prac np. przeniesienie projektów pomiędzy listą rezerwową i podstawową, ograniczenie/rozszerzenie zakresu prac – zmiany nie mają jednak charakteru fundamentalnego dla całego programu. Wartość planowanych nakładów PKP PLK to 63,1 mld PLN (wcześniej zakładano 64,5 mld PLN).

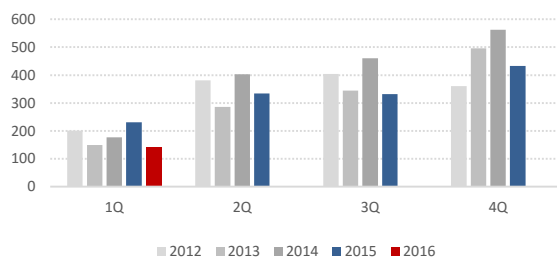
Zaktualizowany projekt Krajowego Programu Kolejowego wygładził nieco szczyt nakładów na infrastrukturę kolejową w okresie 2018-21 w stosunku do poprzedniej wersji, która zakładała wyraźny peak w okresie 2019-20. W naszym modelu zakładamy, że w trakcie realizacji nastąpią „tradycyjne” dla PKP PLK dalsze opóźnienia i największe nakłady rozłożą się na lata 2019-22.

Zaktualizowany poziom wydatków PKP PLK według KPK do 2023 (na bazie budżetu UE na lata 2014-20) [mld PLN]

Źródło: DM BDM S.A., Minister Infrastruktury i Budownictwa

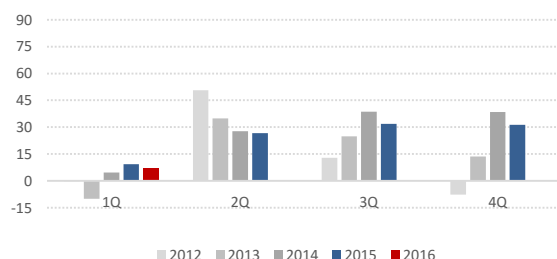
PROGNOZA WYNIKÓW NA 2Q'16 I KOLEJNE OKRESY

Przychody wg kwartałów [mln PLN]



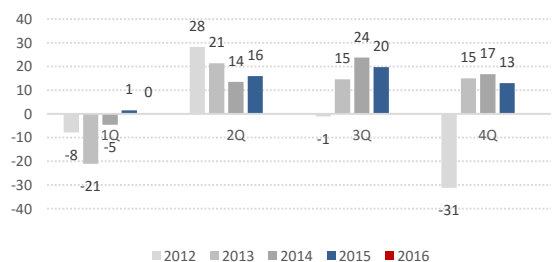
Źródło: BDM S.A., spółka

EBITDA wg kwartałów [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

Zysk netto wg kwartałów [mln PLN]



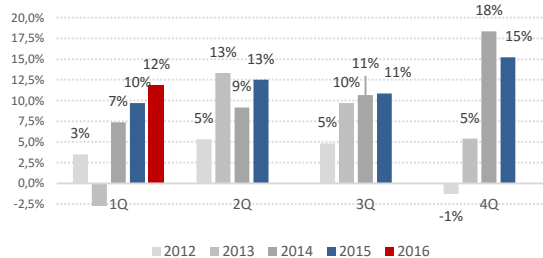
Źródło: BDM S.A., spółka

Kapitał obrotowy i dług netto [mln PLN]

	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16
Zapasy	103,2	124,5	113,6	104,7	60,0	63,8	68,8	71,1	84,8	104,2
Należności handlowe	630,4	355,5	586,0	678,5	521,9	368,9	423,4	420,9	246,9	256,8
Kontrakty budowlane (aktywa)	43,5	65,5	86,2	56,6	71,1	41,1	69,5	48,3	18,8	25,4
Zobowiązania handlowe	504,2	285,6	491,4	546,0	388,6	259,3	318,5	352,8	288,1	190,0
Kontrakty budowlane (pasywa)	150,5	126,8	101,5	108,3	87,4	93,4	69,5	109,4	108,2	88,6
Saldo (aktywa - pasywa)	122,4	133,0	192,9	185,5	177,0	121,1	173,7	78,2	-45,9	107,8
Dług (gotówka) netto	187,7	180,8	243,5	205,6	140,2	96,4	148,6	38,1	-140,2	15,8

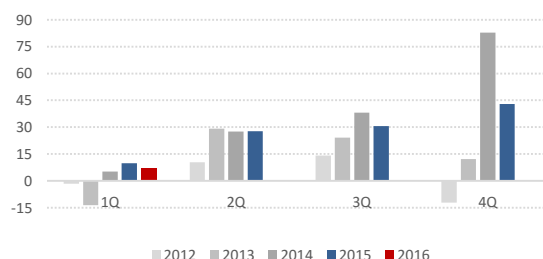
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Marża brutto ze sprzedaży



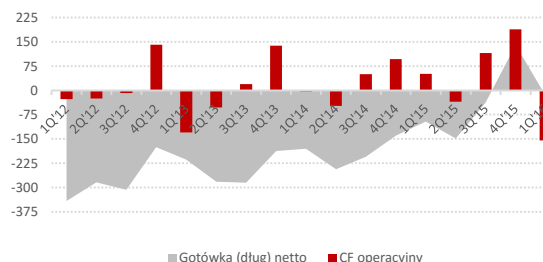
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Skorygowana EBITDA wg kwartałów [mln PLN]*



Źródło: BDM S.A., spółka, *zysk na sprzedaży + amortyzacja

Gotówka (dług) netto i cash flow operacyjny [mln PLN]



Źródło: DM BDM S.A., spółka

Wyniki skonsolidowane spółki według segmentów [mln PLN]

	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16P	2014	2015	2016P
Przychody	149,3	285,6	343,8	495,5	176,0	403,0	459,9	562,7	230,5	334,3	331,9	432,6	140,2	334,3	1 601,7	1 329,2	1 301,0
Kraj	134,0	155,8	229,6	321,0	139,9	272,4	274,1	349,3	165,5	213,7	211,0	254,4	93,9	182,4	1 035,8	844,6	700,7
Zagranica	15,3	129,8	114,2	174,5	36,1	130,6	185,8	213,4	65,0	120,6	120,9	178,1	46,3	152,0	565,9	484,6	600,4
Zysk brutto ze sprzedaży	-4,8	38,0	33,3	26,7	13,0	36,9	48,9	103,3	22,4	41,8	36,1	65,9	16,6	40,5	202,1	166,1	142,7
marża	-3,2%	13,3%	9,7%	5,4%	7,4%	9,2%	10,6%	18,3%	9,7%	12,5%	10,9%	15,2%	11,8%	12,1%	12,6%	12,5%	11,0%
SG&A	14,3	14,8	14,5	20,5	13,8	15,4	16,8	26,2	18,6	20,1	12,0	26,5	14,9	19,5	72,2	77,3	70,6
Zysk na sprzedaży	-19,1	23,2	18,8	6,2	-0,8	21,6	32,1	77,0	3,8	21,7	24,1	39,4	1,6	21,0	129,9	88,9	72,1
marża	-12,8%	8,1%	5,5%	1,3%	-0,4%	5,3%	7,0%	13,7%	1,6%	6,5%	7,3%	9,1%	1,2%	6,3%	8,1%	6,7%	5,5%
CFO	-129,9	-53,3	19,0	138,5	-3,7	-48,1	50,4	96,8	51,3	-35,1	115,1	188,4	-154,8	-15,2	95,5	319,8	-68,1
dług (gotówka) netto	214,4	281,9	285,0	187,7	180,8	243,5	205,6	140,2	96,4	148,6	38,1	-140,2	15,8	31,0	140,2	-140,2	-1,3
Budownictwo cywilne - Polska	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16P	2014	2015	2016P
Przychody	124,8	142,4	211,3	312,7	138,1	257,8	243,3	377,4	160,3	208,8	206,4	252,3	93,7	177,5	1 016,6	827,9	683,9
Zysk brutto	-7,6	9,5	-0,4	10,1	-1,5	6,6	20,1	-1,3	1,1	24,6	8,0	-0,2	1,0	20,0	23,8	33,5	25,8
marża	-6,1%	6,7%	-0,2%	3,2%	-1,1%	2,5%	8,3%	-0,4%	0,7%	11,8%	3,9%	-0,1%	1,1%	11,3%	2,3%	4,1%	3,8%
Budownictwo - kraje bałtyckie	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16P	2014	2015	2016P
Przychody	17,4	135,8	129,2	180,7	37,9	145,1	216,6	166,3	65,0	120,6	120,9	178,1	46,3	152,0	565,9	484,6	600,4
Zysk brutto	-15,4	20,4	17,5	-6,7	-4,1	11,9	22,5	26,0	-0,5	11,0	15,6	26,3	0,0	15,2	56,3	52,4	55,4
marża	-88,4%	15,0%	13,6%	-3,7%	-10,8%	8,2%	10,4%	15,6%	-0,8%	9,1%	12,9%	14,8%	0,1%	10,0%	10,0%	10,8%	9,2%
Pozostała działalność	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16P	2014	2015	2016P
Przychody	7,0	7,3	3,4	2,1	0,1	0,1	0,0	19,0	5,1	4,9	4,6	2,1	0,3	4,9	19,2	16,7	16,7
Zysk brutto	1,1	1,0	0,3	-0,2	-0,4	-0,5	-0,4	4,2	1,1	0,4	0,7	0,3	-0,3	0,8	3,0	2,5	2,0
Wyłączenia	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16P	2014	2015	2016P
Przychody	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	0,0	-5,3	-1,3	0,0	0,8	-0,8	-14,3	-0,1	0,7	-16,3	-0,2	0,0	0,0	-16,0	-14,4	-15,8	-16,0

Źródło: DM BDM S.A. spółka

Prognozy wyników na 2Q'2016

	2Q'15	2Q'16P	zmiana r/r	1H'15	1H'16P	zmiana r/r	2015	2016P	zmiana r/r
Przychody	334,3	334,3	0,0%	564,8	474,6	-16,0%	1 329,2	1 301,0	-2,1%
Wynik brutto na sprzedaży	41,8	40,5	-3,2%	64,2	57,0	-11,2%	166,1	142,7	-14,1%
EBITDA	26,6	27,1	2,1%	35,8	34,2	-4,5%	99,0	95,8	-3,3%
EBIT	20,4	21,0	2,5%	23,6	22,5	-4,7%	76,7	71,0	-7,5%
Zysk brutto	19,7	20,0	1,3%	22,1	20,7	-6,3%	72,7	67,3	-7,5%
Zysk netto	15,9	15,9	-0,5%	17,4	16,3	-6,6%	50,2	53,0	5,5%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	12,5%	12,1%		11,4%	12,0%		12,5%	11,0%	
Marża EBITDA	8,0%	8,1%		6,3%	7,2%		7,4%	7,4%	
Marża EBIT	6,1%	6,3%		4,2%	4,7%		5,8%	5,5%	
Marża zysku netto	4,8%	4,7%		3,1%	3,4%		3,8%	4,1%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Prognozy w ujęciu kwartalnym [mln PLN]

	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	2014	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	2015	1Q'16	2Q'16P	3Q'16P	4Q'16P	2016P
Przychody ze sprzedaży	176,0	403,0	459,9	562,7	1 601,7	230,5	334,3	331,9	432,6	1 329,2	140,2	334,3	353,5	472,9	1 301,0
Zysk brutto ze sprzedaży	13,0	36,9	48,9	103,3	202,1	22,4	41,8	36,1	65,9	166,1	16,6	40,5	37,1	48,6	142,7
Zysk na sprzedaży	-0,8	21,6	32,1	77,0	129,9	3,8	21,7	24,1	39,4	88,9	1,6	21,0	22,6	26,9	72,1
Saldo PPO/PKO*	-0,4	0,2	0,5	-44,5	-44,1	-0,7	-1,2	1,2	-11,5	-12,1	-0,1	0,0	0,0	-1,0	-1,1
EBITDA	4,7	27,7	38,7	38,4	109,5	9,2	26,6	31,8	31,4	99,0	7,0	27,1	29,1	32,4	95,8
EBIT	-1,2	21,8	32,6	32,6	85,8	3,1	20,4	25,3	27,8	76,7	1,5	21,0	22,6	25,9	71,0
Zysk (strata) brutto	-5,2	17,2	28,0	28,8	68,8	2,4	19,7	24,1	26,5	72,7	0,8	20,0	21,6	24,9	67,3
Zysk (strata) netto	-4,5	13,6	23,8	16,7	49,5	1,5	15,9	19,8	13,0	50,2	0,4	15,9	17,0	19,7	53,0
Marża brutto ze sprzedaży	7,4%	9,2%	10,6%	18,3%	12,6%	9,7%	12,5%	10,9%	15,2%	12,5%	11,8%	12,1%	10,5%	10,3%	11,0%
Marża EBITDA	2,7%	6,9%	8,4%	6,8%	6,8%	4,0%	8,0%	9,6%	7,3%	7,4%	5,0%	8,1%	8,2%	6,9%	7,4%
Marża EBIT	-0,7%	5,4%	7,1%	5,8%	5,4%	1,4%	6,1%	7,6%	6,4%	5,8%	1,1%	6,3%	6,4%	5,5%	5,5%
Marża zysku netto	-2,6%	3,4%	5,2%	3,0%	3,1%	0,6%	4,8%	6,0%	3,0%	3,8%	0,3%	4,7%	4,8%	4,2%	4,1%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. *wraz z wynikiem jednostki stowarzyszonej

Portfel zamówień grupy Trakcja wynosił po 1Q'16 1,56 mld PLN. Szacujemy, że ok. 1,0 mld PLN przypadało jeszcze na 2016 rok. Okres 2Q'16 powinien przynieść zatrzymanie trendu spadku przychodów, który widoczny był od 2Q'15. Baza już właśnie z 2Q'15 nie jest już tak wymagająca jak we wcześniejszych kwartałach.

Zakładamy, że na poziomie EBITDA spółka wypracuje w 2Q'16 wynik minimalnie wyższy r/r. Początek roku przyniósł znaczny odpływ gotówki q/q (na koniec 1Q'16 spółka miała 16 mln PLN długu netto). Spodziewamy się, że po 2Q'16 zadłużenie netto może jeszcze minimalnie wzrosnąć, w 2H'16 spadnie na tyle, by na koniec roku było zbliżone do zera.

Według wcześniejszych zapowiedzi zarząd liczy, że w 2016 uda się zanotować wzrost przychodów a rentowność zostanie utrzymana. W konserwatywnym scenariuszu zakładamy jednak, że powtórzenie sprzedaży z 2015 roku może być jednak wyzwaniem, wiele zależy będzie od samej końcówki roku, 4Q jest sezonowo najmocniejszy. Nie wykluczamy przy tym pozytywnej niespodzianki na poziomie zysku netto, jeśli uda się utrzymać marżę z 1H'16 (w prognozach przyjmujemy spadek rentowności w kolejnych kwartałach).

Spółka startuje w przetargach w segmencie kolejowym (wg zarządu złożono oferty lub przygotowywana jest dokumentacja w przetargach o łącznej wartości ok. 16 mld PLN) i drogowym (złożone oferty w na 7,2 mld PLN). W związku z aktualizacją długoletnich planów przez PKP PLK i GDDKiA, rozstrzygane są na razie przede wszystkim mniejsze przetargi. Liczymy, że duże przetargi kolejowe ruszą w najbliższy miesiąc, sygnałem może być chociażby otwarcie ofert w przetargu Kraków Mydlniki – Kraków Główny Towarowy. Według PKP PLK na 1/2Q'17 przewidziano podpisanie umów w co najmniej kilkunastu dużych postępowaniach – przy takim harmonogramie otwarcia ofert powinny nasilić się w 2H'16. Zwracamy uwagę, że Ministerstwo Infrastruktury przedstawiło zaktualizowany Krajowy Program Kolejowy do 2023, w którym w zasadzie nie zmieniło całłościowego budżetu. Sytuacja pod tym względem wydaje się więc korzystniejsza niż w przypadku przetargów drogowych, gdzie do zamknięcia finansowania całego programu brakuje kilkudziesięciu mld PLN (według naszych szacunków ok. 30-40 mld PLN netto, uwzględniając realne ceny przetargowe).

Prognozy BDM vs konsensus rynkowy* [mln PLN]

	2016	2016	odchylenie	2017	2017	odchylenie	2018	2018	odchylenie
	BDM	konsensus		BDM	konsensus		BDM	konsensus	
Przychody	1 301,0	1 437,7	-9,5%	1 349,1	1 587,1	-15,0%	1 635,1	1 839,0	-11,1%
EBITDA	95,8	99,2	-3,5%	97,7	98,0	-0,3%	107,8	110,0	-1,9%
EBIT	71,0	74,3	-4,5%	71,6	72,1	-0,8%	80,9	83,2	-2,7%
Zysk (strata) netto	53,0	51,9	2,1%	53,0	51,8	2,4%	60,5	61,3	-1,4%
Dług netto	-1,3	-8,3	-	-6,2	5,1	-	29,9	14,1	112,1%
Marża EBITDA	7,4%	6,9%		7,2%	6,2%		6,6%	6,0%	
Marża EBIT	5,5%	5,2%		5,3%	4,5%		4,9%	4,5%	
Marża zysku netto	4,1%	3,6%		3,9%	3,3%		3,7%	3,3%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *Bloomberg

Prognozy wg ostatnich raportów analitycznych [mln PLN]

	Przychody					EBITDA					zysk netto				
Data rekomendacji	2016P	2017P	zmiana	2018P	zmiana	2016P	2017P	zmiana	2018P	zmiana	2016P	2017P	zmiana	2018P	zmiana
2016-07-14	1 452	1 493	3%	-	-	94	97	3%	-	-	51	53	4%	-	-
2016-07-04	1 233	1 341	9%	1 694	26%	77	48	-37%	73	50%	40	16	-60%	36	124%
2016-06-14	1 377	1 406	2%	1 663	18%	99	90	-9%	92	2%	54	42	-21%	39	-8%
2016-05-16	1 508	1 945	29%	1 998	3%	112	121	8%	132	9%	59	64	9%	72	12%
2016-05-13	1 380	1 450	5%	-	-	95	92	-3%	-	-	57	52	-8%	-	-
2016-05-05	1 528	1 800	18%	1 900	6%	96	111	15%	116	5%	51	62	22%	66	6%
2016-04-29	1 586	1 611	2%	1 850	15%	122	119	-2%	128	8%	-	68	-	74	9%
2016-03-08	-	1 651	-	1 863	13%	-	106	-	119	12%	-	57	-	67	18%

Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Konsensus zakłada obecnie ponad 1,4 mld PLN przychodów Trakcji w 2016 roku. Uważamy, że taki poziom jest raczej mało prawdopodobny, ze względu na strukturę terminową portfela, brak rozstrzygnięć dużych przetargów infrastrukturalnych w Polsce w 1H'16 i zakładaną ujemną dynamikę sprzedaży spółki w 1H'16. Dobrze natomiast wygląda kwestia rentowności – tu zakładamy możliwości pozytywnego zaskoczenia rynku. Podobnie plasują się nasze prognozy na najbliższe lata - uważamy, że ścieżka wzrostu przychodów w konsensusie może być zbyt wymagająca, natomiast rentowność niedoszacowana (spółka pozytywnie zaskakiwała pod tym kątem przez ostatnie kwartały, zwracamy też uwagę na bardzo dobrą rentowność biznesu litewskiego).

Proгноza wyników wg segmentów działalności [mln PLN]

	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody	1 346,7	1 274,2	1 601,7	1 329,2	1 301,0	1 349,1	1 635,1	1 888,7	1 999,8	2 021,9	1 777,3	1 396,8	1 417,4	1 438,5
Roboty kolejowe	800,0	664,7	1 210,2	859,6	729,3	718,2	975,1	1 232,1	1 384,2	1 403,1	1 179,6	812,8	828,1	843,9
Roboty drogowe	281,6	362,7	214,0	328,3	457,8	517,2	527,2	507,2	457,2	459,3	451,1	459,1	463,2	467,3
Roboty mostowe	114,0	116,8	49,9	26,4	25,5	25,9	32,2	38,5	42,2	42,8	37,0	28,3	28,8	29,3
Produkcja	68,1	54,5	55,8	45,8	35,5	35,1	43,8	51,1	54,8	55,3	50,1	40,8	41,3	41,8
Pozostałe*	83,1	75,5	71,8	69,1	52,9	52,7	56,8	59,8	61,3	61,4	59,5	55,8	56,0	56,3
Kraj	895,5	840,4	1 035,8	844,6	700,7	728,7	1 014,8	1 268,3	1 379,4	1 399,4	1 163,3	774,5	790,9	807,7
Zagranica	451,2	433,8	565,9	484,6	600,4	620,4	620,4	620,4	620,4	622,5	614,0	622,3	626,5	630,8
Zysk brutto ze sprzedaży	42,1	93,2	202,1	166,1	142,7	143,9	158,4	179,9	189,1	191,0	170,9	138,1	140,0	141,8
marża	3,1%	7,3%	12,6%	12,5%	11,0%	10,7%	9,7%	9,5%	9,5%	9,4%	9,6%	9,9%	9,9%	9,9%
SG&A	58,5	64,1	72,2	77,3	70,6	71,6	77,4	82,1	84,0	84,4	80,3	73,6	74,0	74,4
Zysk na sprzedaży	-16,4	29,1	129,9	88,9	72,1	72,3	80,9	97,7	105,1	106,6	90,5	64,5	66,0	67,4
marża	-1,2%	2,3%	8,1%	6,7%	5,5%	5,4%	4,9%	5,2%	5,3%	5,3%	5,1%	4,6%	4,7%	4,7%
PPO/PKO	44,7	11,5	-44,1	-12,1	-1,1	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	28,3	40,6	85,8	76,7	71,0	71,6	80,9	97,7	105,1	106,6	90,5	64,5	66,0	67,4
marża	2,1%	3,2%	5,4%	5,8%	5,5%	5,3%	4,9%	5,2%	5,3%	5,3%	5,1%	4,6%	4,7%	4,7%
EBITDA	55,4	63,3	109,5	99,0	95,8	97,7	107,8	124,6	131,9	133,3	117,2	91,1	92,4	93,8
marża	4,1%	5,0%	6,8%	7,4%	7,4%	7,2%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,5%	6,5%	6,5%
Zysk brutto	0,6	23,1	68,8	72,7	67,3	67,3	76,5	92,5	98,5	99,5	84,9	61,6	64,9	67,1
Zysk netto	-11,9	29,9	49,5	50,2	53,0	53,0	60,5	73,4	78,2	79,1	67,3	48,4	51,0	52,9
marża	-0,9%	2,3%	3,1%	3,8%	4,1%	3,9%	3,7%	3,9%	3,9%	3,9%	3,8%	3,5%	3,6%	3,7%

Źródło: DM BDM S.A., *w tym roboty tramwajowe

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	719,9	704,3	728,9	747,3	746,6	746,2	745,4	744,9	744,9	743,5	743,6	743,6
Wartości niematerialne i prawne	402,4	391,3	390,9	390,6	390,7	390,9	391,2	391,5	391,5	391,1	390,9	390,7
Rzeczowe aktywa trwałe	185,7	194,2	219,3	237,9	237,2	236,5	235,4	234,7	234,7	233,6	234,0	234,2
Pozostałe aktywa trwałe	131,8	118,7	118,7	118,7	118,7	118,7	118,7	118,7	118,7	118,7	118,7	118,7
Aktywa obrotowe	725,9	623,1	506,9	531,8	689,4	910,0	1 028,0	1 057,1	875,6	629,3	616,7	603,7
Zapasy	60,0	84,8	91,6	95,0	115,1	133,0	140,8	142,3	125,1	98,3	99,8	101,3
Należności krótkoterminowe	589,0	263,1	289,1	315,7	499,4	705,7	752,0	761,2	552,4	300,4	311,2	322,6
Inwestycje krótkoterminowe	72,3	266,3	117,3	112,1	66,0	62,3	126,2	144,6	189,1	221,6	196,7	170,8
-środki pieniężne i ekwiwalenty	61,8	251,4	102,4	97,3	51,2	47,5	111,4	129,7	174,3	206,8	181,8	156,0
-pozostałe	10,4	14,8	14,8	14,8	14,8	14,8	14,8	14,8	14,8	14,8	14,8	14,8
Pozostałe aktywa obrotowe	4,7	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0
Aktywa razem	1 446	1 327	1 236	1 279	1 436	1 656	1 773	1 802	1 620	1 373	1 360	1 347
Kapitał (fundusz) własny	671,9	722,3	757,8	789,7	823,7	866,9	908,4	928,8	936,8	917,9	920,5	922,4
Kapitał mniejszości	2,6	4,0	5,5	7,0	8,5	10,0	11,5	13,0	14,5	16,0	17,5	19,0
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	771,3	601,1	472,6	482,4	603,9	779,3	853,5	860,3	669,3	438,9	422,3	406,0
Rezerwy na zobowiązania	65,9	71,2	71,2	71,2	71,2	71,2	71,2	71,2	71,2	71,2	71,2	71,2
Zobowiązania długoterminowe	107,3	94,4	84,4	74,4	64,4	64,4	64,4	64,4	4,9	4,9	4,9	4,9
- w tym dług oprocentowany	101,2	89,5	79,5	69,5	59,5	59,5	59,5	59,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	597,7	435,2	316,7	336,6	468,0	643,5	717,6	724,4	592,9	362,5	345,9	329,6
- w tym dług oprocentowany	100,8	21,8	21,6	21,6	21,6	61,6	101,6	101,6	101,6	50,0	25,0	0,0
Pasywa razem	1 446	1 327	1 236	1 279	1 436	1 656	1 773	1 802	1 620	1 373	1 360	1 347
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody netto ze sprzedaży	1 602	1 329	1 301	1 349	1 635	1 889	2 000	2 022	1 777	1 397	1 417	1 439
Koszty produktów, tow. i materiałów	1 400	1 163	1 158	1 205	1 477	1 709	1 811	1 831	1 606	1 259	1 277	1 297
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	202,1	166,1	142,7	143,9	158,4	179,9	189,1	191,0	170,9	138,1	140,0	141,8
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	72,2	77,3	70,6	71,6	77,4	82,1	84,0	84,4	80,3	73,6	74,0	74,4
Zysk (strata) na sprzedaży	129,9	88,9	72,1	72,3	80,9	97,7	105,1	106,6	90,5	64,5	66,0	67,4
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-44,1	-12,1	-1,1	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	109,5	99,0	95,8	97,7	107,8	124,6	131,9	133,3	117,2	91,1	92,4	93,8
EBIT	85,8	76,7	71,0	71,6	80,9	97,7	105,1	106,6	90,5	64,5	66,0	67,4
Saldo działalności finansowej	-17,0	-4,0	-3,7	-4,2	-4,4	-5,2	-6,7	-7,1	-5,6	-2,9	-1,1	-0,2
Zysk (strata) brutto	68,8	72,7	67,3	67,3	76,5	92,5	98,5	99,5	84,9	61,6	64,9	67,1
Zysk (strata) netto mniejszości	0,9	1,6	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Zysk (strata) netto	49,5	50,2	53,0	53,0	60,5	73,4	78,2	79,1	67,3	48,4	51,0	52,9
CF [mln PLN]	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	95,5	319,8	-68,1	74,8	21,0	18,2	93,3	110,4	195,6	179,4	76,2	76,9
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-11,1	-7,5	-46,7	-42,6	-24,3	-24,6	-23,8	-23,7	-23,9	-22,3	-23,6	-23,8
Przepływy z działalności finansowej	-108,1	-118,6	-34,1	-37,4	-42,8	2,7	-5,6	-68,4	-127,1	-124,7	-77,5	-79,0
Przepływy pieniężne netto	23,8	-193,7	148,9	5,1	46,1	3,7	-63,9	-18,3	-44,6	-32,5	24,9	25,8
Środki pieniężne na początek okresu	81,4	57,6	251,3	102,4	97,3	51,2	47,5	111,4	129,7	174,3	206,8	181,8
Środki pieniężne na koniec okresu	57,6	251,3	102,4	97,3	51,2	47,5	111,4	129,7	174,3	206,8	181,8	156,0

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody zmiana r/r	-17,0%	-2,1%	3,7%	21,2%	15,5%	5,9%	1,1%	-12,1%	-21,4%	1,5%	1,5%
EBITDA zmiana r/r	-9,6%	-3,3%	2,1%	10,3%	15,5%	5,9%	1,1%	-12,1%	-22,3%	1,5%	1,5%
EBIT zmiana r/r	-10,6%	-7,5%	0,8%	13,1%	20,8%	7,5%	1,4%	-15,1%	-28,7%	2,3%	2,1%
Zysk netto zmiana r/r	1,3%	5,5%	0,1%	14,0%	21,4%	6,5%	1,1%	-14,9%	-28,1%	5,4%	3,6%
Marża brutto na sprzedaży	12,5%	11,0%	10,7%	9,7%	9,5%	9,5%	9,4%	9,6%	9,9%	9,9%	9,9%
Marża EBITDA	7,4%	7,4%	7,2%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,5%	6,5%	6,5%
Marża EBIT	5,8%	5,5%	5,3%	4,9%	5,2%	5,3%	5,3%	5,1%	4,6%	4,7%	4,7%
Marża brutto	5,5%	5,2%	5,0%	4,7%	4,9%	4,9%	4,9%	4,8%	4,4%	4,6%	4,7%
Marża netto	3,8%	4,1%	3,9%	3,7%	3,9%	3,9%	3,9%	3,8%	3,5%	3,6%	3,7%
COGS / przychody	87,5%	89,0%	89,3%	90,3%	90,5%	90,5%	90,6%	90,4%	90,1%	90,1%	90,1%
SG&A / przychody	5,8%	5,4%	5,3%	4,7%	4,3%	4,2%	4,2%	4,5%	5,3%	5,2%	5,2%
SG&A / COGS	6,6%	6,1%	5,9%	5,2%	4,8%	4,6%	4,6%	5,0%	5,8%	5,8%	5,7%
ROE	7,0%	7,0%	6,7%	7,3%	8,5%	8,6%	8,5%	7,2%	5,3%	5,5%	5,7%
ROA	3,8%	4,3%	4,1%	4,2%	4,4%	4,4%	4,4%	4,2%	3,5%	3,8%	3,9%
Dług	111,3	101,1	91,1	81,1	121,1	161,1	161,1	101,6	50,0	25,0	0,0
D / (D+E)	9,1%	8,9%	6,3%	3,6%	1,8%	0,0%	9,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
D / E	9,1%	8,9%	7,7%	6,0%	7,9%	10,0%	9,8%	6,7%	3,8%	1,9%	0,0%
Odsetki / EBIT	-5,3%	-5,3%	-5,9%	-5,4%	-5,3%	-6,3%	-6,7%	-6,2%	-4,5%	-1,7%	-0,3%
Dług / kapitał własny	15,4%	13,3%	11,5%	9,8%	14,0%	17,7%	17,3%	10,8%	5,4%	2,7%	0,0%
Dług netto	-140,2	-1,3	-6,2	29,9	73,6	49,7	31,4	-72,7	-156,8	-156,8	-156,0
Dług netto / kapitał własny	-19,4%	-0,2%	-0,8%	3,6%	8,5%	5,5%	3,4%	-7,8%	-17,1%	-17,0%	-16,9%
Dług netto / EBITDA	-1,4	0,0	-0,1	0,3	0,6	0,4	0,2	-0,6	-1,7	-1,7	-1,7
Dług netto / EBIT	-1,8	0,0	-0,1	0,4	0,8	0,5	0,3	-0,8	-2,4	-2,4	-2,3
EV	435,5	574,4	569,5	605,6	649,3	625,4	607,1	503,0	418,9	418,8	419,7
Dług / EV	25,5%	17,6%	16,0%	13,4%	18,7%	25,8%	26,5%	20,2%	11,9%	6,0%	0,0%
CAPEX / Przychody	2,0%	3,8%	3,3%	1,6%	1,4%	1,3%	1,3%	1,5%	1,8%	1,9%	1,8%
CAPEX / Amortyzacja	117,1%	199,6%	170,2%	97,2%	98,5%	97,1%	98,4%	99,9%	94,6%	100,5%	100,1%
Amortyzacja / Przychody	1,7%	1,9%	1,9%	1,6%	1,4%	1,3%	1,3%	1,5%	1,9%	1,9%	1,8%
Zmiana KO / Przychody	-16,8%	11,6%	0,8%	4,6%	4,8%	1,1%	0,2%	-5,5%	-7,4%	0,3%	0,3%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	81,8%	-536,0%	22,1%	26,3%	36,0%	18,9%	19,2%	39,7%	27,3%	20,1%	20,7%
Wskaźniki rynkowe	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
MC/S*	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4
P/E*	11,5	10,9	10,9	9,5	7,8	7,4	7,3	8,6	11,9	11,3	10,9
P/BV*	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
P/CE*	7,9	7,4	7,3	6,6	5,7	5,5	5,4	6,1	7,7	7,4	7,3
EV/EBITDA*	4,4	6,0	5,8	5,6	5,2	4,7	4,6	4,3	4,6	4,5	4,5
EV/EBIT*	5,7	8,1	8,0	7,5	6,6	5,9	5,7	5,6	6,5	6,3	6,2
EV/S*	0,3	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
BVPS	14,1	14,7	15,4	16,0	16,9	17,7	18,1	18,2	17,9	17,9	17,9
EPS	0,98	1,03	1,03	1,18	1,43	1,52	1,54	1,31	0,94	0,99	1,03
CEPS	1,41	1,51	1,54	1,70	1,95	2,04	2,06	1,83	1,46	1,51	1,54
FCFPS	1,26	1,61	3,31	3,07	0,96	0,98	0,98	0,00	0,00	0,00	0,00
DPS	0,00	0,34	0,41	0,52	0,59	0,71	1,14	1,15	1,31	0,94	0,99
Payout ratio	0,0%	34,8%	40,0%	50,0%	50,0%	50,0%	75,0%	75,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 11,2 PLN

Maciek Bobrowski

Dyrektor Wydziału
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-412
e-mail: bobrowski@bdm.pl
strategia, banki/finanse, media, węgiel i stal

Krzysztof Pado

Specjalista ds. analiz
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 20-81-432
e-mail: pado@bdm.pl
materiały budowlane, budownictwo, paliwa

Krzysztof Brymora

tel. (032) 20-81-435
e-mail: brymora@bdm.pl
chemia, przemysł drzewny

Adrian Górniak

tel. (032) 20-81-438
e-mail: gorniak@bdm.pl
deweloperzy, handel

Marek Jurzec

Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-435
e-mail: jurzec@bdm.pl
IT

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:**Dariusz Wareluk**

Dyrektor Wydziału
tel. (022) 62-20-100
e-mail: dariusz.wareluk@bdm.pl

Leszek Mackiewicz

tel. (022) 62-20-848
e-mail: leszek.mackiewicz@bdm.pl

Bartosz Zieliński

tel. (022) 62-20-854
e-mail: bartosz.zielinski@bdm.pl

Maciej Bąk

tel. (022) 62-20-855
e-mail: maciej.bak@bdm.pl

Historia rekomendacji spółki:

Zalecenie	Cena docelowa	Poprzednia rekomendacja	Poprzednia cena docelowa	Data publikacji	Godzina publikacji	Kurs	WIG
akumuluj	12,5	wznawienie	-	1.08.2016	10:59 CEST	11,20	46 233
resplit 8:1 w grudniu 2014 roku (w nawiasie ceny według korekty o resplit)							
redukuj	1,51 (12,1)	akumuluj	4,31 (34,5)	21.10.2011		1,77 (14,2)	39 045
akumuluj	4,31 (34,5)	akumuluj	4,84 (38,7)	4.04.2011		3,72 (29,8)	49 538
akumuluj	4,84 (38,7)	trzymaj	4,39 (35,1)	20.09.2010		4,27 (34,2)	44 353
trzymaj	4,39 (35,1)	akumuluj	4,56 (36,5)	18.06.2010		4,25 (34,0)	40 830
akumuluj	4,56 (36,5)	akumuluj	4,21 (33,7)	25.01.2010		3,98 (31,8)	40 410
akumuluj	4,21 (33,7)	kupuj	4,30 (34,4)	19.06.2009		3,62 (29,0)	30 981
kupuj	4,30 (34,4)	-	-	17.02.2009		3,51 (28,1)	22 500

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 3Q'16:

Kupuj	3	33%
Akumuluj	3	33%
Trzymaj	1	11%
Redukuj	2	22%
Sprzedaj	0	0%

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej

EBITDA – wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację

Dług netto – zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty

WACC - średni ważony koszt kapitału

CAGR - średnioroczny wzrost

EPS - zysk netto na 1 akcję

DPS - dywidenda na 1 akcję

CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję

EV – suma kapitalizacji rynkowej i długu netto

EV/S – stosunek EV do przychodów ze sprzedaży

EV/EBITDA – stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację

P/EBIT – stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej

MC/S – stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży

P/E – stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto

P/BV – stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej

P/CE - wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję

ROE – stosunek zysku netto do kapitałów własnych

ROA - stosunek zysku netto do aktywów

marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów

marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży

marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży

rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową;

Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową;

Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej;

Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej;

Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.

Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka

Poszczególne rekomendacje powinny skłaniać inwestorów do odpowiedniego zachowania się na giełdzie. I tak odpowiednio:

Kupuj – inwestor kupuje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe spadki;

Akumuluj – proces kupowania rozciągnięty jest na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor kupuje głównie na spadkach ceny rekomendowanego papieru;

Trzymaj – inwestor wstrzymuje się z decyzją, a w przypadku posiadania rekomendowanego papieru wartościowego może sprzedać w chwili pojawienia się korzystniejszej inwestycji;

Redukuj – proces sprzedawania rozciągnięty na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor sprzedaje głównie na wzrostach ceny rekomendowanego papieru;

Sprzedaj – inwestor sprzedaje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe wzrosty.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).

DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).

Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

Nota prawna:

Niniejszy raport został opracowany na podstawie Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. z 2005 r., nr 206, poz. 1715, dalej: Rozporządzenie).

Raport skierowany jest do wszystkich klientów, z którymi Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM) zawarł Umowę o świadczenie usług maklerskich na podstawie Regulaminu świadczenia usług maklerskich przez Dom Maklerski BDM S.A. lub Umowę o świadczenie usług maklerskich dla klientów, których rachunek papierów wartościowych prowadzony jest przez bank depozytariusz. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Nie może być on jednak publikowany bądź powielany bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazany lub wydany osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatknej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 01.08.2016 roku, 10:59 CEST, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 03.08.2016 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendacje okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 6 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

W opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe a Zarząd BDM ma prawo przyznać mu wynagrodzenie dodatkowe. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

BDM nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac nad raportem są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz zgodnie z wymogami §13.1 Rozporządzenia.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.” Zaznaczamy, że na dzień 01.08.2016 roku:

- BDM nie jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie posiadają akcji emitenta instrumentów finansowych w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.
- Emitent instrumentów finansowych nie posiada udziału stanowiącego co najmniej 5% kapitału zakładowego BDM i podmiotów z nim powiązanych.
- Osoba przygotowująca rekomendację nie jest zaangażowana kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta. Osoba przygotowująca rekomendację i osoba blisko z nią związana, o której mowa w art. 160 ust. 2 pkt 1-3 ustawy, nie pełni funkcji w organach emitenta instrumentów finansowych i nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pozostają stroną umowy z emitentem instrumentów finansowych dotyczącej sporządzenia rekomendacji.
- BDM nie wykonuje i nie wykonywał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji czynności dotyczących oferowania instrumentów finansowych emitenta w obrocie pierwotnym lub pierwszej ofercie publicznej.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji BDM i podmioty z nim powiązane nie pełniły funkcji podmiotu organizującego lub współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych emitenta.
- BDM nie wykonuje czynności dotyczących nabywania i zbywania instrumentów finansowych emitenta na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego i umów o subemisję inwestycyjne i usługowe.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pełnią funkcji animatora rynku i animatora emitenta instrumentów finansowych.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji nie obowiązywała umowa między BDM lub podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych w sprawie świadczenia usług z zakresu bankowości inwestycyjnej.
- BDM nie otrzymuje wynagrodzenia od emitenta instrumentów finansowych z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.
- Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane. Nie istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych ich emitentów lub wystawców (Dz. U. 2005.206.1715.), które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog Rozdziału 3 Rozporządzenia na temat ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zaistnieć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.