

TRAKCJA

RAPORT ANALITYCZNY

AKUMULUJ

(POPRZEDNIO: AKUMULUJ)

WYCENA 16,7 PLN

19 MAJ 2017, 14:16 CEST

Trakcja pokazała stratę netto w 1Q'17, ze względu na słaby wynik działalności zagranicznej. Należy jednak pamiętać, że kwartał jest sezonowo najslabszy w roku. Dodatkowo na wynikach działalności zagranicznej odbiła się dłuższa zima, a poprzednie dwa lata były raczej nietypowe, gdy obszar litewski osiągał w 1Q na break-even. Uważamy, że spółka w 2017 roku powtórzy wyniki ubiegłego roku (zwracamy uwagę na niską bazę w 4Q'17). Wyraźnego przyspieszenia oczekujemy natomiast w 2018 i 2019 roku. Spółka w najbliższych miesiącach powinna systematycznie zwiększać portfel zleceń, który na koniec 1Q'17 wynosił 1,3 mld PLN. W 2Q'17 podpisano już umowy na ok. 0,6 mld PLN. Dodatkowo spółka ma najniższe ceny (lub najkorzystniejsze oferty) w przetargach w Polsce o wartości ponad 1,0 mld PLN. Zwracamy także uwagę, że presja konkurencyjna w tym roku na przetargach PKP PLK jest wyraźnie mniejsza niż w 2H'16. Biorąc pod uwagę zakres korekty na akcjach Trakcji (kurs jest 20% poniżej swoich rocznych szczytów), uważamy że spółka jest znów atrakcyjnie wyceniana ($P/E'17=14x$, $P/E'18=11x$). Podtrzymujemy nasze zalecenie Akumuluj, podnosząc cenę docelową z 12,5 PLN do 16,7 PLN.

W 1Q'17 spółka miała 137 mln PLN przychodów (-3% r/r), 1,5 mln PLN EBITDA (7,0 mln PLN w 1Q'16) oraz -6,1 mln PLN straty netto (0,4 mln PLN zysku rok temu). Na poziomie jednostkowym spółka miała wyraźnie lepszą r/r marżę brutto ze sprzedaży. Na słabych wynikach zaważyły jednostki zależne, in minus zadziałał czynnik sezonowy i struktura sprzedaży na Litwie oraz niższe marże w pozostałych jednostkach zależnych.

Mimo słabszego 1Q'17 nie zakładamy, by spółka miała mieć w tym roku problem z powtórzeniem rezultatów z ubiegłego roku. Oczekujemy, że przychody w kolejnych kwartałach będą porównywalne r/r. W kontekście wyników na niższych poziomach rachunku zysków i strat wyższa baza jest w 3Q'17, natomiast dość niska w 4Q'17.

Rok 2017 według naszych prognoz będzie czwartym z rzędu na poziomie 50-55 mln PLN zysku netto. Wyraźniejszej poprawy, jako pochodnej wzrostu sprzedaży, oczekujemy w 2018 i 2019 roku. Spółka w najbliższych miesiącach powinna systematycznie zwiększać portfel zleceń, który na koniec 1Q'17 wynosił 1,3 mld PLN. Według zarządu w 2Q'17 podpisano już umowy na ok. 0,6 mld PLN. Dodatkowo Trakcja ma obecnie najniższe ceny (lub najkorzystniejsze oferty) w przetargach w Polsce (na kolej i drogi) o wartości ponad 1,0 mld PLN. Zwracamy także uwagę, że presja konkurencyjna w tym roku na przetargach PKP PLK jest wyraźnie mniejsza niż w 2H'16. Spora liczba przetargów rozstrzygana jest na poziomie 80-90% budżetu, podczas gdy jeszcze pół roku temu było to często <70% budżetu. Szacujemy, że obecnie zostały złożone oferty na przetargach kolejowych na ponad 1/3 wartości z planowanych ponad 60 mld PLN. Na koniec roku PKP PLK chce mieć podpisane umowy na ok. połowę planowanego budżetu. Oznacza to jeszcze kolejne mocne rozdanie przetargów w latach 2018-19. W średnim terminie oczekujemy także ożywienia w przetargach na Litwie. Jesienią 2016 roku przeprowadzone wybory parlamentarne, po których doszło do zmiany rządu, wpłynęło to na opóźnienie procesów przetargowych.

W tym tygodniu zarząd przedstawił propozycję wypłaty dywidendy na poziomie 0,44 PLN/akcję (w 2016 roku było to 0,34 PLN/akcję). Oczekujemy, że w kolejnych latach DPS będzie systematycznie podwyższany.

	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody [mln PLN]	1 601,7	1 329,2	1 381,2	1 381,5	1 757,9	2 106,3
EBITDA [mln PLN]	109,5	99,0	97,2	103,1	123,2	147,7
EBIT [mln PLN]	85,8	76,7	73,8	74,1	94,0	118,7
Zysk netto [mln PLN]	49,5	50,2	54,7	54,6	70,4	89,7
Dług netto [mln PLN]	140,2	-140,2	-26,1	-12,8	34,7	82,2
P/BV	1,1	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9
P/E	15,6	15,4	14,1	14,1	11,0	8,6
EV/EBITDA	8,3	6,4	7,7	7,4	6,5	5,8
EV/EBIT	10,6	8,2	10,1	10,2	8,6	7,2

Wycena DCF [PLN]	16,6
Wycena porównawcza [PLN]	17,1
Wycena końcowa [PLN]	16,7
Potencjał do wzrostu / spadku	11,4%
Koszt kapitału	9,0%

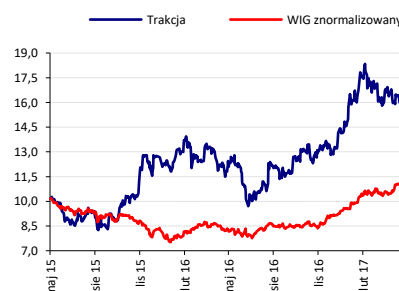
Cena rynkowa [PLN]	15,0
Kapitalizacja [mln PLN]	771,0
Ilość akcji [mln. szt.]	51,4

Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	18,3
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	12,8

Stopa zwrotu za 3 mc	-14,0%
Stopa zwrotu za 6 mc	15,8%
Stopa zwrotu za 9 mc	24,9%

Struktura akcjonariatu:	
Comsa	30,8%
N-N OFE	9,7%
OFE PZU	9,5%
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



SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	3
WYCENA DCF	3
WYCENA PORÓWNAWCZA	6
PORTFEL ZAMÓWIEŃ.....	7
WYNIKI ZA 1Q'17 I PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY	10
DANE FINANSOWE	13

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki Trakcja opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena metodą DCF na lata 2017-2026 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 16,6 PLN. Natomiast wycena porównawcza do wybranych spółek budowlanych, oparta na prognozach wyników na lata 2017 – 2019, dała wartość 1 akcji na poziomie 17,1 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 16,7 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	70%	16,6
Wycena metodą porównawczą	30%	17,1
Wycena 1 akcji Trakcji [PLN]		16,7

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:

- Spodziewamy się, że w 2017 roku spółka wypracuje poziomi skonsolidowanych przychodów zbliżony r/r (blisko 1,4 mld PLN), na poziomie EBITDA oczekujemy 103 mln PLN EBITDA (vs 97 mln PLN rok temu) a na zysku netto 55 mln PLN (porównywalnie r/r, zwracamy uwagę na wyższy poziom amortyzacji). Zakładamy, że w 2018 i 2019 roku przychody będą już wyraźnie rosły na bazie budowanego w 2017 i 2018 roku portfela zleceń. Docelowo zakładamy wyraźną ścieżkę poprawy wyników aż do osiągnięcia średnio 2,2 mld PLN przychodów w latach 2019-21. W długim terminie przyjmujemy 1,55 mld PLN sprzedaży i 105-110 mln PLN EBITDA, a więc wyników zbliżonych do założeń z 2017 roku. Zwracamy uwagę, że spółka jest nieco lepiej zdywersyfikowana geograficznie niż przeciętne krajowe podmioty, ze względu na ekspozycję na kraje bałtyckie (głównie Litwa – ok. 0,5 mld PLN przychodów rocznie w ostatnich latach).
- Nie uwzględniamy w modelu akwizycji czy zbycia aktywów.
- Na koniec 2016 roku spółka miała 26 mln PLN gotówki netto. Na koniec 2017 roku zakładamy, że gotówka netto będzie porównywalna. 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 34 dni, przy średniej za ostatnie 10 lat na poziomie 24 dni.
- W okresie rezydualnym zakładamy, że CAPEX będzie równy amortyzacji z roku 2026. W roku 2017 założyliśmy zwiększone nakłady inwestycyjne w związku z kontynuacją inwestycji w rozbudowę parku maszynowego (w 2016 roku Trakcja przejęła pełną kontrolę nad Bahn Technik Wrocław za 21,5 mln PLN). W kolejnych latach zakładamy powrót inwestycji do poziomu zbliżonego do amortyzacji.
- 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 19.05.2017 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość spółki na poziomie 851 mln PLN, a w przeliczeniu na 1 akcję 16,6 PLN.

Model DCF

	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	1 381,5	1 757,9	2 106,3	2 255,2	2 221,3	1 943,6	1 484,8	1 506,2	1 528,1	1 550,4
EBIT [mln PLN]	74,1	94,0	118,7	131,5	129,5	109,3	75,8	77,5	79,1	80,6
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	14,1	17,9	22,5	25,0	24,6	20,8	14,4	14,7	15,0	15,3
NOPLAT [mln PLN]	60,0	76,1	96,1	106,6	104,9	88,5	61,4	62,8	64,1	65,3
Amortyzacja [mln PLN]	28,9	29,2	29,0	28,8	28,4	27,9	27,6	27,4	27,3	27,3
CAPEX [mln PLN]	-39,5	-29,5	-29,0	-28,5	-24,5	-24,5	-25,5	-26,5	-27,3	-27,5
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-36,4	-95,7	-107,1	-31,7	20,3	149,4	108,4	-2,2	-2,3	-2,3
FCF [mln PLN]	13,1	-19,8	-11,0	75,2	129,1	241,4	171,8	61,4	61,8	62,8
DFCF [mln PLN]	12,4	-17,3	-8,8	55,7	88,0	151,4	99,0	32,5	30,0	27,9
Suma DFCF [mln PLN]	470,8									
Wartość rezydualna [mln PLN]	795,0									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	353,9									
Wartość firmy EV [mln PLN]	824,6									
Dług netto 2016P [mln PLN]	-26,1									
Wartość kapitału [mln PLN]	850,8									
Ilość akcji [mln szt.]	51,4									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	16,6									

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

Przychody zmiana r/r	0,0%	27,2%	19,8%	7,1%	-1,5%	-12,5%	-23,6%	1,4%	1,5%	1,5%
EBIT zmiana r/r	0,5%	26,8%	26,2%	10,9%	-1,6%	-15,6%	-30,7%	2,2%	2,1%	2,0%
FCF zmiana r/r	-	-	-	-	71,7%	87,0%	-28,8%	-64,3%	0,7%	1,5%
Marża EBITDA	7,5%	7,0%	7,0%	7,1%	7,1%	7,1%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Marża EBIT	5,4%	5,3%	5,6%	5,8%	5,8%	5,6%	5,1%	5,1%	5,2%	5,2%
Marża NOPLAT	4,3%	4,3%	4,6%	4,7%	4,7%	4,6%	4,1%	4,2%	4,2%	4,2%
CAPEX / Przychody	2,9%	1,7%	1,4%	1,3%	1,1%	1,3%	1,7%	1,8%	1,8%	1,8%
CAPEX / Amortyzacja	136,5%	100,9%	100,0%	98,9%	86,1%	87,7%	92,5%	96,9%	99,9%	100,8%
Zmiana KO / Przychody	2,6%	5,4%	5,1%	1,4%	-0,9%	-7,7%	-7,3%	0,1%	0,1%	0,2%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	11268,9%	25,4%	30,7%	21,3%	59,8%	53,8%	23,6%	10,3%	10,4%	10,5%

Źródło: BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
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	92,3%	93,7%	92,2%	90,6%	91,7%	94,3%	96,7%	98,3%	100,0%	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	7,7%	6,3%	7,8%	9,4%	8,3%	5,7%	3,3%	1,7%	0,0%	0,0%
WACC	8,6%	8,7%	8,6%	8,6%	8,6%	8,7%	8,8%	8,9%	9,0%	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	16,1	16,8	17,6	18,7	20,0	21,9	24,6	28,8	36,4
	0,8	15,4	16,0	16,7	17,6	18,7	20,2	22,4	25,6	30,9
	0,9	14,7	15,2	15,8	16,6	17,6	18,8	20,6	23,1	27,0
	1,0	14,1	14,5	15,1	15,7	16,6	17,6	19,0	21,0	24,0
	1,1	13,5	13,9	14,4	14,9	15,6	16,5	17,7	19,3	21,6
	1,2	12,9	13,3	13,7	14,2	14,8	15,6	16,6	17,9	19,7
	1,3	12,4	12,8	13,1	13,6	14,1	14,8	15,6	16,7	18,2

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%	16,9	17,7	18,7	19,9	21,6	23,9	27,3	33,1	44,6
	4%	15,4	16,0	16,7	17,6	18,7	20,2	22,4	25,6	30,9
	5%	14,1	14,5	15,1	15,7	16,6	17,6	19,0	21,0	24,0
	6%	12,9	13,3	13,7	14,2	14,8	15,6	16,6	17,9	19,7
	7%	12,0	12,3	12,6	13,0	13,4	14,0	14,7	15,6	16,9
	8%	11,1	11,3	11,6	11,9	12,3	12,7	13,2	13,9	14,7
	9%	10,4	10,6	10,8	11,0	11,3	11,6	12,0	12,5	13,1

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%	25,0	23,7	22,6	21,6	20,6	19,8	19,0	18,2	17,6
	4%	22,2	20,9	19,8	18,7	17,8	16,9	16,2	15,5	14,8
	5%	20,0	18,7	17,6	16,6	15,6	14,8	14,1	13,4	12,8
	6%	18,2	16,9	15,8	14,8	14,0	13,2	12,5	11,9	11,3
	7%	16,7	15,5	14,4	13,4	12,6	11,9	11,2	10,6	10,1
	8%	15,5	14,2	13,2	12,3	11,5	10,8	10,1	9,6	9,1
	9%	14,4	13,2	12,2	11,3	10,5	9,8	9,2	8,7	8,2

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wycena porównawcza oparta jest na wskaźnikach wybranych krajowych spółek budowlanych. Analizę oparto na wskaźnikach P/E i EV/EBITDA. Analiza porównawcza oparta jest na trzech latach (2017-19), dla których przyjęto równe wagi.

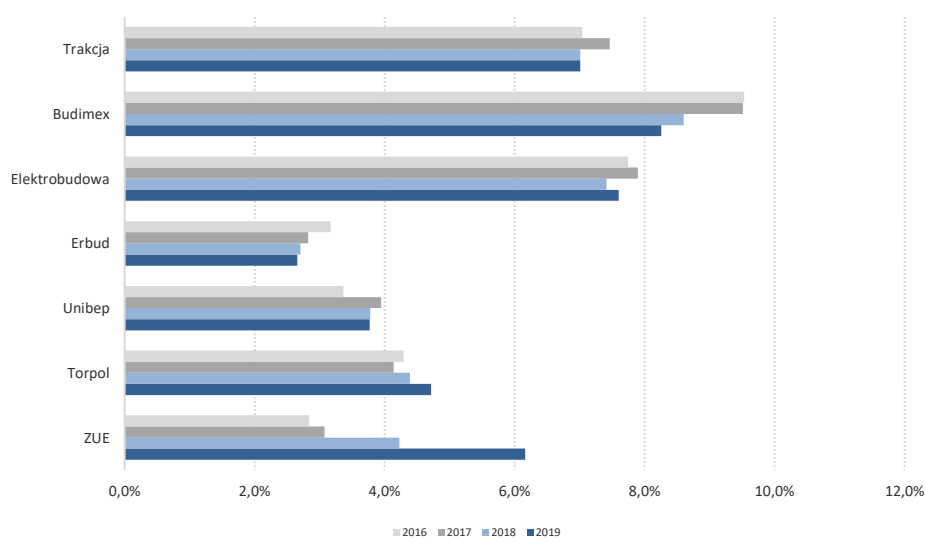
Porównując wyniki Trakcji ze wskaźnikami innych spółek uzyskaliśmy wycenę na poziomie 877 mln PLN, co w przeliczeniu na 1 akcję daje 17,1 PLN. Wycenie porównawczej przypisaliśmy wagę 30% w końcowej wycenie (brak pełnej porównywalności pomiędzy spółkami: ekspozycja na różne segmenty).

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2017P	2018P	2019P	2017P	2018P	2019P
Budimex	14,5	14,8	14,6	6,6	6,2	6,7
Elektrobudowa	11,7	12,5	11,9	6,3	6,5	6,0
Erbud	13,3	13,6	13,2	5,4	5,3	5,0
Unibep	13,6	13,6	13,3	7,5	9,5	9,1
Torpol	29,5	13,0	8,6	9,0	5,9	4,8
ZUE	105,6	17,8	7,0	13,0	6,2	3,2
Mediana	14,5	13,6	13,2	7,5	6,2	6,0
Trakcja	14,1	11,0	8,6	7,4	6,5	5,8
Premia / dyskonto	-2,6%	-19,6%	-34,9%	-2,1%	4,7%	-3,8%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	15,4	18,7	23,0	15,3	14,3	15,7
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		19,0			15,1	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	17,1					

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

Porównanie rentowności EBITDA



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

PORTFEL ZAMÓWIEŃ

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.

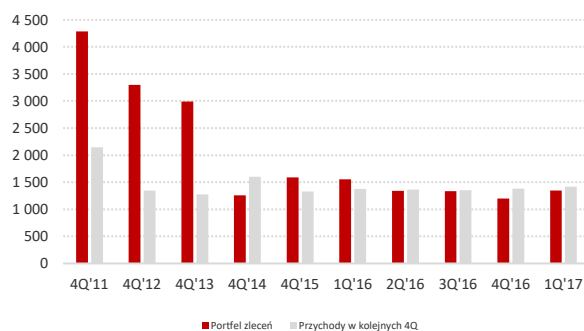
Na koniec 1Q'17 portfel zamówień Trakcji wynosił ponad 1,3 mld PLN (-13% r/r). Zwracamy jednak uwagę, że w 2Q'17 według zarządu spółka podpisała już umowy za blisko 0,6 mld PLN. Dodatkowo łączna wartość ofert będących na pierwszych miejscach w otwartych przetargach kolejowych i drogowych wynosi ok. 1,0 mld PLN.

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	
Przebudowa linii Nowa Wieś Wielka – Maksymilianowo*	PKP PLK			60,0	60,0	nko	
Projekt i budowa obwodnicy Nowego Miasta Lubawskiego (DK 15)	GDDKiA	PEUIM, Kauno tiltai	Gotowski	218,8	109,4	nc	
Rozbudowa DW 676 na odcinku Białystok - Supraśl	PZDW Białystok		Unibep	99,0	49,5	nko	
Prace na linii kolejowej nr 216 na odcinku Działdowo – Olsztyn*	PKP PLK			251,5	251,5	nc	
Rewitalizacja linii Szczecinek - Ustka	PKP PLK			165,0	165,0	nko	
Projekt i roboty budowlane na linii E20 Siedlce - Terespol	PKP PLK			417,6	417,6	nc	
Rozbudowa DW 548 Stolino - Wąbrzeźno	ZDWBydgoszcz	PEUIM, Kauno tiltai		68,1	68,1	kwi 17	cze 10
Wykonanie robót budowlanych w obszarze LCS Łowicz	PKP PLK			428,5	428,5	kwi 17	paź 20
Prace na liniach kolejowych Chybie – Nędza/Turze	PKP PLK		ZUE, Strabag	373,7	124,5	sty 17	lip 19
Modernizacja odcinka Jaworzno Szczakowa – Trzebinia	PKP PLK		PKP Energet., Porr	296,5	146,3	gru 16	gru 18
Rekonstrukcja odcinka drogi A5 Kowno – Marijampole – Suwałki	Litewski ZD	AB Kauno tiltai	UAB Alkesta, Lemminkainen	105,6	b.d.	kwi 16	lip 17
Zaprojektowanie i budowa teletechniki i systemów IT na dworcach 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 ZD	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 geležinkiai	AB Kauno tiltai	Mitnija	268,5	161,1	cze 13	gru 14
Obwodnica miasta Palanga (PPP)	Litewski ZD	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 ZD	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 obwodowej 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, nko – wybrana najkorzystniejsza oferta, nc- najniższa cena, *oferty w przetargu przekraczają budżet inwestora

Backlog skonsolidowany Trakcji [mln PLN]

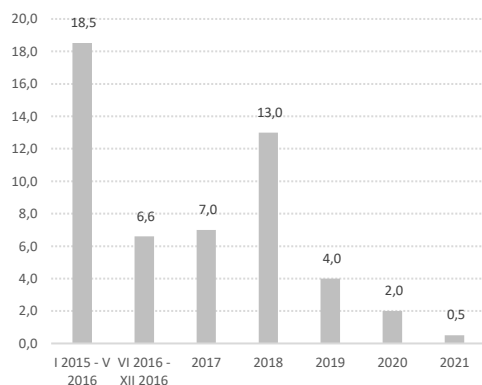


Źródło: DM BDM S.A., spółka

Przetargi kolejowe od początku 2016 roku o wartości >40 mln PLN netto

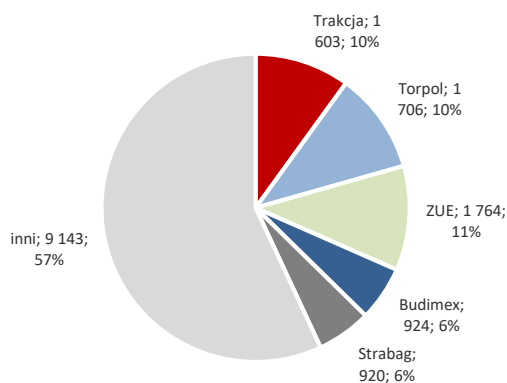
Data*	odcinek	budżet		1 oferta [mln PLN netto]	1/budżet	1/2	Trakcja [mln PLN]	Trakcja/1	Trakcja - miejsce
		21 805	16 059		74%				
sty 16	Krzeszowice - Kraków Mydlniki	461	286	ACS	62%	99%	289	101%	2
lut 16	Poznań Wschód - Trzemeszno	63	46	Torpol	74%	98%	50	108%	6
maj 16	Kutno - Toruń Główny	85	51	Torpol	60%	92%	57	112%	4
lip 16	Kraków Mydlniki - Kraków Główny Towarowy	319	247	Torpol	78%	99%	282	114%	6
wrz 16	modernizacja stacji Olszawowice	65	45	Budimex/PKP Energetyka	69%	98%	46	102%	2
wrz 16	modernizacja stacji Medyka	52	42	ZUE	80%	85%	62	147%	4
wrz 16	modernizacja stacji Włoszczowa Północ	87	57	Trakcja	65%	98%	57	100%	1
paź 16	Łódź Kaliska - Zduńska Wola	470	281	ZUE	60%	97%	289	103%	2
paź 16	granica woj. pomorskiego - Malbork	211	212	NDI, PPM-T	101%	104%	203	96%	2
paź 16	Chybie - Nędza/Turze	494	374	Trakcja/ZUE/Strabag	76%	97%	374	100%	1
paź 16	Sadowne - Białystok	250	170	Track Tec/InfraKol/LW/Intop W.	68%	93%	183	108%	2
paź 16	Warszawa Gołębki/Warszawa Zach. - Warszawa Gd.	256	160	Budimex/Strabag/ZUE	62%	95%	212	133%	6
paź 16	Kraków Główny Towarowy - Rudzice	1 594	966	Strabag/KZA	61%	98%	1 000	104%	3
lis 16	Jaworzno Szczakowa - Trzebinia	646	296	Trakcja/Comsa/PKP Energetyka/Porr	46%	100%	296	100%	1
gru 16	Warszawa Włochy - Grodzisk Mazowiecki	339	285	Intercor/Mosty-Łódź	84%	89%	345	121%	5
gru 16	LCS Konin	1 129	838	Torpol	74%	100%	839	100%	2
gru 16	Poznań Główny - Chodzież - Piła Główna	495	485	Porr	98%	102%	-	-	-
gru 16	LCS Kutno	640	560	ZUE/Budimex/Strabag	88%	96%	-	-	-
gru 16	LCS Łowicz	610	428	Trakcja	70%	96%	428	100%	1
gru 16	Czachówek - Warka	292	217	Strabag/ZUE/Budimex	74%	99%	229	106%	4
gru 16	Lublin - Stalowa Wola	393	299	Track Tec/InfraKol/LW/Intop W.	76%	98%	311	104%	3
sty 17	Wyczerpy - Chorzew Siemkowice	245	174	ZUE	71%	97%	197	113%	6
sty 17	Sadowne - Czyżew	665	474	Intercor	71%	92%	565	119%	4
sty 17	Leszno - Czempiń	628	397	Torpol	63%	97%	461	116%	4
sty 17	Warka - Radom	546	429	TrakT/Swiet./InfraKol/LW/Intop W.	79%	90%	496	116%	4
sty 17	Szczecinek - Runowo Pomorskie	173	134	NDI	78%	96%	145	108%	4
sty 17	Toszek Północ - Stare Koźle	276	175	Balzola/Rover Alcisa/Alcesa	63%	96%	200	114%	6
lut 17	Otwock - Piława	495	390	Budimex	79%	84%	-	-	-
lut 17	Piława - Dęblin	767	597	Budimex/PKP Energ. /Schweerbau	78%	96%	779	130%	3
lut 17	Dęblin - Lublin	1 010	757	Astaldi/PBdiM Mińsk Maz./Zhol	75%	96%	797	105%	3
lut 17	Otwock - Lublin (ETCS)	802	360	Bombardier	45%	73%	-	-	-
lut 17	Szczecinek - Ustka	211	165	Trakcja	78%	97%	165	100%	1
lut 17	Kędzierzyn-Koźle - Opole Groszowice	478	412	Porr/Trakcja System	86%	104%	413	100%	3
lut 17	Kraków Płaszów - Podbory Skawirskie	220	175	Swietelsky	80%	95%	-	-	-
lut 17	Grybów - Kamionka Wielka	55	48	Skanska	87%	99%	62	128%	9
lut 17	stacja Opoczno Płd	55	55	Porr	99%	98%	56	103%	2
lut 17	Skawina - Sucha Beskidzka	235	192	PniUIK	82%	99%	-	-	-
mar 17	5 zadań na modernizację 182 przejazdów	229	242	5 konsorcjów	106%	81%	-	-	-
mar 17	Siedlce - Terespol	539	418	Trakcja	78%	94%	418	100%	1
mar 17	przebudowa stacji Gdańsk Główny	58	50	Intercor	85%	99%	-	-	-
mar 17	Częstochowa - Zawiercie	492	372	ZUE	76%	87%	432	116%	3
mar 17	Działdowo - Olsztyn	224	251	Trakcja	112%	100%	251	100%	1
mar 17	ZŁK w Bydgoszczy	47	54	Rajbud	113%	100%	55	101%	3
mar 17	Ostrowy - Otloczyn	63	65	Colas	102%	89%	81	125%	6
mar 17	Szczytno - Elk	323	264	NDI	82%	96%	277	105%	3
mar 17	Nowa Wieś Wielka - Maksymilianowo	55	60	Trakcja	108%	94%	60	100%	1
mar 17	Legnica - Rudna Gwizdanów	242	188	Track Tec/InfraKol	77%	99%	199	106%	3
mar 17	Oleśnica - Chojnice	45	43	Eco-Baza/Settler	95%	99%	-	-	-
mar 17	Rawicz - Leszno	562	355	Astaldi	63%	96%	410	116%	4
mar 17	Bielsko-Biała Lipnik - Wilkowice Bystra	60	64	OHL	106%	97%	73	114%	9
kwi 17	Skarżysko Kamienna - Sandomierz	361	379	ZUE	105%	101%	374	99%	2
kwi 17	Ożarów Mazowiecki - Gołębki	90	80	ZUE	89%	99%	81	101%	2
kwi 17	Łódź Fabryczna - Łódź Kaliska/Żabieniec	1 763	1 105	Gulermak/Mosty Łódź	63%	85%	-	-	-
kwi 17	Warszawa - Mińsk Mazowiecki	101	126	Torpol	125%	93%	136	108%	2
kwi 17	Kędzierzyn Koźle - Chałupki	79	70	Skanska	88%	98%	-	-	-
kwi 17	Bytom - Radzionków / Chorzew Siemkowice - Chociw	48	52	ETF	108%	98%	-	-	-
kwi 17	ERTMS/ETCS Podłęże - Rzeszów	83	77	AZD Praha	92%	93%	-	-	-
kwi 17	Ilawa - Olsztyn	72	63	Rubau	89%	97%	68	107%	5
kwi 17	Wołów - Małowie Wołowskie / Grębocice - Głogów	64	62	Infra/Transkol	97%	98%	-	-	-
kwi 17	Namyślin - Bielin	68	55	Mota-Engil	81%	95%	-	-	-
maj 17	Trzebinia - Oświęcim	324	283	Porr	88%	94%	300	106%	2

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., wnp.pl, PAP, PKP PLK, *data otwarcia ofert lub wyboru najkorzystniejszej oferty

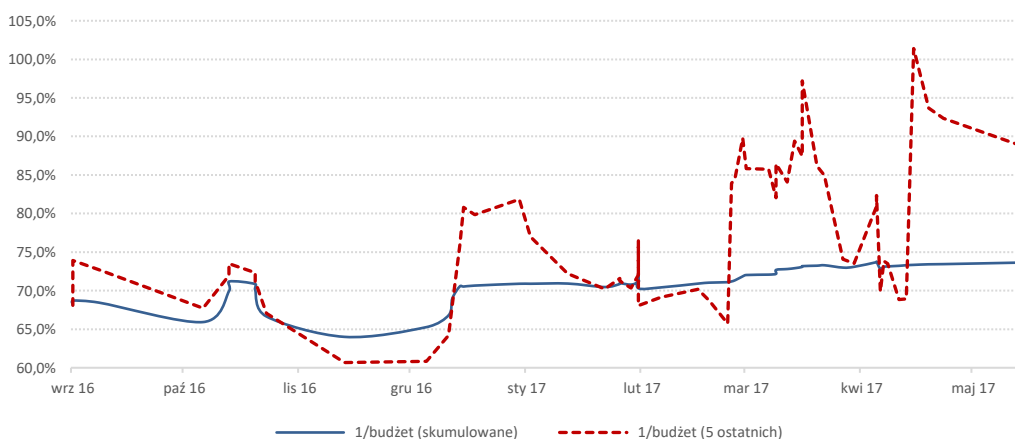
Ogłoszone od początku 2015 roku i planowane przetargi PKP PLK [mld PLN]


Źródło: DM BDM S.A., Senat

<http://www.senat.gov.pl/gfx/senat/userfiles/public/k9/komisje/2016/ki/materiały/35.pos.pkpplk.pdf>

Struktura rynku na przetargach kolejowych od początku 2016 roku o wartości >40 mln PLN netto*


Źródło: DM BDM S.A., wnp.pl, PAP, PKP PLK, * w przypadku konsorcjów podzielono kontrakty po równo na każdego konsorcjanta (spółki z grupy traktowane łącznie)

Relacja 1 oferty do budżetu na przetargach PKP PLK


Źródło: DM BDM S.A., wnp.pl, PKP PLK, PAP

WYNIKI ZA 1Q'17 I PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

Wyniki skonsolidowane spółki według segmentów [mln PLN]

	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2014	2015	2016
Przychody	495,5	176,0	403,0	459,9	562,7	230,5	334,3	331,9	432,6	140,2	338,6	408,7	493,6	136,7	1 601,7	1 329,2	1 381,2
Kraj	321,0	139,9	272,4	274,1	349,3	165,5	213,7	211,0	254,4	93,9	184,7	236,4	354,9	96,6	1 035,8	844,6	869,9
Zagranica	174,5	36,1	130,6	185,8	213,4	65,0	120,6	120,9	178,1	46,3	154,0	172,3	138,8	40,1	565,9	484,6	511,3
Zysk brutto ze sprzedaży	26,7	13,0	36,9	48,9	103,3	22,4	41,8	36,1	65,9	16,6	39,8	52,6	39,2	4,3	202,1	166,1	148,2
marża	5,4%	7,4%	9,2%	10,6%	18,3%	9,7%	12,5%	10,9%	15,2%	11,8%	11,8%	12,9%	7,9%	3,2%	12,6%	12,5%	10,7%
SG&A	20,5	13,8	15,4	16,8	26,2	18,6	20,1	12,0	26,5	14,9	17,6	14,8	20,0	11,3	72,2	77,3	67,4
Zysk na sprzedaży	6,2	-0,8	21,6	32,1	77,0	3,8	21,7	24,1	39,4	1,6	22,2	37,8	19,1	-7,0	129,9	88,9	80,7
marża	1,3%	-0,4%	5,3%	7,0%	13,7%	1,6%	6,5%	7,3%	9,1%	1,2%	6,5%	9,2%	3,9%	-5,1%	8,1%	6,7%	5,8%
CFO	138,5	-3,7	-48,1	50,4	96,8	51,3	-35,1	115,1	188,4	-154,8	-41,5	11,0	145,9	7,8	95,5	319,8	-39,4
dług (gotówka) netto	187,7	180,8	243,5	205,6	140,2	96,4	148,6	38,1	-140,2	15,8	64,2	87,9	-26,1	-15,7	140,2	-140,2	-26,1
Budownictwo cywilne - Polska	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2014	2015	2016
Przychody	312,7	138,1	257,8	243,3	377,4	160,3	208,8	206,4	252,3	93,7	184,5	236,4	350,3	95,7	1 016,6	827,9	864,8
Zysk brutto	10,1	-1,5	6,6	20,1	-1,3	1,1	24,6	8,0	-0,2	1,0	22,0	1,8	-0,6	2,5	23,8	33,5	24,2
marża	3,2%	-1,1%	2,5%	8,3%	-0,4%	0,7%	11,8%	3,9%	-0,1%	1,1%	11,9%	0,8%	-0,2%	2,7%	2,3%	4,1%	2,8%
Budownictwo - kraje bałtyckie	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2014	2015	2016
Przychody	180,7	37,9	145,1	216,6	166,3	65,0	120,6	120,9	178,1	46,3	154,0	172,3	138,8	40,1	565,9	484,6	511,3
Zysk brutto	-6,7	-4,1	11,9	22,5	26,0	-0,5	11,0	15,6	26,3	0,0	23,1	32,3	11,1	-9,5	56,3	52,4	66,5
marża	-3,7%	-10,8%	8,2%	10,4%	15,6%	-0,8%	9,1%	12,9%	14,8%	0,1%	15,0%	18,7%	8,0%	-23,7%	10,0%	10,8%	13,0%
Pozostała działalność	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2014	2015	2016
Przychody	2,1	0,1	0,1	0,0	19,0	5,1	4,9	4,6	2,1	0,3	0,1	0,0	4,6	0,9	19,2	16,7	5,0
Zysk brutto	-0,2	-0,4	-0,5	-0,4	4,2	1,1	0,4	0,7	0,3	-0,3	-0,1	-1,0	1,4	0,0	3,0	2,5	0,1
Wyłączenia	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2014	2015	2016
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	0,8	-0,8	-14,3	-0,1	0,7	-16,3	-0,2	0,0	0,0	-23,2	0,0	-0,3	0,0	-14,4	-15,8	-23,5

Źródło: DM BDM S.A., spółka

Wyniki za 1Q'2017 [mln PLN]

	1Q'16	1Q'17	zmiana r/r	1Q'17P BDM	odchyl.,	1Q'17P kons	odchyl.,
Przychody ze sprzedaży	140,2	136,7	-2,5%	163,5	-16,4%	152,4	-10,3%
Zysk brutto ze sprzedaży	16,6	4,3	-73,8%	16,4	-73,4%	-	-
Zysk na sprzedaży	1,6	-7,0	-	1,8	-	-	-
Saldo PPO/PKO	-0,1	0,9	-	0,0	-	-	-
EBITDA	7,0	1,5	-78,8%	8,7	-82,8%	8,5	-82,4%
EBIT	1,5	-6,1	-	1,8	-	2,6	-
Zysk (strata) brutto	0,8	-6,9	-	0,7	-	-	-
Zysk (strata) netto	0,4	-6,1	-	0,5	-	0,8	-
Marża zysku brutto ze sprzedaży	11,8%	3,2%		10,0%		-	
Marża EBITDA	5,0%	1,1%		5,3%		5,6%	
Marża EBIT	1,1%	-4,5%		1,1%		1,7%	
Marża zysku netto	0,3%	-4,5%		0,3%		0,5%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, PAP

W 1Q'17 spółka miała 137 mln PLN przychodów (-3% r/r), 1,5 mln PLN EBITDA (7,0 mln PLN w 1Q'16) oraz -6,1 mln PLN straty netto (0,4 mln PLN zysku rok temu). Na poziomie jednostkowym spółka miała wyraźnie lepszą r/r marżę brutto ze sprzedaży przy porównywalnych przychodach. Na słabych wynikach zaważyły jednostki zależne - in minus zadziałał czynnik sezonowy i struktura sprzedaży na Litwie oraz niższe marże w pozostałych jednostkach zależnych. Na poziomie skonsolidowanym wyraźnie spadły koszty SG&A (z 14,9 mln PLN do 11,3 mln PLN), jednak to głównie zasługa rozwiązania rezerwy na premie zarządów spółek zależnych, więc efekt nie do powtórzenia w kolejnych okresach.

Cash flow operacyjny był lekko dodatni +8 mln PLN vs -155 mln PLN rok temu (4Q'15 i 1Q'16 był zniekształcony przez płatności z PKP PLK i rozliczenia z podwykonawcami). Gotówka netto wynosi po 1Q'17 blisko 16 mln PLN (rok temu było 16 mln PLN długu netto).

Prognozy w ujęciu kwartalnym [mln PLN]

	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	2015	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	2016	1Q'17	2Q'17P	3Q'17P	4Q'17P	2017P	2018P
Przychody ze sprzedaży	230,5	334,3	331,9	432,6	1 329,2	140,2	338,6	408,7	493,6	1 381,2	136,7	327,9	392,6	524,4	1 381,5	1 757,9
Zysk brutto ze sprzedaży	22,4	41,8	36,1	65,9	166,1	16,6	39,8	52,6	39,2	148,2	4,3	35,6	43,2	52,9	136,0	164,4
Zysk na sprzedaży	3,8	21,7	24,1	39,4	88,9	1,6	22,2	37,8	19,1	80,7	-7,0	21,0	28,6	32,2	74,8	94,0
Saldo PPO/PKO*	-0,7	-1,2	1,2	-11,5	-12,1	-0,1	1,5	-3,8	-4,6	-6,9	0,9	0,0	0,0	-1,6	-0,7	0,0
EBITDA	9,2	26,6	31,8	31,4	99,0	7,0	29,6	40,0	20,6	97,2	1,5	28,2	35,8	37,5	103,1	123,2
EBIT	3,1	20,4	25,3	27,8	76,7	1,5	23,7	34,0	14,6	73,8	-6,1	21,0	28,6	30,6	74,1	94,0
Zysk (strata) brutto	2,4	19,7	24,1	26,5	72,7	0,8	21,7	33,1	11,7	67,3	-6,9	19,8	27,5	29,0	69,4	88,9
Zysk (strata) netto	1,5	15,9	19,8	13,0	50,2	0,4	17,7	28,1	8,5	54,7	-6,1	16,0	22,2	22,5	54,6	70,4
Marża brutto ze sprzedaży	9,7%	12,5%	10,9%	15,2%	12,5%	11,8%	11,8%	12,9%	7,9%	10,7%	3,2%	10,9%	11,0%	10,1%	9,8%	9,4%
Marża EBITDA	4,0%	8,0%	9,6%	7,3%	7,4%	5,0%	8,7%	9,8%	4,2%	7,0%	1,1%	8,6%	9,1%	7,2%	7,5%	7,0%
Marża EBIT	1,4%	6,1%	7,6%	6,4%	5,8%	1,1%	7,0%	8,3%	3,0%	5,3%	-4,5%	6,4%	7,3%	5,8%	5,4%	5,3%
Marża zysku netto	0,6%	4,8%	6,0%	3,0%	3,8%	0,3%	5,2%	6,9%	1,7%	4,0%	-4,5%	4,9%	5,7%	4,3%	4,0%	4,0%

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

Mimo słabszego 1Q'17 nie zakładamy, by spółka miała mieć w tym roku problem z powtórzeniem rezultatów z ubiegłego roku. Oczekujemy, że przychody w kolejnych kwartałach będą porównywalne r/r. W kontekście wyników na niższych poziomach rachunku wyższa baza jest w 3Q'17, natomiast dość niska w 4Q'17.

Biorąc pod uwagę realne działania PKP PLK w procesowaniu przetargów (w sierpniu 2016 - w momencie, gdy publikowaliśmy poprzednią rekomendację, widać było dopiero pierwsze nieśmiałe kroki w tym kierunku) podnieśliśmy nasze prognozy dla Trakcji od 2018 roku w stosunku do naszego poprzedniego raportu analitycznego. Wyniki 2016 roku były bardzo bliskie naszym pierwotnym prognozom. Obecne estymacje na 2017 są dość zbliżone do poprzednich (zakładamy większą amortyzację w związku z pełną konsolidacją Bahn Technik od 2017 roku, jednocześnie wyraźnie większe od naszych oczekiwań okazały się cięcia kosztów SG&A).

Zmiana prognoz w stosunku do poprzedniego raportu analitycznego* [mln PLN]

	2016P	2016	zmiana	2017P	2017P	zmiana	2018P	2018P	zmiana
	poprzednio	raport		poprzednio	aktualnie		poprzednio	aktualnie	
Przychody	1 301,0	1 381,2	6,2%	1 349,1	1 381,5	2,4%	1 635,1	1 757,9	7,5%
Zysk brutto ze sprzedaży	142,7	148,2	3,8%	143,9	136,0	-5,5%	158,4	164,4	3,8%
EBITDA	97,3	97,2	-0,1%	97,7	103,1	5,5%	107,8	123,2	14,3%
EBIT	72,5	73,8	1,8%	71,6	74,1	3,5%	80,9	94,0	16,2%
Zysk (strata) netto	53,4	54,7	2,4%	53,1	54,6	2,8%	60,5	70,4	16,3%
Dług netto	-1,8	-26,1	-	-6,5	-12,8	-	29,6	34,7	17,2%
Marża EBITDA	11,0%	10,7%		10,7%	9,8%		9,7%	9,4%	
Marża EBIT	7,5%	7,0%		7,2%	7,5%		6,6%	7,0%	
Marża zysku netto	5,6%	5,3%		5,3%	5,4%		4,9%	5,3%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *raport z 01.08.2016

Rok 2017 według naszych prognoz będzie czwartym z rzędu na poziomie 50-55 mln PLN zysku netto. Na poziomie przychodowym obecnie zakładamy, że celem spółki na razie będzie utrzymanie poziomu zbliżonego do 1,4 mld PLN sprzedaży. Ewentualne przyspieszenie pozyskiwania kontraktów w formule „buduj” może potencjalnie pozytywnie przełożyć się jeszcze na przychody w 2H'17. Zakładamy niższą marżę brutto ze sprzedaży r/r (większy udział kontraktów drogowych w Polsce), ale też nie przyjmujemy negatywnych one-offów. Zwracamy też uwagę, że spółka ma zawiązana rezerwy na spory z lat ubiegłych, która mogą się skończyć dla niej pomyślnie.

Wyraźniejszej poprawy wyników, jako pochodnej wzrostu sprzedaży, oczekujemy w 2018 i 2019 roku. Spółka w najbliższych miesiącach powinna systematycznie zwiększać portfel zleceń, który na koniec 1Q'17 wynosił 1,3 mld PLN. Według zarządu w 2Q'17 podpisano już umowy na ok. 0,6 mld PLN. Dodatkowo Trakcja ma obecnie najniższe ceny (lub najkorzystniejsze oferty) w przetargach w Polsce (na kolej i drogi) o wartości ponad 1,0 mld PLN. Zwracamy także uwagę, że presja konkurencyjna w tym roku na przetargach PKP PLK jest wyraźnie mniejsza niż w 2H'16. Spora liczba przetargów rozstrzygana jest na poziomie 80-90% budżetu, podczas gdy jeszcze pół roku temu było to często <70% budżetu. Szacujemy, że obecnie zostały złożone oferty na przetargach kolejowych na ponad 1/3 wartości z planowanych ponad 60 mld PLN. Na koniec roku PKP PLK chce mieć podpisane umowy na ok. połowę planowanego budżetu. Oznacza to jeszcze kolejne mocne rozdanie przetargów w latach 2018-19. W średnim terminie oczekujemy także ożywienia w przetargach na

Litwie. Jesienią 2016 roku przeprowadzone wybory parlamentarne, po których doszło do zmiany rządu, wpłynęło to na opóźnienie procesów przetargowych.

Mając na uwadze dość dużą determinację widoczną obecnie w działaniach PKP PLK, by realizować założenia, spodziewamy się, że w szczytowym okresie przychody Trakcji mogą przekroczyć wyraźnie 2,0 mld PLN. Wejście w przedział 2,5-3,0 mld PLN byłoby możliwe w optymistycznym scenariuszu, gdyby spółka wyszła szerzej na nowe rynki zagraniczne (czyli poza Litwę, gdzie trudno zdobyć już dodatkowe udziały w rynku). Interesujące dla spółki mogą być kolejne kraje nadbałtyckie, Ukraina, Skandynawia czy Bałkany. W długim terminie przyjmujemy 1,55 mld PLN sprzedaży i 105-110 mln PLN EBITDA, a więc wyniki zbliżone do założeń z 2017 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).

Prognoza wyników wg segmentów działalności [mln PLN]

	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody	1 274,2	1 601,7	1 329,2	1 381,2	1 381,5	1 757,9	2 106,3	2 255,2	2 221,3	1 943,6	1 484,8	1 506,2	1 528,1	1 550,4
Roboty kolejowe	664,7	1 210,2	859,6	737,0	585,2	941,7	1 298,2	1 435,0	1 455,1	1 217,3	787,8	803,1	818,9	834,9
Roboty drogowe	362,7	214,0	328,3	508,0	658,0	648,8	616,1	616,9	562,7	538,3	538,3	543,0	547,7	552,4
Roboty mostowe	116,8	49,9	26,4	23,3	19,7	27,6	36,0	40,2	39,5	33,6	23,8	24,2	24,7	25,2
Produkcja	54,5	55,8	45,8	40,7	35,7	47,0	56,1	60,3	60,7	55,1	43,7	44,3	44,8	45,4
Pozostałe*	75,5	71,8	69,1	72,1	82,9	92,8	99,9	102,8	103,2	99,3	91,1	91,6	92,0	92,5
Kraj	840,4	1 035,8	844,6	869,9	864,9	1 149,6	1 379,2	1 526,8	1 548,3	1 295,4	836,7	853,4	870,4	887,9
Zagranica	433,8	565,9	484,6	511,3	516,6	608,3	727,0	728,4	673,0	648,1	648,1	652,9	657,6	662,5
Zysk brutto ze sprzedaży	93,2	202,1	166,1	148,2	136,0	164,4	196,8	212,8	210,1	184,2	140,8	143,0	145,2	147,2
marża	7,3%	12,6%	12,5%	10,7%	9,8%	9,4%	9,3%	9,4%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%
SG&A	64,1	72,2	77,3	67,4	61,2	70,4	78,2	81,3	80,6	74,9	65,0	65,6	66,1	66,6
Zysk na sprzedaży	29,1	129,9	88,9	80,7	74,8	94,0	118,7	131,5	129,5	109,3	75,8	77,5	79,1	80,6
marża	2,3%	8,1%	6,7%	5,8%	5,4%	5,3%	5,6%	5,8%	5,8%	5,6%	5,1%	5,1%	5,2%	5,2%
PPO/PKO	11,5	-44,1	-12,1	-6,9	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	40,6	85,8	76,7	73,8	74,1	94,0	118,7	131,5	129,5	109,3	75,8	77,5	79,1	80,6
marża	3,2%	5,4%	5,8%	5,3%	5,4%	5,3%	5,6%	5,8%	5,8%	5,6%	5,1%	5,1%	5,2%	5,2%
EBITDA	63,3	109,5	99,0	97,2	103,1	123,2	147,7	160,4	158,0	137,2	103,4	104,8	106,4	107,9
marża	5,0%	6,8%	7,4%	7,0%	7,5%	7,0%	7,0%	7,1%	7,1%	7,1%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Zysk brutto	23,1	68,8	72,7	67,3	69,4	88,9	112,7	124,1	121,9	103,9	73,3	76,8	79,3	81,3
Zysk netto	29,9	49,5	50,2	54,7	54,6	70,4	89,7	98,8	97,1	82,5	57,7	60,5	62,6	64,2
marża	2,3%	3,1%	3,8%	4,0%	4,0%	4,0%	4,3%	4,4%	4,4%	4,2%	3,9%	4,0%	4,1%	4,1%

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

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Aktywa trwałe	683,2	721,7	732,3	732,5	732,5	732,2	728,3	724,8	722,8	721,9	721,9	722,1
Wartości niematerialne i prawne	391,3	393,1	392,8	392,6	392,4	392,3	392,1	392,1	392,0	392,0	391,9	391,9
Rzeczowe aktywa trwałe	194,2	247,5	258,4	258,9	259,1	258,9	255,0	251,7	249,7	248,9	248,9	249,1
Pozostałe aktywa trwałe	97,7	81,1	81,1	81,1	81,1	81,1	81,1	81,1	81,1	81,1	81,1	81,1
Aktywa obrotowe	623,1	675,0	728,6	884,9	1 093,9	1 215,7	1 212,1	1 053,2	803,2	790,0	775,4	784,9
Zapasy	84,8	75,9	75,9	96,6	115,7	123,9	122,0	106,8	81,6	82,7	83,9	85,2
Należności krótkoterminowe	263,1	435,7	512,6	705,7	903,0	973,2	944,2	722,8	467,0	474,4	481,9	489,6
Inwestycje krótkoterminowe	266,3	157,5	134,1	76,6	69,1	112,5	139,9	217,6	248,6	226,9	203,6	204,1
-środki pieniężne i ekwiwalenty	251,4	148,8	125,4	68,0	60,5	103,9	131,2	208,9	239,9	218,2	194,9	195,5
-pozostałe	14,8	8,7	8,7	8,7	8,7	8,7	8,7	8,7	8,7	8,7	8,7	8,7
Pozostałe aktywa obrotowe	9,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0
Aktywa razem	1 306	1 397	1 461	1 617	1 826	1 948	1 940	1 778	1 526	1 512	1 497	1 507
Kapitał (fundusz) własny	722,3	771,1	803,1	846,2	900,7	932,3	955,2	940,7	915,8	918,7	920,7	922,3
Kapitał mniejszości	4,0	4,8	6,5	8,1	9,8	11,4	13,1	14,7	16,4	18,0	19,7	21,3
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	580,1	620,8	651,3	763,2	916,0	1 004,2	972,0	822,6	593,8	575,3	556,9	563,4
Rezerwy na zobowiązania	50,2	82,2	82,2	82,2	82,2	82,2	82,2	82,2	82,2	82,2	82,2	82,2
Zobowiązania długoterminowe	94,4	106,7	96,7	86,7	86,7	86,7	65,5	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0
- w tym dług oprocentowany	89,5	100,7	90,7	80,7	80,7	80,7	59,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	435,2	431,5	472,0	593,9	746,7	834,9	824,0	734,0	505,2	486,7	468,3	474,8
- w tym dług oprocentowany	21,8	22,0	22,0	22,0	62,0	102,0	102,0	102,0	50,4	25,4	0,4	0,0
Pasywa razem	1 306	1 397	1 461	1 617	1 826	1 948	1 940	1 778	1 526	1 512	1 497	1 507

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody netto ze sprzedaży	1 329	1 381	1 381	1 758	2 106	2 255	2 221	1 944	1 485	1 506	1 528	1 550
Koszty produktów, tow. i materiałów	1 163	1 233	1 245	1 593	1 909	2 042	2 011	1 759	1 344	1 363	1 383	1 403
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	166,1	148,2	136,0	164,4	196,8	212,8	210,1	184,2	140,8	143,0	145,2	147,2
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	77,3	67,4	61,2	70,4	78,2	81,3	80,6	74,9	65,0	65,6	66,1	66,6
Zysk (strata) na sprzedaży	88,9	80,7	74,8	94,0	118,7	131,5	129,5	109,3	75,8	77,5	79,1	80,6
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-12,1	-6,9	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	99,0	97,2	103,1	123,2	147,7	160,4	158,0	137,2	103,4	104,8	106,4	107,9
EBIT	76,7	73,8	74,1	94,0	118,7	131,5	129,5	109,3	75,8	77,5	79,1	80,6
Saldo działalności finansowej	-4,0	-6,5	-4,7	-5,1	-5,9	-7,5	-7,6	-5,4	-2,5	-0,7	0,2	0,6
Zysk (strata) brutto	72,7	67,3	69,4	88,9	112,7	124,1	121,9	103,9	73,3	76,8	79,3	81,3
Zysk (strata) netto mniejszości	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6
Zysk (strata) netto	50,2	54,7	54,6	70,4	89,7	98,8	97,1	82,5	57,7	60,5	62,6	64,2

CF [mln PLN]	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przepływy z działalności operacyjnej	319,8	-39,4	55,9	14,4	22,6	106,6	154,7	264,1	193,2	88,3	89,2	90,4
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-7,5	-31,0	-37,2	-27,3	-26,9	-26,1	-21,8	-21,4	-22,2	-23,2	-24,1	-24,5
Przepływy z działalności finansowej	-118,6	-34,6	-39,7	-44,6	-3,2	-37,1	-105,6	-165,0	-140,0	-86,8	-88,5	-65,3
Przepływy pieniężne netto	-193,7	105,0	20,9	57,4	7,5	-43,4	-27,3	-77,7	-31,0	21,7	23,4	-0,6
Środki pieniężne na początek okresu	57,6	251,3	146,4	125,4	68,0	60,5	103,9	131,2	208,9	239,9	218,2	194,9
Środki pieniężne na koniec okresu	251,3	146,4	125,4	68,0	60,5	103,9	131,2	208,9	239,9	218,2	194,9	195,5

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody zmiana r/r	3,9%	0,0%	27,2%	19,8%	7,1%	-1,5%	-12,5%	-23,6%	1,4%	1,5%	1,5%
EBITDA zmiana r/r	-1,8%	6,0%	19,6%	19,8%	8,6%	-1,5%	-13,1%	-24,7%	1,4%	1,5%	1,5%
EBIT zmiana r/r	-3,8%	0,5%	26,8%	26,2%	10,9%	-1,6%	-15,6%	-30,7%	2,2%	2,1%	2,0%
Zysk netto zmiana r/r	8,9%	-0,2%	28,9%	27,4%	10,2%	-1,7%	-15,0%	-30,1%	4,9%	3,3%	2,6%
Marża brutto na sprzedaży	10,7%	9,8%	9,4%	9,3%	9,4%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%
Marża EBITDA	7,0%	7,5%	7,0%	7,0%	7,1%	7,1%	7,1%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Marża EBIT	5,3%	5,4%	5,3%	5,6%	5,8%	5,8%	5,6%	5,1%	5,1%	5,2%	5,2%
Marża brutto	4,9%	5,0%	5,1%	5,4%	5,5%	5,5%	5,3%	4,9%	5,1%	5,2%	5,2%
Marża netto	4,0%	4,0%	4,0%	4,3%	4,4%	4,4%	4,2%	3,9%	4,0%	4,1%	4,1%
COGS / przychody	89,3%	90,2%	90,6%	90,7%	90,6%	90,5%	90,5%	90,5%	90,5%	90,5%	90,5%
SG&A / przychody	4,9%	4,4%	4,0%	3,7%	3,6%	3,6%	3,9%	4,4%	4,4%	4,3%	4,3%
SG&A / COGS	5,5%	4,9%	4,4%	4,1%	4,0%	4,0%	4,3%	4,8%	4,8%	4,8%	4,7%
ROE	7,1%	6,8%	8,3%	10,0%	10,6%	10,2%	8,8%	6,3%	6,6%	6,8%	7,0%
ROA	3,9%	3,7%	4,4%	4,9%	5,1%	5,0%	4,6%	3,8%	4,0%	4,2%	4,3%
Dług	122,7	112,7	102,7	142,7	182,7	161,5	102,0	50,4	25,4	0,4	0,0
D / (D+E)	5,7%	3,3%	1,7%	0,0%	0,0%	9,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
D / E	9,6%	8,4%	6,8%	8,5%	10,3%	9,1%	6,1%	3,4%	1,7%	0,0%	0,0%
Odsetki / EBIT	-8,8%	-6,4%	-5,4%	-5,0%	-5,7%	-5,8%	-4,9%	-3,3%	-0,9%	0,2%	0,8%
Dług / kapitał własny	15,9%	14,0%	12,1%	15,8%	19,6%	16,9%	10,8%	5,5%	2,8%	0,0%	0,0%
Dług netto	-26,1	-12,8	34,7	82,2	78,8	30,3	-106,9	-189,6	-192,9	-194,5	-195,5
Dług netto / kapitał własny	-3,4%	-1,6%	4,1%	9,1%	8,5%	3,2%	-11,4%	-20,7%	-21,0%	-21,1%	-21,2%
Dług netto / EBITDA	-0,3	-0,1	0,3	0,6	0,5	0,2	-0,8	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8
Dług netto / EBIT	-0,4	-0,2	0,4	0,7	0,6	0,2	-1,0	-2,5	-2,5	-2,5	-2,4
EV	744,9	758,2	805,7	853,2	849,8	801,3	664,1	581,4	578,1	576,5	575,5
Dług / EV	16,5%	14,9%	12,7%	16,7%	21,5%	20,2%	15,4%	8,7%	4,4%	0,1%	0,0%
CAPEX / Przychody	2,7%	2,9%	1,7%	1,4%	1,3%	1,1%	1,3%	1,7%	1,8%	1,8%	1,8%
CAPEX / Amortyzacja	157,8%	136,5%	100,9%	100,0%	98,9%	86,1%	87,7%	92,5%	96,9%	99,9%	100,8%
Amortyzacja / Przychody	1,7%	2,1%	1,7%	1,4%	1,3%	1,3%	1,4%	1,9%	1,8%	1,8%	1,8%
Zmiana KO / Przychody	9,5%	2,6%	5,4%	5,1%	1,4%	-0,9%	-7,7%	-7,3%	0,1%	0,1%	0,2%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	251,2%	11268,9%	25,4%	30,7%	21,3%	59,8%	53,8%	23,6%	10,3%	10,4%	10,5%
Wskaźniki rynkowe	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
MC/S*	0,6	0,6	0,4	0,4	0,3	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5
P/E*	14,1	14,1	11,0	8,6	7,8	7,9	9,3	13,4	12,7	12,3	12,0
P/BV*	1,0	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
P/CE*	9,9	9,2	7,7	6,5	6,0	6,1	7,0	9,0	8,8	8,6	8,4
EV/EBITDA*	7,7	7,4	6,5	5,8	5,3	5,1	4,8	5,6	5,5	5,4	5,3
EV/EBIT*	10,1	10,2	8,6	7,2	6,5	6,2	6,1	7,7	7,5	7,3	7,1
EV/S*	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4
BVPS	15,0	15,6	16,5	17,5	18,1	18,6	18,3	17,8	17,9	17,9	17,9
EPS	1,06	1,06	1,37	1,74	1,92	1,89	1,61	1,12	1,18	1,22	1,25
CEPS	1,52	1,62	1,94	2,31	2,48	2,44	2,15	1,66	1,71	1,75	1,78
FCFPS	0,34	0,44	0,53	0,68	1,31	1,44	1,89	1,61	1,12	1,18	1,22
DPS	34,8%	41,4%	50,0%	50,0%	75,0%	75,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Payout ratio	0,6	0,6	0,4	0,4	0,3	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5

Źródło: BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 15,0 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

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

Krzysztof Pado
Zastępca Dyrektora Wydziału
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	16,7	akumuluj	12,5	19.05.2017	14:16 CEST	15,0	60 145
akumuluj	12,5	wznowienie	-	1.08.2016	10:59 CEST	11,2	46 172
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 2Q'17:

Kupuj	3	50%
Akumuluj	5	44%
Trzymaj	0	0%
Redukuj	4	6%
Sprzedaj	1	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 jakiegokolwiek strategii 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 19.05.2017 roku, 14:16 CEST, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 24.05.2017 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 częstotliwości 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 wписywane 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 19.05.2017 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.

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.