



REKOMENDACJA KUPUJ Z 14,5% POTENCJAŁEM WZROSTU

W naszej ocenie na słabe wyniki 1Q'17 roku miały wpływ czynniki niezależne i sezonowe (niekorzystne warunki atmosferyczne), natomiast w kolejnych kwartałach powinna nastąpić poprawa marży głównie za sprawą powrotu do poprzednich poziomów rentowności w spółkach zależnych. Z kolei w kolejnych latach oczekujemy stopniowo rosnącej rentowności w działalności kolejowej, na co złoży się (1) polityka budżetowania Spółki, (2) wyższe ceny w kolejnych ogłaszanych przetargach oraz (3) wprowadzenie nowego systemu motywacyjnego wynagrodzeń.

Mimo znacznych wydatków inwestycyjnych w najbliższych latach, Spółka pozostaje przy wypłacaniu dywidendy. Z zysku za rok ubiegły Zarząd proponuje wypłacić 0,44 PLN na akcję (3,0% DY) vs 0,34 PLN w ubiegłym roku.

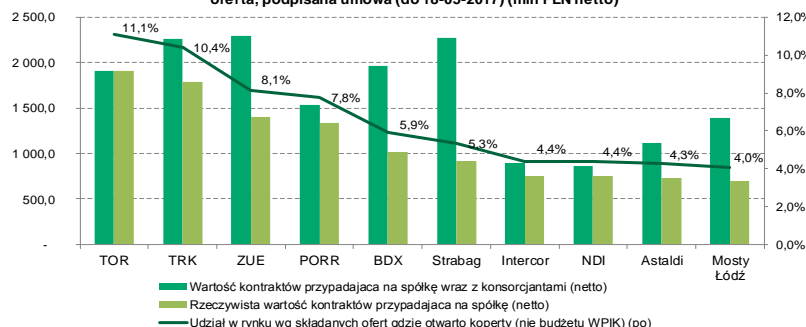
Chociaż, w naszej ocenie istnieje znaczne ryzyko niewykorzystania wszystkich środków dostępnych w WPIK, w najbliższych latach przychody spółek kolejowych nie są zagrożone. Obecnie Trakcja posiada potencjalny portfel zleceń przekraczający 3,2 mld PLN. Zakładając zapowiedziane przez PKP PLK ogłoszenie 9-10 mld PLN kontraktów w 2017 r., oraz utrzymanie obecnego hit ratio (ok. 15%) liczymy że wartość backlogu wzrośnie do końca roku.

Wydamy rekomendację KUPUJ i wyznaczamy cenę docelową dla akcji Trakcji na poziomie 17,10 PLN, co oznacza 14,5% potencjał wzrostu kursu akcji.

Prognoza wyników 2017

- Zgodnie z obecnym, potencjalnym portfelem zleceń na 2017 rok (1 210 mln PLN) spodziewamy się płaskiej dynamiki przychodów w całym roku. Dynamiki roczne w kolejnych kwartałach również nie powinny istotnie odbiegać od 0%, przy czym lepsza pod względem sprzedaży będzie druga połowa roku. Dużo zależy jednak od sprawności podpisywania umów z PKP PLK.
- Marża brutto w kolejnych kwartałach powinna się poprawić względem 1Q'17, jednak w całym 2017 r. będzie niższa r/r. Oczekujemy powrotu do notowanej wcześniej rentowności spółek zależnych działających na Litwie, co przy próbie nadrobienia części prac niewykonanych w 1Q, w związku z niekorzystnymi warunkami pogodowymi, powinno pozytywnie wpłynąć na rentowność Grupy. Zwracamy również uwagę, że marża jednostkowa Trakcji z 1Q'17 została pobita przez sprzedaż materiałów, co w kolejnych kwartałach jest nie do utrzymania. Dodatkowo, biorąc pod uwagę konserwatywną politykę budżetowania projektów kolejowych (rozpoznawanie marży w końcowych etapach) wzrostu rentowności oczekujemy dopiero w kolejnych latach.
- Koszty SG&A w całym roku powinny być niższe r/r z uwagi na bardzo dobry 1Q'17, co miało związek z rozwiązaniem rezerwy dotyczącej wynagrodzeń członków zarządu spółek zależnych.
- Zakładamy neutralne saldo do pozostałej działalności operacyjnej na koniec roku (+4,6 mln PLN w 2016 r.), co przy niższej marży brutto, przekłada się na spadek EBIT r/r. W naszych prognozach nie uwzględniamy ewentualnych odpisów WNIP, które miały miejsce w poprzednich trzech latach. Oczekujemy podobnego salda finansowego względem ub. (-5,9 mln PLN vs -6,5 mln PLN).
- W związku z nabyciem pozostałych 50% w spółce Bahn Technik Wrocław, w kolejnych wynikach nie będzie raportowana pozycja zysków/strat jednostek podporządkowanych.
- Wynik netto w całym roku niższy z uwagi na słaby 1Q'17 w AB Kauno, która przyniosła w tym okresie stratę brutto ze sprzedaży na poziomie 8,0 mln PLN względem zysku +7,0 mln PLN w 1Q'16 oraz zakładane neutralne saldo na pozostałej działalności operacyjnej.

Podsumowanie WPIK 2014-2020 dla projektów na etapie: otwarcie kopert, najkorzystniejsza oferta, podpisana umowa (do 18-05-2017) (mln PLN netto)



Źródło: WPIK, opracowanie BM BGZ BNP Paribas na podstawie www.zamowienia.plk-sa.pl

mln PLN	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
Przychody	1 601,7	1 329,2	1 381,2	1 388,4	1 717,0	1 965,5	2 116,1
zmiana r/r (%)	25,7%	-17,0%	3,9%	0,5%	23,7%	14,5%	7,7%
EBITDA	109,5	99,0	97,2	99,2	111,8	132,1	140,0
marża EBITDA	6,8%	7,4%	7,0%	7,1%	6,5%	6,7%	6,6%
EBIT	85,8	76,7	73,8	71,0	82,9	102,0	109,6
marża EBIT	5,4%	5,8%	5,3%	5,1%	4,8%	5,2%	5,2%
Zysk netto	50,4	51,8	56,3	52,1	62,3	77,8	83,9
marża netto	3,1%	3,9%	4,1%	3,8%	3,6%	4,0%	4,0%
P / E	15,3	14,9	13,7	14,8	12,4	9,9	9,2
EV/EBITDA	6,7	7,4	7,6	7,4	6,6	5,6	5,2
DPS	0,00	0,00	0,34	0,44	0,46	0,55	0,61

P - prognozy BM BGZ BNP

Wycena

Cena bieżąca (19.05.2017)	14,90
Wycena metodą DCF (50%)	16,87
Wycena metodą porównawczą (50%)	17,34
- wzgl. polskich spółek	14,89
- wzgl. spółek zagranicznych	18,58

CENA DOCELOWA: **17,10**

Podstawowe informacje

Kapitalizacja (mln PLN)	765,9
Dług netto (mln PLN)	-26,1
EV (mln PLN)	739,7
Liczba akcji (mln)	51,40
Max cena 12M	18,34
Min cena 12M	9,7
Średnia dzienna wartość obrotów 6M (tys. PLN)	1 462,8
Performance:	
3M	-16,4%
6M	16,4%
12M	24,2%

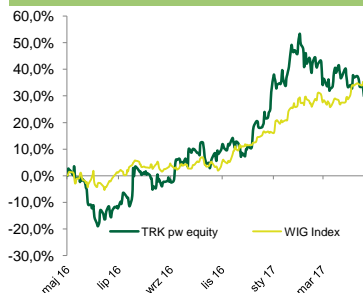
Opis spółki

Trakcja PRKil S.A. jest jedną z największych spółek działających w sektorze budownictwa infrastrukturalnego, a w szczególności na rynku kolejowym. Grupa Trakcja wykonuje realizacje obecnie głównie w Polsce oraz na Litwie i Łotwie. (EKD 41.20).

Akcjonariat

	% akcji	% głosów
Comsa SA	30,82%	30,82%
OFE NN	9,72%	9,72%
OFE PZU	9,47%	9,47%
OFE Aviva	5,02%	5,02%
Pozostali	44,97%	44,97%

Notowania 12M



Poprzednie rekomendacje

Brak

Analitik: Adam Aniol
nr telefonu: 22 507 52 93
adres e-mail: adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl



Prognoza wyników w 2018+

- Potencjalny portfel zleceń na lata po 2017 r. przekracza obecnie 2 000 mln PLN. Biorąc pod uwagę, że termin wykonania czterech największych kontraktów o łącznej wartości blisko 1 400 mln PLN przekracza 30 miesięcy, a projekty są w formule projektuj i buduj, oczekujemy w 2018 r. przychodów przekraczających 1 700 mln PLN (+23,7,5% r/r). Dodatkowo, w związku z oczekiwanym przesunięciem nakładów PKP PLK względem poziomów zapisanych w WPIK, kulminacji przerobu spodziewamy się dopiero w 2020 roku.

- W kolejnych latach oczekujemy stopniowo rosnącej rentowności w działalności kolejowej, na co złoży się (1) polityka budżetowania Spółki, (2) wyższe ceny w kolejnych ogłaszanych przetargach oraz (3) wprowadzenie nowego systemu motywacyjnego wynagrodzeń. Chociaż ceny materiałów (kruszyw, podkładów, stali, miedzi) można zabezpieczyć tylko w niewielkiej części, większość jest uwzględniona w oferowanych cenach.

- W dłuższym terminie oczekujemy co najmniej utrzymania przychodów generowanych przez spółki zależne poza granicami kraju, na co wpływ będzie miało umocnienie pozycji w krajach nadbałtyckich oraz wyjście na nowe rynki, co jednak odbije się negatywnie na rentowności.

- Obecne hit ratio składanych ofert Spółki (wraz z konsorcjantami) w ramach WPIK wynosi ok. 14,8%, co plasuje Trakcję na drugim miejscu po Torpolu (15,1%). Spółka zapowiada, że obecnie celuje już w tylko w kontrakty powyżej 100 mln PLN, gdzie konkurencja jest ograniczona do kilku podmiotów. Liczymy na co najmniej utrzymanie hit ratio na obecnym poziomie przy jednoczesnym wzroście średniej oferowanej ceny w relacji do budżetu zamawiającego. Spodziewamy się możliwości wystąpienia podobnych okoliczności, które miały miejsce w poprzedniej perspektywie na budowach dróg - część zagranicznych oraz mniejszych podmiotów może nie sprostać pracom, które mogą kończyć większe krajowe podmioty, co może być okazją do generowania ponadprzeciętnej marży.

Backlog

Na koniec 1Q'17 Spółka raportowała portfel zleceń na poziomie ok. 1 350 mln PLN (-13,5% r/r), z czego na bieżący rok przypada 860 mln PLN. Natomiast w kwietniu oraz maju Trakcja podpisała umowy na kolejne 600 mln PLN (w tym kontrakt za 428,5 mln PLN – linia E20 w obszarze LCS Łowicz), z których do wykonania w 2017 roku pozostaje 150 mln PLN. Dodatkowo, obecnie Spółka posiada oferty z najniższą, bądź najkorzystniejszą ceną na poziomie 1 300 mln PLN, z czego w przypadku podpisania umów, ok. 200 mln PLN pozostaje do zrealizowania w bieżącym roku. Łącznie na okres 1-3Q'17 pozostaje do zrealizowania ok. 1 210 mln PLN, natomiast na kolejne lata przechodzą roboty o wartości przekraczającej 2,0 mld PLN (+70% r/r). Zakładając zapowiedziane przez PKP PLK ogłoszenie 9-10 mld PLN kontraktów w 2017 r., liczymy że potencjalny portfel zleceń Trakcji powinien jeszcze wzrosnąć do końca roku.

Potencjalny portfel zleceń	Harmonogram		Razem
	na 2017	na 2018+	
mIn PLN			
Portfel zleceń na 31.03.17 r.	860	490	1 350
Umowy podpisane od 31.03 do 18.05.17 r.	150	450	600
Kontrakty w których najniższa, najkorzystniejsza cena	200	1 100	1 300
RAZEM	1 210	2 040	3 250

Źródło: Spółka, opracowanie BMBGZ BNP Paribas

mIn PLN	1Q'17	2Q'17P	3Q'17P	4Q'17P	2017P	2018P	2019P
Przychody	136,7	338,0	415,2	498,6	1388,4	1717,0	1965,5
dynamika r/r	-2,5%	-0,2%	1,6%	1,0%	0,5%	23,7%	14,5%
Trakcja	95,7	180,8	241,1	353,8	871,4	1159,0	1390,8
dynamika r/r	2,1%	-2,0%	2,0%	1,0%	0,8%	33,0%	20,0%
AB Kauno i pozostałe	40,1	157,0	174,0	140,1	517,0	558,1	574,7
dynamika r/r	-13,4%	2,0%	1,0%	1,0%	0,0%	8,0%	3,0%
Zysk brutto ze sprzedaży	4,3	38,5	45,4	45,7	134,0	153,0	175,4
dynamika r/r	-73,8%	-3,2%	-13,7%	16,7%	-9,6%	14,2%	14,7%
Trakcja	12,3	8,7	11,8	18,4	51,2	59,1	79,3
dynamika r/r	28,8%	40,5%	0,2%	61,5%	31,6%	15,4%	34,1%
marża	12,9%	4,8%	4,9%	5,2%	5,9%	5,1%	5,7%
AB Kauno i pozostałe	-8,0	29,8	33,6	27,3	82,8	93,9	96,1
dynamika r/r	-214,1%	-11,2%	-17,8%	-1,7%	-24,2%	13,4%	2,4%
marża	-19,9%	19,0%	19,3%	19,5%	16,0%	16,8%	16,7%
EBITDA	1,5	27,5	36,9	33,3	99,2	111,8	132,1
dynamika r/r	-78,7%	-7,0%	-7,7%	61,5%	2,1%	12,7%	18,1%
EBIT	-6,1	20,6	30,0	26,5	71,0	82,9	102,0
dynamika r/r	-	0,0%	0,0%	0,1%	-3,8%	16,7%	23,1%
Zysk netto	-6,2	15,3	22,9	20,0	52,1	62,3	77,8
dynamika r/r	-	-15,7%	-20,0%	122,2%	-7,6%	19,7%	24,9%
Marża EBITDA	1,1%	8,1%	8,9%	6,7%	7,1%	6,5%	6,7%
Marża EBIT	-4,5%	6,1%	7,2%	5,3%	5,1%	4,8%	5,2%
Marża netto	-4,6%	4,5%	5,5%	4,0%	3,8%	3,6%	4,0%

Źródło: Spółka, prognozy BM BGZ BNP Paribas

Dywersyfikacja geograficzna oraz segmentowa

Zapowiedzi Spółki odnośnie ekspansji geograficznej oceniamy pozytywnie, przy czym w najbliższych okresach w naszych prognozach nie ujmujemy znaczących wpływów z tego tytułu. W optymistycznym scenariuszu zakładamy umocnienie pozycji spółek zależnych na rynkach nadbałtyckich, przy czym pierwsze kontrakty z rynku szwedzkiego mogą pojawić się już w przyszłym roku. Spółka przygotowuje się również do wejścia na rynek ukraiński i niemiecki oraz obserwuje rynek bałkański. Biorąc pod uwagę, że po zakończeniu perspektywy unijnej, łączne nakłady PKP PLK na utrzymanie infrastruktury kolejowej nie będą przekraczały 4-5 mld PLN rocznie, pozytywnie oceniamy również prowadzoną dywersyfikację segmentową – kontrakty energetyczne oraz produkcja m.in. urządzeń stacyjnych w br. powinny przynieść kilkadziesiąt mln PLN przychodów (w 2016 roku odpowiednio 26,1 mln PLN oraz 40,7 mln PLN).

Nakłady inwestycyjne

Spółka w bieżącym roku planuje wydać na inwestycje kwotę na poziomie ok. 40 mln PLN (ponad amortyzację, która w 2016 roku przekroczy 25 mln PLN w związku z nabyciem nowego oraz konsolidacją przejętego sprzętu) względem odpowiednio ok. 35 mln PLN w 2016 roku. Środki w głównej mierze zostaną przeznaczone na dokończenie i wyposażenie budowy nowej bazy sprzętowej we Wrocławiu. W kolejnych latach wydatki inwestycyjne powinny sukcesywnie maleć. Należy zaznaczyć, że w 4Q'16 Trakcja nabyła za 21 mln PLN pozostałe 50% udziałów w Bahn Technik Wrocław. Powyższa transakcja przełożyła się nie tylko na zwiększenie mocy przerobowych, ale przede wszystkim przyniosła oszczędności na poziomie 40-50 mln PLN (zakładając inwestycje w podobnego typu sprzęt).

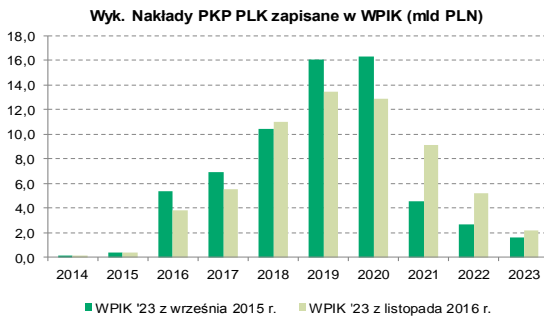
Wycena porównawcza

Względem zagranicznych peersów, Trakcja notowana jest z wyraźnym ponad kilkunastoprocentowym dyskontem na EV/EBIT i P/E. Powyższe jest jednak częściowo uzasadnione z uwagi na różnicę w kapitalizacji i oraz zasięg działalności. Względem spółek krajowych, dostrzegamy premię w szczególności na rok kolejny, co naszym zdaniem jest uzasadnione dywersyfikacją geograficzną oraz segmentową, a także potencjałem wzrostu wyników w kolejnych latach na bazie WPIK.



Otoczenie rynkowe

Po ubiegłorocznym przestoju związanym z niepłynnym przejściem pomiędzy poprzednią oraz aktualną perspektywą unijną, w pierwszych miesiącach 2017 roku na rynku zauważalna jest intensyfikacja w ogłaszaniu przetargów kolejowych. Zgodnie z wypowiedziami PKP PLK, do końca 2016 r. ogłoszono przetargi o wartości przekraczającej 20 mld PLN, natomiast od początku br. ogłoszono już kolejne blisko 6 mld PLN. Wg zapowiedzi z początku 2017 roku, na br. zaplanowano ogłoszenie przetargów o wartości 9-10 mld PLN, natomiast na kolejny rok ok. 18 mld PLN. O ile do końca 2016 roku, PKP PLK podpisało umowy o łącznej wartości 7 mld PLN, na 2017 rok zaplanowano zawarcie kontraktów na poziomie 20-22 mld PLN. Natomiast do końca 2018 roku PKP PLK zakładają podpisanie umów sumarycznie na blisko 40 mld PLN, czyli na poziomie 60% dostępnych środków. Mimo powyższego przyspieszenia nadal istnieje znaczne ryzyko niewykorzystania wszystkich środków dostępnych w ramach WPIK.



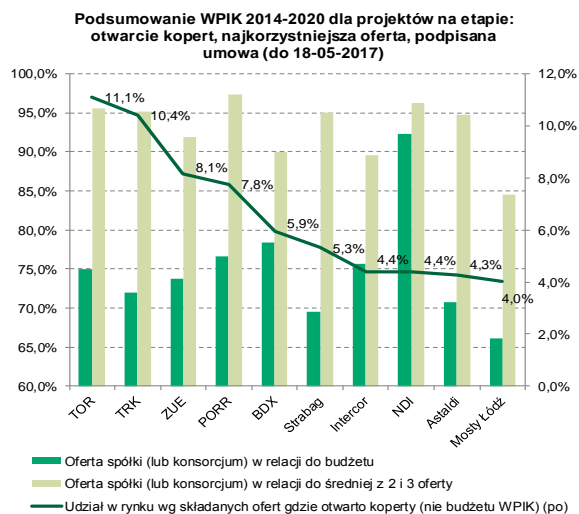
Źródło: WPIK, opracowanie BMBGZ BNP Paribas

W związku z opóźnieniem w przygotowaniu kontraktacji, w 2016 roku nakłady inwestycyjne PKP PLK były zbliżone zaledwie do 4,0 mld PLN, a w br. zgodnie z założeniami nie przekroczy 6 mld PLN. Mimo iż, zauważalnie skrócił się czas między ogłoszeniem przetargu, wyborem wykonawcy i podpisaniem kontraktu, co podkreślają sami uczestnicy rynku, zdecydowana większość kontraktów kolejowych jest w formule projektuj i buduj, tym samym od podpisania umowy do przystąpienia do ważniejszych prac mija od 6 do nawet 12 miesięcy. Biorąc pod uwagę, że w 1Q'17 podpisano umowy o łącznej wartości nieprzekraczającej 3 mld PLN, osiągnięcie zakładanych nakładów na poziomie 11 mld PLN w 2018 roku może być trudne. Chociaż w zaktualizowanym budżecie WPIK dokonano przesunięcia wydatków z okresu 2019-2020 na kolejne lata, przerób na poziomie 13 mld PLN przy obecnych zdolnościach rynku wydaje się nierealny, biorąc również pod uwagę logistykę dostaw, zamknięcia linii itp. W ocenie branży kolejowej, optymistyczny maksymalny przerób to 10-11 mld PLN.

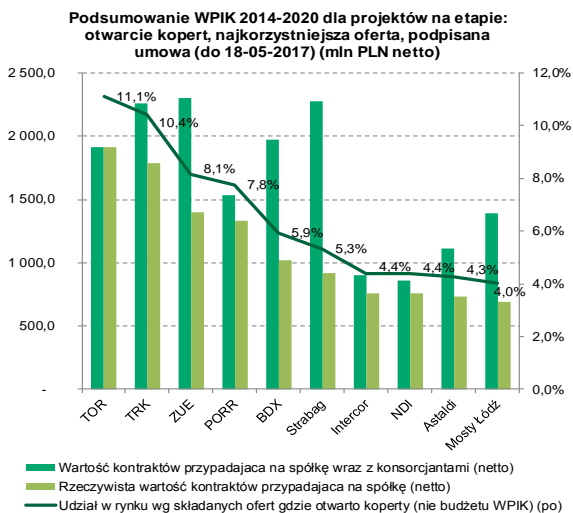
Ożywienie w przetargach potwierdza poniższe podsumowanie, w którym widać przyspieszenie w procesowaniu wniosków oraz wyborze ofert na przestrzeni ostatnich miesięcy. Chociaż cykl procedowania wniosków jest różny, można jednak zakładać, że ceny we wcześniej ogłaszanych przetargach były relatywnie niższe względem budżetu z uwagi na „rynkowy głód” kontraktów. Spodziewamy się, że średnia wartość oferty do budżetu zamawiającego, może stopniowo rosnąć w kolejnych kwartałach, przy czym zwracamy uwagę na zauważalną konkurencję ze strony zagranicznych oraz mniejszych firm, która powinna skutecznie ograniczyć wspomniany trend.

Podsumowanie WPIK 2014-2020 dla projektów na etapie: otwarcie kopert, najkorzystniejsza oferta, podpisana umowa	23-02-2017	12-04-2017	18-05-2017
Zaawansowanie WPIK (suma budżetów w projektach do budżetu całego WPIK):	29,5%	39,9%	44,1%
Średnia wartość oferty do budżetu WPIK:	70,7%	72,7%	73,8%
Średnia wartość oferty do średniej z 2 i 3 oferty:	91,5%	91,6%	91,9%
Udział 10 firm z największym udziałem w rynku:	72,5%	60,5%	65,7%
Udział 5 firm z największym udziałem w rynku:	52,5%	46,7%	40,9%

Źródło: WPIK, opracowanie BM BGZ BNP Paribas na podstawie www.zamowienia.plk-sa.pl



Źródło: WPIK, opracowanie BM BGZ BNP Paribas na podstawie www.zamowienia.plk-sa.pl



Źródło: WPIK, opracowanie BM BGZ BNP Paribas na podstawie www.zamowienia.plk-sa.pl



Wycena

Wycenę Spółki sporządzono za pomocą:

- metody opartej na zdyskontowanych przepływach pieniężnych (Free Cash Flow to Firm) FCFE;
- metody porównawczej.

Metoda oparta na zdyskontowanych przepływach pieniężnych jest jedną z najbardziej popularnych metod wyceny przedsiębiorstw. Według metody opartej na przepływach pieniężnych, wartość Spółki jest równa sumie (zdyskontowanych odpowiednim ważonym kosztem kapitału) przepływów pieniężnych, pomniejszonej o wartość długu netto.

Wyceny metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych zostały sporządzone przy zachowaniu następujących założeń:

- stopę wolną od ryzyka przyjęliśmy na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych, która wynosi 3,5%, premię za ryzyko rynkowe przyjmujemy na poziomie 5,5%;
- nominalny koszt kapitału obcego przyjmujemy na poziomie 5%;
- współczynnik beta przyjęliśmy na podstawie relewarowanej bety (czyli uwzględniającej stosunek zadłużenia do wartości kapitałów własnych) przy wskaźniku wyjściowym równym 1;
- wzrost wolnych przepływów po okresie prognozy zakładamy w wysokości 2% w skali roku;
- efektywną stopę podatkową przyjmujemy na poziomie 19%,;
- nie zakładamy emisji nowych akcji;
- wartość kapitału własnego w estymacji WACC jest wartością rynkową (szacowaną w wycenie DCF);
- wszystkie wartości wyrażone są nominalnie;
- cena akcji została wyliczona na dzień 19.05.2017 r.

Metoda porównawcza z kolei przedstawia spółkę na tle popularnych mnożników wyznaczonych dla spółek grupy porównawczej. Wartość spółki szacowaliśmy na podstawie popularnych wskaźników P/E (stosunek ceny akcji do zysku spółki na jedną akcję), EV/EBIT (stosunek wartości przedsiębiorstwa liczonej jako suma wartości kapitałów własnych dla akcjonariuszy większościowych, długu netto oraz udziałów mniejszościowych spółki do zysku przed oprocentowaniem i opodatkowaniem) oraz EV/EBITDA (stosunek wartości przedsiębiorstwa liczonej jako suma wartości kapitałów własnych, długu netto spółki oraz udziałów mniejszościowych do zysku przed oprocentowaniem i opodatkowaniem powiększonego o amortyzację). Do wyceny porównawczej wykorzystaliśmy wskaźniki oparte na konsensusie analityków dla spółek krajowych o podobnym profilu działalności.

Ostateczną cenę otrzymaliśmy, obliczając średnią z dwóch wartości – wyceny metodą FCFE oraz metodą porównawczą, przy zachowaniu równych wag dla każdej z nich. Wyznaczona w ten sposób wartość jednej akcji Trakcji jest wyższa od obecnej wartości rynkowej. Ostatecznie wydajemy zalecenie KUPUJ dla akcji Spółki z ceną docelową 17,10 PLN.

Tab. Podsumowanie wycen

	wycena 1 akcji	waga
metoda DCF	16,87	50%
metoda porównawcza	17,34	50%
wycena Trakcja	17,10	
obecna cena akcji	14,90	
różnica (%)	14,8%	

Źródło: BM BGZ BNP

Kapitalizacja (EUR)	EV/EBIT			EV/EBITDA			P/E			CAGR (2016-2018)			
	2016	2017 P	2018 P	2016	2017 P	2018 P	2016	2017 P	2018 P	EBIT	EBITDA	Zysk netto	
Spółki zagraniczne													
ALARKO HLDG	317	-	-	36,1	10,9	6,7	7,3	12,7	-	-	132%	4%	
SCHNEIDER ELECTR	40 607	13,1	13,3	12,4	11,4	10,3	18,8	17,5	15,9	3%	5%	9%	
BALFOUR BEATTY	2 241	68,5	18,8	11,8	19,0	12,2	9,0	31,7	21,7	14,3	141%	46%	45%
FCC	3 349	18,8	17,4	16,3	9,1	9,0	8,7	30,1	22,7	18,3	7%	2%	49%
HOCHTIEF AG	10 513	15,0	12,9	12,0	10,6	9,5	9,0	30,2	24,7	22,7	12%	8%	15%
ACS	11 156	9,5	8,8	8,3	6,8	6,4	6,3	16,3	14,5	13,5	7%	4%	17%
FERROVIAL SA	14 299	34,3	31,6	30,5	21,9	20,3	20,1	46,3	36,4	33,6	6%	4%	17%
BILFINGER SE	1 601	-	-	15,0	48,5	11,5	6,6	-	78,4	26,6	-	171%	-6%
SALINI IMPREGILO	1 552	8,0	6,8	5,8	4,4	3,9	3,4	-	-	-	14%	35%	
MOTA ENIGL SGPS	600	12,9	10,2	8,7	5,9	5,3	4,8	10,1	14,0	9,1	22%	11%	38%
VINCI SA	45 129	14,8	13,5	12,9	10,1	9,4	9,0	18,5	16,4	15,2	-	-	
KIER GROUP PLC	1 371	-	9,2	8,3	7,8	8,0	7,3	11,6	11,2	10,1	-	3%	9%
ACCIONA SA	4 669	19,2	16,3	15,4	9,0	8,4	8,0	30,2	18,2	16,2	12%	6%	36%
OBRASCON HUARTE	975	9,9	8,3	7,5	7,5	6,7	6,2	6,0	8,4	6,7	15%	10%	8%
SKANSKA AB-B	8 795	10,3	11,2	11,7	8,6	9,3	9,5	13,9	14,8	15,3	-6%	-4%	-6%
MEDIANA	3 349	14,0	12,9	11,9	9,1	9,3	8,0	18,5	16,9	15,3	9,5%	7,0%	16,0%
Trakcja	184	10,2	10,6	9,1	7,8	7,6	6,8	13,7	14,8	12,4	6%	7%	5%
Premia/dyskonto*		-27,1%	-17,8%	-23,5%	-14,3%	-18,3%	-15,0%	-25,9%	-12,4%	-19,0%	-36,8%	4,3%	-67,5%
Wycena 1 akcji (PLN) - spółki zagraniczne	18,58												
Spółki polskie													
UNIBEP	117	12,1	10,9	11,1	10,2	9,5	9,6	15,5	13,3	13,3	4%	3%	7%
BUDIMEX	1 588	10,2	9,8	9,9	9,5	9,2	9,3	18,7	17,6	17,8	1%	1%	1%
ELBUDOWA	138	7,4	7,6	7,7	6,1	6,1	6,2	11,0	11,9	12,2	-2%	-1%	-5%
TORPOL SA	68	12,1	19,8	6,9	7,0	8,8	4,7	21,0	36,8	11,7	32%	22%	28%
MOSTALWAR	58	-	-	-	-	-	-	-	5,7	5,3	-	-	-
ZUE SA	59	-	51,0	5,9	51,0	11,9	4,3	76,8	76,8	11,7	-	246%	-
MOSTALZAB	32	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ERBUD	95	5,5	5,0	4,9	4,3	4,1	4,0	13,9	12,6	12,1	6%	5%	-2%
MEDIANA	81	10,2	10,3	7,3	8,3	9,0	5,4	17,1	13,3	12,0	4,0%	4,0%	1,0%
Trakcja	184	10,2	10,6	9,1	7,8	7,6	6,8	13,7	14,8	12,4	6%	7%	5%
Premia/dyskonto*		0,0%	2,9%	24,7%	-6,0%	-15,6%	25,9%	-19,9%	11,3%	3,3%	50,0%	82,5%	420,0%
Wycena 1 akcji (PLN) - spółki polskie	14,89												

*Źródło: Bloomberg, BM BGZ BNP, *wartość dodatnia oznacza, że spółka jest relatywnie droższa od grupy porównawczej*



Tabela: Wycena metodą DCF

(mln PLN)	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody	1 388	1 717	1 966	2 116	2 051	1 839	1 598	1 456	1 421	1 387
EBIT	71,0	82,9	102,0	109,6	110,2	98,8	84,1	74,7	70,2	65,9
Efektowna st. podatkowa	20%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
NOPLAT	56,9	67,1	82,6	88,8	89,3	80,0	68,1	60,5	56,9	53,4
Amortyzacja	28,2	28,9	30,0	30,5	30,5	26,6	27,2	25,3	25,9	26,4
CAPEX	68,2	48,9	40,0	30,5	30,5	26,6	27,2	25,3	25,9	26,4
Inwestycje w kapitał obrotowy	98,3	-28,7	-13,9	-8,4	3,6	11,8	13,5	7,9	2,0	1,9
FCFF	115,2	18,4	58,8	80,4	92,9	91,9	81,6	68,4	58,9	55,2
Stopa wolna od ryzyka	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Premia rynkowa	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Beta	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Koszt kapitału własnego	9,7%	9,7%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%
Koszt długu	5%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Koszt długu po opodatkowaniu	4,0%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%
% kapitału własnego	87,0%	87,0%	88,0%	89,0%	89,0%	89,0%	89,0%	89,0%	89,0%	88,0%
% długu	13,0%	13,0%	12,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	12,0%
WACC	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	8,9%	8,9%
Suma DFCF		484,8								
Wartość rezydualna (TV)		811,8								
Zdykontowana TV		356,1								
Wartość dz. operacyjnej		840,9								
Dług netto		-26,1								
Wartość kapitału własnego		867,0								
Liczba akcji (tys.)		51 400,0								
Wartość 1 akcji		16,87								

Źródło: BM BGŻ BNP.

P - prognozy BM BGŻ BNP

Czynniki ryzyka:

- Mimo szerokiej dywersyfikacji segmentowej oraz geograficznej, sprzedaż Grupy nadal w znacznym stopniu jest uzależniona od dwóch zamawiających: PKP PLK oraz litewskiego zarządcy dróg. Zaniechanie, bądź istotna zmiana planów inwestycyjnych wymienionych jednostek mogą negatywnie wpłynąć na przyszłe wyniki Spółki.
- Z uwagi na opóźnienia w obecnym programie WPIK, istnieje wysokie ryzyko nie wykorzystania wszystkich dostępnych środków na infrastrukturę kolejową. Czynnikiem ryzyka dla pełnego wykonania WPIK są również potencjalne negatywne następstwa Brexit oraz napięcia na linii Polska-UE.
- Spółka działa na specyficznym rynku budowlanym, na którym narażona jest na cykle koniunkturalne, które mogą niekorzystnie wpłynąć na stronę przychodową, jak również kosztową w postaci znacznych wahań cen materiałów i podwykonawców.
- Spółka posiada obecnie istotną wartość złożonych ofert w przetargach kolejowych, w których oferta cenowa Spółki jest najniższa bądź wybrana jako najkorzystniejsza. Do momentu podpisania umowy, prognozy oparte na wspomnianych wartościach są obciążone ryzykiem.

wzrost FCFF w nieskończoność						
	16,87	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
	-1%	17,82	18,45	19,17	20,03	21,07
	-0,5%	16,82	17,34	17,93	18,63	19,46
WACC	0%	15,94	16,37	16,87	17,44	18,11
	0,5%	15,15	15,52	15,94	16,42	16,97
	1%	14,46	14,77	15,12	15,53	15,99

Źródło: BM BGŻ BNP

wzrost FCFF w nieskończoność						
	16,87	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
	0,92	16,02	16,46	16,96	17,54	18,21
	1,02	15,98	16,41	16,91	17,49	18,16
Beta	1,12	15,94	16,37	16,87	17,44	18,11
	1,22	15,90	16,33	16,82	17,40	18,07
	1,32	15,85	16,29	16,78	17,35	18,02

Źródło: BM BGŻ BNP

(mln PLN)	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
AKTYWA	1 445,8	1 327,4	1 396,7	1 471,3	1 594,2	1 707,6	1 798,9
Aktywa trwałe	719,9	704,3	721,7	761,7	781,7	791,7	791,7
Wartości niematerialne i prawne	60,2	56,6	55,3	55,3	55,3	55,3	55,3
Wartości firmy	342,3	334,7	337,9	337,9	337,9	337,9	337,9
Rzeczowe aktywa trwałe	189,6	196,8	247,5	287,5	307,5	317,5	317,5
Pozostałe	470,1	450,9	418,9	418,9	418,9	418,9	418,9
Aktywa obrotowe	725,9	623,1	675,0	709,6	812,5	915,8	1 007,1
Zapasy	60,0	84,8	75,9	80,8	99,9	114,3	123,1
Należności krótkoterminowe	521,9	246,9	377,3	313,7	388,0	444,1	478,2
Środki pieniężne	61,8	251,4	148,8	236,7	226,8	252,7	297,1
Pozostałe	82,2	40,0	73,0	78,4	97,8	104,7	108,7
PASywa	1 445,8	1 327,4	1 396,7	1 471,3	1 594,2	1 707,6	1 798,9
Kapitał własny	674,5	726,3	776,0	805,6	844,4	894,2	947,0
Kapitał podstawowy	41,1	41,1	41,1	41,1	41,1	41,1	41,1
Kapitał zapasowy	310,0	310,0	310,0	310,0	310,0	310,0	310,0
Zysk skumulowany	49,5	50,2	54,7	84,3	123,1	172,9	225,7
Zobowiązania i rezerwy	771,3	601,1	620,8	665,8	749,8	813,3	851,8
Zobowiązania długoterminowe	151,3	142,0	153,6	153,6	153,6	153,6	153,6
w tym dług odsetkowy	101,2	89,5	100,7	100,7	100,7	100,7	100,7
Zobowiązania krótkoterminowe	620,0	459,2	467,2	512,2	596,3	659,8	698,3
w tym dług odsetkowy	100,8	21,8	22,0	22,0	22,0	22,0	22,0

Źródło: BM BGŻ BNP.

P - prognozy BM BGŻ BNP

RZiS (mln PLN)	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
Przychody ogółem	1 601,7	1 329,2	1 381,2	1 388,4	1 717,0	1 965,5	2 116,1
zmiana r/r	25,7%	-17,0%	3,9%	0,5%	23,7%	14,5%	7,7%
Zysk ze sprzedaży	202,1	166,1	148,2	134,0	153,0	175,4	189,6
marża na sprzedaży	12,6%	12,5%	10,7%	9,7%	8,9%	8,9%	9,0%
EBIT	85,8	76,7	73,8	71,0	82,9	102,0	109,6
EBITDA	109,5	99,0	97,2	99,2	111,8	132,1	140,0
marża operacyjna	5,4%	5,8%	5,3%	5,1%	4,8%	5,2%	5,2%
Saldo z działalności finansowej	-17,0	-4,0	-6,5	-6,0	-6,0	-6,0	-6,0
Zysk (strata) netto	50,4	51,8	56,3	52,1	62,3	77,8	83,9
marża netto	3,1%	3,9%	4,1%	3,8%	3,6%	4,0%	4,0%

Źródło: BM BGŻ BNP.

P - prognozy BM BGŻ BNP

Cash flow (mln PLN)	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
Przepływy z działalności operacyjnej	99,1	319,8	-39,4	178,5	62,5	94,0	106,0
Zysk brutto	68,8	72,7	67,3	65,1	76,9	96,1	103,6
Amortyzacja	23,7	22,3	23,4	28,2	28,9	30,0	30,5
Zmiana kapitału obrotowego	-36,2	-149,7	188,3	-93,4	32,8	24,8	15,0
Podatek dochodowy zapłacony	-18,4	-20,9	-11,0	-13,0	-14,6	-18,3	-19,7
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-11,1	-7,5	-31,0	-68,2	-48,9	-40,0	-30,5
Nakłady inwestycyjne (CAPEX)	-12,1	-26,1	-37,0	-68,2	-48,9	-40,0	-30,5
Przepływy z działalności finansowej	-111,7	-118,6	-34,6	-22,5	-23,4	-28,0	-31,1
Dywidenda	0,0	0,0	-17,5	-22,5	-23,4	-28,0	-31,1
Splata kredytów netto	-73,4	-29,7	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	-23,8	193,7	-105,0	87,9	-9,8	25,9	44,4
Środki pieniężne: na początek okresu	81,5	61,8	251,4	148,8	236,7	226,8	252,7
na koniec okresu	61,8	251,4	148,8	236,7	226,8	252,7	297,1

Źródło: BM BGŻ BNP.

P - prognozy BM BGŻ BNP

Źródło: BM BGŻ BNP.

P - prognozy BM BGŻ BNP



Zespół ds. Doradztwa Inwestycyjnego	telefon	adres email
Michał Krajczewski, CFA	22 507 52 91	michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl
Kamil Hajdamowicz	22 507 52 76	kamil.hajdamowicz@bgzbnpparibas.pl
Adam Aniol	22 507 52 93	adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl

Zespół ds. Obsługi Rynku Wtórno	telefon	adres email
Damian Zemlik	22 507 52 72	damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl
Paulina Rudolf	22 507 52 73	paulina.rudolf@bgzbnpparibas.pl
Grzegorz Leszek	22 329 43 55	grzegorz.leszek@bgzbnpparibas.pl
Monika Dudek	22 329 43 24	monika.dudek@bgzbnpparibas.pl
Przemysław Borycki	22 329 43 22	przemyslaw.borycki@bgzbnpparibas.pl
Sławomir Orzechowski	22 329 43 54	s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl

Zespół ds. Obsługi Rynku Pierwotnego	telefon	adres email
Marek Jaczewski	22 329 43 53	marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl

Internetowe serwisy transakcyjne

bm**BGZ**.net

Zlecenia na GPW i New Connect

<https://makler.bmbgz.pl/>

eIPO.bm**BGZ**

Zapisy w ofertach publicznych (IPO)

<https://emisja.bmbgz.pl/>

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV – (enterprise value – wartość ekonomiczna) dług netto + wartość rynkowa
EBIT – (earnings before interest & tax – zysk przed odsetkami i podatkami) - zysk operacyjny
EBITDA – (earnings before interest, taxes, depreciation and amortization) - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją
ROE – (return on equity – zwrot na kapitale własnym) – iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu kapitałów własnych
ROA – (return on assets – zwrot na aktywach) – iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu aktywów
NAV – wartość aktywów netto (aktywa – zobowiązania)
P/CE – iloraz kapitalizacji oraz zysku wraz z amortyzacją
EBIT/EV – iloraz zysku operacyjnego oraz wartości ekonomicznej
P/E (lub C/Z) – (price earnings ratio – wsk. cena / zysk) – iloraz ceny oraz rocznego zysku netto przypadającego na jedną akcję
P/BV (lub C/WK) – (cena/wartość księgową) – iloraz ceny oraz wartości księgowej przypadającej na jedną akcję
EPS – (earnings per share – wsk. zysku na jedną akcję) – iloraz zysku netto oraz liczby akcji
DPS – (dividend per share – wsk. stopy dywidendy) – iloraz dywidendy na jedną akcję oraz ceny rynkowej jednej akcji
BVPS – (wsk. wartości księgową na jedną akcję) – iloraz kapitału własnego oraz liczby akcji
BVPS – (wsk. wartości księgową na jedną akcję) – iloraz kapitału własnego oraz liczby akcji
Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ich ekwiwalenty
Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży
Yield – w przypadku nieruchomości: stosunek przychodów z najmu do wartości nieruchomości
NOI – (net operating income) – różnica pomiędzy przychodami a kosztami operacyjnymi nieruchomości komercyjnej
NWC – (net working capital) = zapasy + należności krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług – zobowiązania krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług



Biuro Maklerskie Banku BGŻ BNP Paribas S.A. prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (obecnie Komisja Nadzoru Finansowego). Podlega regulacjom ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi. Nadzór nad działalnością BM BGŻ BNP Paribas S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego Banku BGŻ BNP Paribas S.A. (dalej: BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A.)

Raport jest udostępniany klientom wyłącznie w celach informacyjnych i nie powinien być wykorzystywany w charakterze lub traktowany jako oferta lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Wszelkie informacje i opinie zawarte w powyższym dokumencie zostały przygotowane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie powyższego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego dokumentu i ewentualne szkody poniesione w ich wyniku ponoszą wyłącznie podejmujący takie decyzje. Dokument ten został przygotowany przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. z zastosowaniem metodologicznej poprawności, zachowaniem należytej staranności i obiektywizmu. Korzystając z tego dokumentu, nie należy go traktować jako substytutu do przeprowadzenia własnej niezależnej oceny. Ani dokument ten, ani żaden jego fragment nie jest poradą inwestycyjną, prawną, księgową, podatkową czy jakkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. jest ważny w okresie 12 miesięcy od dnia sporządzenia go i nie jest planowana jego aktualizacja, o ile nie nastąpią zmiany lub nie pojawią się nowe istotne informacje i okoliczności, będące podstawą wydania danej rekomendacji. Data sporządzenia raportu jest datą pierwszego udostępnienia rekomendacji do dystrybucji. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez zgody BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. jest zabronione.

BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. przyjęło następującą metodologię w zakresie oczekiwań co do stopy zwrotu z inwestycji w instrument finansowy będący przedmiotem Raportu w okresie 12 miesięcy od dnia wydania raportu:

- Kupuj** – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wynosi co najmniej 10%;
- Neutralnie** – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji znajduje się w przedziale (0%; + 10%);
- Sprzedaj** – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji jest poniżej 10%.

Metody wyceny zastosowane w prezentowanym dokumencie opierają się na metodach i modelach opisanych i powszechnie wykorzystywanych w literaturze fachowej. Używanie ich wymaga szacowania dużej liczby parametrów, m.in. takich jak: stopy procentowe, kursy walut, przyszłe zyski, przepływy pieniężne i wiele innych. Parametry te są zmienne w czasie, subiektywne i w rzeczywistości mogą różnić się od tych przyjętych do wyceny. Każda wycena zależy od wartości wprowadzonych parametrów i jest wrażliwa na ich zmianę. Wycena DCF: Metoda DCF bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Jej mocne strony to uwzględnienie przyszłych zmian w wolnych przepływach pieniężnych oraz kosztu pieniądza w czasie. Słabe strony to duża liczba parametrów, które należy oszacować oraz wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów. Wycena metodą porównawczą: Wycena ta opiera się na porównaniu wskaźników rynkowych wycenianej spółki ze wskaźnikami innych porównywalnych spółek. Mocna strona tej metody to mniejsza, w porównaniu z metodą DCF, liczba parametrów wyceny oraz relatywne odnoszenie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Słabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywanych spółek oraz efektywności rynku.

Pomiędzy BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. a Podmiotem Raportu nie występują powiązania i nie są mu znane informacje, o których mowa w §9 i §10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców.

Osoby sporządzające niniejszą rekomendację/analizę/opracowanie:

- pobierają stałe wynagrodzenie niezależne od wydanego zalecenia, ceny docelowej, czy trafności rekomendacji i nie jest ono zależne od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej Banku BGŻ BNP Paribas S.A.
- nie pełnią funkcji kierowniczych i nie zajmują stanowisk w organach nadzorczych Spółki i nie są z nią powiązane żadną umową.

Spółka nie posiada akcji Banku BGŻ BNP Paribas S.A. , a podmioty powiązane z Bankiem BGŻ BNP Paribas S.A. nie posiadają akcji Spółki. Niniejsza rekomendacja/analiza/opracowanie nie została udostępniona emitentowi przed datą pierwszego ich udostępnienia do dystrybucji.

Wykaz rekomendacji/analiz/opracowań/komentarzy sporządzanych przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. wraz z informacją dotyczącą proporcji udzielanych rekomendacji „kupuj”, „sprzedaj”, „neutralnie” jest dostępny na stronie :

<https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/raporty-biura-maklerskiego.asp>

"Nota prawna na temat sporządzania i rozpowszechniania rekomendacji inwestycyjnych" jest dostępna na stronie:

https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static_informations_wersja_PL.pdf