



REKOMENDACJA KUPUJ Z 21,8% POTENCJAŁEM WZROSTU

Po niesprzyjającym okresie, w którym portfel zleceń systematycznie toniał, z uwagi na opóźnienie w ogłaszaniu przetargów kolejowych, obecnie Spółka może pochwalić się największym udziałem na krajowym rynku na poziomie blisko 17,0% (bez konsorcjantów). Przede wszystkim pozytywnym zaskoczeniem okazała się liczba przetargów, w których oferta Torpolu okazała się najkorzystniejsza wg zamawiającego, mimo iż po otwarciu ofert cenowych spółka znajdowała się na dalszych miejscach. Dotychczas wspomniana sytuacja nastąpiła w co najmniej 6 przetargach o łącznej wartości 0,9 mld PLN. Powyższe powinno przełożyć się na ponadprzeciętne marże, które powinny być wsparciem dla wyników generowanych na kontraktach pozyskanych w otoczeniu wysokiej presji na ceny.

Szacujemy, że na koniec 2017 roku portfel zleceń może wzrosnąć do blisko 2,6 mld PLN (+558% r/r). Torpol obecnie znajduje się w dogodnej pozycji przed kolejną transzą przetargów, która spodziewana jest na przełomie 2017/2018 roku (otwarcie kopert w 1H'18). Potencjalny portfel zleceń wypełnia niemal w 100% nasze prognozy przychodów segmentu kolejowego na 2018 rok oraz w blisko 75% na 2019 rok. Celem Zarządu jest osiągnięcie poziomu backlog na poziomie 3,5-4,0 mld PLN w perspektywie 2020 roku – w naszych prognozach konserwatywnie zakładamy dolny przedział wspomnianej wartości.

Torpol handlowany jest z dyskontem względem spółek porównawczych dla wyników generowanych w kolejnych latach, co w naszej ocenie nie jest uzasadnione biorąc pod uwagę (i) spodziewane dynamiczne odbicie wyników, (ii) wysoki portfel zleceń z potencjałem do dalszego wzrostu, (iii) mniejszą niepewność odnośnie procesów przetargowych, (iv) mocny bilans oraz (v) zintensyfikowanie działań mających na celu dywersyfikację działalności, segmentową jak i geograficzną.

Wydamy rekomendację KUPUJ i wyznaczamy cenę docelową dla akcji Torpol na poziomie 16,08 PLN, co oznacza 21,8% potencjał wzrostu kursu akcji.

Prognoza wyników 2017

- Popisane dotychczas kontrakty zapewniają przerób na poziomie ok. 600 mln PLN w br. natomiast całoroczne przychody Grupy zależą w dużej mierze od terminu podpisania kolejnych, o łącznej wartości blisko 1,4 mld PLN. W związku z powyższym konserwatywnie zakładamy roczną dynamikę przychodów na poziomie +2,5% do 789,4 mln PLN.

- Po sześciu kwartałach spadku sprzedaży r/r, 3Q'17 powinien być pierwszym o dodatniej dynamice przychodów w związku ze zwiększonym przerobem na dużych kontraktach (LCS Konin – 837 mln PLN netto oraz E30 Kraków – Mydlniki – 247,4 mln PLN netto). Ostatni kwartał 2017 roku powinien z kolei odpowiadać za ponad 45% przerobu rocznego, zakładając że na kontraktach typu buduj, podpisanych na przełomie 3Q/4Q'17, zostaną rozpoczęte prace.

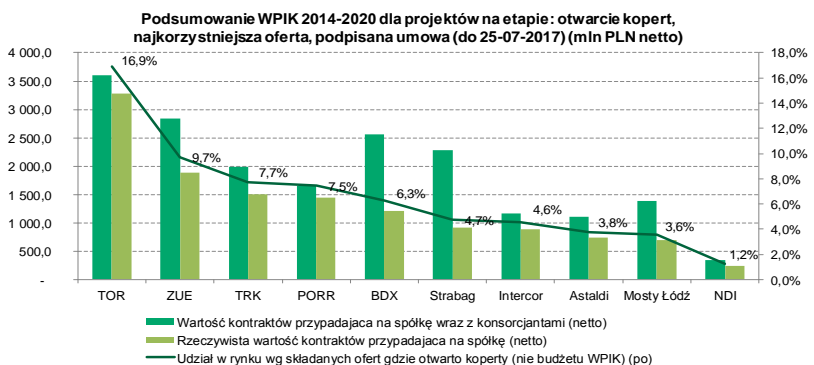
- Biorąc pod uwagę, iż w całym 2017 roku za wynik w dużej mierze będą odpowiadać kontrakty pozyskane w otoczeniu wysokiej konkurencji i mocnej presji cenowej, spodziewamy się spadku marży brutto ze sprzedaży do poziomu 5,0% względem 5,7%. Należy przy tym wspomnieć, że rentowność w 2016 roku została „pozytywnie” zakłócona z uwagi na przeszacowanie budżetu na kontrakcie Rail Baltica oraz dodatkowe płatności na Łodzi Fabrycznej związane z postępowaniem spornym. Względem 1Q'17, kiedy rentowność brutto wyniosła 4,2%, oczekujemy stopniowej poprawy do 5,2% w 4Q'17.

- Koszty SG&A w całym roku powinny pozostać na podobnym poziomie r/r (26,2 mln PLN vs 26,8 mln PLN w 2016 r.; +8,9% r/r), z uwagi na zwiększone zatrudnienie w spółkach zależnych.

- Zakładamy neutralne saldo z pozostałej działalności operacyjnej na koniec roku (+0,4 mln PLN w 2016 r.), co przy niższej marży brutto, przekłada się na spadek EBIT r/r odpowiednio z 17,8 mln PLN do 13,2 mln PLN.

- W związku z wykupem obligacji (40 mln PLN) w 2Q'17 oczekujemy wyraźnego spadku salda finansowego względem ub. roku (-1,0 mln PLN vs -3,2 mln PLN).

- Przy założeniu stopy podatkowej na poziomie 19% w okresie 2-4Q'17, wynik netto w całym roku powinien zbliżyć się do 10 mln PLN (-2,3% r/r).



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

mln PLN	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
Przychody	775,4	1 226,1	770,2	789,5	1 214,5	1 384,4	1 484,0
zmiana r/r (%)	86,5%	58,1%	-37,2%	2,5%	53,8%	14,0%	7,2%
EBITDA	43,2	55,8	32,4	28,3	51,0	62,7	68,3
marża EBITDA	5,6%	4,6%	4,2%	3,6%	4,2%	4,5%	4,6%
EBIT	32,7	43,3	17,8	13,3	35,4	47,0	52,4
marża EBIT	4,2%	3,5%	2,3%	1,7%	2,9%	3,4%	3,5%
Zysk netto	25,0	32,0	10,1	9,8	27,5	36,7	41,0
marża netto	3,2%	2,6%	1,3%	1,2%	2,3%	2,7%	2,8%
P / E	12,1	9,5	30,1	30,8	11,0	8,3	7,4
EV/EBITDA	4,7	3,6	6,3	7,2	4,0	3,2	3,0
DPS	0,00	0,44	0,66	0,44	0,34	0,60	0,80

P - prognozy BM BGZ BNP

Wycena

Cena bieżąca (27.07.2017)	13,20
Wycena metodą DCF (50%)	15,93
Wycena metodą porównawczą (50%)	16,23
- wzgl. polskich spółek	13,71
- wzgl. spółek zagranicznych	17,31

CENA DOCELOWA: **16,08**

Podstawowe informacje

Kapitalizacja (mln PLN)	303,2
Dług netto (mln PLN)	-47,1
EV (mln PLN)	256,2
Liczba akcji (mln)	22,97
Max cena 12M	13,68
Min cena 12M	9,5
Średnia dzienna wartość obrotów 6M (tys. PLN)	297,1
Performance:	
1M	6,8%
3M	3,9%
12M	37,2%

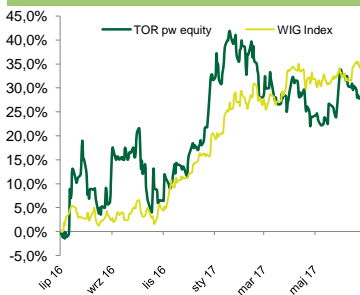
Opis spółki

Torpol specjalizuje się w kompleksowej realizacji obiektów komunikacyjnych: szlaków i stacji kolejowych, torowisk tramwajowych, dróg i ulic oraz obiektów inżynierskich wraz z pełną infrastrukturą towarzyszącą. (EKD 41.20).

Akcjonariat

	% akcji	% głosów
TF Silesia	38,00%	38,00%
OFE NN	9,58%	9,58%
PKO TFI	7,57%	7,57%
PKO OFE	3,77%	3,77%
Pozostali	41,08%	41,08%

Notowania 12M



Poprzednie rekomendacje

Brak

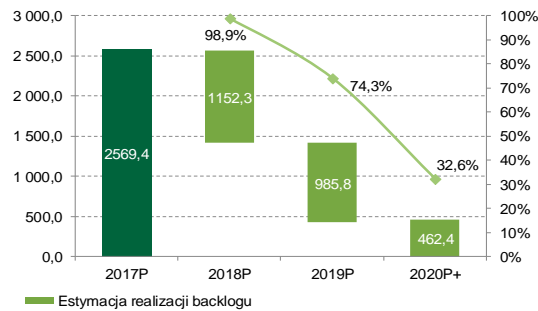
Analitik: Adam Aniol
nr telefonu: 22 507 52 93
adres e-mail: adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl



Prognoza wyników w 2018+

- Zakładając konserwatywnie podpisanie umów na kontraktach, dla których Spółka posiada najkorzystniejszą ofertę bądź najniższą cenę, potencjalny portfel zleceń na 2018 przekracza 1,15 mld PLN, natomiast na rok kolejny kształtuje się na nieco niższym poziomie (ok. 1,0 mld PLN). Na 2018 rok oczekujemy zatem istotnego przyrostu przychodów na poziomie 53,8% r/r do 1 214,5 mln PLN). Dodatkowo, w związku z oczekiwanym przesunięciem nakładów PKP PLK względem poziomów zapisanych w WPIK, kulminacji przerobu spodziewamy się dopiero w 2020 roku.

Wyk. Prognozowany backlog na koniec 2017 r. oraz estymacja realizacji portfela zleceń



Źródło: Spółka, opracowanie BM BGZ BNP Paribas

- W kolejnych latach oczekujemy stopniowo rosnącej rentowności w działalności kolejowej, na co złoży się przede wszystkim przerób na kontraktach pozyskanych w późniejszym okresie, kiedy presja cenowa uległa zmniejszeniu. Należy przy tym wspomnieć, że dotychczas w co najmniej 6 przetargach o łącznej wartości 0,9 mld PLN, oferta Spółki okazała się najkorzystniejsza, mimo iż cenowo Spółka zajmowała dalszą pozycję. Na powyższych kontraktach należy oczekiwać rentowności powyżej średniej. Dodatkowo Spółka śladem konkurencji przeprowadziła zmianę w systemie motywacyjnym wynagrodzeń, kładąc większy nacisk na wynik jednostkowy kontraktu.

- W dłuższym terminie oczekujemy systematycznego wzrostu udziału przychodów z rynku norweskiego. Spółka dostrzega stopniowe przyspieszenie realizacji tamtejszego wieloletniego planu inwestycji kolejowych - obecnie Torpol uczestniczy w kilku większych postępowaniach przekraczających jednostkowo 100 mln PLN.

- Obecne hit ratio składanych ofert Spółki (wraz z konsorcjantami) w ramach WPIK wynosi ok. 22,8%, co plasuje Torpol na pierwszym miejscu z udziałem w rynku na poziomie 16,9% (bez konsorcjantów oraz 18,6% z konsorcjantami). Spółka obecnie znajduje się w dogodnej pozycji przed kolejną tranżą przetargów, która spodziewana jest na przełomie 2017/2018 roku (otwarcie kopert w 1H'18). Celem Zarządu jest osiągnięcie poziomu backlogu na poziomie 3,5-4,0 mld PLN w perspektywie 2020 roku - w naszych prognozach konserwatywnie zakładamy dolny przedział wspomnianej wartości.

- 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.

Potencjalny portfel zleceń w segmencie kolejowym po 2Q'17 (mln PLN)	Harmonogram				Razem
	na 2Q'17	na 2H'17	na 2018	na 2019+	
Portfel zleceń na 31.03.17 r.	133	378	362	339	1 212
Umowy podpisane od 01.04 do 24.07.17 r.	-	70	220	295	585
Kontrakty w których najniższa, najkorzystniejsza cena	-	105	570	744	1 419
RAZEM		553	1 152	1 378	3 084

Źródło: Spółka, opracowanie BM BGZ BNP Paribas

Tab. Prognoza wyników

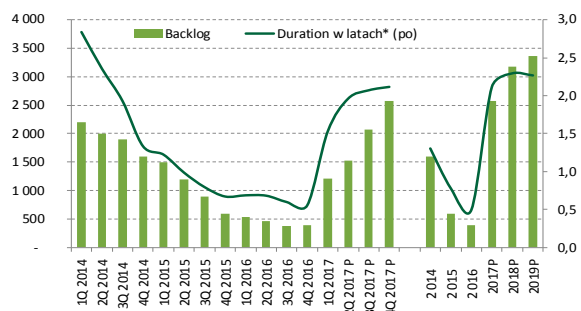
mln PLN	1Q'17	2Q'17P	3Q'17P	4Q'17P	2017P	2018P	2019P
Przychody	64,3	144,1	224,8	356,3	789,5	1 214,5	1 384,4
zmiana r/r	-94,8%	-1,8%	18,6%	121,5%	2,5%	53,8%	14,0%
Segment kolejowy	54,3	131,8	213,6	346,3	746,0	1164,6	1327,6
zmiana r/r	-55,0%	-22,0%	48,0%	28,0%	5,9%	56,1%	14,0%
Segment tramwajowy	7,4	5,5	3,8	2,2	19,0	19,4	20,2
zmiana r/r	-59,9%	-60,0%	-65,0%	-	-54,5%	2,0%	4,0%
Pozostałe (Torpol Oil&Gas)	2,6	6,7	7,4	7,7	24,4	30,5	36,6
zmiana r/r	-64,5%	0,0%	30,0%	95,0%	3,4%	25,0%	20,0%
Zysk brutto ze sprzedaży	2,7	7,0	11,3	18,7	39,6	66,1	77,8
zmiana r/r	-72,1%	-12,2%	37,7%	0,7%	-10,5%	66,9%	17,8%
marża	4,2%	4,8%	5,0%	5,2%	5,0%	5,4%	5,6%
Segment kolejowy	2,9	6,2	10,6	18,1	37,7	63,0	73,9
zmiana r/r	-59,7%	-6,0%	35,2%	-53,3%	-37,4%	67,2%	17,2%
marża	5,3%	4,7%	5,0%	5,2%	5,1%	5,4%	5,6%
Segment tramwajowy	-1,0	0,4	0,3	0,2	-0,1	0,6	0,8
zmiana r/r	-	-	-64,3%	-	-99,6%	-843,2%	38,7%
marża	-13,5%	8,0%	8,0%	8,0%	-0,4%	3,0%	4,0%
Pozostałe (Torpol Oil&Gas)	0,8	0,3	0,3	0,3	1,7	2,4	3,1
zmiana r/r	36,1%	-88,7%	-	-	-49,9%	45,0%	27,5%
marża	31,5%	4,0%	4,0%	4,0%	6,9%	8,0%	8,5%
EBITDA	0,2	4,8	8,4	15,0	28,3	51,0	62,7
zmiana r/r	-99,7%	-30,4%	86,7%	150,1%	-12,5%	79,8%	23,1%
EBIT	-3,7	1,1	4,6	11,2	13,3	35,4	47,0
zmiana r/r	-108,4%	-69,5%	52,1%	393,0%	-25,3%	165,6%	32,8%
Zysk netto	-3,3	0,7	3,6	8,9	9,8	27,5	36,7
zmiana r/r	-	-77,7%	-634,1%	554,5%	-2,3%	179,1%	33,6%
marża EBITDA	0,3%	3,4%	3,7%	4,2%	3,6%	4,2%	4,5%
marża operacyjna	-5,7%	0,8%	2,1%	3,2%	1,7%	2,9%	3,4%
marża netto	-5,2%	0,5%	1,6%	2,5%	1,2%	2,3%	2,7%

Źródło: Prognozy BM BGZ BNP Paribas

Backlog

Portfel zleceń Spółki, po mocnym spadku w okresie 2014-2016, od początku 2017 notuje istotne odbicie. Na koniec 1Q'17 backlog Spółki obejmujący podpisane kontrakty obejmował ponad 1,2 mld PLN. W związku z przyspieszonym procedowaniem przetargów w 1H17, do chwili obecnej Torpol podpisał dwie większe umowy o łącznej wartości blisko 0,6 mld PLN netto (395 mln PLN E-39 Leszno-Czempiń oraz 190 mln PLN linia nr 289 Legnica-Rudna Gwizdanów). Dodatkowo, Spółka w przetargach o łącznej wartości blisko 1,4 mld PLN (bez udziału konsorcjantów) posiada oferty wybrane jako najkorzystniejsze (1,1 mld PLN) lub z najniższą ceną (0,3 mld PLN).

Wyk. Backlog oraz duration portfela zleceń



Źródło: Spółka, opracowanie BM BGZ BNP Paribas. *Backlog/przychody w kolejnych 12M

Zakładając podpisanie umów na wspomnianych kontraktach (1,2 mld PLN) oraz przerób w br. na podobnym poziomie względem ubiegłego, portfel zleceń na koniec 2017 roku powinien zbliżyć się do poziomu 2,6 mld PLN (+558% r/r). Wg naszych szacunków udział Torpolu w rynku (bez udziału konsorcjantów) kształtuje się na poziomie ok. 17%, co czyni spółkę liderem. Konserwatywnie oczekujemy spadku udziału w kolejnych kwartałach w związku z mniejszą presją na zwiększenie portfela zleceń. Niemniej, liczymy że Spółce uda się utrzymać co najmniej 10% udział w WPIK. Spodziewamy się odpowiednio 1,7 mld PLN oraz 1,4 mld PLN nowych kontraktów w 2018 oraz 2019 roku, co powinno przełożyć się na wzrost portfela zleceń do blisko 3,5 mld PLN w perspektywie końca 2019 roku.



Dywersyfikacja geograficzna oraz segmentowa

Norwegia

Spółka od kilku lat rozwija działalność na rynku norweskim poprzez spółkę Torpol Norge. W pierwszym etapie były to głównie kontrakty tramwajowe, które wraz z rozpoznaniem rynku przyniosły częściowe referencje do wejścia na rynek kolejowy. W 2016 roku po raz pierwszy spółka pozyskała kontrakty z norweskiego rynku kolejowego. Chociaż ich łączna wartość nie jest istotna (ok. 30 mln PLN), wprowadza optymizm co do kolejnych przetargów. Norweski zaktualizowany rządowy program rozbudowy infrastruktury (National Transport Plan, NTP) obejmuje prace na kolei na poziomie ponad 100 mld PLN w wariantach bazowym na lata 2018-2029. Co istotne, środki nie są uzależnione od funduszy z budżetu UE.

Planowane nakłady w NTP 2018-2029 (mld PLN)*	Scenariusz nakładów**			
	Niski	Bazowy	Średni	Wysoki
Drogi	158,7	191,9	212,5	232,2
Drogi kolejowe, w tym:	83,8	105,4	140,3	150,5
Utrzymanie	54,7	54,9	61,2	64,6
Inwestycje	25,9	47,4	76,0	82,7
Inwestycje morskie	7,4	9,8	11,2	14,4
Pozostałe	13,2	21,4	30,5	30,5
RAZEM	343,6	430,8	531,6	574,9

Źródło: Spółka, opracowanie BM BGZ BNP Paribas; *przyjęto kurs NOK/PLN = 0,4585
**http://www.ntp.dep.no/English/_attachmen/1525049/binary/11327667_is=1571e02a3c0

Należy przy tym zwrócić, uwagę że specyfika rynku norweskiego różni się od polskiego. Przede wszystkim istnieją wysokie bariery wejścia, co częściowo związane jest z procesem pozyskania certyfikacji maszyn i pracowników oraz niezbędnych pozwoleń, które są bardziej restrykcyjne od krajowych. Z drugiej strony, powyższe przekłada się na niższą konkurencję oraz mniejszą wagę ceny, a tym samym na wyższe marże. Naszym zdaniem z punktu widzenia Spółki, rynek norweski jest bardzo atrakcyjny – wypracowana w ostatnich latach marka na rynku tramwajowym oraz poczynione inwestycje w środki trwałe i kadre (zatrudnienie w 2016 r/r wzrosło o ponad 100% do 130 osób) powinny przełożyć się na nowe kontrakty – Torpol uczestniczy już w przetargach przekraczających jednostkowo 100 mln PLN. Szacujemy, że po zakończeniu WPIK przychody z rynku norweskiego mogą stanowić 1/3 sprzedaży Torpolu. Obecnie, z uwagi na niskie moce przerobowe wykonawców (największy udział ok. 35% posiada państwowa Grupa Baneservice, której skala porównywalna jest z Torpolem na rynku polskim) realizacja NTP opóźnia się, przy czym zauważalny jest trend wchodzenia na ten rynek spółek zagranicznych m.in. z Niemiec, Szwecji czy Szwajcarii.

Balkany

Torpol dodatkowo intensyfikuje działalność na rynku bałkańskim. Poza spółką zależną Torpol d.o.o. zarejestrowaną w Chorwacji, założony został oddział w Belgradzie – Spółka liczy, że w związku z planami przystąpienia Serbii do struktur UE, kraj ten otrzyma przedakcesyjne fundusze pomocowe na realizację inwestycji infrastrukturalnych. Spółka zwraca jednak uwagę, że obecnie działalność oddziału serbskiego ograniczona jest do monitorowania sytuacji i aktywności lokalnych konkurentów oraz oceny potencjału pozostałych rynków bałkańskich. Biorąc pod uwagę powyższe, na chwilę obecną nie ujmujemy w naszych prognozach przychodów z omawianego regionu.

Torpol Oil&Gas

Pod koniec 2015 roku Torpol przejął spółkę Dimark Oil&Gas (obecnie Torpol Oil&Gas), która zajmuje się projektowaniem, produkcją i montażem instalacji do uzdatniania ropy naftowej i gazu ziemnego. Spółka zamknęła 2016 rok stratą na poziomie

1,7 mln PLN przy sprzedaży na poziomie 6,5 mln PLN. W ocenie Zarządu breakeven powinien nastąpić w roku bieżącym, natomiast w perspektywie kolejnych lat oczekiwana marża brutto na sprzedaży powinna przekroczyć 10%. Biorąc pod uwagę wznowienie inwestycji energetycznych w Polsce (m.in. PGNiG, Gaz System) zwiększanie skali Torpol Oil&Gas powinno przełożyć się na pozytywną kontrybucję do wyników Grupy. W naszych prognozach konserwatywnie zakładamy przekroczenie przychodów na poziomie 40 mln w okresie do 2020 roku przy rentowności brutto na sprzedaży zbliżonej do 9%.

Nakłady inwestycyjne

Spółka w bieżącym roku planuje wydać na inwestycje kwotę na poziomie ok. 27 mln PLN (amortyzacja w 2017 roku przekroczy 15 mln PLN w związku z nabyciem nowego sprzętu) względem odpowiednio ok. 30 mln PLN w 2016 roku. W kolejnym roku zakładamy CAPEX ponad amortyzację na poziomie 8 mln PLN, natomiast w kolejnych latach stopniowy spadek do 4 mln PLN.

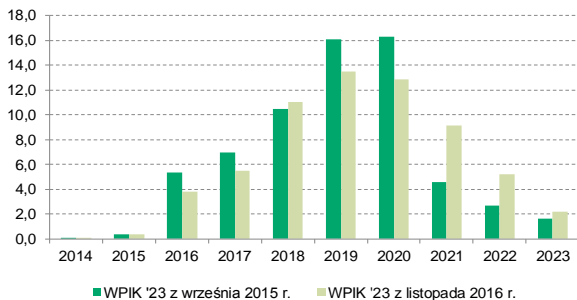
Wycena porównawcza

Torpol na tle spółek porównawczych wykazuje znaczną premię dla prognoz w 2017 roku, czego przyczyną jest oczekiwany gorszy r/r wynik w związku z niskim portfelem zleceń na koniec 2016 roku. Z kolei dla wyników w okresie 2018-2019 Torpol obecnie handlowany jest z wyraźnym dyskontem, w szczególności względem zagranicznych peers. W naszej ocenie obserwowane dyskonto nie jest uzasadnione biorąc pod uwagę (i) spodziewany dynamiczny wzrost wyników, (ii) wysoki portfel zleceń z potencjałem do dalszego wzrostu, (iii) mniejszą niepewność odnośnie procesów przetargowych, (iv) mocny bilans (gotówka netto) oraz (v) zintensyfikowanie działań mających na celu dywersyfikację działalności.

Otoczenie rynkowe

Po ubiegłorocznym przestoju związanym z niepełnym przejściem pomiędzy poprzednią oraz aktualną perspektywą unijną, w pierwszej połowie 2017 roku na rynku zauważalna była 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 ponad 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.

Wyk. Nakłady PKP PLK zapisane w WPIK (mld PLN)



Źródło: WPIK, opracowanie BM BGZ BNP Paribas



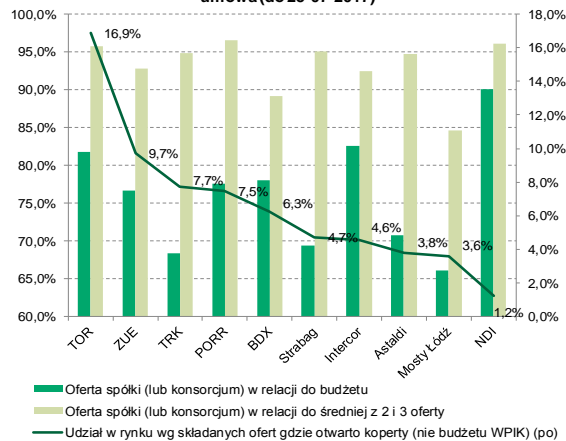
W związku z opóźnieniem w przygotowaniu kontraktacji, w 2016 roku nakłady inwestycyjne PKP PLK były zbliżone zaledwie do 4,0 mld PLN, a w br. zgodnie z założeniami nie przekroczyły 6 mld PLN. Mimo iż, zauważalnie skrócił się czas między ogłoszeniem przetargu, wyborem wykonawcy i podpisaniem umowy, co podkreślają sami uczestnicy rynku, znaczna część 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 1H'17 podpisano umowy o łącznej wartości nieprzekraczającej 10 mld PLN, osiągnięcie zakładanych nakładów na poziomie 11 mld PLN w 2018 roku będzie zadaniem trudnym, ale możliwym. 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. Wykorzystanie wszystkich środków z WPIK jest uzależnione od tempa ogłaszania oraz podpisywania umów z wykonawcami w bieżącym roku – w przypadku utrzymania tempa powyższych z 1H17 istnieje szansa skosumowania całej kwoty 66 mld PLN na inwestycje kolejowe.

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	13-06-2017	12-07-2017
Zaawansowanie WPIK (suma budżetów w projektach do budżetu całego WPIK):	29,5%	39,9%	44,1%	45,2%	48,5%
Średnia wartość oferty do budżetu WPIK:	70,7%	72,7%	73,8%	75,6%	75,9%
Średnia wartość oferty do średniej z 2 i 3 oferty:	91,5%	91,6%	91,9%	92,6%	92,2%
Udział 10 firm z największym udziałem w rynku:	72,5%	60,5%	65,7%	63,9%	65,9%
Udział 5 firm z największym udziałem w rynku:	52,5%	46,7%	40,9%	42,8%	48,0%

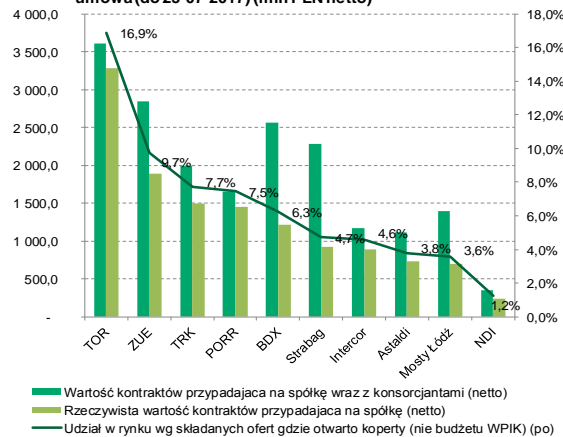
Źródło: WPIK, opracowanie BM BGZ BNP Paribas na podstawie www.zamowienia.plk-sa.pl

Podsumowanie WPIK 2014-2020 dla projektów na etapie: otwarcie kopert, najkorzystniejsza oferta, podpisana umowa (do 25-07-2017)



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

Podsumowanie WPIK 2014-2020 dla projektów na etapie: otwarcie kopert, najkorzystniejsza oferta, podpisana umowa (do 25-07-2017) (mIn PLN netto)



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

Podsumowanie WPIK 2014-2020 dla projektów na etapie: otwarcie kopert, najkorzystniejsza oferta, podpisana umowa (na dzień 25.07.2017 r.)

(kwoty netto w mln PLN)	Łączna wartość umów podpisanych oraz o najniższej cenie/najkorzystniejszej ofercie (bez konsorcjum)	Łączna wartość umów podpisanych oraz o najniższej cenie/najkorzystniejszej ofercie (z konsorcjum)	Wszystkie przetargi, w których otwarto koperty	Wszystkie przetargi, w których otwarto koperty i w których dana spółka składała ofertę (oferty wybrane bądź najniższe)	Wszystkie przetargi, w których otwarto koperty oraz w których dana spółka składała ofertę (oferty danej spółki bądź konsorcjum)	Hit ratio (bez konsorcjum)	Hit ratio (z konsorcjum)	Hit ratio (z konsorcjum względem ofert składanych)	Udział w rynku (bez konsorcjum)	Udział w rynku (z konsorcjum)
	A	B	C	D	E	=A/D	=B/D	=B/E	=A/C	=B/C
Trakcja	1 500,9	1 989,8	19 453,6	15 428,4	14 837,6	9,7%	12,9%	13,4%	7,7%	10,2%
Torpol	3 283,9	3 610,7	19 453,6	15 830,9	16 945,3	20,7%	22,8%	21,3%	16,9%	18,6%
ZUE	1 892,3	2 844,4	19 453,6	15 117,5	15 750,0	12,5%	18,8%	18,1%	9,7%	14,6%
Budimex	1 217,4	2 566,1	19 453,6	12 383,4	13 121,5	9,8%	20,7%	19,6%	6,3%	13,2%

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 27.07.2017 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 z uwzględnieniem amortyzacji). 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 Torpol jest wyższa od obecnej wartości rynkowej. Ostatecznie wydajemy zalecenie KUPUJ dla akcji Spółki z ceną docelową 16,08 PLN.

Tab. Podsumowanie wycen

	wycena 1 akcji	waga
metoda DCF	15,93	50%
metoda porównawcza	16,23	50%
wycena Torpol	16,08	
obecna cena akcji	13,20	
różnica (%)	21,8%	

Źródło: BM BGZ BNP

Kapitalizacja (EUR)	EV/EBIT			EV/EBITDA			P/E			CAGR (2017-2019)		
	2017P	2018P	2019P	2017P	2018P	2019P	2017P	2018P	2019P	EBIT	EBITDA	Zysk netto
Spółki zagraniczne												
ALARKO HLDG	311	-	-	9,2	6,8	6,2	-	-	-	-	22%	43%
SCHNEIDER ELECTR	40 931	13,6	12,7	12,0	11,4	10,5	9,8	17,6	16,0	14,7	7%	8%
BALFOUR BEATTY	2 063	18,0	11,3	9,1	11,8	8,6	7,4	21,0	13,7	11,1	40%	26%
FCC	3 631	18,1	17,0	15,8	9,4	9,1	8,8	20,7	16,2	13,8	7%	4%
HOCHTIEF AG	9 682	12,2	11,1	10,5	8,5	8,1	7,7	22,6	20,8	19,1	7%	5%
ACS	10 483	8,3	7,8	7,4	6,1	5,8	5,5	13,7	12,6	11,6	6%	5%
FERROVIAL SA	13 696	30,7	30,0	27,6	19,7	19,6	18,5	35,8	33,0	28,7	5%	3%
BILFINGER SE	1 554	287,9	12,4	8,0	10,3	6,0	4,8	116,0	27,9	18,3	5,0	47%
SALINI IMPREGILO	1 493	7,3	6,3	5,6	4,1	3,7	3,3	-	-	-	14%	13%
MOTA ENIGL SGPS	590	12,6	10,1	9,4	5,3	4,8	4,6	24,9	10,1	8,6	16%	8%
VINCI SA	45 847	13,7	13,0	12,3	9,5	9,0	8,7	16,4	15,2	14,2	-	0,0
KIER GROUP PLC	1 420	9,9	9,0	7,9	8,8	8,1	7,0	12,2	10,9	9,4	0,1	12%
ACCIONA SA	4 358	15,8	15,1	14,4	8,1	7,8	7,4	17,5	15,6	14,0	-	-
OBRASCON HUARTE	1 139	8,6	7,4	6,8	6,9	6,2	5,7	9,6	7,2	6,5	13%	10%
SKANSKA AB-B	8 216	11,8	11,9	11,5	9,7	9,7	9,2	14,6	16,1	15,5	1%	3%
MEDIANA	3 631	13,1	11,6	10,0	9,2	8,1	7,4	17,6	15,6	14,0	9,5%	8,0%
Torpol	71	19,3	7,3	5,5	9,1	5,1	4,1	30,8	11,0	8,3	88%	49%
Premia/dyskonto*		47,3%	-37,1%	-45,0%	-1,1%	-37,0%	-44,6%	75,0%	-29,5%	-40,7%	824,2%	510,0%
Wycena 1 akcji (PLN) - spółki zagraniczne	17,31											
Spółki polskie												
UNIBEP	110	10,6	11,1	10,8	9,1	9,4	9,0	12,4	12,6	12,2	-1%	1%
BUDIMEX	1 363	7,5	8,3	8,6	7,1	7,7	8,0	14,1	15,9	17,0	-6%	-6%
ELBUDOWA	122	6,9	7,3	-	5,6	5,8	-	10,4	10,8	11,4	-	-4%
TRAKCJA SA	164	10,1	8,4	7,0	7,2	6,3	5,4	14,6	11,7	9,1	20%	15%
MOSTALWAR	49	-	-	-	-	-	-	4,8	4,5	4,2	-	-
ZUE SA	51	57,8	7,3	3,5	12,3	4,9	2,8	82,5	12,5	6,1	304%	108%
MOSTALZAB	32	17,0	14,1	10,6	7,3	6,8	5,8	30,3	22,8	15,2	26%	12%
ERBUD	87	6,9	6,6	-	5,6	5,4	-	11,7	11,3	-	-	-
MEDIANA	99	10,1	8,3	8,6	7,2	6,3	5,8	13,2	12,1	10,2	20,0%	12,0%
Torpol	71	19,3	7,3	5,5	9,1	5,1	4,1	30,8	11,0	8,3	88%	49%
Premia/dyskonto*		91,1%	-12,0%	-36,0%	26,4%	-19,0%	-29,3%	133,3%	-9,1%	-18,6%	339,0%	306,7%
Wycena 1 akcji (PLN) - spółki polskie	13,71											

*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	789	1 214	1 384	1 484	1 419	1 277	1 104	958	834	803
EBIT	13,3	35,4	47,0	52,4	50,8	45,4	38,3	32,5	26,3	23,9
Efektywna st. podatkowa	20%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
NOPLAT	10,6	28,7	38,1	42,5	41,1	36,7	31,0	26,3	21,3	19,3
Amortyzacja	15,0	15,6	15,7	15,9	16,0	15,8	15,7	15,3	15,1	14,6
CAPEX	27,0	23,6	20,7	19,9	20,0	19,8	17,7	15,3	15,1	14,6
Inwestycje w kapitał obrotowy	4,0	-41,9	-10,7	-6,3	4,1	8,9	10,9	9,2	7,8	1,9
FCFF	2,6	-21,3	22,4	32,2	41,2	41,7	40,0	35,5	29,1	21,2
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	1,5	1,4	1,4	1,4	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Koszt kapitału własnego	11,6%	11,4%	11,2%	11,0%	10,9%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%
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	63,0%	65,0%	67,0%	69,0%	70,0%	71,0%	71,0%	71,0%	71,0%	72,0%
% długu	37,0%	35,0%	33,0%	31,0%	30,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	28,0%
WACC	8,8%	8,8%	8,8%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%
Suma DFCF		149,1								
Wartość rezydualna (TV)		347,0								
Zdyskontowana TV		169,8								
Wartość dz. operacyjnej		318,9								
Dług netto		-47,1								
Wartość kapitału własnego		365,9								
Liczba akcji (tys.)		22 970,0								
Wartość 1 akcji		15,93								

Czynniki ryzyka:

- Mimo kontynuowanej dywersyfikacji segmentowej oraz geograficznej, sprzedaż Grupy nadal w znacznym stopniu jest uzależniona od jednego zamawiającego: PKP PLK. Zaniedbanie, bądź istotne ograniczenie planów inwestycyjnych 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.

Źródło: BM BGŻ BNP. * gotówka pomniejszona o 52,5 mln PLN z uwagi na zmianę statusu rachunku bankowego na jednym z kontraktów z powiemniczego na zwykły

P - prognozy BM BGŻ BNP

wzrost FCFF w nieskończoność

	15,93	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
-1%	16,82	17,48	18,26	19,18	20,29	
-0,5%	15,81	16,37	17,01	17,76	18,65	
WACC	0%	14,93	15,40	15,93	16,55	17,28
0,5%	14,14	14,54	14,99	15,51	16,11	
1%	13,44	13,79	14,17	14,61	15,11	

Źródło: BM BGŻ BNP

wzrost FCFF w nieskończoność

	15,93	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
1,18	14,98	15,45	15,99	16,61	17,34	
1,33	14,95	15,42	15,96	16,58	17,31	
Beta	1,48	14,93	15,40	15,93	16,55	17,28
1,63	14,90	15,37	15,90	16,52	17,25	
1,78	14,87	15,34	15,87	16,49	17,22	

Źródło: BM BGŻ BNP

(mln PLN)	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
AKTYWA	764,5	675,9	680,9	599,2	700,9	761,6	806,3
Aktywa trwałe	116,0	155,6	167,7	179,7	187,7	192,7	196,7
Wartości niematerialne i prawne	1,6	1,2	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Rzeczowe aktywa trwałe	72,7	94,1	106,7	118,7	126,7	131,7	135,7
Pozostałe	41,7	60,3	60,2	60,2	60,2	60,2	60,2
Aktywa obrotowe	648,5	520,3	513,1	419,5	513,2	568,8	609,5
Zapasy	36,4	20,6	18,5	22,5	34,6	39,4	42,2
Należności krótkoterminowe	328,6	112,7	221,5	164,4	252,9	288,3	309,0
Środki pieniężne	193,7	342,9	207,1	159,9	132,5	139,8	152,1
Pozostałe	89,8	44,1	66,0	72,7	93,2	101,3	106,2
PASYWA	764,5	675,9	680,9	599,2	700,9	761,6	806,3
Kapitał własny	203,3	222,9	218,0	218,8	241,4	264,3	286,9
Kapitał podstawowy	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6
Kapitał zapasowy	58,9	58,9	58,9	58,9	58,9	58,9	58,9
Zysk skumulowany	37,3	44,2	22,6	23,4	45,9	68,9	91,5
Zobowiązania i rezerwy	561,2	453,0	462,8	380,4	459,5	497,2	519,3
Zobowiązania długoterminowe	34,1	91,0	93,9	53,9	53,9	53,9	53,9
w tym dług odsetkowy	27,4	80,1	53,2	53,2	53,2	53,2	53,2
Zobowiązania krótkoterminowe	527,1	362,0	369,0	326,6	405,7	443,3	465,4
w tym dług odsetkowy	46,2	20,4	75,6	75,6	75,6	75,6	75,6

Źródło: BM BGŻ BNP.

P - prognozy BM BGŻ BNP

RZiS (mln PLN)	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
Przychody ogółem	775,4	1 226,1	770,2	789,5	1 214,5	1 384,4	1 484,0
zmiana r/r	86,5%	58,1%	-37,2%	2,5%	53,8%	14,0%	7,2%
Zysk ze sprzedaży	48,4	67,8	44,2	39,6	66,1	77,8	85,4
marża na sprzedaży	6,2%	5,5%	5,7%	5,0%	5,4%	5,6%	5,8%
EBIT	32,7	43,3	17,8	13,3	35,4	47,0	52,4
EBITDA	43,2	55,8	32,4	28,3	51,0	62,7	68,3
marża operacyjna	4,2%	3,5%	2,3%	1,7%	2,9%	3,4%	3,5%
Saldo z działalności finansowej	-2,3	-3,2	-3,3	-1,0	-1,5	-1,7	-1,9
Zysk (strata) netto	25,0	32,0	10,1	9,8	27,5	36,7	41,0
marża netto	3,2%	2,6%	1,3%	1,2%	2,3%	2,7%	2,8%

Źródło: BM BGŻ BNP.

P - prognozy BM BGŻ BNP

	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
EPS	1,09	1,39	0,44	0,43	1,20	1,60	1,78
DPS	0,00	0,44	0,66	0,44	0,34	0,60	0,80
Dividend yield	0,0%	0,0%	0,0%	3,0%	1,6%	4,5%	6,1%
BVPS	8,9	9,7	9,5	9,5	10,5	11,5	12,5
P/E	12,1	9,5	30,1	30,8	11,0	8,3	7,4
P/BV	1,5	1,4	1,4	1,4	1,3	1,1	1,1
P/S	0,39	0,25	0,39	0,38	0,25	0,22	0,20
EV/EBIT	6,2	4,7	11,4	15,3	5,8	4,3	3,9
EV/EBITDA	4,7	3,6	6,3	7,2	4,0	3,2	3,0
EV/IS	0,3	0,2	0,3	0,3	0,2	0,1	0,1

Źródło: BM BGŻ BNP.

P - prognozy BM BGŻ BNP

Cash flow (mln PLN)	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
Przepływy z działalności operacyjnej	74,8	160,4	-184,7	28,8	1,1	41,7	50,5
Zysk brutto	30,4	40,1	14,6	12,4	33,9	45,3	50,6
Amortyzacja	10,5	12,5	14,5	15,0	15,6	15,7	15,9
Zmiana kapitału obrotowego	-7,7	-122,9	76,7	8,3	48,2	13,2	7,7
Podatek dochodowy zapłacony	-22,5	-11,9	-12,0	-2,5	-6,4	-8,6	-9,6
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-2,8	-12,4	-1,9	-27,0	-23,6	-20,7	-19,9
Nakłady inwestycyjne (CAPEX)	-4,3	-11,9	-5,4	-27,0	-23,6	-20,7	-19,9
Przepływy z działalności finansowej	22,8	1,1	-1,7	-49,1	-4,9	-13,7	-18,4
Dywidenda	0,0	-11,5	-15,8	-9,1	-4,9	-13,7	-18,4
Splata kredytów netto	-23,4	-28,9	29,4	-40,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	94,8	149,2	-188,3	-47,2	-27,4	7,3	12,3
Środki pieniężne:							
na początek okresu	98,9	193,7	342,9	207,1	159,9	132,5	139,8
na koniec okresu	193,7	342,9	207,1	159,9	132,5	139,8	152,1

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 Anioł	22 507 52 93	adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl
Adrian Kutnik	22 507 52 92	adrian.kutnik@bgzbnpparibas.pl

Zespół ds. Obsługi Rynku Wtórno telefon adres email

Damian Zemlik	22 507 52 72	damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl
Marcin Rżany	22 507 52 73	marcin.rzany@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

Zlecenia na GPW i New Connect <https://makler.bmbgz.pl/>

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 księgowej na jedną akcję) – iloraz kapitału własnego oraz liczby akcji
BVPS - (wsk. wartości księgowej 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