



analityk: Adam Aniol

data sporządzenia: 06.09.2017 r.

Cena akcji	Kapitalizacja (mln PLN)	Free float	Wartość dzienna obrotów (tys. PLN)	P/E	P/BV
11,90	273,3	61,89%	20,2	-	1,27

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).

Wyniki kwartalne	2Q '17	2Q '16	r/r	2Q '17	2Q '17 - konsensus	różnica	2Q '17	2Q '17 - BM BGŻ BNP	różnica
<b>Przychody</b>	<b>148,6</b>	<b>189,6</b>	<b>-21,6%</b>	<b>148,6</b>	<b>138,0</b>	<b>7,7%</b>	<b>148,6</b>	<b>144,1</b>	<b>3,1%</b>
<b>ZBnS</b>	<b>-0,3</b>	<b>7,9</b>	<b>-</b>	<b>-0,3</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-0,3</b>	<b>7,0</b>	<b>-</b>
<i>marża brutto ze sprzedaży</i>	<i>-0,2%</i>	<i>4,2%</i>	<i>-</i>	<i>-0,2%</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-0,2%</i>	<i>11,8%</i>	<i>-</i>
<b>EBITDA</b>	<b>-2,7</b>	<b>4,5</b>	<b>-</b>	<b>-2,7</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-2,7</b>	<b>4,8</b>	<b>-</b>
<i>marża EBITDA</i>	<i>-1,8%</i>	<i>2,4%</i>	<i>-</i>	<i>-1,8%</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-1,8%</i>	<i>3,3%</i>	<i>-</i>
<b>EBIT</b>	<b>-6,3</b>	<b>0,7</b>	<b>-</b>	<b>-6,3</b>	<b>0,1</b>	<b>-</b>	<b>-6,3</b>	<b>1,1</b>	<b>-</b>
<i>marża EBIT</i>	<i>-4,2%</i>	<i>0,4%</i>	<i>-</i>	<i>-4,2%</i>	<i>0,1%</i>	<i>-</i>	<i>-4,2%</i>	<i>0,8%</i>	<i>-</i>
<b>Zysk netto*</b>	<b>-7,6</b>	<b>-0,6</b>	<b>-</b>	<b>-7,6</b>	<b>-0,3</b>	<b>-</b>	<b>-7,6</b>	<b>0,7</b>	<b>-</b>
<i>marża netto</i>	<i>-5,1%</i>	<i>-0,3%</i>	<i>-</i>	<i>-5,1%</i>	<i>-0,2%</i>	<i>-</i>	<i>-5,1%</i>	<i>0,5%</i>	<i>-</i>

\* zysk netto dla akcjonariuszy dominujących

## Komentarz do wyników

Zgodnie z wcześniej opublikowanymi danymi wstępnymi, **Grupa Torpol w 2Q17 osiągnęła przychody na poziomie 148,5 mln PLN, co oznacza szósty kwartał z rzędu z negatywną dynamiką roczną (-21,6% r/r)**. Powyższe wynika ze spadające w poprzednich kwartałach portfela zleceń co z kolei było wynikiem opóźnień w procesowaniu przetargów kolejowych. Segment kolejowy Grupy osiągnął 136,5 mln PLN (-19,2% r/r), natomiast segment tramwajowy 5,7 mln PLN co oznacza 58,8% spadek r/r. **Udział sprzedaży eksportowej utrzymuje się nadal na poziomie zbliżonym do 10%**.

Wraz ze spadkiem przerobu na kontraktach, Grupa zaraportowała ujemną marżę brutto ze sprzedaży (-0,3 mln PLN) na poziomie -0,2% vs 4,2% przed rokiem. **Negatywnie na powyższy wynik wpłynęły rezultaty segmentu tramwajowego (-3,6 mln PLN vs -1,0 mln PLN w 2Q16)** co Spółka tłumaczy nierentownym kontraktem w stolicy Norwegii i jego końcowym rozliczeniem. **Segment kolejowy zanotował w raportowanym okresie marżę brutto na sprzedaży na poziomie 2,0% vs 3,9% przed rokiem**, co przyniosło nominalnie zaledwie 2,8 mln PLN (-58,0% r/r).

W otoczeniu niższej rentowności, Spółka stara się trzymać koszty w ryzach – po raz pierwszy od ponad 10-ciu kwartałów, koszty zarządu zanotowały ujemną dynamikę na poziomie -4,8% (6,1 mln PLN). Koszty SG&A wyniosły 6,2 mln PLN (-6,6% r/r), przy czym ich udział w przychodach zwiększył się z 3,5% w 2Q16 do 4,2% w raportowanym okresie. Saldo z pozostałej działalności finansowej nieco wzrosło względem ubiegłego roku (0,3 mln PLN vs -0,4 mln PLN w 2Q16). Mimo to, **Grupa zanotowała stratę na poziomie EBITDA (-2,6 mln PLN vs 4,5 mln PLN w 2Q16)**.

Działalność finansowa przyniosła niższy r/r wynik na poziomie -1,6 mln PLN vs -1,2 mln PLN w 2Q16, co Zarząd tłumaczy z kosztami odsetkowymi poniesionymi również w związku z rezerwami na toczące się postępowania sądowe. **Ostatecznie spółka zaraportowała zysk netto przypadającą udziałowcom jednostki dominującej na poziomie 7,9 mln PLN**, względem 0,6 mln PLN straty w odpowiednim okresie roku ubiegłego.

Grupa zanotowała sezonowo dodatnie przepływy z działalności operacyjnej na poziomie 14,5 mln PLN względem -60,7 mln PLN w roku ubiegłym, co w głównej mierze wynika ze wzrostu zobowiązań handlowych (+68,4 mln PLN). Chociaż powyższe zostało zneutralizowane przez przepływy finansowe (-37,4 mln PLN), a przepływy netto wyniosły -22,6 mln PLN, **Grupa notuje nadal gotówkę netto (41,7 mln PLN vs 45,5 mln PLN w 1Q17 oraz 28,9 mln PLN w 2Q16)**.



# Torpol

## Wpływ aktualnych informacji na ocenę spółki z perspektywy akcjonariuszy

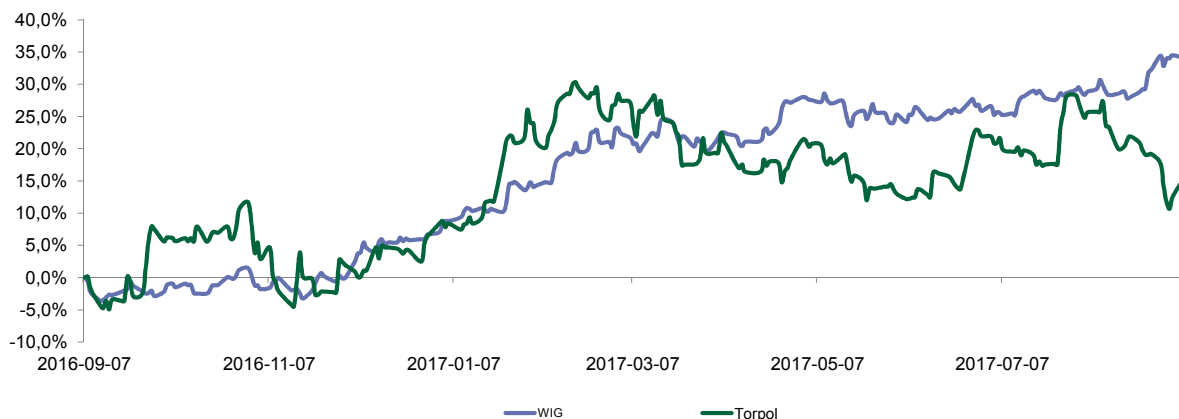
Zaraportowane wyniki finansowe Grupy Torpol oceniamy negatywnie. Mimo iż, w związku z sezonowością, słabym wynikiem w 1Q16 oraz słabymi wynikami konkurencji, oczekiwania względem wyników nie były wygórowane, podane wyniki okazały się zdecydowanie poniżej rynkowych oczekiwań, które były zbliżone do prognoz BM BGŻ BNP Paribas.

Chociaż główne zaskoczenie pojawiło się w segmencie tramwajowym (podejrzewamy, że ponownie chodzi o kontrakt w Oslo, który w poprzednich kwartałach już w znacznym stopniu wpływał negatywnie na wyniki Grupy), rentowność segmentu kolejowego również budzi niepewność odnośnie wyników kolejnych kwartałów.

Natomiast zgodnie z naszymi oczekiwaniami, pozytywnym aspektem raportowanych wyników jest wielkość portfela zleceń. Na koniec czerwca br. Grupa mogła pochwalić się backlogiem na poziomie 1,5 mld PLN. Po tym okresie Torpol podpisał umowy o wartości blisko 800 mln PLN, natomiast drugie tyle pozostaje w najkorzystniejszych ofertach. Przy zakładanym przerobie w 2H17, na koniec 2017 roku portfel Grupy może kształtować się na poziomie 2,6 mld PLN (+550% r/r).

Mimo, iż sezonowo druga połowa roku jest lepsza, zaskakująco słabe wyniki w 1H17 stawiają nasze prognozy całoroczne na bardzo ambitnym poziomie. W najbliższych tygodniach zaktualizujemy nasze prognozy.

## Torpol vs WIG



## Notowania akcji w ostatnich 12 miesiącach





**Zespół ds. Doradztwa Inwestycyjnego**      telefon      adres email

<b>Michał Krajczewski, CFA</b>	<b>22 507 52 91</b>	<a href="mailto:michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl">michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl</a>
Adam Anioł	22 507 52 93	<a href="mailto:adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl">adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl</a>
Adrian Kutnik	22 507 52 92	<a href="mailto:adrian.kutnik@bgzbnpparibas.pl">adrian.kutnik@bgzbnpparibas.pl</a>
Adam Maćkowiak	22 507 52 94	<a href="mailto:adam.mackowiak@bgzbnpparibas.pl">adam.mackowiak@bgzbnpparibas.pl</a>

**Zespół ds. Obsługi Rynku Wtórniego**      telefon      adres email

<b>Damian Zemlik</b>	<b>22 507 52 72</b>	<a href="mailto:damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl">damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl</a>
Marcin Rżany	22 507 52 73	<a href="mailto:marcin.rzany@bgzbnpparibas.pl">marcin.rzany@bgzbnpparibas.pl</a>
Grzegorz Leszek	22 566 97 07	<a href="mailto:grzegorz.leszek@bgzbnpparibas.pl">grzegorz.leszek@bgzbnpparibas.pl</a>
Monika Dudek	22 566 97 05	<a href="mailto:monika.dudek@bgzbnpparibas.pl">monika.dudek@bgzbnpparibas.pl</a>
Przemysław Borycki	22 566 97 04	<a href="mailto:przemyslaw.borycki@bgzbnpparibas.pl">przemyslaw.borycki@bgzbnpparibas.pl</a>
Sławomir Orzechowski	22 566 97 06	<a href="mailto:s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl">s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl</a>

**Zespół ds. Obsługi Rynku Pierwotnego**      telefon      adres email

Marek Jaczewski	22 566 97 23	<a href="mailto:marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl">marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl</a>
-----------------	--------------	--

**Internetowe serwisy transakcyjne**

<b>bmBGZ.net</b>	Zlecenia na GPW i New Connect	<a href="https://makler.bmbgz.pl/">https://makler.bmbgz.pl/</a>
<b>eIPO.bmBGZ</b>	Zapisy w ofertach publicznych (IPO)	<a href="https://emisja.bmbgz.pl/">https://emisja.bmbgz.pl/</a>

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 jakąkolwiek 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 wyniesie poniżej 0%.

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 odniesienie 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](https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static_informations_wersja_PL.pdf)