

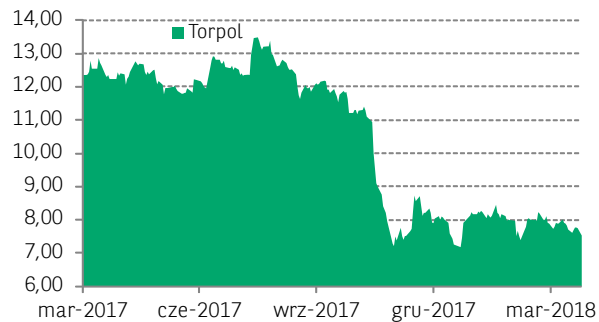


Torpol – komentarz do wyników za 4Q17

Adam Anioł, Analityk, +48 22 507 52 93, adam.aniol@bgzbnpparibas.pl

Podstawowe dane o spółce

Cena	7,50
Kapitalizacja (mln zł)	172,3
Free float	61,9%
Wartość dzienna obrotów (mln PLN)	0,1
P/E	-
P/BV	0,88



Wyniki 4Q17 vs konsensus

mln PLN	4Q16	4Q17	r/r	4Q17	BGŻ BNP	różnica	4Q17	kons.	vkons.
Przychody	273,1	370,5	35,7%	370,5	317,2	16,8%	370,5	304,0	21,9%
Zysk brutto ze sprzedaży	18,5	5,6	-69,9%	5,6	11,5	-51,4%	5,6	-	-
marża z bns	6,8%	1,5%		1,5%	3,6%		1,5%		
EBITDA	15,0	1,9	-87,5%	1,9	8,7	-78,5%	1,9	-	-
marża EBITDA	5,5%	0,5%		0,5%	2,7%		0,5%		
EBIT	11,2	-1,3	-	-1,3	4,8	-	-1,3	-0,3	323,7%
marża EBIT	4,1%	-0,3%		-0,3%	1,5%		-0,3%		
Zysk netto j. d.	6,2	-13,5	-	-13,5	-1,8	-	-13,5	-4,4	206,3%
marża netto	2,3%	-3,6%		-3,6%	-0,6%		-3,6%		
CFO	73,5	6,9	-90,6%						

Komentarz do wyników

Grupa Torpol w 3Q17 osiągnęła przychody na poziomie 370,5 mln PLN. Względem poprzednich kwartałów, kiedy notowano ujemną dynamikę r/r, raportowany kwartał przyniósł wzrost sprzedaży na poziomie 35,7% r/r. Do powyższego przyłożył się przede wszystkim przerób na kontraktach z nowej perspektywy, w szczególności na kontrakcie LCS Konin oraz na linii E30 na odcinku Kraków-Mydlniki. Przychody Grupy w kraju osiągnęły 364,0 mln PLN (+37,4% r/r), natomiast z tyt. przerobu zagranicą wyniosły 10,3 mln PLN co oznacza 25,2% wzrost r/r.

Wysoki wzrost przychodów z

W 4Q17 Grupa zaraportowała relatywnie niską marżę brutto ze sprzedaży na poziomie 1,5% vs 2,8% w 3Q17 oraz 6,8% w 4Q16. Zarząd powyższe tłumaczy dalszą realizacją nisko rentownych kontraktów pozyskanych w 2016 roku oraz wysoką presją na wynagrodzenia, która związana jest również w związku z próbami przejęcia doświadczonej kadry przez konkurencję. Dodatkowo, Grupa zdecydowała się na odpisanie należności od spółki zależnej Torpol Norge AS w wysokości 3,2 mln PLN. Oczyszczona marża wyniosła 2,4%. Negatywnym zaskoczeniem okazał się również segment pozostały, w którym mimo wzrostu przychodów (8,2 mln PLN; +107,9% r/r) zanotowano stratę brutto na sprzedaży na poziomie 0,8 mln PLN.

Niska rentowność + negatywny one-off

Zwracamy uwagę na utrzymanie dyscypliny kosztowej dla kosztów SG&A, które mimo wzrostu skali działalności obniżyły się względem porównywalnego okresu o 7,5%. Saldo z pozostałej działalności pozostało neutralne (vs +0,3 mln PLN w 4Q16). Na poziomie EBITDA Grupa zaraportowała zysk (+1,9 mln PLN vs +15,0 mln PLN w 4Q16), natomiast strata operacyjna (EBIT) wyniosła 1,3 mln PLN (vs +11,2 mln PLN w 4Q16).

Koszty SG&A trzymane w ryzach mimo wzrostu skali

Działalność finansowa również pozostała bez wpływu na raportowane rezultaty. **Strata netto wyniosła natomiast ostatecznie 13,5 mln PLN (vs +6,2 mln PLN w 4Q16), na co wpływ miały zdarzenia jednorazowe i niepieniężne związane z działalnością w Norwegii.** Pomimo pozytywnych wyników testów na utratę wartości, Zarząd zdecydował się dokonać odpisów aktualizacyjnych na łączną kwotę 11,4 mln PLN (w tym 3,2 mln PLN należności wspomnianych wcześniej). Dodatkowo, w grudniowym komunikacie bieżącym Spółka

Negatywne zdarzenia jednorazowe



informowała o dokonaniu odpisu aktywa na podatek odroczony dotyczący wyodrębnionego znaku towarowego na kwotę 5,3 mln PLN, co miało związek ze zmianą przepisów podatkowych. **Wynik netto skorygowany o wymienione zdarzenia jednorazowe kształtuje się w okolicach 2,0 mln PLN.**

Mimo, iż sezonowo przepływy operacyjne są wysokie w czwartym kwartale, w raportowanym okresie wyniosły 6,9 mln PLN (vs 73,5 mln PLN w 4Q16), na co wpływ miał znaczny wzrost zobowiązań handlowych (+159,8 mln PLN). Ostatecznie, przepływy pieniężne wyniosły -3,0 mln PLN co przełożyło się na saldo środków pieniężnych w wysokości 186,3 mln PLN. **Na koniec 2017 roku Grupa zaraportowała gotówkę netto na poziomie 95,2 mln PLN vs 114,2 mln PLN w 3Q17 oraz 75,0 mln PLN w 4Q17.**

*Bezpieczna
sytuacja
bilansowa.*

Podsumowanie wyników oraz konferencji wynikowej

Zaraportowane wyniki finansowe Grupy Torpol oceniamy negatywnie. Wyniki okazały się zdecydowanie poniżej prognoz BM BGŻ BNP jak i rynkowych. Z drugiej strony w dużej mierze były rezultatem działań księgowych, miały charakter niepieniężny i były oczekiwane. Zarząd informował wcześniej o przesunięciu przetargów w Norwegii, co negatywnie wpływa na działalność spółki zależnej, która ponosi koszty obecności na tym rynku. Zarząd nie wyklucza odwrócenia odpisów w przyszłości, gdy pojawią się pierwsze zlecenia. Jednakże, gdyby przestój przeciągnął się na lata 2018/2019, Grupa nie wyklucza zaniechania działalności w Norwegii.

*Wyniki oceniamy
negatywnie - w
dużej mierze
rezultatem
zdarzeń
jednorazowych*

Negatywnym zaskoczeniem była również relatywnie niska rentowność uzyskana na krajowym rynku kolejowym, mimo zwiększenia skali przerobu. Zwracamy dodatkowo uwagę na mocny przyrost salda wycen kontraktów budowlanych po stronie aktywów (85,6 mln PLN vs 0,6 mln PLN w 4Q16 oraz 41,7 mln PLN w 3Q17).

Pozytywnym akcentem raportowanych wyników jest portfel zleceń, który wynosił na koniec roku 3,06 mld PLN (+680% r/r). Zarząd podtrzymuje, że **średnia rentowność bieżącego portfela zleceń jest zbliżona do 4-5%**, a dodatkowo może zostać podwyższona dzięki uwzględnieniu przez zamawiającego robót dodatkowych. Spółka zabezpieczyła w 90-100% dostawy najważniejszych materiałów. W opinii Zarządu, presja kosztów pracowniczych stopniowo ulega osłabieniu, natomiast obecnie istotnym ryzykiem wraz ze zwiększaniem skali prac staje się logistyka dostaw.

*Wysoki poziom
portfela zleceń*

Zakładając konserwatywnie dolną wartość przedziału rentowności portfela podawanej przez Zarząd (4%), co jest możliwe biorąc pod uwagę wygrane z dalszych miejsc niż pierwsze, kontrakt z Tauron oraz o połowę mniejszą stratę z kierunku norweskiego, przy przerobie na poziomie 1,3 mld PLN w 2018 roku Torpol ma potencjał do istotnej poprawy wyników.

*Niska baza,
wzrost
rentowności w
kraju,
uwzględnienie
ryzyka w
Norwegii
implikuje znaczny
potencjał do
wzrostu wyników*

Uważamy, iż zeszłoroczne spadki notowań spółek z obszaru budownictwa kolejowego zdyskontowały negatywny scenariusz związany z opóźnieniem ogłaszania kontraktów przez PKP PLK oraz obniżeniem rentowności (wyższe koszty wynagrodzeń i surowców).



Zespół ds. Doradztwa Inwestycyjnego	Telefon:	Adres e-mail:
Michał Krajczewski, CFA	22 507 52 91	michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl
Adam Aniol	22 507 52 93	adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl
Adam Maćkowiak	22 507 52 94	adam.mackowiak@bgzbnpparibas.pl
Szymon Nowak	22 507 52 92	szymon.nowak@bgzbnpparibas.pl

Zespół ds. Obsługi Rynku Wtórno	Telefon:	Adres e-mail:
Damian Zemlik	22 507 52 72	damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl
Marcin Rżany	22 507 52 73	marcin.rzany@bgzbnpparibas.pl
Grzegorz Leszek	22 566 97 07	grzegorz.leszek@bgzbnpparibas.pl
Monika Dudek	22 566 97 05	monika.dudek@bgzbnpparibas.pl
Artur Sulejewski	22 566 97 04	artur.sulejewski@bgzbnpparibas.pl
Sławomir Orzechowski	22 566 97 06	s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl

Zespół ds. Obsługi Rynku Pierwotnego	Telefon:	Adres e-mail:
Marek Jaczewski	22 329 43 53	marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl

Internetowe serwisy transakcyjne

SIDOMA WEB

- nowy system - wersja dla klientów chcących szybko i wygodnie złożyć zlecenie

SIDOMA PROFESSIONAL

- dotychczasowy system - wersja dla klientów doświadczonych

<https://www.webmakler.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 księgowa) - 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



Nota prawna

Biuro Maklerskie Banku BGZ 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 BGZ BNP Paribas S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego Banku BGZ BNP Paribas S.A. (dalej: BM Banku BGZ 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 BGZ BNP Paribas S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM Banku BGZ 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 BGZ 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 BGZ BNP Paribas S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM Banku BGZ 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 BGZ BNP Paribas S.A. jest zabronione.

BM Banku BGZ 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 (-10%; + 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 odnośnienie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Słabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywanych spółek oraz efektywności rynku.

Pomiędzy BM Banku BGZ 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 BGZ 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 BGZ BNP Paribas S.A., a podmioty powiązane z Bankiem BGZ 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 BGZ 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

Autorzy: **Adam Aniot**

nr ewidencyjny: **KW/2018/03/26/TOR/01**

Data sporządzenia: **2018-03-26**