



# PBG

rekomendacja  
**REDUKUJ**

kurs docelowy  
**34,20 PLN**

## ❑ Po wejściu do UE na rynek budowlany wpłyną nowe środki

Jeszcze w roku 2004 ze środków przedakcesyjnych zostaną rozpisane przetargi na łączną kwotę 500 mln EUR, z tego PBG ma nadzieję pozyskać około 10 proc., czyli 50 mln EUR. Pierwszy kontrakt „z tej serii” został już pozyskany, na realizację magistrali zasilającej Szczecin w wodę o wartości 5 mln EUR, w lipcu br. Ale jeszcze więcej środków pochodzić będzie z tzw. „funduszy spójności” dostępnych dla nowych członków Unii. W latach 2005-2007 wsparcie finansowe wyniesie 12 mld EUR, z czego 7 mld EUR w dziedzinach, w których działa PBG S.A.

## ❑ PBG rozpoczyna proces ofertowania o wartości 700 mln zł

PBG (w ramach różnych konsorcjów) zamierza wystartować w latach 2005-2006 na przetargi o łącznej wartości 700 mln zł. W tym wartość prac przypadająca na sam PBG stanowi około 80 proc.

## ❑ Możliwe akwizycje oraz nowa emisja

Spółka sama ocenia, że środki pozyskane z ostatniej emisji pozwolą zwiększyć potencjał do generowania rocznych obrotów rzędu 400 - 500 mln zł. Aby więc wykorzystać wszystkie możliwości, które rysują się w kilku nadchodzących latach, konieczne będą przejęcia komplementarnych firm z branży oraz za około 3 lata nowa emisja akcji, gdyż tak dynamiczny rozwój wymaga dopływu świeżego kapitału.

## ❑ Wycena i rekomendacja

Wycenę akcji dokonaliśmy jako średnią ważoną z wycen metodami: DCF (34,80 PLN) oraz porównawczą (39,10 PLN) na 37,00 PLN, a po uwzględnieniu 10 proc. dyskonta (-3,70 PLN) z uwagi na szereg istotnych czynników oszacowaliśmy ostatecznie cenę docelową jednej akcji PBG na 33,30 PLN, tj. 4,1 proc. powyżej ceny emisyjnej akcji serii C. Spółka bardzo się nam podoba, ma przed sobą doskonałe perspektywy oraz widoczne jest, zwłaszcza na tle innych spółek budowlanych, że zarządzana jest skutecznie i dynamicznie. Niemniej nasz podziw kończy się 15 proc. powyżej ceny docelowej. REDUKUJ.

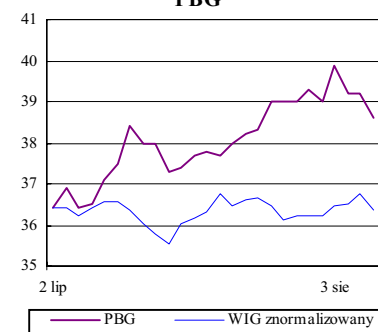
## Ticker

GPW	PBG
Reuters	PBGG.WA

## Dane podstawowe

cena rynkowa (zł)	38,60
wycena DCF (zł)	36,80
min 52 tyg (zł)	36,40
max 52 tyg (zł)	39,90
kapitalizacja (mln zł)	406,5
EV (tys. zł)	386,8
liczba akcji (mln)	10,5
free float (%)	28,5
free float (mln zł)	115,8
śr. obrót/msc (mln zł)	48,2

PBG\*



\*) w okresie 2-30.07 jako PDA

Zmiana kursu	PBG	WIG
1 miesiąc	6,0%	0,4%
3 miesiące	n.d.	n.d.
6 miesięcy	n.d.	n.d.
12 miesięcy	n.d.	n.d.

Akcjonariat	% akcji	% głosów
J. Wiśniewski	44,94	52,25
M. Wiśniewska	12,04	13,99
M. Grunt	7,60	8,83
T. Woroch	3,80	4,42
BZWBK (subemitent)	3,13	2,03

## Poprzednie rekomendacje (1 rok)

data	Rekom. Cena doc.	kurs
w ciągu ostatnich 12 miesięcy nie sporządzono		

## analityk:

Bartłomiej Michalski  
tel. (0-22) 521 79 41

e-mail:  
bartlomiej.michalski@pkobp.pl

## Dane finansowe (skonsolidowane)

mln zł	2002	2003	2004p	2005p	2006p
sprzedaż	162,1	180,7	215,7	276,1	341,3
EBITDA	14,6	21,6	33,6	42,3	66,9
zysk netto	4,6	11,3	21,1	35,2	46,0
EPS (zł)	0,44	1,07	2,00	3,34	4,37
DPS (zł)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
CEPS (zł)	0,96	1,77	2,52	3,72	5,41
P/E	87,8	36,0	19,3	11,6	8,8
P/BV	17,4	12,5	2,8	2,3	1,8
EV/EBITDA	26,4	17,9	11,5	9,1	5,8

p-prognozy BDM PKO BP S.A.

Bankowy Dom Maklerski  
PKO Bank Polski SA  
ul. Puławska 15  
02-515 Warszawa  
tel. (0-22)521-80-00  
fax (0-22)521-79-46  
e-mail: infobdm@pkobp.pl

Informacja na temat  
powiązań pomiędzy BDM  
a spółką znajduje się na  
ostatniej stronie  
niniejszego opracowania

RAPORT analityczny

## Opis Grupy PBG oraz wnioski analityczne

### Skład Grupy Kapitałowej

W chwili obecnej Grupa Kapitałowa PBG S.A., poza spółką-matką (**PBG S.A.**) zawiera jeszcze dwie spółki zależne (**ATG** oraz „**elwik**”) i jedną spółkę stowarzyszoną (**KRI**). W roku 2003 oraz na początku roku 2004, głównie w związku z planowanym debiutem na GPW, nastąpiły znaczące przetasowania w Grupie Kapitałowej. W połowie roku spółka KRI przestała być spółką zależną, a udział PBG spadł do 49 proc.. Odbiło się to poprzez sprzedaż części udziałów do drugiego udziałowca KRI - niemieckiego koncernu RWE. Innymi słowy, silniejszy partner wykorzystał swoją pozycję do przejęcia kontroli nad KRI. Następnie na przełomie 2003/2004 została wyprowadzona ze struktury Grupy Kapitałowej spółka Hydrobudowa Włocławek. Jej obecnymi udziałowcami są dotychczasowi (seria A i B) akcjonariusze PBG w analogicznej proporcji jak w Spółce przed emisją serii C i D. Brak tych dwóch spółek w Grupie wydatnie utrudnia porównywanie skonsolidowanych danych finansowych za lata 2001-2003, które zostały opublikowane w prospekcie, z naszymi prognozami na 2004 rok i lata następne. Szczególnie istotna jest z tego punktu widzenia Hydrobudowa, która zaniżała ogólną rentowność Grupy oraz była istotnym składnikiem kosztów (290 pracowników). To właśnie ta spółka była głównym powodem ujemnych przepływów gotówkowych Grupy z działalności operacyjnej w latach 2001-2003. W 2004 roku w skład Grupy weszła spółka handlowa ATG, która stanowi swego rodzaju zaplecze materiałowo-magazynowe dla podstawowej działalności PBG. Dzięki temu zmieni się również struktura sprzedaży w ten sposób, że wzrośnie udział sprzedaży towarów (dotychczas marginalny).

### „elwik” Sp. z o.o.

Spółka „elwik” została powołana w ramach formuły partnerstwa publiczno-prywatnego (PPP) z gminą Lubicz pod Toruniem. PBG posiada 76 proc. udziałów, a gm. Lubicz pozostałe 24 proc. udziałów w spółce. Spółka powstała w celu (spółka celowa) budowy kanalizacji sanitarnej i sieci wodociągowej na terenie gm. Lubicz. Spółka otrzymała pomoc w finansowaniu tej inwestycji z funduszy pro-ekologicznych.

### ATG Sp. z o.o.

ATG prowadzi działalność handlową w zakresie zaopatrzenia w materiały i urządzenia w branży gazowniczej, naftowej, ciepłowniczej i wodno-kanalizacyjnej. PBG nabyło 100 proc. udziałów w spółce w marcu 2004 od Jerzego Wiśniewskiego.

### KRI Sp. z o.o

PBG posiada 49 proc. udziałów w spółce KRI. Pozostałe 51 proc. należy do RWE International BV, członka Grupy RWE. Spółka zajmuje się dystrybucją gazu w systemie sieciowym. Spółka w 2002 wdrożyła nowatorską na terenie Polski technologię dystrybucji LNG, która umożliwia dostarczanie gazu do odbiorców oddalonych od sieci przesyłowych.

### Emisje akcji w 2004

Spółka przeprowadziła w połowie 2004 emisję 3 000 000 akcji serii C po cenie emisyjnej 32 zł oraz 330 000 akcji serii D po cenie 1 zł oraz zadebiutowała na warszawskiej giełdzie. Spółka wyczerpała swoje możliwości kredytowe, więc dalszy rozwój musiał zostać sfinansowany poprzez emisję nowych akcji. W wyniku powodzenia emisji spółka pozyskała około 96,3 mln zł brutto, czyli jej kapitał własny wzrósł 4x. Środki te zabezpieczają finansowanie dynamicznych planów rozwoju Spółki przez okres nadchodzących 3 lat, czyli do roku 2007.

### Struktura emisji

Serię A w liczbie 5 700 000 stanowią akcje imienne uprzywilejowane co do głosu w stosunku 1:2. Akcje te obłożone są również prawem pierwokupu przez założycieli Spółki a ich sprzedaż wymaga zgody Zarządu, natomiast sprzedane innym osobom tracą swoje uprzywilejowanie.

Serię B w liczbie 1 500 000 stanowią akcje na okaziciela. Akcje te zostały wprowadzone do obrotu giełdowego jednocześnie z akcjami serii C. W przypadku 1 000 000 akcji, należących do

Jerzego Wiśniewskiego, właściciel zobowiązał się do niesprzedawania ich przez okres 6 miesięcy (tzw. „lock-up”), czyli do stycznia 2005 roku. Pozostałe 500 000 może zostać sprzedane w dowolnej chwili bez ograniczeń.

Serię C w liczbie 3 000 000 stanowią akcje sprzedane w ramach Publicznej Oferty za cenę 32 zł za 1 akcję. Z tej liczby 2 200 000 akcji objęły instytucje, osoby indywidualne 600 000 szt, natomiast pozostałe 200 000 szt trafiło do pracowników Spółki. W okresie od 2 do 30 lipca notowane na giełdzie były Prawa do Akcji (PDA) serii C. Łączny wolumen obrotu osiągnął liczbę 24 proc. całej emisji.

Serię D w liczbie 330 000 szt stanowią akcje wyemitowane po cenie 1 zł za 1 akcję w celu realizacji programu motywacyjnego dla Zarządu i pracowników Spółki. Akcje te objął BZ WBK w funkcji subemitenta usługowego. Bank BZ WBK do czasu objęcia akcji przez osoby uprawnione może swobodnie dysponować głosami z tych akcji na Walnym Zgromadzeniu Akcjonariuszy PBG S.A.

### **Polityka dywidendy**

Akcje nowych emisji serii C i D uczestniczą w dywidendzie za rok 2003. Niemniej jednak Spółka nie planuje wypłaty dywidendy ani za rok 2003, ani za kolejne lata, z uwagi na bardzo duże potrzeby finansowe (planowany rozwój).

### **Program motywacyjny**

W programie motywacyjnym partycypują członkowie Zarządu i pracownicy PBG S.A. oraz członkowie zarządów i pracownicy pozostałych spółek Grupy Kapitałowej, a nawet osoby fizyczne lub wspólnicy spółek osobowych związanych z PBG stałymi umowami o współpracy. W ramach programu zostanie zaoferowanych do 330 000 akcji serii D. Pierwsze udostępnienie nastąpi w 2005 (za rok 2004). Program zostanie zakończony najwcześniej w 2006, a najpóźniej w 2009. W pierwszym roku programu tj. w 2005, zostanie zaoferowanych maksymalnie 110 000 akcji. Warunkiem udostępnienia akcji w danym roku jest osiągnięcie przez Grupę zysku operacyjnego za poprzedni rok obrotowy na poziomie minimum 75 proc. prognozy zysku operacyjnego. Osoby uprawnione będą mogły nabyć akcje serii D od subemitenta usługowego (BZ WBK) za cenę 1 zł plus koszt pieniądza w czasie.

Liczba przydzielonych akcji w danym roku będzie równała się iloczynowi  $S \cdot 110\,000$ , chyba że pozostało już mniej akcji do przydzielenia. S oznacza stopień realizacji prognozy. W pierwszym roku parametr ten będzie się zawierał w przedziale  $\{0,75;1\}$ , natomiast w latach kolejnych musi być jedynie większy od 0,75. W przypadku gorszej realizacji prognozy, program w danym roku jest zawieszany i tak aż do 2009. Z takiej konstrukcji wynika, że Spółce opłaca się przedstawiać „ostrożne” i „konserwatywne” prognozy. Wówczas akcje bonusowe zawsze zostaną przydzielone.

Wartość całego programu motywacyjnego, licząc po cenach z początku sierpnia 2004, wynosi 13,2 mln zł. Liczymy, że nie będzie problemu z wykonaniem prognozy i cały program zamknie się w ciągu 3 lat (do 2007 roku), co daje premię około 4,3 mln zł rocznie. Wydaje się nam, że możemy założyć, że głównym beneficjentem programu będzie Zarząd. W porównaniu do łącznego wynagrodzenia Zarządu za rok 2003, które wyniosło blisko 1,0 mln zł, wartość programu motywacyjnego wydaje się atrakcyjna. Tym bardziej, że przy dotychczasowej sytuacji finansowej PBG wypłata tak wysokich premii nie byłaby w ogóle możliwa.

### **Akcje serii B**

Inną formą skonsumowania sukcesu rynkowego jaki już osiągnęła oraz osiągnię w najbliższych latach PBG przez jej założycieli jest sprzedaż akcji serii B. Symptomatyczne jest, że w momencie przekształcenia spółki z ograniczoną odpowiedzialnością TECHNOLOGIE GAZOWE PIECOBIOGAZ w spółkę akcyjną PBG (która funkcjonuje od 2 stycznia 2004 roku), jej kapitał zakładowy od razu składał się z akcji dwóch serii. Seria A (uprzywilejowana), ale o ograniczonej zbywalności w zamyśle ma umożliwić zachowanie kontroli nad Spółką wprowadzaną do publicznego obrotu. Natomiast akcje Serii B (na okaziciela) zostały od razu wprowadzone do obrotu giełdowego razem z akcjami nowej emisji i mogą być niezwłocznie sprzedane (500 000 sztuk) lub po upływie 6 miesięcznego okresu ochronnego (kolejne 1 000 000 szt). W sytuacji, kiedy Spółka nie zamierza wypłacać dywidendy w nadchodzących latach, sprzedaż akcji Serii B może być jedynym źródłem gotówki dla założycieli z inwestycji w PBG S.A.

**Wierzchowice**

W prospekcie emisyjnym PBG została opisana umowa konsorcjum z Hochtief Polska, Gazomontażem Wołomin oraz Elektrobudową, gdzie PBG jest liderem konsorcjum ofertującego wykonanie nadziemnej części Podziemnego Magazynu Gazu Wierzchowice dla PGNiG S.A. W grudniu 2003 Spółka dowiedziała się, że oferta „jej” konsorcjum jest najkorzystniejsza pod względem cenowym. Ważność oferty przedłużono do końca czerwca 2004. Otrzymanie tego kontraktu byłoby katapultą dla rozwoju PBG bowiem jego wartość to około 100 mln EUR., w okresie kilku lat realizacji. Niemniej termin czerwcowy upłynął, a dochodzące z PGNiG sygnały świadczą o realnej możliwości odstąpienia od realizacji tego projektu w dotychczasowej formule. Najprawdopodobniej przyczyną tego stanu rzeczy jest brak źródeł sfinansowania tego projektu.

W związku z tym bardzo prawdopodobne wydaje się rozpisanie nowego przetargu i/lub utworzenie spółki celowej do realizacji projektu „Wierzchowice”. Po pozyskaniu środków z emisji PBG nie jest w tym nowym układzie bez szans, jednakże taki rozwój sytuacji może rozczarować inwestorów.

## Prognozy

### **Przychody**

W prognozach skonsolidowanych wyników finansowych Grupy PBG brak jest pełnej ciągłości pomiędzy danymi historycznymi za okres 2001-2003 a okresem prognozy 2004-2013. Wynika to z przekonstruowania składu Grupy głównie na przełomie lat 2003/2004. Grupa utraciła przychody spółek Hydrobudowa-Włocławek i KRI, stąd z 180 mln zł skonsolidowanych przychodów osiągniętych w 2003 roku pozostałoby około 145 mln zł. Natomiast Spółka ATG wnosi od 2004 roku dodatkowe przychody dla Grupy (po wyłączeniach konsolidacyjnych) rzędu 20 mln zł. Zatem według naszej prognozy dynamika sprzedaży pomiędzy rokiem 2004 a 2003 nominalnie wyniesie 19,4 proc. a po uwzględnieniu zmiany bazy będzie to 35 proc. W kolejnych latach ta dynamika utrzyma się również na wysokim poziomie, choć nieco niższym. Prognozujemy odpowiednio 28 proc. i 23,6 proc.

### **Marża brutto na sprzedaży**

Dzięki pozbyciu się z Grupy spółki Hydrobudowa-Włocławek oraz dzięki lepszej koniunkturze w branży, którą może wykorzystać mniej podmiotów (nie wszystkie dotrwały do lepszych czasów) prognozujemy wzrost marży brutto na sprzedaży o 0,5 punktu procentowego względem roku 2003 do poziomu 21,8 proc. Zakładamy, że tak korzystna sytuacja utrzyma się przez kolejne dwa lata, poczym wraz ze wzrostem obrotów i nasileniem się konkurencji marża brutto na sprzedaży będzie systematycznie spadać, do poziomu 19,8 proc. w roku 2013.

### **Koszty ogólnego zarządu**

Dzięki początkowemu zmniejszeniu stanu zatrudnienia (ubyło na przykład 290 pracowników Hydrobudowy Włocławek S.A.) w Grupie koszty ogólnego zarządu spadną w roku 2004 w stosunku do 2003 roku z 22,9 mln zł do 19,0 mln zł. Niemniej dzięki planowanemu wzrostowi zatrudnienia o 110 pracowników, w tym szacujemy wzrost o 30 osób w 2004, a o kolejne 80 osób w roku następnym, spadek ten będzie chwilowy. Również dzięki rozpoczęciu w 2004 ambitnego programu inwestycyjnego, o wartości 47,0 mln zł, począwszy od roku 2005 będzie wzrastać amortyzacja. W wyniku czego koszty ogólnego zarządu szybko wzrosną do poziomu 32,9 mln zł w roku 2009.

### **Inwestycje**

Podstawowym celem emisji serii C jest zwiększenie zdolności realizacji coraz to większych kontraktów budowlanych. W tym celu na terenie należącym do Spółki w Wysogotowie zostaną dobudowane nowe obiekty: hala produkcyjna, zaplecze magazynowe oraz nowy biurowiec (ten wybudowany w 2003 szybko okazał się za mały jak na potrzeby silnie rozwijającej się Grupy). Przyjęliśmy założenie, że inwestycje te rozpoczną się jeszcze w 2004 roku (kwota 2,0 mln zł), główne wydatki poniesione zostaną w 2005 roku (35,0 mln zł), a koniec nastąpi w 2006 roku (10,0 mln zł). Spore nakłady inwestycyjne w 2005 roku są przyczyną, że w modelu DCF prognozujemy ujemne wolne przepływy gotówkowe na ten rok.

Inwestycje odtworzeniowe w roku 2004 pochłoną 10,4 mln zł i będą systematycznie wzrastać w proporcji do zwiększonego majątku. W 2013 zakładamy, że osiągną poziom 19,0 mln zł.

### **Sprzedaż KRI Sp. z o.o.**

Zakładamy, że udziały w KRI zostaną ostatecznie sprzedane w 2005 roku za kwotę 10,9 mln zł. Dzięki temu PBG wykaże zysk na tej transakcji w wysokości 2,6 mln zł oraz uwolni rezerwę na 49 proc. marży na sprzedaży do KRI w wysokości 3,0 mln zł. Ponadto pozyskane środki z dezinwencji KRI poprawią ujemne saldo wydatków inwestycyjnych w 2005.

### **Wspacie inwestycji z funduszy unijnych**

Sądzymy, że PBG ma realną szansę na zwrot 25 proc. wydatków inwestycyjnych w formie nieopodatkowanej dotacji w momencie zakończenia inwestycji (2006 rok) podobnie jak to było w przypadku kilku innych firm notowanych na GPW. Szacujemy wartość tej dotacji na blisko 12 mln zł.

Ponadto zakładamy, że PBG uda się pozyskać wsparcie na „tworzenie nowych miejsc pracy” w wysokości 1 000 EUR na jednego nowozatrudnionego. Dałoby to dodatkowe pozostałe przychody operacyjne w 2004 w wysokości 0,5 mln zł oraz 1,4 mln zł w 2005 roku.

#### Wynagrodzenia

Średnie wynagrodzenie w Grupie wynosiło 3 180 zł na koniec 2003 roku. Zakładamy, że płace zostaną utrzymane na tym poziomie w ujęciu realnym. Szacujemy, że na koniec pierwszego półrocza 2004 w Grupie PBG było zatrudnionych około 350 pracowników. Daje to fundusz płac na poziomie 13,4 mln zł rocznie. Kolejnych 110 pracowników powiększy wydatki na wynagrodzenia o 4,2 mln zł rocznie. Proces wzrostu będzie rozłożony w czasie do końca 2005 roku.

#### Wydajność pracy

W jednostce dominującej - PBG S.A. wydajność pracy w latach była względnie stała. W okresie 2001-2003 wynosiła 120,2 tys. zł wartości dodanej na jednego zatrudnionego. Sądzymy, że dzięki nowym inwestycjom oraz wzrostowi marży w nadchodzącym okresie uda się jeszcze nieznacznie poprawić wydajność pracy. Dzięki temu oceniamy, że zdolności „przerobowe” już na poziomie Grupy wzrosną do poziomu około 300 mln zł obrotów rocznie.

#### Wyniki kwartalne Grupy w 2004 roku

Przyjmując pewien schemat sezonowości rozbiliśmy prognozę wyników finansowych za rok 2004 Grupy PBG S.A. Wynik przedstawiamy w tabeli poniżej:

#### **Prognoza skonsolidowanych wyników kwartalnych Grupy PBG S.A.**

(m In PLN)	I kw. '04	II kw. '04P	III kw. '04P	IV kw. '04P	Razem
<b>Sprzedaż netto</b>	<b>16,8</b>	26,4	64,7	107,9	<b>215,7</b>
<b>EBITDA</b>	<b>4,2</b>	4,7	9,7	15,0	<b>33,6</b>
Amortyzacja	1,6	1,3	1,3	1,3	5,4
<b>EBIT</b>	<b>2,6</b>	3,5	8,4	13,7	<b>28,20</b>
<b>Wynik netto</b>	<b>0,5</b>	2,7	6,8	11,1	<b>21,10</b>

Źródło: PBG S.A., prognozy BDM PKO BP S.A

#### ROE

W trzyletnim okresie poprzedzającym upublicznienie Spółki i emisję nowych akcji Grupa PBG notowała bardzo wysokie zwroty z kapitału własnego, jedne z najwyższych, jeśli nie rekordowe, w branży budowlanej w Polsce. W 2001 roku było to 40 proc., w 2002 roku 21 proc. oraz w 2003 ponownie ROE osiągnęło 40 proc. Tak wysoka wartość tego wskaźnika, wynika częściowo z niskich kapitałów własnych oraz stosowaniu dużej dźwigni finansowej. To było również przyczyną sporej zmienności. Jak widać w gorszym dla Spółki roku 2002 rentowność kapitałów własnym spadła blisko o połowę.

W wyniku bardzo dużej emisji w stosunku do dotychczasowego kapitału własnego Grupy PBG siłą rzeczy zmniejszy się skala stosowanej dźwigni finansowej. Skutkiem tego historycznie uzyskane wskaźniki ROE nie zostaną osiągnięte w przyszłości. Prognozujemy ROE w 2004 roku na poziomie 23 proc., a potem jego systematyczny spadek do poziomu 13-14 proc. w roku 2013.

## Wycena

### Wycena metodą DCF

Skonstruowany model zdyskontowanych wolnych przepływów gotówkowych opiera się na następujących założeniach:

- dziesięcioletni okres prognozy,
- wartość współczynnika beta przyjęta na stałym poziomie równym 1,
- wartość stopy wolnej od ryzyka na stałym poziomie równym 7,0 proc.,
- realna rezydualna stopa wzrostu wolnych przepływów gotówkowych na poziomie 0 proc.,
- rezydualna stopa wolna od ryzyka równa 6 proc.,
- premia rynkowa na potrzeby oszacowania wymaganej stopy zwrotu z kapitału własnego na stałym poziomie równym 5 proc.,

W wycenie uwzględniliśmy wartość następujących aktywów pozaoperacyjnych:

- 49 proc. udział w spółce KRI w cenie zakupu w kwocie 8,3 mln zł (**0,80 PLN** na jedną akcję PBG).

### Model DCF

DCF	2004P	2005P	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
<b>Wskaźniki makroekonomiczne</b>										
wzrost PKB w Polsce	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5
inflacja średnioroczna (proc.)	3,5	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
średnioroczny kurs USD/PLN	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75
średnioroczny kurs EUR/PLN	4,40	4,40	4,40	4,40	4,40	4,40	4,40	4,40	4,40	4,40
<b>EBIT (mln PLN)</b>										
EBIT (mln PLN)	28,2	38,3	55,9	46,7	50,9	55,2	60,5	72,6	80,2	85,8
stopa podatkowa (proc.)	19	19	19	19	19	19	19	19	19	19
<b>NOPLAT (mln PLN)</b>										
NOPLAT (mln PLN)	22,9	31,3	47,5	37,8	41,2	44,7	49,0	58,8	64,9	69,5
amortyzacja (mln PLN)	5,4	4,0	11,0	12,3	12,6	12,7	12,4	5,5	3,6	3,7
nakłady inwestycyjne (mln PLN)	12,4	34,8	24,5	15,9	16,4	16,9	17,4	17,9	18,4	19,0
zmiana kapitału obrotowego (mln PLN)	15,8	9,1	6,7	3,0	3,2	3,4	3,7	3,9	4,2	4,6
<b>FCF (mln PLN)</b>										
FCF (mln PLN)	0,2	-8,5	27,3	31,2	34,2	37,1	40,3	42,4	45,8	49,6
<b>kalkulacja WACC</b>										
dług (proc.)	69%	22%	15%	10%	6%	3%	0%	0%	0%	0%
inflacja średnioroczna (proc.)	3,5	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
stopa wolna od ryzyka	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0
premia rynkowa (proc.)	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
beta	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
koszt długu po opodatkowaniu (proc.)	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2
koszt kapitału (proc.)	12,0	12,0	12,0	12,0	12,0	12,0	12,0	12,0	12,0	12,0
<b>WACC</b>										
WACC	9,4	11,2	11,4	11,6	11,8	11,9	12,0	12,0	12,0	12,0
<b>wycena</b>										
DFCF (mln PLN)	0,2	-7,0	20,2	20,7	20,2	19,6	19,0	17,9	17,2	16,7
Suma DFCF (mln PLN)	144,6									
wartość rezydualna (mln PLN)	639,1									
zdyskontowana wart. rez. (mln PLN)	214,6									
<b>wartość DCF (mln PLN)</b>										
wartość DCF (mln PLN)	359,3									
dług netto (mln PLN)	-19,6									
wartość aktywów pozaoperacyjnych	8,3									
<b>wartość bez długu (mln PLN)</b>										
wartość bez długu (mln PLN)	387,2									
ilość akcji (mln szt.)	10,5									
<b>wycena DCF (PLN / 1 akcja)</b>										
wycena DCF (PLN / 1 akcja)	36,8									

Źródło: BDM PKO BP S.A.

Na podstawie przyjętych założeń w modelu DCF oszacowaliśmy cenę jednej akcji **PBG** na **36,80 PLN**.

### Wycena metodą porównawczą

Do wyceny akcji PBG wytypowaliśmy łącznie 10 spółek budowlanych, w tym 3 z Polski, 6 z Europy i 1 z USA. Poza Elektrobudową są to spółki większe od PBG. Prognozowane wartości wskaźników finansowych dla spółek z Polski opracowane zostały przez BDM PKO BP S.A. Acciona, Ferrovial, Budimex oraz Mostostal Siedlce to grupy ogólnie budowlane. W przypadku Mostostalu Siedlce S.A. prognoza dotyczy wartości wskaźników po fuzji z Polimex-Cekop S.A. W grupie tej znajdują się Naftobudowa oraz Naftoremont, która działa w podobnej branży co PBG. Budimex jest podmiotem zależnym od Grupo Ferrovial. W grupie hiszpańskiej Acciony na rynku polskim w zbliżonych co PBG obszarach operuje firma Nescio. Pozostałe spółki to firmy inżyniersko-budowlane, które działają w mniej lub bardziej zbliżonych obszarach co PBG.

### Porównanie wskaźników rynkowych dla spółek z Polski, Europy i USA

Lp. Firma, Kraj	Bloomberg Ticker	Wartość rynkowa	Waluta	P/BV (x)			P/E (x)			EV/S (x)			EV/EBITDA (x)			EV/EBIT (x)		
				2004P	2005P	2006P	2004P	2005P	2006P	2004P	2005P	2006P	2004P	2005P	2006P	2004P	2005P	2006P
1 Budimex S.A., Polska	BDX PW	1 136	PLN	2,1	1,9	1,7	36,1	22,9	17,5	0,4	0,4	0,3	12,7	9,5	8,8	21,9	14,3	13,0
2 Elektrobudowa S.A., Polska	ELB PW	108	PLN	1,6	1,5	1,3	22,2	20,3	18,0	0,6	0,6	0,5	9,8	9,3	8,8	17,3	16,0	14,3
3 Aker Kvaerner ASA, Norwegia	AKVER NO	6 879	NOK	3,0	2,5	2,0	18,7	11,4	10,2	0,2	0,2	0,2	5,3	4,8	4,5	9,8	7,3	6,8
4 Mostostal Siedlce S.A., Polska	MSS PW	477	PLN	3,6	3,2	2,8	23,6	29,2	20,7	0,4	0,4	0,4	7,0	7,4	7,2	12,3	14,0	13,1
5 El Paso Corp., USA	EP US	4 819	USD	1,3	0,9	0,8	26,9	18,6	17,3	3,9	4,3	3,5	7,1	7,4	7,4	12,2	12,7	11,9
6 Acciona S.A., Hiszpania	ANA SM	3 228	EUR	1,2	1,1	1,1	15,5	14,3	13,1	0,7	0,7	0,7	6,7	6,2	5,8	10,3	9,3	8,7
7 Grupo Ferrovial S.A., Hiszpania	FER SM	5 144	EUR	2,5	2,2	1,9	14,9	13,7	12,4	1,5	1,4	1,3	10,7	10,0	9,3	14,9	13,8	12,6
8 Saipem S.p.A., Włochy	SPM IM	3 479	EUR	2,3	2,1	1,8	16,8	15,6	13,9	1,1	1,0	1,0	7,9	7,7	7,0	14,6	14,0	13,2
9 John Wood Group PLC, UK	WG/LN	554	GBP	2,0	1,8	1,7	18,5	16,2	13,2	0,7	0,7	0,7	8,6	7,5	6,6	14,4	11,9	10,5
10 Technip S.A., Francja	TEC FP	2 911	EUR	1,6	1,6	1,4	40,1	22,8	17,7	0,6	0,6	0,5	8,2	7,0	6,2	17,4	12,5	12,5
- PBG S.A., Polska	PBG PW	414	PLN	2,8	2,3	1,8	19,6	11,8	9,0	1,8	1,4	1,2	11,7	9,3	5,9	14,0	10,3	7,1
<b>Mediana</b>				<b>2,0</b>	<b>1,9</b>	<b>1,7</b>	<b>20,4</b>	<b>17,4</b>	<b>15,6</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>8,1</b>	<b>7,5</b>	<b>7,1</b>	<b>14,5</b>	<b>13,2</b>	<b>12,6</b>
<b>Implikowane EV</b>										<b>144</b>	<b>176</b>	<b>209</b>	<b>271</b>	<b>316</b>	<b>477</b>	<b>408</b>	<b>508</b>	<b>701</b>
Waga wskaźnika				7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%
<b>Implikowane MC</b>				<b>299</b>	<b>339</b>	<b>390</b>	<b>431</b>	<b>613</b>	<b>718</b>	<b>164</b>	<b>196</b>	<b>228</b>	<b>290</b>	<b>336</b>	<b>496</b>	<b>427</b>	<b>527</b>	<b>721</b>
MC (mln PLN)		411,7																
ilość akcji łącznie (mln szt)		10,5																
<b>Wartość na akcję</b>		<b>39,10</b>																

Źródło: IBES, Bloomberg, BDM PKO BP S.A.

Po porównaniu do grupy spółek budowlanych z Polski, Europy i Stanów Zjednoczonych uzyskaliśmy wycenę jednej akcji **PBG** na poziomie **39,10 PLN**.

### Wycena końcowa

Wycenę akcji PBG dokonaliśmy dwoma metodami: metodą zdyskontowanych wolnych przepływów gotówkowych (DCF) oraz metodą porównania prognozowanych wskaźników rynkowych (wycena porównawcza). Wycenę końcową uzyskaliśmy po wylczeniu średniej ważonej z wycen uzyskanych dwoma metodami oraz po zastosowaniu odpowiedniego dyskonta. Wagi zostały dobrane w taki sposób, aby wycena uzyskana metodą DCF miała 50 proc. w średniej oraz metodą porównawczą miała również 50 proc. udział w średniej wycenie.

Do wyceny zastosowaliśmy dyskonto w wysokości 10 proc. względem średniej wyceny z uwagi na szereg istotnych przyczyn, wymienionych poniżej:

- w spółce wyemitowane są akcje o różnych prawach. Wartość akcji zwykłej jest niższa od wartości akcji uprzywilejowanej,
- w wyniku emisji nowi akcjonariusze mają mniej niż 20 proc. głosów w spółce, co oznacza, że ich wpływ na spółkę jest zerowy,,
- póki co spółka notuje relatywnie niskie obroty, poniżej 200 mln zł rocznie, czyli jest spółką małą, w pewnym sensie niszową. Wraz z planowanym rozwojem PBG wchodząc na „wyższy” poziom napotka silniejszą konkurencję,
- dynamiczny rozwój, jaki obecnie przeżywa, ma charakter ekstensywny, zwiększane jest zatrudnienie i moce wytwórcze, będą zakładane spółki celowe do realizacji konkretnych zadań, bardzo prawdopodobne jest przejmowanie innych firm, tak aby ciągle zwiększać skalę działania. Taka ścieżka rozwoju generuje bardzo duże zapotrzebowanie na kapitał (zarówno własny jak i obcy) oraz zwiększa ryzyko operacyjne,
- starania o pozyskanie kontraktów finansowanych z funduszy unijnych oraz ekspansja zagraniczna wystawia spółkę na ryzyko walutowe, co jest nowym zjawiskiem dla PBG, i znowu nieznacznie zwiększa ogólny poziom ryzyka,
- „starzy” akcjonariusze PBG są jednocześnie właścicielami niepublicznej Hydrobudowy Włocławek, z którą PBG współpracuje. Rodzi to pewien konflikt interesów zarówno w płaszczyźnie



równoległego zarządzania dwoma podmiotami, przez to samo kierownictwo, jak również w stosunku do akcjonariuszy mniejszościowych PBG. W tej chwili trudno określić jak ta kwestia zostanie rozwiązana, obecnie postrzegamy to jako dodatkowy czynnik ryzyka,

□ plan motywacyjny w spółce nie jest ściśle powiązany ze wzrostem wartości firmy. Prawo do bonusowych akcji przysługuje uprawnionym, jeżeli zostanie zrealizowane minimum 75 proc. prognozy zysku operacyjnego. Przy czym prognozę uchwała Rada Nadzorcza. Jest więc mało prawdopodobne, aby ten warunek pozostał kiedykolwiek niespełniony. Przykładowo, przy prognozie zysku operacyjnego 22,0 mln zł na 2004 rok osiągnięcie już 16,5 mln zł skutkuje przyznaniem prawa do 82 500 akcji bonusowych.

#### Wycena końcowa PBG

Wycena DCF	50%	36,80
Wycena porównawcza	50%	39,10
<b>średnia ważona</b>		<b>38,00</b>
dyskonto do średniej [%]		-10,00
dyskonto do średniej [PLN]		-3,80
<b>Wycena końcowa [PLN]</b>		<b>34,20</b>

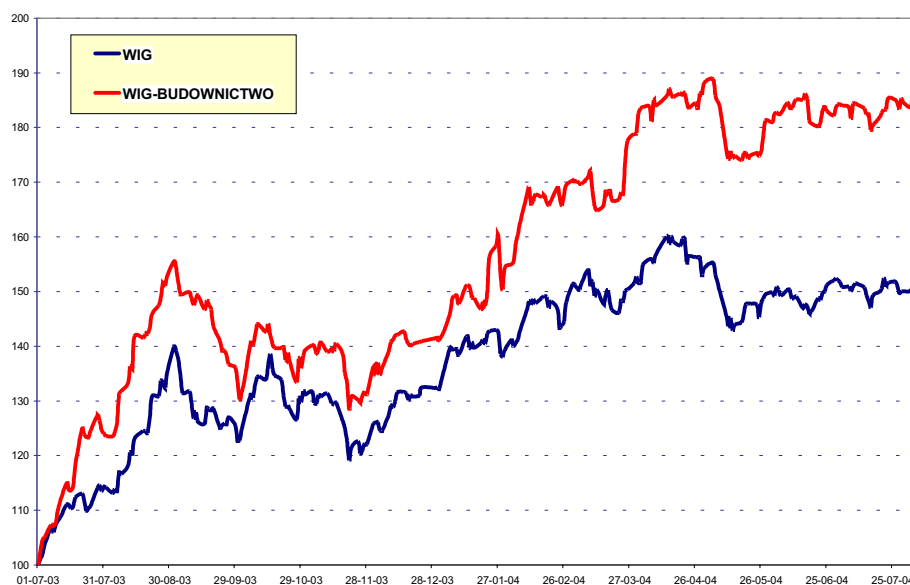
Źródło: BDM PKO BP S.A.

Wyliczyliśmy średnią ważoną z wycen metodami: DCF (34,80 PLN) oraz porównawczą (39,10 PLN) na 37,00 PLN, a po uwzględnieniu 10 proc. dyskonta (-3,70 PLN) **oszacowaliśmy ostatecznie cenę docelową jednej akcji PBG na 33,30 PLN.**

## Rekomendacja

Wygląda na to, że sektor budowlany najgorsze chwile ma już za sobą. Wejście Polski do Unii Europejskiej zapewniło, i zapewni w przyszłości, współfinansowanie części projektów inwestycyjnych, co powinno ustabilizować sytuację w tym sektorze, a w przyszłości zapewnić trwałą i stabilny rozwój tego sektora. Dzięki pierwszym symptomom ożywienia w budownictwie, które dodatkowo, szczęśliwie dla branży, zbiegło się z silną deprecjacją rodzimej waluty, wiodące spółki notowane na warszawskiej giełdzie wracają do łask inwestorów. W okresie ostatniego roku indeks WIG Budownictwo zachowywał się wyraźnie lepiej od indeksu „szerokiego rynku” - WIG.

### Zachowanie się indeksu WIG BUDOWNICTWO na tle indeksu WIG (ostatni rok)



Źródło: GPW, BDM PKO BP S.A.

### Siła względna indeksu WIG BUDOWNICTWO do indeksu WIG (ostatni rok)



Źródło: GPW, BDM PKO BP S.A.

Branża budowlana, reprezentowana na GPW przez WIG Budownictwo, w ciągu ostatniego roku zachowywała się systematycznie lepiej od całego rynku akcji, poza krótkim okresem wrzesień-październik ubiegłego roku.

Niewątpliwie PBG jest spółką wybijającą się na tle branży budowlanej. Podczas gdy inne spółki restrukturyzują się, wyprzedają zbędne aktywa i ograniczają zatrudnienie, PBG stale się rozwija, zatrudnia nowych pracowników oraz inwestuje. Niemniej nasza wycena całej Grupy PBG opiewa na 360 mln zł. To sporo więcej od innych spółek budowlanych: Elektrobudowa wyceniana jest przez rynek na 108 mln zł (przy przychodach 228 mln zł w 2003) oraz Mostostalu Warszawa, którego kapitalizacja rynkowa wynosi 135 mln zł, przy ubiegłorocznych przychodach w wysokości 712 mln zł.

Wycena rynkowa Grupy PBG jest jeszcze wyższa i wynosi 407 mln zł, czyli niewiele mniej od rynkowej wartości Mostostalu Siedlce (490 mln zł - po połączeniu z Polimex-Cekop, a przed umorzeniem części akcji), który planuje osiągnąć w 2004 roku skonsolidowane przychody w przedziale 1,2 - 1,3 mld zł.

Ponieważ obecna cena rynkowa znacząco przekracza naszą wycenę, która została sporządzona w oparciu o bardzo optymistyczne założenia, sądzimy, że w perspektywie nadchodzących 12 miesięcy będzie to hamować dalsze wzrosty kursu akcji. REDUKUJ.



## DODATEK A. Badanie wrażliwości modelu DCF na poziom stopy wolnej od ryzyka

W naszym modelu określamy stopę procentową wolną od ryzyka na poziomie prognozowanej rentowności rocznych bonów skarbowych (wartość średnia w danym roku prognozy). W przypadku przyjęcia innego założenia wycena modelu DCF może być inna.

W celu zbadania wrażliwości modelu na zmianę wartości tego parametru zbudowaliśmy alternatywny model oparty na założeniu wartości stopy procentowej wolnej od ryzyka na poziomie rynkowej krzywej rentowności polskich papierów skarbowych z okresu poprzedzającego wycenę. Dla określenia rynkowych rentowności skarbowych papierów wartościowych zastosowaliśmy *Fair Market Yield Curve* podawaną przez agencję Bloomberg.

### Alternatywny model wyceny DCF

Rentowność polskich papierów skarbowych	1y	2y	3y	4y	5y	6y	7y	8y	9y	10y
<b>Fair Market Yield for PLN</b>	<b>7,3297</b>	<b>7,7306</b>	<b>7,7904</b>	<b>7,8992</b>	<b>7,7982</b>	<b>7,7261</b>	<b>7,6540</b>	<b>7,6117</b>	<b>7,5557</b>	<b>7,3729</b>
Date: 03rd August 2004						(est.)				
Source: Bloomberg										

Źródło: Bloomberg

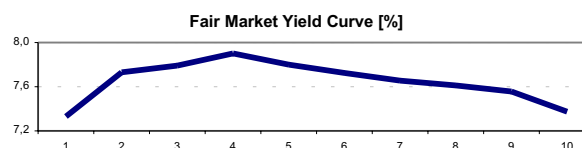
DCF	2004P	2005P	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
<b>Wskaźniki makroekonomiczne</b>										
wzrost PKB w Polsce	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5
inflacja średnioroczna (proc.)	3,5	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
średnioroczny kurs USD/PLN	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75
średnioroczny kurs EUR/PLN	4,40	4,40	4,40	4,40	4,40	4,40	4,40	4,40	4,40	4,40

<b>EBIT (mln PLN)</b>	<b>28,2</b>	<b>38,3</b>	<b>55,9</b>	<b>46,7</b>	<b>50,9</b>	<b>55,2</b>	<b>60,5</b>	<b>72,6</b>	<b>80,2</b>	<b>85,8</b>
stopa podatkowa (proc.)	19	19	19	19	19	19	19	19	19	19
<b>NOPLAT (mln PLN)</b>	<b>22,8</b>	<b>31,1</b>	<b>45,3</b>	<b>37,8</b>	<b>41,2</b>	<b>44,7</b>	<b>49,0</b>	<b>58,8</b>	<b>64,9</b>	<b>69,5</b>
amortyzacja (mln PLN)	5,4	4,0	11,0	12,3	12,6	12,7	12,4	5,5	3,6	3,7
nakłady inwestycyjne (mln PLN)	12,4	34,8	24,5	15,9	16,4	16,9	17,4	17,9	18,4	19,0
zmiana kapitału obrotowego (mln PLN)	15,8	9,1	6,7	3,0	3,2	3,4	3,7	3,9	4,2	4,6
<b>FCF (mln PLN)</b>	<b>0,1</b>	<b>-8,8</b>	<b>25,1</b>	<b>31,2</b>	<b>34,2</b>	<b>37,1</b>	<b>40,3</b>	<b>42,4</b>	<b>45,8</b>	<b>49,6</b>

<b>kałkulacja WACC</b>										
dług (proc.)	69%	22%	15%	10%	6%	3%	0%	0%	0%	0%
inflacja średnioroczna (proc.)	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
stopa wolna od ryzyka	<b>7,3</b>	<b>7,7</b>	<b>7,8</b>	<b>7,9</b>	<b>7,8</b>	<b>7,7</b>	<b>7,7</b>	<b>7,6</b>	<b>7,6</b>	<b>7,4</b>
premija rynkowa (proc.)	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
beta	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
koszt długu po opodatkowaniu (proc.)	8,6	9,1	9,1	9,3	9,2	9,1	9,0	8,9	8,9	8,7
koszt kapitału (proc.)	12,3	12,7	12,8	12,9	12,8	12,7	12,7	12,6	12,6	12,4
<b>WACC</b>	<b>9,8</b>	<b>11,9</b>	<b>12,2</b>	<b>12,5</b>	<b>12,6</b>	<b>12,6</b>	<b>12,7</b>	<b>12,6</b>	<b>12,6</b>	<b>12,4</b>

<b>wycena</b>										
<b>DVCF (mln PLN)</b>	<b>0,1</b>	<b>-7,2</b>	<b>18,2</b>	<b>20,1</b>	<b>19,6</b>	<b>18,8</b>	<b>18,2</b>	<b>17,0</b>	<b>16,3</b>	<b>15,7</b>
Suma DVCF (mln PLN)	136,9									
wartość rezydualna (mln PLN)	543,9									
zdyskontowana wart. rezyd. (mln PLN)	172,2									
<b>wartość DCF (mln PLN)</b>	<b>309,2</b>									
dług netto (mln PLN)	-19,6									
wartość aktywów pozaoperacyjnych	8,3									
<b>wartość bez długu (mln PLN)</b>	<b>337,1</b>									
ilość akcji (mln szt.)	10,5									
<b>wycena DCF (PLN / 1 akcja)</b>	<b>32,1</b>									

realna stopa wzrostu FCF po roku 2013 = 0 proc.



Przyjmując powyższe, odmienne, założenie co do wysokości stóp wolnych od ryzyka wycena w alternatywnym modelu DCF jednej akcji **PBG** wynosi **32,10 PLN**.

## DODATEK B. Badanie wrażliwości modelu DCF na poziom współczynnika Beta

W naszym modelu DCF przyjęliśmy założenie, że współczynnik beta kształtuje się na poziomie 1 w okresie prognozy, w rzeczywistości wartość współczynnika beta dla konkretnych spółek odbiegają mniej lub więcej od tej wartości i to zarówno w górę jak i w dół.

Wiele spółek z branży budowlanej charakteryzuje się wartością współczynnika beta zmierzoną statystycznie mniejszą od jedności. W celu zbadania wrażliwości na ten parametr w alternatywnym modelu DCF przyjęliśmy stałą wartość wskaźnika beta równą 0,75; czyli na poziomie zbliżonym do przeciętnej wartości tego wskaźnika dla spółek z branży.

### Alternatywny model wyceny DCF

DCF	2004P	2005P	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
<b>Wskaźniki makroekonomiczne</b>										
wzrost PKB w Polsce	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5
inflacja średnioroczna (proc.)	3,5	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
średnioroczny kurs USD/PLN	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75
średnioroczny kurs EUR/PLN	4,40	4,40	4,40	4,40	4,40	4,40	4,40	4,40	4,40	4,40
<b>EBIT (mln PLN)</b>	<b>28,2</b>	<b>38,3</b>	<b>55,9</b>	<b>46,7</b>	<b>50,9</b>	<b>55,2</b>	<b>60,5</b>	<b>72,6</b>	<b>80,2</b>	<b>85,8</b>
stopa podatkowa (proc.)	19	19	19	19	19	19	19	19	19	19
<b>NOPLAT (mln PLN)</b>	<b>22,8</b>	<b>31,1</b>	<b>45,3</b>	<b>37,8</b>	<b>41,2</b>	<b>44,7</b>	<b>49,0</b>	<b>58,8</b>	<b>64,9</b>	<b>69,5</b>
amortyzacja (mln PLN)	5,4	4,0	11,0	12,3	12,6	12,7	12,4	5,5	3,6	3,7
nakłady inwestycyjne (mln PLN)	12,4	34,8	24,5	15,9	16,4	16,9	17,4	17,9	18,4	19,0
zmiana kapitału obrotowego (mln PLN)	15,8	9,1	6,7	3,0	3,2	3,4	3,7	3,9	4,2	4,6
<b>FCF (mln PLN)</b>	<b>0,1</b>	<b>-8,8</b>	<b>25,1</b>	<b>31,2</b>	<b>34,2</b>	<b>37,1</b>	<b>40,3</b>	<b>42,4</b>	<b>45,8</b>	<b>49,6</b>
<b>kalkulacja WACC</b>										
dług (proc.)	69%	22%	15%	10%	6%	3%	0%	0%	0%	0%
inflacja średnioroczna (proc.)	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
stopa wolna od ryzyka	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0
premia rynkowa (proc.)	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
beta	<b>0,75</b>	<b>0,75</b>	<b>0,75</b>	<b>0,75</b>	<b>0,75</b>	<b>0,75</b>	<b>0,75</b>	<b>0,75</b>	<b>0,75</b>	<b>0,75</b>
koszt długu po opodatkowaniu (proc.)	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2
koszt kapitału (proc.)	10,8	10,8	10,8	10,8	10,8	10,8	10,8	10,8	10,8	10,8
<b>WACC</b>	<b>9,0</b>	<b>10,2</b>	<b>10,4</b>	<b>10,5</b>	<b>10,6</b>	<b>10,7</b>	<b>10,8</b>	<b>10,8</b>	<b>10,8</b>	<b>10,8</b>
<b>wycena</b>										
<b>DFCF (mln PLN)</b>	<b>0,1</b>	<b>-7,3</b>	<b>18,9</b>	<b>21,3</b>	<b>21,1</b>	<b>20,7</b>	<b>20,3</b>	<b>19,3</b>	<b>18,8</b>	<b>18,4</b>
Suma DFCF (mln PLN)	151,5									
wartość rezydualna (mln PLN)	751,8									
zdyskontowana wart. rez. (mln PLN)	278,1									
<b>wartość DCF (mln PLN)</b>	<b>429,5</b>									
dług netto (mln PLN)	-19,6									
wartość aktywów pozaoperacyjnych	8,3									
<b>wartość bez długu (mln PLN)</b>	<b>457,5</b>									
ilość akcji (mln szt.)	10,5									
<b>wycena DCF (PLN / 1 akcja)</b>	<b>43,6</b>									

Źródło: BDM PKO BP S.A.

Przyjmując powyższe, odmienne, założenie co do wartości współczynnika beta wycena w alternatywnym modelu DCF jednej akcji **PBG** wynosi **43,80 PLN**.

## DODATEK C. Badanie wrażliwości modelu DCF na wartość premii rynkowej

W naszym modelu DCF przyjęliśmy arbitralnie założenie, że premia rynkowa równa się 5 proc. w okresie prognozy. W rzeczywistości wartość premii rynkowej dla Polski może być inna.

W celu zbadania wrażliwości na ten parametr w alternatywnym modelu DCF przyjęliśmy stałą wartość premii rynkowej równą 6 proc; czyli na poziomie o jeden punkt procentowy wyższym.

### Alternatywny model wyceny DCF

DCF	2004P	2005P	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
<b>Wskaźniki makroekonomiczne</b>										
wzrost PKB w Polsce	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5
inflacja średnioroczna (proc.)	3,5	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
średnioroczny kurs USD/PLN	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75
średnioroczny kurs EUR/PLN	4,40	4,40	4,40	4,40	4,40	4,40	4,40	4,40	4,40	4,40
<b>EBIT (mln PLN)</b>										
EBIT (mln PLN)	28,2	38,3	55,9	46,7	50,9	55,2	60,5	72,6	80,2	85,8
stopa podatkowa (proc.)	19	19	19	19	19	19	19	19	19	19
<b>NOPLAT (mln PLN)</b>										
NOPLAT (mln PLN)	22,8	31,1	45,3	37,8	41,2	44,7	49,0	58,8	64,9	69,5
amortyzacja (mln PLN)	5,4	4,0	11,0	12,3	12,6	12,7	12,4	5,5	3,6	3,7
nakłady inwestycyjne (mln PLN)	12,4	34,8	24,5	15,9	16,4	16,9	17,4	17,9	18,4	19,0
zmiana kapitału obrotowego (mln PLN)	15,8	9,1	6,7	3,0	3,2	3,4	3,7	3,9	4,2	4,6
<b>FCF (mln PLN)</b>										
FCF (mln PLN)	0,1	-8,8	25,1	31,2	34,2	37,1	40,3	42,4	45,8	49,6
<b>kalkulacja WACC</b>										
dług (proc.)	69%	22%	15%	10%	6%	3%	0%	0%	0%	0%
inflacja średnioroczna (proc.)	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
stopa wolna od ryzyka	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0
premia rynkowa (proc.)	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0
beta	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
koszt długu po opodatkowaniu (proc.)	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2
koszt kapitału (proc.)	13,0	13,0	13,0	13,0	13,0	13,0	13,0	13,0	13,0	13,0
<b>WACC</b>										
WACC	9,7	12,0	12,3	12,5	12,7	12,9	13,0	13,0	13,0	13,0
<b>wycena</b>										
<b>DFCF (mln PLN)</b>										
DFCF (mln PLN)	0,1	-7,2	18,2	20,1	19,6	18,8	18,1	16,8	16,1	15,4
Suma DFCF (mln PLN)	136,0									
wartość rezydualna (mln PLN)	568,1									
zdyskontowana wart. rezyd. (mln PLN)	176,4									
<b>wartość DCF (mln PLN)</b>										
wartość DCF (mln PLN)	312,4									
dług netto (mln PLN)	-19,6									
wartość aktywów pozaoperacyjnych	8,3									
<b>wartość bez długu (mln PLN)</b>										
wartość bez długu (mln PLN)	340,3									
ilość akcji (mln szt.)	10,5									
<b>wycena DCF (PLN / 1 akcja)</b>										
wycena DCF (PLN / 1 akcja)	32,4									

Źródło: BDM PKO BP S.A.

Przyjmując powyższe, odmienne, założenie co do wartości premii rynkowej wycena w alternatywnym modelu DCF jednej akcji **PBG** wynosi **32,40 PLN**.

### Porównanie alternatywnych modeli DCF

model wyceny	cena	+/- [PLN]	+/- [%]
DCF (podstawowy)	36,80	n.d.	n.d.
DCF alternatywna stopa wolna od ryzyka	32,10	-4,70	-12,8
DCF alternatywne współczynniki beta	43,60	6,80	18,5
DCF alternatywna premia za ryzyko	32,40	-4,40	-12,0

Źródło: BDM PKO BP S.A.

Model DCF wyceny PBG jest najbardziej narażony na błąd złego oszacowania właściwej wartości współczynnika beta.



## Bankowy Dom Maklerski PKO Bank Polski SA

ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa

tel. (0-22)521-80-00, fax (0-22)521-79-46

e-mail: infobdm@pkobp.pl

### Telefony kontaktowe

#### Zespół Analiz i Doradztwa Kapitałowego

Kierownik  
makler papierów wartościowych  
miedź, przemysł: paliwowy, papirniczy, farmaceutyczny

Sebastian Słomka  
(022) 521 79 10  
sebastian.slomka@pkobp.pl

doradca inwestycyjny  
telekomunikacja, media, budownictwo i nieruchomości,  
turystyka i hotelarstwo

Bartłomiej Michalski  
(022) 521 79 41  
bartlomiej.michalski@pkobp.pl

banki i finanse

Robert Sobieraj  
(022) 521 79 17  
robert.sobieraj@pkobp.pl

doradca inwestycyjny  
informatyka

Michał Janik  
(022) 521 79 13  
michal.janik@pkobp.pl

przemysł spożywczy, przemysł odzieżowy,  
energetyka, dystrybucja farmaceutyków

Paweł Małyska  
(022) 521 87 23  
pawel.malyska@pkobp.pl

#### Zespół Klientów Instytucjonalnych

Przemysław Nowicki (022) 521 82 13  
przemyslaw.nowicki@pkobp.pl

Dariusz Andrzejak (0-22)521 82 12  
dariusz.andrzejak@pkobp.pl

Artur Szymanek (0-22)521 82 14  
artur.szzymanek@pkobp.pl

Krzysztof Kasiński (0-22)521 82 10  
krzysztof.kasinski@pkobp.pl

#### Objaśnienie używanej terminologii fachowej

min (max) 52 tyg - minimum (maksimum) kursu rynkowego akcji w okresie ostatnich 52 tygodni

kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej akcji i liczby akcji

EV - suma kapitalizacji i długu netto spółki

free float (%) - udział liczby akcji ogółem pomniejszonej o 5% pakiety akcji znajdujące się w posiadaniu jednego akcjonariusza i akcje własne należące do spółki, w ogólnej liczbie akcji

śr obrót/msc - średni obrót na miesiąc obliczony jako suma wartości obrotu za ostatnie 12 miesięcy podzielona przez 12

ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych

ROA - stopa zwrotu z aktywów

EBIT - zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

EPS - zysk netto na 1 akcję

DPS - dywidenda na 1 akcję

CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję

P/E - iloraz ceny rynkowej akcji i EPS

P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji i wartości księgowej jednej akcji

EV/EBITDA - iloraz kapitalizacji powiększonej o dług netto spółki oraz EBITDA

marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów netto ze sprzedaży

marża EBITDA - relacja sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży

marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży

rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży

#### Rekomendacje stosowane przez BDM

KUPIJ - uważamy, że akcje spółki posiadają co najmniej 15% potencjał wzrostu

AKUMULUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają potencjał wzrostu nie większy niż 15%

NEUTRALNIE - oczekujemy względnie stabilnych notowań akcji spółki

REDUKUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają potencjał spadku nie większy niż 15%

SPRZEDAJ - uważamy, że akcje spółki posiadają co najmniej 15% potencjał spadku

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej i subiektywnej oceny analityków. Częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona. Zastrzeżenie o spekulacyjnym charakterze rekomendacji oznacza, że horyzont inwestycji jest skrócony do 3 miesięcy, a inwestycja jest obciążona podwyższonym ryzykiem.

#### Stosowane metody wyceny

BDM opiera się zasadniczo na trzech metodach wyceny: DCF (model zdyskontowanych przepływów pieniężnych), metoda wskaźnikowa (porównanie wartości podstawowych wskaźników rynkowych z podobnymi wskaźnikami dla innych firm reprezentujących dany sektor) oraz model zdyskontowanych dywidend. Wadą metody DCF oraz modelu zdyskontowanych dywidend jest duża wrażliwość na przyjęte założenia, w szczególności te, które odnoszą się do określenia wartości rezydualnej. Modelu zdyskontowanych dywidend nie można ponadto zastosować w przypadku wyceny spółek nie mających ukształtowanej polityki dywidendowej. Zaletami obydwu wymienionych metod jest ich niezależność w stosunku do bieżących wycen rynkowych porównywalnych spółek. Zaletą metody wskaźnikowej jest z kolei to, że bazuje ona na wymiernej wycenie rynkowej danego sektora. Jej wadą jest zaś ryzyko, że w danej chwili rynek może nie wycenić prawidłowo porównywalnych spółek.

#### Powiązania, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzonej rekomendacji

Zgodnie z naszą wiedzą, pomiędzy BDM oraz analitykiem sporządzającym niniejszy raport a spółką, nie występują jakiegokolwiek inne powiązania, o których mowa w §9 i 10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów. Inwestor powinien zakładać, że BDM ma zamiar złożyć ofertę świadczenia usług spółce, której dotyczy raport.

#### Pozostałe klauzule

Niniejsza publikacja została opracowana przez Bankowy Dom Maklerski PKO BP S.A. wyłącznie na potrzeby klientów BDM i podlega utajeniu w okresie dwóch następnych dni po dacie publikacji. Rozpowszechnianie lub powielanie w całości lub w części bez pisemnej zgody BDM jest zabronione. Niniejsza publikacja została przygotowana z dochoowaniem należytej staranności, w oparciu o fakty i informacje uznane za wiarygodne (w szczególności sprawozdania finansowe i raporty bieżące spółki), jednak BDM nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania publikacji były wszelkie informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze Spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się. BDM może świadczyć usługi na rzecz firm, których dotyczy analiza. BDM nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej analizie. Podmiotem sprawującym nadzór nad BDM w ramach prowadzonej działalności jest Komisja Papierów Wartościowych i Giełd.