

PBG: Oferta publiczna

Reuters: PBGG.WA Bloomberg: PBG PW

9 stycznia 2006

Atrakcyjna spółka na rosnącym rynku

PBG jest jedną z największych polskich spółek budowlanych. Specjalizuje się głównie w projektowaniu i budowie instalacji naftowo-gazowych, infrastruktury ochrony środowiska oraz budownictwie hydrotechnicznym. Napływ funduszy strukturalnych z Unii Europejskiej oraz związane z tym prognozowane wysokie nakłady inwestycyjne w tych sektorach powinny mieć pozytywny wpływ na zyski PBG. Prognozujemy trzykrotny wzrost sprzedaży oraz zysku netto do 2008 roku w porównaniu z rokiem 2005. Nasza wycena PBG to 1,6mld zł lub 130 zł za akcję.

PBG jest wiodącą polską spółką budowlaną, specjalizującą się w budownictwie naftowo-gazowym. Dzięki dokonany w ostatnim czasie przejęciom mniejszych firm, spółka rozpoczęła również działalność na bardzo obiecujących rynkach budownictwa hydrotechnicznego oraz ochrony środowiska.

Oczekujemy, że po kilku latach niskich inwestycji, ożywienie w tych sektorach będzie bardzo silne. PGNiG oraz inne firmy związane z sektorem gazowo-naftowym zapowiedziały programy inwestycyjne o wartości 9 mld zł na lata 2006-2009. Dodatkowo gazowy kryzys rosyjsko-ukraiński skłonił rząd do przyspieszenia inwestycji mających na celu dywersyfikację dostaw gazu.

Uważamy, że środki z UE zdynamizują inwestycje w sektorach ochrony środowiska oraz budownictwa wodnego. Szacujemy, że do 2013 roku ok. 35mld EUR zostanie przeznaczonych na inwestycje infrastrukturalne. Przy obecnym 5% wykorzystaniu funduszy, rząd oraz władze samorządowe, chcąc w pełni wykorzystać dostępne środki, będą musiały przyspieszyć inwestycje, w przeciwnym wypadku mogą one zostać zmarnowane.

Naszym zdaniem PBG jest najlepiej przygotowaną polską spółką budowlaną do skorzystania z nadchodzącego ożywienia. Dzięki bogatemu doświadczeniu, referencjom oraz posiadanym środkom spółka jest w stanie pozyskiwać nawet największe kontrakty. W związku z powyższym prognozujemy trzykrotny wzrost sprzedaży i zysku netto do 2008 roku.

Obecna wycena spółki może się wydawać wysoka, ale naszym zdaniem perspektywa nowych kontraktów, które PBG ma szansę wygrać w 2006 roku, uzasadniają optymizm inwestorów. W oparciu o wycenę metodą DCF wspartą porównaniem z krajowymi i międzynarodowymi spółkami, wyceniamy jedną akcję PBG na 130 zł.

PBG: Wyniki finansowe i prognozy

W milionach zł, o ile nie podano inaczej

| | 2004 | 2005P | 2006P | 2007P | 2008P |
|---------------|-------|-------|-------|---------|---------|
| Przychody | 216,1 | 410,0 | 761,4 | 1 088,8 | 1 297,9 |
| EBITDA | 25,8 | 51,6 | 102,1 | 149,8 | 184,6 |
| EBIT | 22,3 | 42,0 | 88,8 | 134,0 | 167,0 |
| Zysk netto | 13,2 | 34,7 | 54,7 | 82,3 | 102,8 |
| P/E (x) | 67,9 | 29,7 | 21,1 | 14,3 | 11,5 |
| EV/EBITDA (x) | 50,4 | 25,2 | 12,7 | 8,7 | 7,0 |

Źródło: Dane spółki, szacunki DM BZ WBK

Struktura oferty

| | |
|--------------------------------------|------------|
| Aktualna liczba akcji (przed ofertą) | 10 530 000 |
| Oferowana liczba akcji | 1 500 000 |
| Liczba akcji (po ofercie) | 12 030 000 |

Plan SPO

| | |
|----------------|---------------------------------|
| 11 stycznia | Zapisy na prawa poboru do akcji |
| 13 stycznia | Ogłoszenie ceny emisyjnej |
| 16-17 stycznia | Debiut praw poboru do akcji |
| 18-20 stycznia | Subskrypcja akcji |
| 30 stycznia | Drugi termin subskrypcji |
| 31 stycznia | Dzień przydziału |

| Główni akcjonariusze przed ofertą | % kapitału |
|-----------------------------------|------------|
| Jerzy Wiśniewski | 41,6 |
| Małgorzata Wiśniewska | 9,5 |
| BZ WBK AIB Asset Management | 8,5 |
| Tomasz Woroch | 3,0 |
| Główni akcjonariusze po ofercie | % kapitału |
| Jerzy Wiśniewski | 36,4 |
| BZ WBK AIB Asset Management | 7,4 |
| Tomasz Woroch | 2,6 |
| Free float | 53,6 |

Opis spółki

PBG oferuje usługi inżynierskie oraz budowlane, specjalizuje się w instalacjach związanych z wydobywaniem i przerobem ropy naftowej i gazu ziemnego, a także ochroną środowiska i hydrotechniką

Dział analiz:

Andrzej Szymański

Spis treści

| | |
|---------------------------------------|----------|
| Spis treści | 2 |
| Podsumowanie inwestycyjne..... | 3 |
| Wycena..... | 4 |
| Sprawozdania finansowe..... | 8 |

W raporcie używamy cen z dnia 6 stycznia 2006.

Podsumowanie inwestycyjne

PBG prowadzi działalność w segmentach sektora budowlanego, które mają szansę na wysoką dynamikę wzrostu w nadchodzących latach: budownictwo naftowo-gazowe, infrastruktura ochrony środowiska oraz budownictwo hydrotechniczne. PGNiG, po zmniejszeniu inwestycji w kilku ostatnich latach, będzie zmuszony do intensyfikacji rozbudowy infrastruktury. Ważnym wydarzeniem okazał się również ostatni kryzys gazowy na linii Rosja-Ukraina, który skłonił polski rząd do zalecenia PGNiG przyspieszenia realizacji projektów inwestycyjnych.

Kolejnym pozytywnym czynnikiem mającym wpływ na zwiększenie inwestycji będą środki pochodzące z funduszy strukturalnych Unii Europejskiej przeznaczone na ochronę środowiska. Obecnie wykorzystanie tych środków sięga zaledwie 5%. Rząd oraz samorządy terytorialne muszą przyspieszyć proces absorpcji tychże środków, gdyż w przeciwnym razie mogą one zostać bezpowrotnie utracone.

Konkurencja w wyżej wymienionych wysoce specjalistycznych dziedzinach wymaga określonych referencji oraz technologii, co powoduje, że liczba potencjalnych firm przystępujących do przetargów jest niewielka. PBG spełnia wszystkie powyższe warunki, w dostatecznym stopniu by zwyciężać również w konkurencji z dużymi międzynarodowymi graczami. Poza tym pozycja Grupy została znacznie wzmocniona dokonаныmi ostatnio przejęciami mniejszych firm, czyniąc ją tym samym zdolną do udziału w dużych, bardziej skomplikowanych projektach.

Szacujemy, że sprzedaż i zysk netto Grupy PBG potroi się do 2008 roku w porównaniu z rokiem 2005. Wartość niektórych pojedynczych kontraktów, które spółka ma szansę wygrać, przekraczają poziom skonsolidowanej sprzedaży w 2005 roku. Uważamy, że PBG jest w stanie zrealizować nasze prognozy.

Czynniki ryzyka

Opóźnienia w rozpoczęciu inwestycji i rozstrzygnięciu przetargów. Największymi klientami PBG są spółki skarbu państwa, tak więc niestabilność polityczna lub zmiana rządu, mogą spowodować zmiany w zarządach tych spółek tym samym powodując opóźnienia w realizacji inwestycji. Opóźnienia w rozstrzygnięciu przetargów również mogą stanowić potencjalne zagrożenie dla naszych prognoz. Obecnie wiele przetargów trwa wiele miesięcy, gdyż wyniki są często oprotestowane przez ich uczestników.

Brak wykwalifikowanej kadry oraz skuteczna realizacja kontraktów może stać się czynnikiem ryzyka w sytuacji, gdy spółce uda się wygrać kilka dużych przetargów jednocześnie. Obecnie na rynku brakuje nie tylko wysoko wykwalifikowanych inżynierów, ale także doświadczonych robotników. Priorytetem dla PBG będzie zatrzymanie zatrudnionych specjalistów w firmie, znalezienie nowych, jak i również dalsze zwiększanie swoich zdolności wykonawczych poprzez szukanie odpowiednio wykwalifikowanych podwykonawców na rynku.

Płynność. Spółka potrzebuje znacznych środków pieniężnych po to by brać udział w przetargach oraz w przypadku pozytywnego rozstrzygnięcia, móc je realizować. Wartość gwarancji oraz zaległych płatności w tego typu kontraktach może sięgać nawet 10-30% wartości kontraktu.

Konkurencja zagraniczna. Napływ środków z Unii Europejskiej oraz optymistyczne prognozy dla polskiej gospodarki mogą zachęcić zagranicznych graczy do wejścia na polski rynek. Wiele międzynarodowych firm budowlanych jest już obecnych w Polsce (Ferrovial, Acciona, Skanska), lecz nie stanowią one konkurencji dla PBG, gdyż specjalizują się w innych dziedzinach. Sytuacja ta jednak może ulec zmianie i wówczas PBG będzie musiało się zmierzyć z silną konkurencją.

Wycena

Wycena PBG metodami: DCF oraz porównawczą

Wycena oparta się na metodzie DCF została poparta porównaniem krajowych i międzynarodowych spółek porównywalnych.

Wycena DCF

DCF implikuje cenę 147,3 zł za akcję

Wycena metodą zdyskontowanych przepływów środków pieniężnych oparta została na prognozach do 2015 roku, tym samym istnieje ryzyko wystąpienia różnic pomiędzy prognozą a przyszłymi wynikami spółki.

Uważamy, iż PBG utrzyma poziom swoich wyników i zdobędzie wiele dużych, wysoko marżowych kontraktów. Poza tym zakładamy:

- 25% średnioroczny wzrost sprzedaży (CAGR) w latach 2006-2010 oraz 8% po roku 2010,
- Wzrost marży EBITDA z 12,6% w roku 2005 do 14,6% w 2015,
- Stopę podatku dochodowego na poziomie 20% w 2006 roku i średnio 15% w późniejszych latach, ponieważ tarcza podatkowa spółki Hydrobudowa Śląsk obniży płatności z tego tytułu,
- Konsolidujemy spółkę Hydrobudowa Śląsk z 50% udziałem,
- Nakłady inwestycyjne osiągną średnioroczną wartość 32mln zł,
- Stopa zysku wolnego od ryzyka wynosi 5,0% i jest równa rentowności 10-letnich obligacji skarbu państwa,
- Premię za ryzyko długu na poziomie 1 punktu procentowego – prognozowana premia, którą spółka będzie musiała zapłacić w przyszłości za swoje kredyty,
- Premię za ryzyko na poziomie 4,5% wg szacunków DM BZWBK,
- Wzrost wartości rezydualnej - 1,5%,
- WACC na poziomie 9,1%, oparty na 11,7% koszcie wartości, 4,8% koszcie długu po opodatkowaniu oraz wskaźniku długu do kapitału 38/62.

Szczegółowe dane zostały podane w tabeli 1.

Szacunki oparte na metodzie DCF implikują wartość 1,771mln zł bądź 147,3 zł za akcję.

Tabela 1. PBG: Kalkulacja średnioważonego kosztu kapitału własnego (WACC)

| | |
|--|--------------|
| Stopa wolna od ryzyka (rentowność 10 letnich obligacji skarbowych) | 5,0% |
| Beta przed uwzględnieniem zadłużenia | 1,00 |
| Beta po uwzględnieniu zadłużenia | 1,48 |
| Premia za ryzyko (kapitał własny) | 4,5% |
| Koszt kapitału własnego | 11,7% |
| Stopa wolna od ryzyka (rentowność 10 letnich obligacji skarbowych) | 5,0% |
| Premia za ryzyko (kredytowe) | 1,0% |
| Stopa podatkowa | 20% |
| Koszt długu (po opodatkowaniu) | 4,8% |
| Kapitał obcy (%) | 38% |
| Kapitał własny (%) | 62% |
| Średni ważony koszt kapitału | 9,1% |

Źródło: Dane spółki, Damodaran, szacunki DM BZ WBK

Rys. 2. PBG: Wycena DCF

W milionach zł, o ile nie podano inaczej

| | 2005P | 2006P | 2007P | 2008P | 2009P | 2010P | 2011P | 2012P | 2013P | 2014P | 2015P |
|--------------------------------------|-------|--------------|-------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Przychody | 410,0 | 709,1 | 988,4 | 1 180,5 | 1 388,5 | 1 505,0 | 1 632,0 | 1 773,6 | 1 894,4 | 2 024,9 | 2 165,8 |
| EBITDA | 51,6 | 98,1 | 136,1 | 163,1 | 189,8 | 207,2 | 226,3 | 247,3 | 267,8 | 290,5 | 315,9 |
| EBIT | 42,0 | 86,4 | 122,2 | 148,0 | 172,9 | 189,0 | 206,5 | 225,7 | 244,9 | 265,9 | 289,5 |
| Opodatkowanie EBIT | 0,0 | 17,1 | 20,6 | 23,4 | 23,6 | 26,2 | 29,1 | 32,3 | 36,1 | 39,5 | 43,4 |
| NOPAT | 42,0 | 69,2 | 101,6 | 124,5 | 149,3 | 162,8 | 177,4 | 193,4 | 208,8 | 226,4 | 246,1 |
| Amortyzacja | 9,6 | 11,8 | 13,9 | 15,1 | 16,9 | 18,1 | 19,9 | 21,6 | 22,9 | 24,6 | 26,4 |
| Nakłady inwestycyjne | -30,0 | -42,5 | -33,0 | -32,5 | -32,5 | -32,0 | -32,0 | -32,0 | -32,0 | -32,0 | -32,0 |
| Zmiana w kapitale pracującym | -6,3 | -30,3 | -47,3 | -30,2 | -43,8 | -18,6 | -20,3 | -22,5 | -19,6 | -21,1 | -22,8 |
| FCF | 15,2 | 8,2 | 35,2 | 77,0 | 89,9 | 130,3 | 144,9 | 160,5 | 177,6 | 195,4 | 215,2 |
| WACC (2006-2015) | | 9,1% | | | | | | | | | |
| Wartość bieżąca FCF (2006-2015) | | 685 | | | | | | | | | |
| Wartość rezydualna | | 1,5% | | | | | | | | | |
| Wartość bieżąca wartości rezydualnej | | 1 355 | | | | | | | | | |
| Wartość firmy | | 2 040 | | | | | | | | | |
| Dług netto | | 269 | | | | | | | | | |
| Bieżąca wartość kapitałów własnych | | 1 771 | | | | | | | | | |
| Liczba akcji (mln) | | 12,0 | | | | | | | | | |
| Bieżąca wartość akcji (w zł) | | 147,3 | | | | | | | | | |

Źródło: Szacunki DM BZ WBK

Rys. 3. PBG: Analiza wrażliwości na zmiany WACC oraz stopy wzrostu

| WACC | Rezydualna stopa wzrostu | | | | |
|-------------|--------------------------|-------|--------------|-------|-------|
| | 0,5 | 1,0 | 1,5 | 2,0 | 2,5 |
| 8,1% | 146,7 | 153,7 | 161,6 | 170,8 | 181,5 |
| 8,6% | 140,0 | 146,7 | 154,3 | 163,1 | 173,2 |
| 9,1% | 133,7 | 140,1 | 147,3 | 155,8 | 165,5 |
| 9,6% | 127,5 | 133,6 | 140,5 | 148,6 | 157,9 |
| 10,1% | 121,7 | 127,5 | 134,0 | 141,8 | 150,7 |

Źródło: Szacunki DM BZ WBK

Wycena metodą porównawczą

W naszej analizie wartości spółki PBG przedstawiamy również wycenę opartą na porównaniu z krajowymi i zagranicznymi spółkami budowlanymi. Jednakże, należy zwrócić uwagę na fakt, że ta metoda może prowadzić do mylących wniosków, gdyż nie uwzględnia znacznego potencjału wzrostu spółki w porównaniu z innymi firmami.

Porównywalne spółki krajowe

Istnieją tylko dwie porównywalne spółki krajowe, wobec których PBG powinno być notowane z premią.

Na GPW notowane są tylko trzy duże spółki budowlane. Są nimi: PBG, Polimex-Mostostal Siedlce oraz Budimex. Wyniki finansowe oraz marże tych spółek różnią się od siebie w dość znaczący sposób. PBG jest liderem pod względem rentowności, natomiast zyski Budimexu są znikome. Uważamy, że Polimex jest najbardziej porównywalną spółką w stosunku do PBG, lecz PBG zasługuje na znaczącą premię dzięki osiąganym przez spółkę wysokim marżom oraz specjalizacji, które pozwalają jej zdobywać kontrakty w atrakcyjnych sektorach, nieosiągalnych dla Polimexu.

Rys. 4: PBG: Wycena porównawcza – spółki polskie

| Spółka | Cena (zł) | Kapitalizacja (mln zł) | P/E (x) | | | | EV/EBITDA (x) | | | |
|--|--------------|---------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-------------|---------------|--------------|
| | | | 2005P | 2006P | 2007P | 2008P | 2005P | 2006P | 2007P | 2008P |
| Polimex MS | 67,0 | 1,021 | 22,8 | 19,4 | 16,8 | 15,9 | 10,5 | 9,5 | 8,5 | 6,7 |
| Budimex | 43,7 | 1,116 | 155,2 | 50,0 | 31,7 | 15,7 | 27,5 | 15,6 | 12,0 | 7,7 |
| Mediana | | | 89,0 | 34,7 | 24,3 | 15,8 | 19,0 | 12,5 | 10,2 | 7,2 |
| PBG | 97,9 | 1,031 | 29,7 | 21,1 | 14,3 | 11,5 | 25,2 | 12,7 | 8,7 | 7,0 |
| <i>Premia/(dyskonto) (%)</i> | | | <i>(66,6)</i> | <i>(39,2)</i> | <i>(41,0)</i> | <i>(27,6)</i> | <i>32,8</i> | <i>1,8</i> | <i>(15,3)</i> | <i>(2,1)</i> |
| Implikowana cena akcji PBG | | | 293,6 | 161,1 | 166,0 | 135,4 | 67,5 | 83,8 | 105,2 | 88,1 |
| Implikowana średnia cena akcji PBG 2006P-08P (zł) | | | | | 154,2 | | | | 92,4 | |

Źródła: Bloomberg, I.B.E.S, dane spółki, szacunki DM BZ WBK

Porównywalne spółki zagraniczne

Spółki zagraniczne nie są w pełni porównywalne pod względem struktury sprzedaży oraz potencjału wzrostu

W naszym raporcie przedstawiamy także wycenę porównawczą opartą na wskaźnikach dla grupy porównywalnych spółek zagranicznych. Należy jednak zwrócić uwagę, że taka wycena może być myląca. W ostatnich latach wiele spółek budowlanych zdecydowało się zrównoważyć niestabilność przychodów generowanych przez usługi budowlane poprzez poszerzenie zakresu swojej działalności o portfel nieruchomości, inwestycje w płatne autostrady oraz usługi związane z ochroną środowiska. Najbardziej jest to widoczne w przypadku hiszpańskich spółek (Ferrovial, Acciona, FCC), gdzie udział usług budowlanych w działalności spadł poniżej 50% skonsolidowanej sprzedaży i zysków.

Uważamy również, że potencjał wzrostu PBG jest porównywalny z hiszpańskimi spółkami sprzed kilku lat, zanim wzrost budownictwa hiszpańskiego został wywołany środkami z UE. W najbliższych latach transfery z UE przeznaczone dla Hiszpanii zostaną ograniczone i Polska zostanie wówczas jednym z ich głównych beneficjentów.

Rys. 5 PBG: Wycena porównawcza – spółki zagraniczne

| Firma | Waluta | Cena Kapitalizacja | | P/E (x) | | | | EV/EBITDA (x) | | | |
|--|--------|--------------------|-------|-------------|-------------|---------------|---------------|---------------|-------------|-------------|-------------|
| | | (lokalna) | (mld) | 2005P | 2006P | 2007P | 2008P | 2005P | 2006P | 2007P | 2008P |
| Technip | EUR | 53,7 | 5,1 | 38,8 | 27,4 | 20,2 | 17,3 | 12,9 | 10,7 | 8,8 | 7,7 |
| Wood Group | GBP | 2,2 | 1,0 | 14,5 | 12,3 | 10,1 | 8,3 | 7,2 | 6,3 | 5,4 | 5,0 |
| SAIPEM | EUR | 14,4 | 6,3 | 26,0 | 22,2 | 18,2 | 17,9 | 13,1 | 11,6 | 10,1 | 9,7 |
| AMEC | GBP | 3,4 | 1,0 | 13,7 | 13,5 | 12,6 | 11,9 | 6,3 | 6,1 | 6,1 | 5,4 |
| NCC | SEK | 145,0 | 14,8 | 14,3 | 12,9 | 12,2 | 13,0 | 7,1 | 6,7 | 6,4 | 6,5 |
| Skanska | SEK | 124,5 | 52,1 | 16,3 | 17,7 | 16,4 | 15,3 | 8,7 | 9,4 | 8,4 | 6,6 |
| Mowlem | GBP | 2,4 | 0,4 | n.a. | 24,3 | 19,0 | n.a. | n.a. | 10,3 | 9,5 | n.a. |
| ACS | EUR | 27,5 | 9,7 | 16,5 | 14,0 | 12,7 | 12,3 | 10,1 | 9,0 | 8,4 | n.a. |
| Acciona | EUR | 95,7 | 6,1 | 20,2 | 18,4 | 16,9 | 13,9 | 9,8 | 8,7 | 8,0 | n.a. |
| Ferrovial | EUR | 60,3 | 8,4 | 22,5 | 20,2 | 17,7 | n.a. | 11,4 | 10,1 | 9,5 | n.a. |
| Vinci | EUR | 71,9 | 11,7 | 15,4 | 14,6 | 14,0 | 13,2 | 6,7 | 6,3 | 6,1 | 6,0 |
| Hochtief | EUR | 39,0 | 2,7 | 39,9 | 36,3 | 30,0 | 31,0 | 4,3 | 4,2 | 3,9 | 3,8 |
| Mota | EUR | 3,3 | 0,6 | 22,2 | 26,6 | 12,1 | n.a. | 6,9 | 7,2 | 6,2 | n.a. |
| FCC | EUR | 49,6 | 6,4 | 15,9 | 14,7 | 13,3 | n.a. | 6,2 | 5,8 | 5,6 | n.a. |
| Mediana | | | | 18,4 | 18,4 | 16,4 | 13,9 | 8,0 | 8,7 | 8,0 | 6,5 |
| PBG | | | | 29,7 | 21,1 | 14,3 | 11,5 | 25,2 | 12,7 | 8,7 | 7,0 |
| <i>Premia/(dyskonto) (%)</i> | | | | <i>61,7</i> | <i>14,7</i> | <i>(12,6)</i> | <i>(17,3)</i> | <i>217,3</i> | <i>46,0</i> | <i>8,5</i> | <i>9,1</i> |
| Implikowana cena akcji PBG | | | | 60,6 | 85,5 | 112,1 | 118,5 | 13,37 | 51,7 | 77,3 | 76,8 |
| Implikowana średnia cena akcji PBG 2006P-08P (zł) | | | | | | 105,4 | | | | 68,6 | |

Źródła: Bloomberg, I.B.E.S, dane spółki, szacunki DM BZ WBK

Podsumowanie wyceny

Suma wycen to 130 zł za akcję

Wycenę spółki opieramy głównie na modelu DCF, który naszym zdaniem odzwierciedla potencjał wzrostu spółki. Dodatkowo, wzięliśmy także pod uwagę wycenę metodą porównawczą dla grupy spółek budowlanych notowanych na GPW oraz na rynkach zagranicznych. Wycena spółki w oparciu o model DCF to 1,771mln zł lub 147,3 zł za akcję; wycena krajowej grupy porównywalnych spółek wskazuje na 154 zł za akcję w oparciu o wskaźniki P/E 2006-2008P oraz 92 zł za akcję według wskaźników EV/EBITDA 2006-2008P.

Używając wyłącznie międzynarodowej grupy porównywalnych spółek, otrzymujemy wycenę 105 zł za akcję w oparciu o P/E 2006-2008P i 69 zł za akcję według wskaźników EV/EBITDA 2006-2008P.

Rys. 6 PBG: Podsumowanie wyceny

| | Wynikowa wartość spółki (mln zł) | Waga (%) | Wynikowa wartość jednej akcji (zł) |
|---|----------------------------------|----------|------------------------------------|
| DCF | 147 | 60,0 | 88,4 |
| Spółki polskie – P/E 2006-08P (x) | 154 | 10,0 | 15,4 |
| Spółki polskie - EV/EBITDA 2006-08P (x) | 92 | 10,0 | 9,2 |
| Spółki zagraniczne P/E 2006-08P (x) | 105 | 10,0 | 10,5 |
| Spółki zagraniczne EV/EBITDA 2006-08P (x) | 69 | 10,0 | 6,9 |
| Średnia cena (zł) | | | 130 |

Źródła: Szacunki DM BZ WBK

Sprawozdania finansowe

Rys. 7. PBG: Rachunek wyników – podsumowanie i prognozy

W mln zł o ile nie zaznaczono inaczej

| | 2003 | 2004 | 2005P | 2006P | 2007P |
|------------------------------------|--------------|--------------|--------------|----------------|----------------|
| Przychody | 216,1 | 410,0 | 761,4 | 1 088,8 | 1,297,9 |
| Koszt sprzedanych produktów | 171,7 | 340,0 | 628,1 | 896,3 | 1,066,7 |
| Amortyzacja | 5,5 | 9,6 | 13,3 | 15,9 | 17,6 |
| Zysk brutto na sprzedaży | 44,4 | 70,0 | 133,3 | 192,5 | 231,2 |
| Koszty sprzedaży i zarządu | 24,1 | 28,0 | 44,5 | 58,5 | 64,2 |
| Inne przychody operacyjne (netto) | 2,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| EBITDA | 25,8 | 51,6 | 102,1 | 149,8 | 184,6 |
| Zysk operacyjny | 22,3 | 42,0 | 88,8 | 134,0 | 167,0 |
| Koszty finansowe (przychody) netto | -4,0 | 5,8 | -17,1 | -14,9 | -12,8 |
| Zysk brutto | 18,3 | 47,8 | 71,7 | 119,0 | 154,2 |
| Podatek dochodowy | 5,1 | 10,0 | 15,1 | 25,0 | 32,4 |
| Udziały mniejszościowe | 0,0 | -3,0 | -2,0 | -11,7 | -19,0 |
| Zysk netto | 13,2 | 34,7 | 54,7 | 82,3 | 102,8 |
| Marża brutto na sprzedaży | 20,6% | 17,1% | 17,5% | 17,7% | 17,8% |
| Marża EBITDA | 11,9% | 12,6% | 13,4% | 13,8% | 14,2% |
| Marża operacyjna | 10,3% | 10,2% | 11,7% | 12,3% | 12,9% |
| Marża netto | 6,1% | 8,5% | 7,2% | 7,6% | 7,9% |
| Wzrost przychodów | | 89,7% | 85,7% | 43,0% | 19,2% |
| Wzrost zysku brutto na sprzedaży | | 57,6% | 90,4% | 44,4% | 20,1% |
| Wzrost EBITDA | | 99,8% | 98,0% | 46,8% | 23,2% |
| Wzrost zysku operacyjnego | | 88,3% | 111,4% | 50,9% | 24,6% |
| Wzrost zysku netto | | 163,2% | 57,4% | 50,5% | 24,9% |

Źródło: Dane spółki, szacunki DM BZ WBK

Rys. 8. PBG: Bilans – podsumowanie i prognozy

W mln zł o ile nie zaznaczono inaczej

| | 2004 | 2005P | 2006P | 2007P | 2008P |
|-------------------------------------|--------------|--------------|--------------|----------------|----------------|
| Aktywa obrotowe | 233,8 | 479,0 | 591,8 | 686,1 | 829,8 |
| środki pieniężne | 48,5 | 123,8 | 90,4 | 29,2 | 73,7 |
| należności handlowe | 137,8 | 205,0 | 342,6 | 490,0 | 584,1 |
| zapasy | 7,0 | 10,2 | 18,8 | 26,9 | 32,0 |
| Aktywa trwałe | 75,4 | 250,6 | 363,7 | 398,0 | 425,6 |
| rzeczowe aktywa trwałe | 50,3 | 166,0 | 223,8 | 244,9 | 264,3 |
| inwestycje długoterminowe | 14,7 | 15,0 | 15,0 | 15,0 | 15,0 |
| wartości niematerialne i prawne | 4,0 | 2,8 | 3,8 | 4,8 | 5,8 |
| Aktywa | 309,1 | 729,6 | 955,5 | 1 084,1 | 1 255,5 |
| Zobowiązania krótkoterminowe | 128,0 | 349,3 | 386,3 | 475,5 | 544,1 |
| zadłużenie bankowe | 43,9 | 200,0 | 120,0 | 100,0 | 100,0 |
| zobowiązania handlowe | 71,2 | 135,3 | 251,3 | 359,3 | 428,3 |
| Zobowiązania długoterminowe | 28,4 | 193,0 | 193,0 | 150,0 | 150,0 |
| zadłużenie bankowe | 27,7 | 193,0 | 193,0 | 150 | 150 |
| Rezerwy | 5,3 | 5,0 | 5,0 | 5,0 | 5,0 |
| Kapitał własny | 142,6 | 177,3 | 366,2 | 448,5 | 551,4 |
| kapitał zakładowy | 10,5 | 10,5 | 12,0 | 12,0 | 12,0 |
| kapitał zapasowy | 121,6 | 121,6 | 254,4 | 254,4 | 254,4 |
| zysk z lat ubiegłych | -3,5 | 10,5 | 45,2 | 99,9 | 182,2 |
| zysk netto | 14,0 | 34,7 | 54,7 | 82,3 | 102,8 |
| Pasywa | 309,1 | 729,6 | 955,5 | 1 084,1 | 1 255,5 |

Źródło: Dane spółki, szacunki DM BZ WBK

Rys , 9. PBG: Rachunek przepływów – podsumowanie i prognozy*W mln zł o ile nie zaznaczono inaczej*

| | 2003 | 2004 | 2005P | 2006P | 2007P |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Cash flow operacyjny | -42,5 | -42,0 | -27,4 | 50,8 | 90,2 |
| Zysk netto | 13,9 | 34,7 | 54,7 | 82,3 | 102,8 |
| Amortyzacja | 6,7 | 9,6 | 13,3 | 15,9 | 17,6 |
| Zmiany w kapitale pracującym | -58,4 | -6,3 | -30,3 | -47,3 | -30,2 |
| Pozostałe, netto | -4,7 | -80,0 | -65,0 | 0,0 | 0,0 |
| Cash flow z działalności inwestycyjnej | -19,1 | -57,0 | -44,0 | -35,0 | -35,0 |
| Wydatki na aktywa trwałe | -16,6 | -30,0 | -44,0 | -35,0 | -35,0 |
| Zmiany w inwestycjach długoterminowym | -17,4 | -7,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Pozostałe, netto | 14,9 | -20,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Cash flow z działalności finansowej | 94,8 | 179,0 | 37,9 | -76,9 | -10,8 |
| Zmiany w zadłużeniu długoterminowym | 9,7 | 201,4 | -80 | -63 | 0 |
| Wyplacone dywidendy | 91,6 | 0,0 | 135,0 | 0,0 | 0,0 |
| Odsetki | 4,9 | -2,4 | -17,1 | -13,9 | -10,8 |
| Pozostałe, netto | -11,4 | -20,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Zmiana w gotówce | 33,2 | 79,9 | -33,5 | -61,1 | 44,5 |
| Gotówka na początek okresu | 10,7 | 43,9 | 123,8 | 90,4 | 29,2 |
| Gotówka na koniec okresu | 43,9 | 123,8 | 90,4 | 29,2 | 73,7 |

Źródło: Dane spółki, szacunki DM BZ WBK

Dom Maklerski BZ WBK

Pl. Wolności 15
60-967 Poznań
fax. +48 61 856 48 80
www.dmbzwbk.pl

Departament Sprzedaży Detalicznej

| | | |
|------------------------------------|-----------------------|-----------------------------|
| Tomasz Leśniewski, Kierownik | tel. +48 61 856 43 67 | tomasz.lesniewski@bzbwbk.pl |
| Paweł Bartczak, Makler | tel. +48 61 856 43 89 | pawel.bartczak@bzbwbk.pl |
| Paweł Kubiak, Makler | tel. +48 61 856 50 57 | pawel.kubiak@bzbwbk.pl |
| Sławomir Kozłarek, Makler | tel. +48 61 856 50 13 | slawomir.kozlarek@bzbwbk.pl |
| Artur Pisarzowski, Makler | tel. +48 61 856 46 87 | artur.pisarzowski@bzbwbk.pl |
| Tomasz Kaczmarek, Makler | tel. +48 61 856 51 77 | tomasz.kaczmarek@bzbwbk.pl |
| Paweł Łabęcki, Makler | tel. +48 61 856 50 38 | pawel.labecki@bzbwbk.pl |
| Jacek Siera, Makler | tel. +48 61 856 41 29 | jacek.siera@bzbwbk.pl |
| Marcin Skupiń, Makler | tel. +48 61 856 44 72 | marcin.skupien@bzbwbk.pl |
| Tomasz Jerzyk, Analityk techniczny | tel. +48 61 856 43 78 | tomasz.jerzyk@bzbwbk.pl |

ZASTRZEŻENIE DOTYCZĄCE CHARAKTERU DOKUMENTU ORAZ ODPOWIEDZIALNOŚCI ZA SPORZĄDZENIE, TREŚĆ I UDOSTĘPNIENIE DOKUMENTU

Niniejszy materiał został przygotowany przez Dom Maklerski BZ WBK S.A., podmiot podlegający przepisom Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U.05.183.1538), Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U.05.184.1539), Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U.05.183.1537). Materiał ten jest adresowany do kwalifikowanych inwestorów zgodnie z przepisami wyżej wskazanych ustaw oraz do Klientów Domu Maklerskiego BZ WBK S.A. uprawnionych do otrzymywania rekomendacji na podstawie umów o świadczenie usług brokerskich.

Niniejszy dokument nie stanowi oferty, ani nie ma na celu nakłaniania do nabycia lub zbycia jakichkolwiek instrumentów finansowych i został sporządzony wyłącznie w celu informacyjnym. Jego autorem jest Dom Maklerski BZ WBK S.A. Podmioty powiązane z Domem Maklerskim BZ WBK S.A. mogą, w zakresie dopuszczonym prawem, uczestniczyć lub inwestować w inne transakcje związane z finansowaniem Emitenta instrumentów finansowych, wspomnianych w niniejszym dokumencie ("Instrumenty finansowe"), świadczyć usługi na rzecz lub pośredniczyć w świadczeniu usług przez takiego Emitenta i/lub mieć możliwość lub realizować transakcje Instrumentami finansowymi. Dom Maklerski BZ WBK S.A. może, w zakresie dopuszczalnym prawem Wielkiej Brytanii oraz pozostałymi prawami oraz przepisami, przeprowadzać transakcje instrumentami finansowymi zanim niniejszy materiał zostanie przedstawiony odbiorcom. O ile stosowne prawo w zakresie właściwej jurysdykcji nie przewiduje inaczej, jedynie autoryzowane spółki powiązane Domu Maklerskiego BZ WBK S.A. będą uprawnione do realizowania zleceń na instrumenty finansowe od Klientów w obrębie tych jurysdykcji. Niniejszy materiał może dotyczyć inwestycji lub usług świadczonych przez osobę spoza Wielkiej Brytanii lub innych zagadnień nie leżących w zakresie Organów Regulujących Usługi Finansowe. Szczegółowe informacje dostępne są na życzenie.

Informacje i opinie zawarte w niniejszym dokumencie zostały zebrane lub opracowane przez Dom Maklerski BZ WBK S.A. ze źródeł traktowanych jako wiarygodne, pomimo to, żadna ze spółek nie przyjmuje żadnej odpowiedzialności za straty spowodowane jego wykorzystaniem i nie gwarantuje jego dokładności lub kompletności. Nie należy opierać się na niniejszym dokumencie jako takim i nie należy go wykorzystywać zamiast niezależnego osądu.

Dom Maklerski BZ WBK S.A. informuje, iż niniejsza rekomendacja będzie aktualizowana nie rzadziej niż raz w roku.

Dom Maklerski BZ WBK S.A. oraz spółki powiązane nie ponoszą odpowiedzialności za wszelkie niedokładności lub pominięcia w niniejszym lub dowolnym innym dokumencie przygotowanym przez Dom Maklerski BZ WBK S.A. lub wysłanym przez Dom Maklerski BZ WBK S.A. do dowolnej osoby w związku z oferowanymi instrumentami finansowymi i każda taka osoba będzie odpowiedzialna za przeprowadzenie na własną rękę badań oraz analiz informacji zawartych w niniejszym dokumencie i będzie odpowiedzialna za ocenę zalet oraz ryzyka związanego z instrumentami finansowymi będącymi tematem niniejszego lub dowolnego innego dokumentu. Niniejsze oświadczenie będzie częścią oraz warunkiem każdej umowy zawartej przez Dom Maklerski BZ WBK S.A. lub jego spółki powiązane z każdą taką osobą odnośnie dowolnej transakcji instrumentami finansowymi. Informacje i opinie zawarte w niniejszym dokumencie mogą się zmienić bez konieczności poinformowania o tym fakcie.

Dom Maklerski BZ WBK S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikłe wskutek złożenia zlecenia na podstawie niniejszej rekomendacji.

NINIEJSZY DOKUMENT NIE STANOWI OFERTY LUB ZAPROSZENIA DO SUBSKRYPCJI LUB ZAKUPU INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH. NINIEJSZY DOKUMENT ANI ŻADEN Z JEGO ZAPISÓW NIE BĘDZIE STANOWIŁ PODSTAWY DO ZAWARCIA UMOWY LUB POWSTANIA ZOBOWIĄZANIA. NINIEJSZY DOKUMENT JEST PRZEDSTAWIONY PAŃSTWU WYŁĄCZNIE DO CEŁOWYCH INFORMACYJNYCH I NIE MOŻE BYĆ KOPIOWANY LUB PRZEKAZYWANY OSOBOM TRZECIM.

W SZCZEGÓLNOŚCI ANI NINIEJSZY DOKUMENT, ANI JEGO KOPIA NIE MOGĄ ZOSTAĆ PRZEKAZANE LUB WYDANE W STANACH ZJEDNOCZONYCH AMERYKI, KANADZIE, JAPONII.

ROZPOWSZECHNIANE BEZPOŚREDNIO LUB POŚREDNIO W TYCH PAŃSTWACH LUB WŚRÓD OBYWATELI TYCH PAŃSTW LUB OSÓB W NICH PRZEBYWAJĄCYCH MOŻE STANOWIĆ NARUSZENIE PRAWA DOTYCZĄCEGO INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH OBOWIĄZUJĄCEGO W TYCH KRAJACH.

ROZPOWSZECHNIANIE LUB UDOSTĘPNIANIE TEGO DOKUMENTU NA TERYTORIUM INNYCH PAŃSTW MOŻE BYĆ OGRANICZONE PRZEZ ODPOWIEDNIE PRZEPISY PRAWA. OSOBY UDOSTĘPNIAJĄCE LUB ROZPOWSZECHNIAJĄCE TEN DOKUMENT SĄ OBOWIĄZANE ZNAĆ TE OGRANICZENIA I ICH PRZESTRZEGAĆ.

W USA LUB WIELKIEJ BRYTANII NINIEJSZY DOKUMENT MOŻE BYĆ JEDYNIEM ROZPOWSZECHNIANY WŚRÓD OSÓB, KTÓRE POSIADAJĄ PROFESJONALNĄ WIEDZĘ W ZAKRESIE INWESTOWANIA ZGODNIE Z (A) ARTYKUŁEM 19(5), 38, 47 I 49 USTAWY Z 2000 ROKU O RYNKACH I USŁUGACH FINANSOWYCH I ROZPORZĄDZENIEM Z 2001. NINIEJSZY RAPORT ANI JEGO KOPIE NIE MOGĄ BYĆ UDOSTĘPNIANE NA TERENIE JURYSDYKCJI POZA TERYTORIUM WIELKIEJ BRYTANII, W KTÓRYCH JEGO UDOSTĘPNIANIE MOŻE BYĆ ZAKAZANE PRAWEM. OSOBY, KTÓRE OTRZYMUJĄ NINIEJSZY RAPORT POWINNY SIĘ ZAZNAJOMIĆ I PRZESTRZEGAĆ WSZELKICH TAKICH OGRANICZEŃ.

NINIEJSZY DOKUMENT NIE ZOSTAŁ PRZYGOTOWANY PRZEZ LUB WE WSPÓŁPRACY Z FIRMĄ, PBG S.A. INFORMACJI ZAWARTYCH W NINIEJSZYM DOKUMENCIE NIE NALEŻY TRAKTOWAĆ JAKO AUTORYZOWANYCH LUB ZATWIERDZONYCH PRZEZ FIRMĘ PBG S.A. OPINIE ZAWARTE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE SĄ WYŁĄCZNIE OPINIAMI DOMU MAKLERSKIEGO BZ WBK S.A.

DOM MAKLERSKI BZ WBK S.A. INFORMUJE, IŻ INWESTOWANIE ŚRODKÓW W INSTRUMENTY FINANSOWE WIAŻE SIĘ Z RYZYKIEM UTRATY CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI ZAINWESTOWANYCH ŚRODKÓW.

DOM MAKLERSKI BZ WBK S.A. ZWRACA UWAGĘ, IŻ NA CENĘ INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH MA WPLYW WIELE RÓŻNYCH CZYNNIKÓW, KTÓRE SĄ LUB MOGĄ BYĆ NIEZALEŻNE OD EMITENTA I WYNIKÓW JEGO DZIAŁALNOŚCI. MOŻNA DO NICH ZALICZYĆ M. IN. ZMIENIAJĄCE SIĘ WARUNKI EKONOMICZNE, PRAWNE, POLITYCZNE I PODATKOWE.

DECYZJA O ZAKUPIE WSZELKICH INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH POWINNA BYĆ PODJĘTA WYŁĄCZNIE NA PODSTAWIE PROSPEKTU, OFERTY LUB INNYCH POWSZECHNIE DOSTĘPNYCH DOKUMENTÓW I MATERIAŁÓW OPUBLIKOWANYCH ZGODNIE Z USTAWĄ Z DNIA 29 LIPCA 2005 R. O OFERCIE PUBLICZNEJ I WARUNKACH WPROWADZANIA INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH DO ZORGANIZOWANEGO SYSTEMU OBROTU ORAZ O SPÓŁKACH PUBLICZNYCH (DZ.U.05.184.1539) ORAZ USTAWĄ Z DNIA 21 SIERPNIA 1997 R. PRAWO O PUBLICZNYM OBROcie PAPIERAMI WARTOŚCIOWYMI (DZ.U.05.11.937)

PROSPEKT JEST DOSTĘPNY W PUNKTACH OBSŁUGI KLIENTA AGENTA OFERUJĄCEGO ORAZ INNYCH PRZEDSIĘBIORSTW MAKLERSKICH, UCZESTNICZĄCYCH W OFERCIE PUBLICZNEJ, JAK RÓWNIEŻ W SIEDZIBIE EMITENTA, W WYSOGOTOWIE, UL. SKÓRZEWSKA 35 ORAZ W CENTRUM INFORMACYJNYM KOMISJI PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH I GIEŁD W WARSZAWIE PRZY PLACU POWSTAŃCÓW WARSZAWY 1.

NINIEJSZY DOKUMENT ANI JEGO KOPIA NIE MOŻE BYĆ WYSLANA DO USA, KANADY, AUSTRALII LUB JAPONII LUB DO MIESZKAŃCA USA. NIEDOTRZYMANIE TEGO OGRANICZENIA MOŻE STANOWIĆ POGWAŁDZENIE PRAW DOTYCZĄCYCH INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH OBOWIĄZUJĄCYCH W USA, KANADZIE, AUSTRALII LUB JAPONII. NINIEJSZY DOKUMENT MA PRZEZNACZENIE WYŁĄCZNIE INFORMACYJNE I NIE MOŻE BYĆ POWIELANY LUB PRZEKAZYWANY DALEJ. NINIEJSZY DOKUMENT NIE STANOWI OFERTY SPRZEDAŻY LUB ZAKUPU ŻADNYCH INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH.

Przy sporządzaniu niniejszego dokumentu Dom Maklerski BZ WBK S.A. korzystał z następujących metod wyceny :

- 1) zdyskontowanych przepływów pieniężnych oraz
- 2) porównawczej.

Metoda DCF bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Do jej mocnych stron zaliczyć można uwzględnienie wszystkich strumieni gotówki, jakie wpływają do spółki oraz kosztu pieniądza w czasie. Wadami wyceny DCF są: duża ilość parametrów i założeń, które należy oszacować i wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

Metoda porównawcza opiera się na ekonomicznym prawie „jednej ceny”. Mocnymi stronami metody porównawczej są: mała ilość parametrów, jakie analityk musi oszacować, oparcie wyceny na aktualnych warunkach rynkowych, stosunkowo duża dostępność wskaźników dla porównywanych spółek oraz szeroka znajomość metody porównawczej wśród inwestorów. Do wad wyceny metodą porównawczą zaliczyć można znaczną wrażliwość wyników wyceny na wybór spółek do grupy porównawczej, uproszczenie obrazu spółki prowadzące do pominięcia pewnych istotnych czynników (np.: dynamika wzrostu, aktywa pozaoperacyjne, ład korporacyjny, powtarzalność wyników, różnice w stosowanych standardach rachunkowości) oraz niepewność efektywności rynkowej wyceny porównywanych spółek.

Wyjaśnienia terminologii fachowej użytej w rekomendacji:

EBIT - zysk operacyjny
 EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja
 P/E - wskaźnik ceny do zysku na akcję
 EV - kapitalizacja spółki powiększona o dług netto
 PEG - wskaźnik P/E do wzrostu zysków
 EPS - zysk na akcję
 CPI - wskaźnik cen i usług towarów konsumpcyjnych
 WACC - średni ważony koszt kapitału
 CAGR - średnioroczny wzrost
 P/CE - wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję
 NOPAT - teoretyczny zysk operacyjny po opodatkowaniu
 FCF - wolne przepływy pieniężne
 BV - wartość księgowa
 ROE - zwrot na kapitale własnym

Definicja rekomendacji stosowanych przez Dom Maklerski BZ WBK:

Kupuj – wskazuje na szacowaną stopę zwrotu z inwestycji w dany walor przekraczający 20% na przestrzeni najbliższych 12 miesięcy.
 Akumuluj – wskazuje na szacowaną stopę zwrotu z inwestycji w dany walor w przedziale od 10% do 20% na przestrzeni najbliższych 12 miesięcy.
 Trzymaj – wskazuje na szacowaną stopę zwrotu z inwestycji w dany walor w przedziale od 0% do 10% na przestrzeni najbliższych 12 miesięcy.
 Redukuj – wskazuje na szacowaną stratę z inwestycji w dany walor w przedziale od -10% do 0% na przestrzeni najbliższych 12 miesięcy.
 Sprzedaj – wskazuje na szacowaną stratę z inwestycji w dany walor przekraczający -10% na przestrzeni najbliższych 12 miesięcy.

Przez ostatnie 3 miesiące Dom Maklerski BZ WBK S.A. wydał 10 rekomendacji Kupuj, 6 rekomendacji Akumuluj, 4 rekomendacje Trzymaj i 6 rekomendacji Redukuj.

Emitent nie posiada akcji Domu Maklerskiego BZ WBK S.A.

Członkowie władz Emitenta ani osoby im bliskie nie są członkami władz Domu Maklerskiego BZ WBK S.A. Żadna z osób zaangażowanych w przygotowanie raportu nie jest osobą bliską dla członków władz Emitenta oraz żadna z tych osób, jak również ich bliscy nie są stroną jakiegokolwiek umowy z Emitentem. Jednocześnie żadna z tych osób nie posiada zarówno bezpośrednio jak i pośrednio jakichkolwiek instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta lub instrumentów finansowych, których wartość byłaby w sposób istotny związana z wartością papierów wartościowych emitowanych przez Emitenta.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy Dom Maklerski BZ WBK S.A. był stroną umów mających za przedmiot oferowanie instrumentów finansowych emitowanych przez spółkę PBG S.A. lub mających związek z ceną instrumentów finansowych emitowanych przez PBG S.A.

Dom Maklerski BZ WBK S.A. nie nabywał lub nie zbywał instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe.

W ciągu ostatnich dwunastu miesięcy Bank Zachodni WBK S.A., który jest powiązany z Domem Maklerskim BZ WBK S.A. był stroną umów w zakresie bankowości inwestycyjnej. Dom Maklerski BZ WBK S.A. pełni rolę animatora rynku i animatora emitenta dla instrumentów finansowych PBG S.A. instrumentów finansowych będących przedmiotem niniejszego dokumentu, na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.

Dom Maklerski BZ WBK S.A. w ciągu ostatnich dwunastu miesięcy otrzymał wynagrodzenie z tytułu świadczenia usług na rzecz PBG S.A.

Dom Maklerski BZ WBK S.A., nie posiada akcji Emitenta instrumentów finansowych będących przedmiotem niniejszej rekomendacji, w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.

BZ WBK AIB Asset Management S.A., który jest podmiotem powiązany z Domem Maklerskim BZ WBK S.A. posiada akcje Emitenta instrumentów finansowych będących przedmiotem niniejszej rekomendacji, w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.

Dom Maklerski BZ WBK S.A. nie wyklucza możliwości nabycia przez któryś z podmiotów z nim powiązanych, w okresie sporządzania niniejszej rekomendacji, akcji Emitenta instrumentów finansowych, powodującego osiągnięcie łącznej liczby stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.

Poza wspomnianymi powyżej, Emitenta nie łączą żadne inne stosunki umowne z Domem Maklerskim BZ WBK S.A. Dom Maklerski BZ WBK S.A. nie posiada tak bezpośrednio jak i pośrednio instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta lub których wartość zależna jest w istotny sposób od wartości instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta. Nie jest jednak wykluczone, że w okresie następnym dwunastu miesięcy, włącznie z okresem obowiązywania niniejszej rekomendacji Dom Maklerski BZ WBK S.A. składać będzie ofertę świadczenia usług na rzecz Emitenta jak również będzie nabywał lub zbywał instrumenty finansowe wyemitowane przez Emitenta lub których wartość zależna jest od wartości instrumentów finansowych wyemitowanych przez Emitenta. Dom Maklerski BZ WBK S.A. nie jest stroną żadnej umowy – z wyjątkiem umów brokerskich z klientami, w wykonaniu których Dom Maklerski BZ WBK S.A. sprzedaje i kupuje akcje Emitenta na zlecenie swoich klientów, z której świadczenie byłoby zależne od wyceny instrumentów finansowych omawianych w niniejszym dokumencie.

Wynagrodzenie otrzymywane przez osoby sporządzające niniejszą rekomendację może być w sposób pośredni zależne od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej, dotyczących instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta, dokonywanych przez Dom Maklerski BZ WBK S.A. lub podmioty z nim powiązane.

W opinii Domu Maklerskiego BZ WBK niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i z wykluczeniem jakiegokolwiek konfliktu interesów, który mógłby wpłynąć na jego treść. Dom Maklerski BZ WBK S.A. nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

Dom Maklerski BZ WBK S.A. podlega nadzorowi Komisji Papierów Wartościowych i Giełd i niniejszy dokument został sporządzony w ramach prowadzonej przez Dom Maklerski działalności.

Data na pierwszej stronie niniejszego raportu jest datą sporządzenia i opublikowania rekomendacji. Rekomendacja jest ważna do czasu wydania nowej rekomendacji.

UWAŻA SIĘ, ŻE KAŻDY KTO PRZYJMUJE LUB WYRAŻA ZGODĘ NA PRZEKAZANIE MU TEGO DOKUMENTU WYRAŻA ZGODĘ NA TREŚĆ POWYŻSZYCH ZASTRZEŻEŃ.