



## Trakcja PRKiI S.A .

Raport z wyceny wartości rynkowej  
AB Kauno tiltai

# Wprowadzenie

Niniejszy dokument został przygotowany zgodnie z warunkami kontraktu zawartego przez Grant Thornton Frąckowiak Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością Sp. k. z siedzibą w Poznaniu (zwaną dalej Grant Thornton) oraz Trakcja PRKiI S.A. z siedzibą w Warszawie (zwanej dalej Zamawiającym lub Trakcja).

Przedmiot kontraktu obejmuje sporządzenie niezależnej wyceny wartości rynkowej AB Kauno tiltai (zwana dalej Spółką lub AB Kauno tiltai) na potrzeby weryfikacji wartości zabezpieczenia wyemitowanych obligacji. Przedmiotem zastawu jest 96,84% akcji (całkowita liczba akcji objętych przedmiotem zastawu wynosi 148 981) w AB Kauno tiltai (spółki zależnej Trakcja).

Wycena Spółki przeprowadzona została dwiema metodami:

- metodą zdyskontowanych przyszłych przepływów pieniężnych (DCF), na podstawie prognozy finansowej przedstawionej przez Spółkę,
- metodą porównań rynkowych polegającą na ustaleniu wartości wycenianej Spółki na bazie wybranych mnożników spółek notowanych na GPW oraz na giełdach zagranicznych.

Przygotowując wycenę, opierano się na skonsolidowanych sprawozdaniach finansowych AB Kauno tiltai, prognozowanych danych finansowych oraz innych informacjach i wyjaśnieniach, które uzyskano ze strony Zamawiającego. Założono, że otrzymane informacje są prawidłowe, rzetelne i że zostały przekazane zgodnie z najlepszą wiedzą Zamawiającego. Grant Thornton nie ponosi odpowiedzialności za ich prawidłowość i rzetelność.

Przedstawione w wycenie prognozowane informacje finansowe dotyczą zdarzeń, które mogą, ale nie muszą wystąpić w przyszłości. Ze względu na naturę takiej informacji nie jest możliwe uzyskanie zadowalającej pewności, że zaprezentowane wyniki finansowe zostaną przez Spółkę osiągnięte. Faktycznie osiągnięte przez Spółkę wyniki w latach prognozy mogą różnić się od przedstawionych w wycenie, gdyż ustalone zostały w oparciu o zbiór założeń, obejmujących także hipotezy dotyczące przyszłych zdarzeń i działań, których urzeczywistnienie niekoniecznie musi nastąpić.

Grant Thornton nie ponosi odpowiedzialności za efekty wykorzystania Raportu z wyceny (w części lub całości) przez osoby niebędące jego adresatem (niewchodzące w skład Zarządu Trakcji), jak również za skutki jakichkolwiek decyzji podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszym dokumencie. W szczególności niniejszy dokument nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej.

Niniejszy dokument stanowi jedynie Podsumowanie z wyceny, przy czym pełny raport z przeprowadzonej wyceny wartości zabezpieczenia jest dostępny w siedzibie Zamawiającego.

## Podsumowanie wyników wyceny

Na podstawie przyjętych założeń, uzyskanych informacji dodatkowych i zastosowanych metod wyceny AB Kauno tiltai uzyskano następujące wyniki:

Metoda wyceny kapitałów własnych Spółki	w tys. zł
<b>Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF)</b>	<b>249 425</b>
<b>Metoda porównań rynkowych</b>	<b>258 760</b>
<b>Rekomendowany przez Grant Thornton wynik wyceny:</b>	
• 100% kapitałów własnych AB Kauno tiltai	249 425
• Przedmiotu zastawu	241 543

Otrzymane wyniki pokazują, że wycena wartości rynkowej AB Kauno tiltai oszacowana przy zastosowaniu metody dochodowej DCF jest niższa niż wycena obliczona metodą porównań rynkowych. W metodach dochodowych przedsiębiorstwo rozumiane jest jako podmiot gospodarczy ukierunkowany przede wszystkim na wzrost dochodów oraz wartości. Wycena metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych DCF określa zdolność firmy do generowania dochodów (korzyści i zysków), które wynikają z połączenia umiejętności menedżerskich, wykorzystania posiadanych aktywów materialnych i niematerialnych będących własnością firmy oraz innych dostępnych zasobów. Natomiast metoda porównań rynkowych prezentuje wynik wyceny uwzględniający aktualną sytuację ekonomiczną na rynku, z uwagi na fakt, iż uwzględnia ona wyniki finansowe spółek charakteryzujących się podobnym profilem działalności, których walory notowane są na giełdach papierów wartościowych zarówno w Polsce, jak i innych rynkach.

W Okresie Projekcji AB Kauno tiltai zakłada wzrost wielkości zysku netto z poziomu 13,2 mln zł w roku 2013 do 25,3 mln zł w 2018 r. Przychody ze sprzedaży oraz wynik netto będą wzrastać w Okresie Projekcji w nierównomiernym tempie. Spółka zakłada, że najwyższe przychody ze sprzedaży będą osiągnięte w 2014 roku, gdyż w okresie tym AB Kauno będzie uczestniczyć w pracach związanych z budową sieci kolejowych w ramach projektu Rail Baltica (blisko 40% wzrost przychodów ze sprzedaży). Projekt ten zostanie zakończony w roku 2015 w związku z tym w kolejnym roku Spółka prognozuje przychody na poziomie zbliżonym do tych osiągniętych w roku 2013. Przyjęto założenie, że w kolejnych latach Spółka będzie wzrastać w średnim tempie około 5% rocznie. Główną przyczyną wpływającą na wzrost wielkości generowanych zysków jest przede

wszystkim zwiększenie zaangażowania Spółki w projekty z zakresu budownictwa drogowego (bardziej rentownego), możliwe rozszerzenie zakresu geograficznego o nowe rynki (głównie kraje nordyckie) oraz utrzymanie dotychczasowej pozycji w zajmowanych obecnie sektorach.

W przypadku podpisanych umów na wykonanie przez AB Kauno tiltai projektów budowlanych, które są częścią składową uwzględnionych w wycenie metodą dochodową prognoz finansowych, Grant Thornton nie przeprowadził analizy poszczególnych kontraktów, w szczególności nie dokonał oceny zasad i reguł przyjętych w procesie rozliczania przychodów z tytułu realizacji długoterminowych kontraktów.

Wyniki wyceny otrzymane przy zastosowaniu metody porównawczej zdeterminowane są natomiast przede wszystkim przez aktualną sytuację na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie oraz na zagranicznych giełdach, jak również wyniki finansowe spółek z sektora. AB Kauno tiltai na tle przedsiębiorstw z branży budowlanej notuje dobre wyniki, co pozytywnie wpływa na wartość Spółki uzyskanej dzięki metodzie porównań rynkowych. Należy przy tym zaznaczyć, że poprzednia wycena sporządzona w 2012 roku z uwagi na ówczesną sytuację gospodarczą krajów europejskich, wiele podmiotów z tej branży było nierentowna, stąd też nie było możliwe wykorzystanie ich wycen rynkowych do kalkulacji wartości rynkowej AB Kauno tiltai w metodzie porównawczej. W chwili obecnej sytuacja na rynku uległa poprawie, wobec czego lista spółek porównywalnych została poszerzona o kolejne podmioty.

**Reasumując:**

Po uwzględnieniu aktualnej sytuacji finansowej i pozycji rynkowej Spółki oraz na bazie przyjętych założeń dotyczących prognozy sprzedaży i rentowności prowadzonej działalności, Grant Thornton rekomenduje


- wycenę wartości rynkowej AB Kauno tiltai według stanu na Dzień Wyceny:  
249 425 tys. zł,
- wycena wartości rynkowej przedmiotu zastawu według stanu na Dzień Wyceny:  
241 543 tys. zł.

Maciej Richter



Partner Zarządzający

Przemysław Hewelt



Senior Menedżer

Poznań, 25.04.2014 r.

# Wycena metodą DCF

## Założenia przyjęte do wyceny metodą DCF

- 1 Projekcje finansowe zaprezentowano w cenach nominalnych. Obejmują one swoim zakresem okres od stycznia 2014 do grudnia 2018 roku.
- 2 Prognoza przychodów ze sprzedaży, inwestycji oraz kosztów działalności operacyjnej oparta została o plany finansowe obejmujące lata projekcji otrzymane ze Spółki.
- 3 Przychody ze sprzedaży zostały przez Spółkę zaprognozowane w oparciu o aktualnie posiadany portfel zamówień, z uwzględnieniem nowych kontraktów (na poziomie ok. 872 mln zł do 2016 r.). AB Kauno tiltai zakłada, iż w okresie prognozy przychody z działalności operacyjnej Spółki wzrosną z poziomu 606 mln zł w 2013 r. do 643 mln zł w 2018 r. (czyli o około 6%) poprzez dalsze umocnienie swojej pozycji na rynku budowlanym w krajach nadbałtyckich.
- 4 Podstawą szacunków w zakresie prognozy kosztów działalności operacyjnej są oczekiwania Spółki co do poziomu osiąganych marż w ramach poszczególnych kontraktów (zarówno podpisanych, jak i nowych) - koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów, jak również co do poziomu kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu.
- 5 Poziom planowanych inwestycji przyjęto na poziomie zbliżonym do inwestycji odtworzeniowych.
- 6 W prognozie kosztów finansowych ujęte zostały koszty obsługi kredytów oraz leasingów finansowych Spółki. Przychody finansowe w Okresie Projekcji przyjęto na podstawie wartości zaprognozowanych przez Spółkę.
- 7 Zapotrzebowanie na kapitał obrotowy oszacowane zostało na podstawie historycznych wskaźników rotacji osiąganych przez Spółkę w latach 2012-2013 oraz relacji poszczególnych składników aktywów obrotowych (zaliczki dla podwykonawców oraz zaliczki od kontrahentów na kontraktach budowlanych w toku) do przychodów na Dzień Wyceny.
- 8 Na Dzień Wyceny AB Kauno posiada 16 992 tys. zł długoterminowych oraz 27 516 tys. zł krótkoterminowych depozytów ulokowanych w celu zabezpieczenia udzielonych gwarancji. Przyjęto, że w związku ze zwiększoną ilością realizowanych kontraktów w 2014 roku, konieczne będzie zwiększenie poziomu wspomnianych depozytów. W kolejnych latach począwszy od roku 2015 AB Kauno zakłada zmniejszenie poziomu potrzebnych gwarancji

oraz otrzymywanie depozytów na poziomie 47 665 tys. zł (w pozostałym Okresie Projektacji 2016-2018).

- 9 Przepływ w okresie rezydualnym przyjęto jako przepływ z ostatniego okresu projektacji z uwzględnieniem prawidłowej relacji pomiędzy wielkością zakupów aktywów trwałych a amortyzacją oraz zmianą wielkości zapotrzebowania na kapitał obrotowy.
- 10 Wartość rynkową kapitałów własnych oszacowano poprzez odjęcie od wartości firmy, wartości zadłużenia kredytowego, z tytułu leasingu według stanu na Dzień Wyceny oraz dodanie wartości udziałów w spółkach powiązanych przeznaczonych do sprzedaży (wycenionych wg wartości księgowej na Dzień Wyceny), których przychody nie zostały uwzględnione w przedstawionych prognozach przychodów i kosztów Grupy, depozytów oraz środków pieniężnych posiadanych przez Spółkę według stanu na Dzień Wyceny.
- 11 Stopę wzrostu po Okresie Projektacji (q) przyjęto na poziomie 1%.

### **Koszt kapitału**

Koszt kapitału oszacowany został w oparciu o następujące wskaźniki /stopy i ich poziom:

- a Na podstawie założeń przyjętych przez Spółkę efektywna stopa podatkowa w roku 2014 i 2015 będzie wynosiła odpowiednio 16,50% i 16,19%. W latach 2016-2018 stopa podatkowa została przyjęta na poziomie równym 15%.
- b Stopa wolna od ryzyka – 3,85% (średnia rentowność 10-letnich obligacji skarbowych)<sup>1</sup>,
- c Premia za inwestycyjne ryzyko rynkowe – 7,40%<sup>2</sup>,
- d Odlewarowana Beta – 0,8033, beta została zalewarowana rynkową strukturą kapitału oraz efektywną stopą podatkową,
- e Premia za ryzyko specyficzne - 3%.
- f Koszt kapitału obcego przyjęto na poziomie posiadanych przez Spółkę kredytów oraz zobowiązań z tytułu leasingu finansowego. AB Kauno titlai nie przewiduje w Okresie Projektacji zaciągania nowych zobowiązań odsetkowych. Średnia ważona roczna stopa oprocentowania długu na Dzień Wyceny była równa 2,3%.

---

<sup>1</sup> Średnia rentowność 10-letnich obligacji skarbowych na Dzień Wyceny wg <http://pl.investing.com/rates-bonds/lithuania-10-years-bond-yield-historical-data>

<sup>2</sup> Premia za ryzyko na Litwie wg Aswath Damodaran (<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>).

<sup>3</sup> Beta obliczona dla spółek z branży "Construction" (Europa) wg klasyfikacji Aswath Damodaran (<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>)

### Wyniki wyceny metodą DCF

Wyniki wyceny AB Kauno tiltai oszacowany przy zastosowaniu metody DCF według stanu na dzień 31 grudnia 2013 r., zgodnie z opisanymi założeniami przedstawia poniższa tabela.

**Tabela 1: Wyniki wyceny AB Kauno tiltai (tys. zł)**

Wyszczególnienie	P 2014	P 2015	P 2016	P 2017	P 2018	RV
<b>Przepływy pieniężne netto</b>	<b>65 940</b>	<b>-4 598</b>	<b>22 474</b>	<b>22 627</b>	<b>25 163</b>	<b>26 304</b>
Stopa dyskontowa w okresie (WACC)	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	
Współczynnik dyskonta	0,88	0,77	0,68	0,59	0,52	
<b>Zaktualizowana wartość w olnych przepływów gotówkowych w okresie</b>	<b>57 914</b>	<b>-3 547</b>	<b>15 225</b>	<b>13 463</b>	<b>13 149</b>	
<b>Skumulowana wartość bieżąca przepływów</b>	<b>96 204</b>					
Stopa w zrostu po okresie projekcji q=	1,0%					
Przepływy pieniężne w okresie rezydualnym	26 304					
<b>Wartość rezydualna</b>	<b>107 957</b>					
<b>WARTOŚĆ PRZEDSIĘBIORSTWA</b>	<b>204 162</b>					
Zadłużenie odsetkowe (-)	-49 300					
Wartość środków pieniężnych (+)	36 053					
Wartość depozytów pod gwarancje	44 520					
Wartość aktywów przeznaczonych do sprzedaży PEUM, Dalba, PDM (+)	14 533					
Kapitały mniejszości (-)	-543					
<b>Wartość rynkowa kapitałów własnych</b>	<b>249 425</b>					

Źródło: Opracowanie własne Grant Thornton

Wartość rynkowa 100 % kapitałów własnych AB Kauno tiltai oszacowana metodą dochodową DCF wynosi **249 426 tys. zł**, natomiast wartość 96,84% wartości akcji znajdujących się w posiadaniu Trakcji i stanowiących przedmiot zabezpieczenia wynosi **241 543 tys. zł**.



# Wycena metodą porównań rynkowych

Dla potrzeb wyceny AB Kauno Tiltrai metodą porównań rynkowych, jako porównywalne spółki wybrano jedenaście firm, których walory notowane są na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie lub giełdach zagranicznych, tj. UNIBEP SA, MIRBUD SA, Elektrobudowa SA, Budimex SA, Nordecon AS, Skanska AB, Veidekke ASA, ZUE SA, YIT Group, Erbud SA, Seelvag Bolig ASA.

W wycenie oparto się na 4 wskaźnikach, którym przyporządkowano odpowiednio wagi na poziomie:

- P/E – 30%
- P/BV – 10%,
- P/S – 30%,
- EV/EBITDA – 30%.

Wskaźniki te obliczono na podstawie kwartalnych skonsolidowanych sprawozdań finansowych za okres czterech kwartałów: 01.01.2013-31.12.2013 r

Dane finansowe wykorzystane w wycenie przedstawia tabela poniżej.

**Tabela 2: Wyniki finansowe spółek porównywalnych (w tys.)**

Nazwa	Waluta	Wynik netto	EBITDA	Wartość księgowa na dzień wyceny	Przychody	EV
UNIBEP S.A.	PLN	13 641	34 015	185 820	920 547	558 922
MIRBUD S.A.	PLN	17 816	39 999	262 966	936 065	689 512
Elektrobudowa SA	PLN	17 585	38 722	326 724	905 553	893 110
Budimex SA	PLN	301 300	362 199	645 175	4 749 459	4 650 460
Nordecon AS (EE)	EUR	5 200	7 856	23 962	174 000	48 418
Skanska (SWE)	SEK	3 769 000	7 123 000	21 339 000	136 488 000	57 047 553
Veidekke (NO)	NOK	556 000	1 012 100	2 466 000	21 781 000	7 123 952
ZUE	PLN	5 607	14 408	191 055	410 547	224 752
Yit	PLN	70 200	121 400	698 200	1 743 000	1 894 129
Erbud	PLN	18 373	40 094	268 513	1 225 104	338 483
Seelvag Bolig ASA (NO)	NOK	185 000	289 089	2 258 986	2 133 000	4 771 284

Źródło: Opracowanie własne Grant Thornton na podstawie informacji z raportów okresowych spółek oraz informacji giełdowych

Przy kalkulacji poziomów kapitalizacji każdej ze spółek porównywalnych przyjęto średnią cenę akcji z ostatnich 10 sesji przed dniem wyceny, łącznie z tym dniem. Podejście to pozwala na eliminację ryzyka związanego z jednodniowymi wahaniami kursu akcji.

Poziom poszczególnych mnożników przyjętych do wyceny obliczono dla każdej ze spółek porównywalnych, a wskaźniki zastosowane przy wycenie Spółki przyjęto jako medianę poszczególnych grup mnożników.

**Tabela 3: Mnożniki przyjęte do wyceny metodą porównań rynkowych**

Nazwa	P/E	P/BV	P/S	EV/EBITDA
UNIBEP S.A.	20,61	1,51	0,31	16,43
MIRBUD S.A.	6,45	0,44	0,12	17,24
Elektrobudowa SA	29,84	1,61	0,58	23,06
Budimex SA	10,85	5,06	0,69	12,84
Nordecon AS (EE)	6,11	1,33	0,18	6,16
Skanska (SWE)	13,38	2,36	0,37	8,01
Veidekke (NO)	11,53	2,60	0,29	7,04
ZUE	39,98	1,17	0,55	15,60
Yit	16,93	1,70	0,68	15,60
Erbud	23,08	1,58	0,35	8,44
Seelvag Bolig ASA (NO)	8,91	0,73	0,77	16,50
<b>Mediana:</b>	<b>13,38</b>	<b>1,58</b>	<b>0,37</b>	<b>15,60</b>

Źródło: Obliczenia własne Grant Thornton

W poniższej tabeli przedstawiono wyniki wyceny Spółki metodą porównań rynkowych.

**Tabela 4: Wartość AB Kauno Tiltrai metodą porównań rynkowych**

Wyszczególnienie	Kapitalizacja (tys. PLN)	Zysk netto	P/E	EBITDA	EV/EBITDA	Wartość księgowa	P/BV	Przychody netto ze sprzedaży	P/S
		<b>13 247</b>		<b>29 226</b>		<b>148 252</b>		<b>605 674</b>	
Wycena oparta o wyniki wybranych spółek publicznych	289 890	177 263	25,79	487 181	17,87	234 154	2,67	223 806	0,61
Wagi		30%	P/E	30%	EV/EBITDA	10%	P/BV	30%	P/S
Wartość aktywów przeznaczonych do sprzedaży (PEUIM, DALBA, PDM)	14 533								
Wycena wartości Spółki skorygowana o wsp. braku płynności (-15%)	258 760								

Źródło: Obliczenia własne Grant Thornton

Wartość 100% kapitałów własnych AB Kauno Tiltrai oszacowana metodą porównań rynkowych wynosi **258 760 tys. zł**, natomiast wartość 96,84% wartości udziałów znajdujących się w posiadaniu Trakcji i stanowiących przedmiot zabezpieczenia wynosi **250 583 tys. zł**.

