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 weryfikcji 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 osiągane 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 (zgodnej z metodyką zaprezentowaną w niniejszym raporcie) uzyskano następujące wyniki:

Metoda wyceny kapitałów własnych Spółki	w tys. zł
Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF)	**270 172**
Metoda porównań rynkowych	**276 196**
Rekomendowany przez Grant Thornton wynik wyceny:	
• **100% kapitałów własnych AB Kauno tiltai**	**270 172**
• **Przedmiotu zastawu**	**261 635**

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 przypadku wyceny wartości rynkowej AB Kauno tiltai, w opinii Grant Thornton o wartości Spółki nie świadczy posiadany majątek, a przede wszystkim zdolność do generowanych nadwyżek z działalności operacyjnej. W Okresie Projekcji AB Kauno tiltai zakłada wzrost wielkości zysku netto z poziomu 13,6 mln zł w roku 2013 do 28,8 mln zł w 2019 r. Przychody ze sprzedaży oraz wynik netto będą wzrastać w Okresie Projekcji w nierównomiernym tempie. Spółka zakłada, że najwyższe przychody ze sprzedaży były osiągnięte w 2014 roku, gdyż w okresie tym AB Kauno uczestniczyło 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 wyższym od tych osiągniętych w roku 2013, ale niższym od tych osiągniętych w roku 2014. Przyjęto założenie, że w kolejnych latach Spółka będzie wzrastać w średnim tempie około 9,5% rocznie. Główną przyczyną wpływającą na wzrost wielkości generowanych zysków jest przede wszystkim zwiększenie zaangażowania Spółki w projekty z zakresu budownictwa drogowego (bardziej rentownego), rozszerzenie zakresu geograficznego o nowe rynki (głównie kraje nordyckie) oraz utrzymanie dotychczasowej pozycji w zajmowanych obecnie sektorach.

Podstawą przyjętych prognoz przychodów były podpisane przez AB Kauno tiltai kontrakty na realizację projektów infrastrukturalnych oraz przewidywania Zarządu Spółki odnośnie możliwości pozyskania nowych kontraktów. Powyższe założenia, odnoszące się do wielkości prognozowanych przychodów AB Kauno tiltai, są zbieżne z tendencjami rozwoju rynku, które zakładają zarówno wzrost wartości branży budowlanej w kolejnych latach, jak i zwiększenie ilości pozyskiwanych kontraktów zarówno segmencie drogowym, jak i kolejowym.

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 przed wszystkim przez aktualną sytuację na Giełdzie 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.

Biorąc pod uwagę specyfikę sektora, w którym funkcjonuje Spółka należy stwierdzić, że brakuje uzasadnienia dla zastosowania metod wyceny reprezentujących podejście majątkowe lub kosztowe. Wynika to z faktu, że wartość rynkowa podmiotów podobnych do Spółki postrzegana jest głównie przez pryzmat zdolności do generowania przyszłych korzyści finansowych dla właścicieli/potencjalnych właścicieli w postaci strumieni pieniężnych, a nie przez pryzmat wartości poszczególnych składników aktywów i pasywów wynikających z przyszłych zdarzeń gospodarczych. Stąd też do wycen zastosowano podejście dochodowe i porównawcze.

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: 270 172 tys. zł,**
- **wycena wartości rynkowej przedmiotu zastawu według stanu na Dzień Wyceny: 261 635 tys. zł.**

Maciej Richter

Partner Zarządzający

Poznań, 27.04.2015 r.

Wycena metodą DCF

Założenia przyjęte do wyceny metodą DCF

1 Projekcje finansowe zaprezentowano w cenach nominalnych. Obejmują one swoim zakresem okres od stycznia 2015 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 zaprognozowanie w oparciu o aktualnie posiadany portfel zamówień, z uwzględnieniem nowych kontraktów (na poziomie ok. 372 mln zł do 2015 r.). AB Kauno tiltai zakłada, iż w okresie prognozy przychody z działalności operacyjnej Spółki wzrosną z poziomu 799 mln zł w 2014 r. do 1 079 mln zł w 2019 r. (czyli o około 35%) poprzez dalsze umocnienie swojej pozycji na rynku budowalnym w krajach nadbałtyckich i wejście na rynki krajów nordyckich.

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, za wyjątkiem roku 2015 ze względu na wymianę głównych urządzeń.

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) oraz zobowiązań krótkoterminowych (pozostałych zobowiązań) do przychodów na Dzień Wyceny.

8 Przepływ w okresie rezydualnym przyjęto jako przepływ z ostatniego okresu projekcji z uwzględnieniem prawidłowej relację pomiędzy wielkością zakupów aktywów trwałych a amortyzacją oraz zmianą wielkości zapotrzebowania na kapitał obrotowy.

9 Wartość rynkową kapitałów własnych oszacowano poprzez odjęcie od wartości firmy, wartości zadłużenia kredytowego, z tytułu leasingu według stanu na Dzień Wyceny oraz dodanie wartości 75,1% spółki celowej, której przychody nie zostały uwzględnione w przedstawionych prognozach przychodów i kosztów Grupy, depozytów oraz środków pieniężnych posiadanych przez Spółkę według stanu na Dzień Wyceny.

10 Stopę wzrostu po Okresie Projekcji (q) przyjęto na poziomie 1%.

Koszt kapitału

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

a W okresie projekcji stopa podatkowa została przyjęta na poziomie równym 15%.

b Stopa wolna od ryzyka – 1,451% (średnia rentowność 10-letnich obligacji skarbowych krajów strefy Euro)[1],

c Premia za inwestycyjne ryzyko rynkowe – 7,40%[2],

d Odlewarowana Beta – 0,8[3], 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 tiltai nie przewiduje w Okresie Projekcji zaciągania nowych zobowiązań odsetkowych. Średnia ważona roczna stopa oprocentowania długu na Dzień Wyceny była równa 3,2%.

---

[1] Średnia rentowność 10-letnich obligacji skarbowych strefy Euro na dzień wyceny wg http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.M.U2.EUR.4F.BB.U2_10Y.YLD

[2] Premia za ryzyko na Litwie wg Aswath Damodoran (http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/).

[3] Beta obliczona dla spółek z branży "Construction" (Europa) wg klasyfikacji Aswath Damodoran (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 2014 r., zgodnie z opisanymi założeniami przedstawia poniższa tabela.

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

Wyszczególnienie	P 2015	P 2016	P 2017	P 2018	P 2019	Okres rezydualny
Przepływy pieniężne netto	**5 779**	**24 293**	**18 522**	**18 295**	**31 738**	**30 504**
Stopa dyskontowa w okresie (WACC)	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	
Współczynnik dyskonta	0,91	0,82	0,74	0,68	0,61	
Zaktualizowana wartość wolnych przepływów gotówkowych w okresie	**5 238**	**19 964**	**13 798**	**12 355**	**19 430**	

Skumulowana wartość bieżąca przepływów		**70 784**
Stopa wzrostu po okresie projekcji	q=	**1,0%**
Przepływy pieniężne w okresie rezydualnym		30 504
Wartość rezydualna		**202 536**
WARTOŚĆ PRZEDSIĘBIORSTWA		**273 321**
Zadłużenie odsetkowe (-)		-82 446
Wartość środków pieniężnych (+)		30 956
Wartość projektu Palangos (+)		41 625
Korekta z tytułu projektu Palangos (-24,9%)		-2 967
Wartość pozostałych inwestycji długoterminowych		9 733
Kapitały mniejszości (-)		-51
Wartość rynkowa kapitałów własnych		**270 172**

Źródło: Opracowanie własne Grant Thornton

Wartość rynkowa 100 % kapitałów własnych AB Kauno tiltai oszacowana metodą dochodową DCF wynosi **270 172 tys. zł**, natomiast wartość 96,84% wartości akcji znajdujących się w posiadaniu Trakcji i stanowiących przedmiot zabezpieczenia wynosi **261 635 tys. zł.**

Wycena metodą porównań rynkowych

Dla potrzeb wyceny AB Kauno tiltai metodą porównań rynkowych, jako porównywalne spółki wybrano dziewięć firm, których walory notowane są na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie lub giełdach zagranicznych, tj. UNIBEP SA, MIRBUD SA, Budimex SA, Nordecon AS, Skanska AB, Veidekke ASA, ZUE SA, YIT Group, 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: 01.01.2014-31.12.2014 r

Dane finansowe wykorzystane w wycenie przedstawia tabela poniżej.

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

Nazwa	Waluta	Zysk netto	EBITDA	Wartość księgowa na dzień wyceny	Przychody	EV
UNIBEP S.A.	PLN	20 925	32 068	203 046	1 079 703	228 956
MIRBUD S.A.	PLN	17 073	39 861	294 509	932 306	310 762
Budimex SA	PLN	193 938	267 587	522 509	4 949 939	1 762 485
Nordecon AS (EE)	EUR	2 298	5 777	36 367	161 289	46 487
Skanska (SWE)	SEK	3 850 000	7 006 000	21 405 000	143 325 000	70 518 881
Veidekke (NO)	NOK	859 000	1 383 000	2 744 000	24 027 000	9 755 549
ZUE	PLN	10 659	22 673	201 450	644 131	97 354
Yit	EUR	55 800	107 400	535 600	1 778 600	876 827
Selvaag Bolig ASA (NO)	NOK	254 531	386 917	2 457 298	2 887 604	3 937 851

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 spółki	P/E	P/BV	P/S	EV/EBITDA
UNIBEP S.A.	13,82	1,42	0,27	7,14
MIRBUD S.A.	6,42	0,37	0,12	7,80
Budimex SA	18,15	6,74	0,71	6,59
Nordecon AS (EE)	13,73	0,87	0,20	8,05
Skanska (SWE)	17,91	3,22	0,48	10,07
Veidekke (NO)	10,84	3,39	0,39	7,05
ZUE	13,91	0,74	0,23	4,29
Yit	10,19	1,06	0,32	8,16
Selvaag Bolig ASA (NO)	7,04	0,73	0,62	10,18
Mediana:	13,73	1,06	0,32	7,80

Źródło: Obliczenia własne Grant Thornton

Wyniki finansowe AB Kauno tiltai wykorzystane w wycenie obliczono na podstawie średniej z lat 2013-2015 w celu uzyskania bardziej precyzyjnego wyniku.

Grant Thornton przyjął 15% dyskonta z tytułu braku płynności ze względu na porównywanie AB Kauno tiltai do spółek o podobnym profilu działalności, ale o dużo większej skali działania.

W poniższej tabeli przedstawiono wyniki wyceny Spółki metodą porównań rynkowych.

Tabela 4: Wartość AB Kauno tiltai metodą porównań rynkowych

Wyszczególnienie	Kapitalizacja (w tys. zł)	Zysk netto	P/E	EBITDA	EV/EBITDA	Wartość księgowa	P/BV	Przychody netto ze sprzedaży	P/S
		26 568		44 716		178 508		727 628	
Wycena oparta o wyniki wybranych spółek publicznych	296 256	364 840	13,73	326 831	7,80	189 549	1,06	232 667	0,32
Wagi		30%	P/E	30%	EV/EBITDA	10%	P/BV	30%	P/S
Wartość PEUIM, Dalba i PDM	9 999								
Wartość projektu Palangos	8 949								
Inne aktywa finansowe	9 733								
Wycena wartości Spółki skorygowana o wsp. braku płynności (-15%)	276 196								

Źródło: Obliczenia własne Grant Thornton

Wartość 100% kapitałów własnych AB Kauno tiltai oszacowana metodą porównań rynkowych wynosi **276 196 tys. zł,** natomiast wartość 96,84% wartości udziałów znajdujących się w posiadaniu Trakcji i stanowiących przedmiot zabezpieczenia wynosi **267 468 tys. zł.**

Grant Thornton

An instinct for growth™