

Polska Grupa  
Odlewnicza S.A.



**rekomendacja: inwestuj!**  
**wysoka dywidenda?**

WYCENA AKCJI:  
2,54 PLN



20 WRZESIEŃ 2012

**Mercurius**  
Dom Maklerski

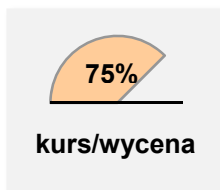
Departament Analiz  
22 327 16 70  
mercuriusdm@mercuriusdm.pl

\*zastrzeżenia i informacje formalne są zamieszczone na ostatniej stronie niniejszej rekomendacji

AKTUALIZACJA



	z dnia 20 września 2012 r. (bieżące)	z Rekomendacji (docelowe)
kurs Akcji	1,90 zł	2,54 zł
kapitalizacja Spółki	183,0 mln zł	244,7 mln zł
akcjonariusze o udziale <5%	28,1 mln zł	37,6 mln zł



**SPIS TREŚCI**

portret inwestycji	1	szkielet spółki	3	konkurs piękności	5
kokpit inwestora	2	liczydło centusia	4	mały druczek	6

**Do notesu inwestora...**

- Stabilna koniunktura na rynkach światowych w I połowie 2012 roku oraz relatywnie wysoki popyt na rynku krajowym pozwoliły Grupie PGO zwiększyć wolumen produkcji odlewów rdz o blisko 5% co przy dalszej nieznacznej poprawie struktury sprzedaży w kierunku zwiększenia udziału wysokomaryżowych odlewów stalowych na rzecz branży wydobywczej pozwoliło osiągnąć również istotny wzrost marży operacyjnej oraz marży netto do poziomu odpowiednio 13,1% i 10,2%.
- Z punktu widzenia rentowności na korzyść spółki oddziaływało również osłabienie złotego w relacji do euro w pierwszej połowie roku o 7,4% (średnie kursy wymiany w pierwszej połowie 2011 i 2012 roku kształtowały się odpowiednio: 3,95 i 4,24).
- Wysoki poziom generowanej gotówki Spółka wykorzystata do spłaty w czerwcu 2012 kredytu inwestycyjnego w kwocie 22.480 tys. zł bez konieczności pozyskania nowego finansowania długoterminowego.
- Wszystko wskazuje na to, że w roku 2012 PGO zrealizuje rekordowy w swej historii poziom zysku - prognoza Mercurius Dom Maklerski przewiduje osiągnięcie 27 mln zysku netto, 37 mln EBIT oraz 45 mln EBITDA przy przychodach na poziomie 273 mln zł.
- Należy zwrócić uwagę na działania mające na celu koncentrację zysku w spółce matce tj. PGO S.A., co może potwierdzać nasze przypuszczenia o zamierzonej dystrybucji wolnych przepływów gotówkowych na rzecz właścicieli Spółki poprzez wypłatę w roku 2013 dywidendy o znacznej wartości.
- Wycena porównawcza ujawnia pierwsze obawy inwestorów o poziom koniunktury w roku 2013, które znajdują swoje odzwierciedlenie w nieznacznym pogorszeniu wyników części porównywalnych do PGO spółek. W naszej opinii rok 2013 będzie sprawdzianem odporności biznesów na wahania koniunktury gospodarczej oraz weryfikacją skuteczności działań zarządów w warunkach kurczącego się popytu.
- W opinii Mercurius Dom Maklerski Grupa PGO relatywnie dobrze poradzi sobie ze skutkami kolejnej fazy kryzysu, a planowane inwestycje (np. działa do utrącania nadlewów, stacje regeneracji mas formierskich czy karuzelowe stanowisko formierskie) stworzą dodatkowe rezerwy kosztowe, co z kolei pozwoli uzupełnić asortyment odlewów z formierni półautomatycznej w Sremie a w efekcie pozyskać nań nowych klientów, dla których oferta PGO nie było dotąd konkurencyjne pod względem kosztów.
- W efekcie przewidujemy, że począwszy od 2014 roku Spółka powinna powrócić na ścieżkę wzrostów.

**WYRÓŻNIKI INWESTYCYJNE**

1. Zdywersyfikowana branżowo grupa odbiorców oraz zróżnicowane geograficznie rynki zbytu
2. Potencjał do wzrostu rentowności w przypadku zwiększenia produkcji odlewów wielkogabarytowych
3. Stabilny dodatni cash flow pozwoli Spółce przeznaczyć znaczną część zysku na dywidendę

**PODSUMOWANIE FINANSOWE**

Podsumowanie wartości prognozowanych – w mln zł:

	2011	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P
przychody	255,4	273,3	258,5	264,8	278,9	303,4
EBITDA	38,9	45,4	41,2	43,0	44,9	46,4
EBIT	30,0	36,8	32,2	33,8	35,5	36,9
zysk netto	20,1	27,3	25,2	26,7	28,1	29,3
dług netto	16,6	1,7	11,7	17,0	18,6	20,1

P – wartości prognozowane przez Mercurius DM

**Podsumowanie wskaźników inwestycyjnych:**

	2011		2012P		2013P		2014P		2015P		2016P	
	teraz	cel	teraz	cel	teraz	cel	teraz	cel	teraz	cel	teraz	cel
P/E	9,1	12,2	6,7	9,0	7,3	9,7	6,8	9,2	6,5	8,7	6,3	8,4
EV/EBITDA	5,1	6,7	4,1	5,4	4,7	6,2	4,6	6,1	4,5	5,9	4,4	5,7
EV/EBIT	6,6	8,7	5,0	6,7	6,0	8,0	5,9	7,7	5,7	7,4	5,5	7,2
P/BV	1,3	1,7	1,1	1,4	1,1	1,4	1,1	1,4	1,1	1,4	1,1	1,4
DY	-	-	-	-	14,9%	11,2%	13,8%	10,3%	14,6%	10,9%	15,4%	11,5%

teraz – dla kursu 1,90 zł, cel – dla kursu 2,54 zł, DY – stopa dywidendy dla akcji zwykłych

**INFORMACJE O AKCJACH W OBROcie NA GPW**

liczba wszystkich akcji PGO:	96.300.000
liczba akcji u akcjonariuszy z udziałem poniżej 5%:	14.804.285

**RACHUNEK ZYSKÓW I STRAT**

## Prognozowany rachunek zysków i strat

w tys. zł	2011	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	CAGR
przychody ze sprzedaży	255.366	273.350	258.475	264.828	278.903	303.414	2,6%
koszt własny sprzedaży	198.968	209.030	198.201	202.062	213.332	235.265	3,0%
<b>zysk brutto na sprzedaży</b>	<b>56.398</b>	<b>64.320</b>	<b>60.275</b>	<b>62.765</b>	<b>65.571</b>	<b>68.149</b>	<b>1,5%</b>
koszty sprzedaży	2.357	2.416	2.295	2.353	2.470	2.643	2,3%
koszty ogólnego zarządu	20.954	21.806	22.649	23.468	24.257	25.013	3,5%
<b>zysk na sprzedaży</b>	<b>33.087</b>	<b>40.098</b>	<b>35.331</b>	<b>36.945</b>	<b>38.844</b>	<b>40.493</b>	<b>0,2%</b>
pozostały wynik operacyjny	-3.055	-3.270	-3.092	-3.168	-3.337	-3.630	2,6%
EBITDA	38.879	45.366	41.183	43.017	44.937	46.385	0,6%
<b>EBIT</b>	<b>30.032</b>	<b>36.827</b>	<b>32.239</b>	<b>33.777</b>	<b>35.507</b>	<b>36.863</b>	<b>0,0%</b>
wynik finansowy, w tym:	-5.234	-2.454	-524	-156	-150	-50	-62,2%
- odsetki	-1.186	-1.162	-580	-1.257	-1.330	-1.417	5,1%
- rozliczenia forwardów	514	1.835	-65	1.455	1.559	1.726	-1,5%
- wycena forwardów	-5.297	-273	292	303	325	360	n.d.
- różnice kursowe	1.130	-2.854	-171	-657	-704	-719	-29,2%
<b>zysk brutto</b>	<b>24.798</b>	<b>34.374</b>	<b>31.715</b>	<b>33.621</b>	<b>35.358</b>	<b>36.813</b>	<b>1,7%</b>
podatek dochodowy	5.249	7.051	6.505	6.896	7.253	7.551	1,7%
działalność zaniechana	518	-	-	-	-	-	n.d.
<b>zysk netto</b>	<b>20.067</b>	<b>27.323</b>	<b>25.210</b>	<b>26.725</b>	<b>28.105</b>	<b>29.262</b>	<b>1,7%</b>

## Prognozowana rentowność

rentowności	2011	I-VI 2011	I-VI 2012	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	średnia
brutto ze sprzedaży	22,1%	20,1%	22,2%	23,5%	23,3%	23,7%	23,5%	22,5%	23,3%
na sprzedaży	13,0%	11,2%	13,7%	14,7%	13,7%	14,0%	13,9%	13,3%	13,9%
EBIT	11,8%	10,6%	13,1%	13,5%	12,5%	12,8%	12,7%	12,1%	12,7%
netto	7,9%	7,9%	10,2%	10,0%	9,8%	10,1%	10,1%	9,6%	9,9%

**BILANS**

## Prognozowany bilans – aktywa

[tys. zł]	XII 2011	XII 2012P	XII 2013P	XII 2014P	XII 2015P	XII 2016P	CAGR
<b>aktywa trwałe</b>	<b>151.546</b>	<b>158.477</b>	<b>163.066</b>	<b>166.280</b>	<b>168.011</b>	<b>168.399</b>	<b>1,5%</b>
WNiP	1.712	1.793	1.853	1.891	1.909	1.909	1,6%
rzeczowe aktywa trwałe	138.023	144.588	149.353	152.429	153.918	153.918	1,6%
nieruchomości inwestycyjne	7.769	7.769	7.769	7.769	7.769	7.769	0,0%
<b>aktywa obrotowe</b>	<b>84.945</b>	<b>92.392</b>	<b>91.944</b>	<b>90.701</b>	<b>94.106</b>	<b>102.206</b>	<b>2,6%</b>
zapasy	33.581	35.279	33.451	34.103	36.005	39.707	3,0%
należności handlowe	36.956	39.559	40.365	43.533	45.847	49.876	6,0%
aktywa finansowe	0	0	292	303	325	360	n.d.
środki pieniężne	10.471	13.340	13.851	8.679	7.629	7.585	-13,2%
pozostałe	3.937	4.214	3.985	4.083	4.300	4.678	2,6%
<b>AKTYWA RAZEM</b>	<b>236.491</b>	<b>250.869</b>	<b>255.009</b>	<b>256.981</b>	<b>262.117</b>	<b>270.605</b>	<b>1,9%</b>

## Prognozowany bilans – pasywa

	144.525	171.848	169.735	171.250	172.630	173.787	0,3%
<b>kapitał własny</b>	<b>144.525</b>	<b>171.848</b>	<b>169.735</b>	<b>171.250</b>	<b>172.630</b>	<b>173.787</b>	<b>0,3%</b>
<b>zadłużenie odsetkowe</b>	<b>27.080</b>	<b>15.052</b>	<b>25.501</b>	<b>25.698</b>	<b>26.212</b>	<b>27.677</b>	<b>16,4%</b>
<b>pozostałe zobowiązania</b>	<b>64.886</b>	<b>63.969</b>	<b>59.774</b>	<b>60.033</b>	<b>63.275</b>	<b>69.141</b>	<b>2,0%</b>
zobowiązania handlowe	20.684	21.730	20.092	19.376	20.456	22.560	0,9%
zobowiązania finansowe	4.997	273	0	0	0	0	n.d.
zobowiązania podatkowe	3.566	3.817	3.609	3.698	3.895	4.237	2,6%
rezerwy na zobowiązania	35.639	38.149	36.073	36.959	38.924	42.345	2,6%
inne	0	0	0	0	0	0	n.d.
<b>PASYWA RAZEM</b>	<b>236.491</b>	<b>250.869</b>	<b>255.009</b>	<b>256.981</b>	<b>262.117</b>	<b>270.605</b>	<b>1,9%</b>

## Prognozowany rachunek przepływów pieniężnych

w tys. zł	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P
zysk netto	27.323	25.210	26.725	28.105	29.262
amortyzacja	8.539	8.945	9.240	9.430	9.522
Δ kapitału obrotowego	-771	-2.671	-3.659	-1.191	-2.243
inne korekty	-5.009	-329	-112	-244	-423
<b>przepływy z działalności operacyjnej</b>	<b>30.082</b>	<b>31.154</b>	<b>32.194</b>	<b>36.099</b>	<b>36.118</b>
CAPEX	-15.185	-13.769	-12.354	-10.938	-9.522
<b>przepływy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-15.185</b>	<b>-13.769</b>	<b>-12.354</b>	<b>-10.938</b>	<b>-9.522</b>
Δ zadłużenia odsetkowego	-12.028	10.449	197	514	1.465
dywidendy	0	-27.323	-25.210	-26.725	-28.105
<b>przepływy z działalności finansowej</b>	<b>-12.028</b>	<b>-16.874</b>	<b>-25.012</b>	<b>-26.211</b>	<b>-26.640</b>
<b>zmiana stanu środków pieniężnych</b>	<b>2.869</b>	<b>511</b>	<b>-5.172</b>	<b>-1.050</b>	<b>-44</b>

**WYCENA SPÓŁKI METODĄ DCF**

W najbliższym czasie stabilność dzięki wykorzystaniu potencjału do dywersyfikacji branżowej.

Do wyceny Spółki metodą DCF przyjęliśmy wartości prognozowane w oparciu o scenariusz podstawowy.

rok	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P
EBIT	36.827	32.239	33.777	35.507	36.863
<b>NOPAT</b>	<b>29.830</b>	<b>26.113</b>	<b>27.359</b>	<b>28.761</b>	<b>29.859</b>
bezgotówkowe koszty operacyjne	-	-	-	-	-
inwestycje	-15.185	-13.769	-12.354	-10.938	-9.522
dofinansowanie inwestycji	-	-	-	-	-
amortyzacja	8.539	8.945	9.240	9.430	9.522
zmiana kapitału obrotowego	-771	-2.671	-3.659	-1.191	-2.243
<b>FCFF</b>	<b>22.413</b>	<b>18.618</b>	<b>20.587</b>	<b>26.062</b>	<b>27.616</b>
zadłużenie odsetkowe / kapitał własny	13,3%	11,9%	15,0%	15,1%	15,6%
koszt zadłużenia odsetkowego	6,1%	5,8%	6,0%	6,3%	6,6%
stopa wolna od ryzyka	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
premia rynkowa	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
beta	1,15	1,14	1,17	1,17	1,17
koszt kapitału własnego	11,9%	11,8%	12,0%	12,0%	12,0%
WACC	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%
<b>PV (FCFF) - 2012.01.01</b>	<b>20.175</b>	<b>15.087</b>	<b>15.020</b>	<b>17.115</b>	<b>16.321</b>

W okresie prognozy, czyli w latach 2012-2016, PGO wygeneruje wolne przepływy pieniężne, których bieżąca wartość na dzień 1 stycznia 2012 roku wynosi łącznie 83.718 tys. zł.

Po okresie prognozy podtrzymujemy zerowe tempo wzrostu wolnych przepływów pieniężnych. O perspektywach Spółki w kolejnych latach w naszej ocenie zadecyduje głównie pozyskanie nowych klientów (w szczególności w Śremie, posiadającym wolne moce produkcyjne). W scenariuszu podstawowym, w 2016 roku, PGO sprzeda nieco ponad 46 tys. ton odlewów przy mocach produkcyjnych szacowanych na 70 tys. ton. Wolne moce stanowią więc około 1/3 zdolności produkcyjnych Grupy.

Dostrzegamy przy tym pewien potencjał do przyspieszenia wzrostu wolnych przepływów związany z nałożeniem na odlewnie w Śremie specjalnej strefy ekonomicznej. Mimo, że na tą chwilę plany, o których informuje Spółka w sprawozdaniu półrocznym, obciążone są dużym ryzykiem ze względu na możliwość wstrzymania rozszerzenia stref ekonomicznych przez ministra finansów, to niewykluczone,

że taki scenariusz stanie się bardziej prawdopodobny w dalszej perspektywie. Z uwagi jednak na dużą niepewność tego zdarzenia nie uwzględniliśmy go w scenariuszu podstawowym i wycenie.

<b>roczny wzrost FCFF po okresie prognozy</b>	<b>0,0%</b>
<b>WACC po okresie prognozy</b>	<b>11,1%</b>
q szeregu geometrycznego	0,90
TV	248.965
<b>PV (TV) - 2012.01.01</b>	<b>147.135</b>
PV (FCFF+TV) - 2012.01.01	230.853
<b>PV (FCFF+TV) - 2012.09.20</b>	<b>248.977</b>
gotówka netto	
z modelu na 2012.12.31	-1.712
<b>ze sprawozdania Spółki na 2012.06.30</b>	<b>-9.586</b>
wartość aktywów pozaoperacyjnych	6.293
<b>wycena spółki PGO S.A.</b>	<b>245.684</b>
<b>liczba akcji przyjęta do wyceny</b>	<b>96.300.000</b>
<b>wycena jednej akcji na 2012.09.20</b>	<b>2,55 zł</b>

Po okresie prognozy, czyli po 2016 roku, według naszych założeń, PGO będzie generować rocznie wolne przepływy pieniężne w wysokości 27.616 tys. zł. Wartość tych przepływów na dzień 1 stycznia 2012 roku szacujemy na 147.135 tys. zł.

Łączna wartość wolnych przepływów gotówkowych z okresu prognozy i po okresie prognozy wynosi 230.853 tys. zł – na dzień 1 stycznia 2012 roku. Na dzień 20 września, wartość ta wynosi 248.977 tys. zł.

Ponieważ Spółka posiada nieruchomości inwestycyjne będące aktywami pozaoperacyjnymi, których wycena bilansowa wynosi 7.769 tys. zł, wartość Spółki wynikającą ze zdyskontowania wolnych przepływów pieniężnych powiększyliśmy o wartość tych aktywów uwzględniając efekt podatkowy. Przyjęliśmy ostrożnie, że podstawę opodatkowania, w przypadku sprzedaży nieruchomości będzie stanowiła cała jej wartość. Tym samym kwota, o którą powiększyliśmy wycenę spółki wynosi 6.293 tys. zł.

Współczynnik beta przyjęty w modelu wyceny uwzględnia ryzyko sektora oraz ryzyko niesystematyczne, determinowane poziomem zadłużenia Spółki.

**Wartość jednej akcji szacujemy na 2,55 zł – na podstawie wyceny metodą DCF.**

**WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ**

Ponieważ naszym zdaniem PGO stanie się wkrótce spółką dywidendową, do wyceny metodą porównawczą wybraliśmy tylko wskaźniki odwołujące się do wyników spółek, czyli P/E, EV/EBIT oraz EV/EBITDA.

Dla wyników z 2011 roku przyjęliśmy wagę 20% (rynek kapitałowy w niewielkim stopniu bazuje na przeszłości, ale wyniki z 2011 roku są jeszcze odniesieniem w oczekiwaniach), z 2012 roku 50% (oszacowanie wyników bieżącego roku mają naszym zdaniem kluczowe znaczenie w bieżących wycenach spółek), a z 2013 roku – 30% (ponieważ trudno jeszcze prognozować wyniki 2013 roku z uwagi na złożone uwarunkowania makroekonomiczne, ograniczamy wagę dla nadchodzącego roku).

Kursy akcji, przyjęte do wyliczenia wskaźników, są kursami otwarcia z 20 września 2012 roku. Kursy walut są wartościami ogłoszonymi przez NBP dla 19 września 2012 roku.

- **Castings**, wchodzące w skład grupy 2 odlewnie oraz zakład obróbczy specjalizują się w odlewach z żeliwa szarego oraz sferoidalnego głównie dla przemysłu motoryzacyjnego; spółka notowana w Londynie;
- **Chamberlin**, grupa trzech odlewni żeliwa szarego i sferoidalnego (dla motoryzacji, przemysłu wydobywczego i maszyn górniczych oraz dla kolei); spółka notowana w Londynie;
- **Nelcast**, jest jedną z największych odlewni żeliwa szarego i sferoidalnego w Indiach, posiada możliwości produkcji elementów żeliwnych o wadze do 250 kg i jest notowana na giełdzie w Indiach;

- **Kirloskar Ferrous Industries**, to indyjska odlewnia produkująca odlewy z żeliwa szarego o wadze do 500 kg oraz sferoidalnego grafitowanego o wadze do 70 kg; jest notowana na parkiecie w Bombaju;
- **Voestalpine**, to austriacka grupa kapitałowa oferująca m.in. blachy walcowane, komponenty do turbin gazowych i parowych oraz szeroką gamę wyrobów dla motoryzacji; jest notowana na giełdzie w Wiedniu;
- **HMS Hydraulic Machines & Systems Group**, to jeden z największych producentów pomp w Rosji oraz wiodący producent osprzętu dla przemysłu wydobywczego ropy i gazu; w skład wchodzi m.in. zakłady obróbki metali oraz odlewnie; jest notowana na giełdzie w Londynie;
- **Norsk Hydro**, to norweska grupa kapitałowa zajmująca się produkcją wyrobów aluminiowych dla branży samochodowej i budowlanej; notowana na giełdzie w Oslo;
- **Odlewnie Polskie**, zajmuje się produkcją odlewów ze stopów żelaza z dominującym udziałem żeliwa sferoidalnego; zajmuje się również handlem materiałami i towarami odlewniczymi; notowana na GPW w Warszawie;
- **Alchemia**, jest grupą kapitałową zaangażowaną w produkcję żeliwa, stali, stopów żelaza, rur stalowych, walcowanych oraz kutech wyrobów ze stali; notowana na GPW w Warszawie;
- **Zetkama**, przedmiotem działalności grupy jest produkcja armatury produkcja odlewów z żeliwa, produkcja elementów łącznych oraz podzespołów dla motoryzacji; notowana na GPW w Warszawie;
- **Fasing**, zajmuje się produkcją łańcuchów m.in. górniczych, części zamiennych do maszyn i urządzeń górniczych, produkcją sprzętu, narzędzi i innych wyrobów metalowych; notowana na GPW w Warszawie;
- **Impexmetal**, produkuje i handluje wyrobami hutniczymi z miedzi, mosiądzu, cynku a także w zakresie skupu, przerobu i handlu złomem akumulatorowym oraz odpadami metali nieżelaznych; notowana na GPW w Warszawie;
- **Kęty**, to grupa kapitałowa, której podstawą działalności jest produkcja profili aluminiowych mających zastosowanie przede wszystkim w budownictwie, motoryzacji i transporcie; notowana na GPW w Warszawie;
- **Automotive Components Europe** w skład grupy ACE wchodzi trzy odlewnie (2 żeliwa i 1 aluminium), Grupa specjalizuje się w produkcji żeliwnych jarm (wykonanych z żeliwa sferoidalnego) i aluminiowych zacisków; notowana na GPW w Warszawie.

spółki porównawcze	profil działalności	PLN/EX 19.09.2012	kapitalizacja bieżąca (mln zł)	P/E			EV/EBIT			EV/EBITDA		
				2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013
CASTINGS PLC (tys. GBP)	odlewnia żeliwa	5,1370	796	8,8	8,9	8,9	6,0	6,6	6,2	6,2	4,9	5,3
Nelcast (mln INR)	odlewnia żeliwa	5,8558	107	3,9	7,4	9,5	2,9	7,3	9,2	2,5	5,5	6,4
Kirloskar Ferrous Industries (mln INR)	odlewnia żeliwa i staliwa	5,8558	209	9,6	10,1	10,7	6,0	7,2	8,2	4,2	4,6	5,0
Voestalpine (mln EUR)	producent stalowy	4,1217	17.173	12,5	8,9	6,9	10,4	8,5	8,7	5,6	4,7	4,7
HMS Hydraulic Machines & Systems Group (mln RUB)	producent pomp i kompresorów	0,1021	1.801	5,2	4,7	3,9	5,5	4,1	3,2	4,5	3,5	2,7
Chamberlin PLC (tys. GBP)	odlewnia żeliwa	5,1370	72	11,3	10,3	8,6	9,0	6,4	5,3	5,1	4,0	3,4
Norsk Hydro ASA (mln NOK)	odlewnia aluminium i energetyka	0,5531	32.363	14,8		18,6	10,7	33,7	9,7	5,9	8,0	5,1
Atlas Copco (mln SEK)	producent kompresorów i generatorów	0,4821	92.826	14,9	13,7	13,2	11,9	10,6	10,1	10,4	9,4	8,9
Odlewnie Polskie S.A. (tys. PLN)	odlewnia żeliwa	1,0000	45	7,6	7,3	8,8	11,9	9,9	10,8	6,4	5,3	5,2
Alchemia S.A. (tys. PLN)	producent rur, odlewnia żeliwa, huta stali, kuźnia	1,0000	1.099	9,2	12,0	13,2	7,8	9,5	10,0	6,2	6,5	6,5
Zetkama S.A. (tys. PLN)	odlewnia żeliwa i produkcja armatury	1,0000	216	8,2	9,5	11,7	7,9	9,8	11,7	6,5	7,3	8,2
Fasing S.A. (tys. PLN)	producent łańcuchów	1,0000	79	6,9	5,0	6,3	7,7	6,7	7,9	5,4	5,0	5,5
Impexmetal S.A. (tys. PLN)	producent wyrobów metalowych	1,0000	737	7,0	9,3	8,6	8,1	9,8	8,5	5,7	6,4	5,7
Kęty S.A. (tys. PLN)	produkcja profili aluminiowych	1,0000	1.078	9,4	10,3	12,5	8,6	9,6	11,2	5,8	6,1	6,4
Automotive Components Europe (w mln EUR)	produkcja żeliwnych i aluminiowych zacisków	4,1217	122	14,2	7,6	8,2	6,2	7,5	8,3	2,8	3,5	3,8

**mediana wskaźników** | 9,2 | 9,1 | 8,9 | 7,9 | 8,5 | 8,7 | 5,7 | 5,3 | 5,3

Dane PGO S.A.												
tys. zł				2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013
zysk netto				20.067	27.323	25.210						
EBIT							30.032	36.827	32.239			
EBITDA										38.879	45.366	41.183
dług netto							16.609	1.712	11.650	16.609	1.712	11.650

Wycena w oparciu o mediany													
				wagi	20%	50%	30%	20%	50%	30%	20%	50%	30%
wyceny cząstkowe					183.923	248.159	224.800	221.267	310.196	268.622	205.604	238.292	207.314
średnia ważona						<b>228.304</b>		<b>279.938</b>			<b>222.461</b>		
średnia						<b>243.568</b>							
liczba akcji						<b>96.300.000</b>							
wycena jednej akcji						<b>2,53 zł</b>							

**Wartość jednej akcji szacujemy na 2,53 zł – na bazie scenariusza podstawowego i wyceny metodą porównawczą.**

P/E to iloraz ceny za akcję do wartości zysku netto na akcję; EV to wartości spółki: (liczba akcji x cena za akcję) + (zadłużenie odsetkowe – środki pieniężne) + udziały niekontrolowane; EBIT to wynik z działalności operacyjnej; EBITDA to EBIT + amortyzacja; EV/EBIT, EV/EBITDA to odpowiednie ilorazy

## ZASTRZEŻENIA I INFORMACJE FORMALNE

### Ryzyko inwestycyjne:

Akcje są instrumentem finansowym, z którym wiążą się liczne uprawnienia – prawa związane z Akcjami PGO S.A. zostały przedstawione w rozdziale IV pkt 4.5. Prospektu Emisyjnego Spółki.

**Akcje są instrumentem finansowym wysokiego ryzyka – tzn. w skrajnym przypadku wartość jednej Akcji może spaść do zera.**

### Konieczność dokonania samodzielnej oceny prezentowanego wyniku przez inwestora:

Przy sporządzaniu niniejszej Rekomendacji, Mercurius Dom Maklerski działał z należytą starannością oraz rzetelnością. **Mercurius Dom Maklerski ani osoby sporządzające Rekomendację nie ponoszą odpowiedzialności za działania zgodne z Rekomendacją** – o ile nie występuje rażące niedbalstwo, wina umyślna lub niezachowanie należytej staranności przez Mercurius Dom Maklerski lub osoby sporządzające Rekomendację.

**Należy samodzielnie dokonać oceny**, czy rekomendowane zachowanie inwestycyjne (prezentowany wynik analizy) jest odpowiednie dla inwestora – zamiarem Mercurius Dom Maklerski ani osób sporządzających Rekomendację nie jest bowiem przekazywanie rekomendacji w oparciu o indywidualne sytuację i potrzeby inwestora (nie jest to doradztwo inwestycyjne z art. 76 ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi wraz z późniejszymi zmianami).

### Informacje o Rekomendacji:

- data sporządzenia: 19 września 2012 roku
- data pierwszego udostępnienia do dystrybucji: 19 września 2012 roku
- termin ważności Rekomendacji: do publikacji przez Spółkę sprawozdania finansowego za trzeci kwartał 2012 roku (nie dłużej jednak niż do 30 listopada 2012 roku)
- planowana częstotliwość aktualizacji rekomendacji: raz w roku
- okres bazowy danych wykorzystanych do określenia ceny Akcji: pierwsze półrocze 2012 roku

### Wykaz rekomendacji dla PGO za ostatnie 12 miesięcy:

data rekomendacji	cena z rekomendacji	kierunek rekomendacji	termin ważności
2011.12.05	1,90 zł	kupuj	2012.03.31

### Proporcja kierunków w udzielanych rekomendacjach za ostatnie 3 miesiące:

kierunek rekomendacji	„kupuj”	„trzymaj”	„sprzedaj”
liczba rekomendacji	2	-	-
w tym dla emitentów objętych usługą bankowości inwestycyjnej			

### Znaczenie rekomendowanych zachowań inwestycyjnych:

- „inwestuj” (kupuj): cena docelowa przekracza cenę bieżącą o ponad 15%
- „trzymaj”: cena docelowa nie różni się od ceny bieżącej o więcej niż 15%
- „zamykaj” (sprzedaj): cena docelowa jest niższa od ceny bieżącej o ponad 15%

### Konflikty interesów:

Mercurius świadczył w 2011 roku usługę oferowania instrumentów finansowych i inne usługi na rzecz Spółki (lub jej akcjonariuszy), której akcje są przedmiotem niniejszej Rekomendacji. Mercurius zawarł

ze Spółką (lub jej akcjonariuszami) umowę o świadczenie usług, które zostały wykonane. Mercurius otrzymał wynagrodzenie od Spółki (lub jej akcjonariuszy) za świadczone usługi. Obecnie Mercurius nie świadczy żadnych usług na rzecz Spółki (lub jej akcjonariuszy), lecz może świadczyć takie usługi w przyszłości. Wynagrodzenie osób sporządzających rekomendację nie jest uzależnione od wyników finansowych uzyskiwanych przez Mercurius w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej.

Niniejsza Rekomendacja nie była przekazana Spółce przed jej dystrybucją.

### Informacje o sporządzającym Rekomendację:

Mercurius Dom Maklerski spółka z ograniczoną odpowiedzialnością z siedzibą w Warszawie jest podmiotem nadzorowanym przez Komisję Nadzoru Finansowego.

Siedziba Mercurius Dom Maklerski mieści się w Warszawie, przy ul. Śmiałej 26, tel. 22 327 16 70, strona internetowa: www.mercuriusdm.pl, e-mail: mercuriusdm@mercuriusdm.pl.

Osoby sporządzające rekomendację:

- Tomasz Orzeł, po. dyrektora departamentu analiz;
- Jacek Zórawski, makler papierów wartościowych nr licencji 2512.

### Silne i słabe strony zastosowanych metod wyceny:

	metoda DCF	metoda porównawcza
silne strony	scenariusz rozwoju działalności gospodarczej bazujący na specyfice Spółki i uwzględniający działania i plany Spółki	wskaźniki przyjęte do wyceny są wartościami rynkowymi
słabe strony	subiektywne założenia wskaźników makroekonomicznych oraz operacyjno-finansowych dla Spółki	spółki porównawcze są jedynie zbliżone swym profilem działalności do specyfiki Spółki

### Definicje i terminologia fachowa:

Mercurius Dom Maklerski – Mercurius Dom Maklerski sp. z o.o. z siedzibą w Warszawie

Prospekt, Prospekt Emisyjny – prospekt emisyjny PGO S.A., zatwierdzony przez Komisję Nadzoru Finansowego w dniu 29 czerwca 2011 roku - jedynie prawnie wiążący dokument sporządzony zgodnie z Rozporządzeniem Komisji (WE) nr 809/2004, zawierający informacje o Ofercie Publicznej i Spółce

Rekomendacja – niniejsza rekomendacja, sporządzona 19 września 2012 roku przez Mercurius Dom Maklerski w związku z publikacją przez Spółkę sprawozdania kwartalnego za III kwartał 2011 roku

Rozporządzenie o Rekomendacjach – Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansów, ich emitentów lub wystawców

Spółka, Grupa, PGO, PGO S.A. – Polska Grupa Odlewnicza Spółka Akcyjna z siedzibą w Katowicach

### Zastrzeżenie prawne:

Rozpowszechnianie, udostępnianie lub powielanie niniejszej Rekomendacji w całości lub w części bez pisemnej zgody Mercurius Dom Maklerski jest zabronione.

Prognozy przedstawione w Rekomendacji są wynikiem wyłącznie analizy przeprowadzonej przez Mercurius Dom Maklerski i wywodzą się z licznych założeń, które mogą nie sprawdzić się w przyszłości. Mercurius Dom Maklerski nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się.