

PwC Polska Sp. z o.o.
Al. Armii Ludowej 14
00-638 Warszawa, Polska
Telefon +48 (0) 22 523 4000
Faks +48 (0) 22 523 4040
www.pwc.com/pl

**Szanowny Pan
Paweł Rychter**
Prezes Zarządu
Zakłady Remontowe Energetyki Warszawa S.A.
ul. Elektryczna 2a
00-346 Warszawa

**Szanowny Pan
Konrad Jaskóła**
Prezes Zarządu
Polimex-Mostostal S.A.
ul. Czackiego 15/17
00-950 Warszawa

Warszawa, dnia 29 sierpnia 2006 r.

Szanowni Panowie,

Niniejszy list prezentuje wyniki prac przeprowadzonych przez PwC Polska Sp. z o.o. („PwC”) dla Zarządów Polimex-Mostostal S.A. („Polimex”) oraz Zakładów Remontowych Energetyki Warszawa S.A. („ZREW” lub razem z Polimex „Spółki”) na podstawie zawartej w dniu 30. marca 2006 roku umowy o świadczenie usług doradczych. Rozumiemy, że list ten zostanie również udostępniony akcjonariuszom Spółek.

Przedmiotem naszego zlecenia było ustalenie i rekomendowanie parytetu wymiany akcji w związku z planowaną transakcją połączenia, w ramach której Polimex przejmie majątek ZREW w zamian za akcje, które wyda akcjonariuszom ZREW. W celu ustalenia przedmiotowego parytetu, w oparciu o informacje przekazane nam przez Zarządy Spółek oraz przy zastosowaniu przedstawionej w dalszej części listu metodologii i procedur, dokonaliśmy wyceny wartości rynkowej jednej akcji ZREW i jednej akcji Polimex na dzień 30. czerwca 2006 roku oraz ustalenia parytetu wymiany.

Wartość rynkową definiujemy jako cenę, którą akcje przedsiębiorstwa mogą osiągnąć przy założeniu, że zarówno sprzedający jak i kupujący chcą zawrzeć transakcję, kupujący i sprzedający chcą odnieść korzyści i obie strony posiadają taką samą wiedzę na temat przedsiębiorstwa oraz rynku, na którym ono działa. Założyliśmy również, że Spółki będą prowadzić działalność w dającej się przewidzieć przyszłości, a wartość ewentualnych synergii wynikłych z połączenia rozłoży się proporcjonalnie do wartości rynkowej Spółek przed połączeniem.

Parytet został ustalony poprzez podzielenie przez siebie oszacowanej przez PwC wartości rynkowej jednej akcji ZREW przez oszacowaną przez PwC wartość rynkową jednej akcji Polimex i zaokrąglenie otrzymanej wartości do dwóch miejsc po przecinku. Przedmiotowy parytet wyniósł **2,30 akcji Polimex za 1 akcję ZREW**. W związku z powyższym, PwC rekomenduje Zarządom Spółek ustalenie parytetu na tym poziomie.

Wspomniana wyżej wartość rynkowa została ustalona na podstawie wyceny Spółek przy zastosowaniu trzech metod wyceny w ramach następujących podejść:

- Podejście dochodowe:
 - Metoda Zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF);
- Podejście rynkowe:
 - Metoda Mnożników rynkowych;
 - Metoda Mnożników transakcyjnych;

oraz wyceny ich majątku finansowego (pakietów udziałów/akcji w innych przedsiębiorstwach) przy zastosowaniu wybranych wspólnie z Zarządami, metod wyceny adekwatnych do stopnia istotności danego aktywa, udziału wycenianej spółki w kapitale danego przedsiębiorstwa oraz dostępności informacji koniecznych do wyceny. Aktywa o niskim stopniu istotności zostały wycenione według ich wartości księgowej.

Wyniki otrzymane poprzez zastosowanie powyższych metod zostały następnie, tam gdzie uznaliśmy to za niezbędne, skorygowane poprzez zastosowanie dyskont i premii w celu oszacowania wartości rynkowej Spółek na jedną akcję przy uwzględnieniu ich płynności i braku kontroli.

Uważamy, że zastosowanie powyższych metod wyceny stanowi dobrą podstawę do szacowania wartości rynkowej Spółek. Zastosowane metody są metodami powszechnie uznanymi i stosowanymi do wyceny przedsiębiorstw i zorganizowanych części przedsiębiorstw.

Jako metodę wiodącą, dla której przyjęliśmy wagę 70%, zastosowaliśmy Metodę Zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) w ramach podejścia dochodowego. Główną zaletą tej metody jest jej zorientowanie na przyszłe przepływy pieniężne generowane przez przedsiębiorstwo, co daje możliwość odzwierciedlenia potencjału przedsiębiorstwa i rynku, na którym ono działa oraz uwzględnienia cech specyficznych wycenianej spółki, a więc czynników branżowych pod uwagę przez inwestorów przy podejmowaniu decyzji o nabyciu akcji i o oferowanej za nie cenie.

W ramach podejścia rynkowego, dla którego przyjęliśmy łączną wagę 30%, zastosowaliśmy Metodę Mnożników rynkowych (waga 20%) oraz Metodę Mnożników transakcyjnych (waga 10%). Główną zaletą tych metod jest ich zorientowanie na rynek i przez to uwzględnienie czynników leżących poza wycenianym przedsiębiorstwem takich jak bieżąca sytuacja na rynkach papierów wartościowych, czy percepcja inwestorów odnośnie potencjału wzrostu i ryzyka. Niższa waga dla mnożników transakcyjnych wynika z faktu, iż rynek budowlany podlega obecnie dynamicznym zmianom, co powoduje, że mnożniki transakcyjne, które ukształtowały się nawet w niezbyt odległej przeszłości szybko się dezaktualizują.

Bardziej szczegółowy opis zastosowanych metod oraz dyskont i premii przedstawiony został w załączniku do niniejszego listu.

Podczas naszych prac opieraliśmy się na informacjach finansowych i innych, łącznie z projekcjami otrzymanymi od Zarządów Spółek oraz od instytucji publicznych, finansowych i branżowych. Nasza ocena jest zależna od tego czy podane informacje były kompletne i dokładne we wszystkich istotnych aspektach. Jednakże, zgodnie z powszechnie przyjętymi zasadami przy dokonywaniu wycen, zakres naszych prac nie

pozwala nam ponosić odpowiedzialności za dokładność i kompletność dostarczonych informacji.

Podczas naszych analiz nie wykonaliśmy żadnych prac związanych z audytem sprawozdań finansowych Polimex, ZREW oraz ich spółek zależnych, w związku z tym nie wystawiamy żadnych dodatkowych opinii z nimi związanych.

Głównymi źródłami informacji podczas przeprowadzania prac były:

- Rozmowy i dyskusje z Zarządami Spółek oraz z osobami z kadry zarządzającej Spółek wskazanymi przez Zarządy;
- Audytowane sprawozdania finansowe Spółek za lata 2004 i 2005 oraz nieaudytowane sprawozdania za pierwsze półrocze roku 2006;
- Projekcje finansowe Polimex na lata 2006-2010 oraz projekcje finansowe ZREW na lata 2006-2011, przygotowane przez Zarządy Spółek;
- Statuty Spółek;
- Dane operacyjne (zarówno numeryczne, jak i opisowe) dostarczone przez Spółki w wersji papierowej lub w formie dokumentów pakietu MS Office otrzymane osobiście i/lub wysłane pocztą, lub pocztą elektroniczną;
- Dokument wewnętrzny Polimex pod tytułem „Zasady ewidencji i wyceny księgowej opcji menedżerskich przyznanych w ramach Programu Motywacyjnego”;
- Inne informacje, dane i dokumenty udostępnione przez Spółki w ramach Data Room;
- Baza danych Factiva;
- Baza danych Reuters;
- Baza danych Mergermarket;
- Bazy danych Internet Securities;
- Badania PwC: M&A Survey, Badanie wysokości premii za ryzyko rynkowe, Badanie zastosowania korekt z tytułu płynności i kontroli;
- Raporty analityków dotyczące przemysłu budowlano-remontowego oraz przedsiębiorstw działających w tych branżach;
- Artykuły prasowe i strony internetowe dotyczące branży budowlano-remontowej;
- Prognozy makroekonomiczne opracowane przez Profesora Witolda Orłowskiego, głównego doradcę ekonomicznego PwC.

Zaś nasze procedury obejmowały między innymi:

- Analizę obecnej sytuacji ekonomicznej oraz perspektyw rozwoju branży budowlano-remontowej;
- Analizę ogólnych danych rynkowych, uwzględniających kwestie ekonomiczne, polityczne oraz społeczne;
- Wizyty w siedzibach Spółek w Warszawie;
- Omówienie historii, obecnego stanu i projekcji działalności Spółek;

- Dyskusje w celu wyjaśnienia otrzymanych danych związanych z działalnością Spółek;
- Analizę danych operacyjnych i finansowych Spółek;
- Analizę projekcji finansowych i operacyjnych dotyczących zakładanego poziomu przychodów, marży, sytuacji w branży i oczekiwań co do przyszłości, jak również opinii Zarządów Spółek. Projekcje te stanowiły podstawę dla analizy zdyskontowanych przepływów pieniężnych;
- Analizę wartości rynkowej składników majątku finansowego Spółek;
- Oszacowanie odpowiedniego poziomu dyskonta (za brak płynności i za brak kontroli) zastosowanego do wyników naszych obliczeń w ramach wyceny;
- Zebranie i przeanalizowanie danych finansowych dotyczących spółek giełdowych działających w tych samych branżach co Spółki oraz danych o transakcjach w sektorze w celu obliczenia odpowiednich mnożników i wskaźników operacyjnych;
- Analizę innych czynników i danych, które mogłyby mieć wpływ na końcowy rezultat wyceny wartości rynkowej.

Z poważaniem,



Jolanta Kokosińska
Partner
Doradztwo Finansowe

Załącznik:

1. Opis zastosowanej metodologii

Załącznik 1.: Opis zastosowanej metodologii

Podejście dochodowe – Metoda DCF

Metoda Zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) jest podstawową, rekomendowaną przez PwC metodologią wyceny przedsiębiorstw przy odpowiednich korektach uwzględniających specyfikę działalności wycenianego przedsiębiorstwa. Metoda ta wymaga, by wyceniane przedsiębiorstwo posiadało lub przygotowało szczegółowe prognozy przyszłych przepływów pieniężnych. Metoda ta polega na określeniu bieżącej wartości rynkowej przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez to przedsiębiorstwo.

Wolne przepływy pieniężne

W celu przeprowadzenia wyceny w oparciu o historyczne wyniki Spółki, jej obecną sytuację oraz założenia przyjęte dla celów projekcji finansowych wykonuje się następujące działania:

- oszacowanie wartości przyszłych wolnych przepływów pieniężnych w wybranym okresie projekcji;
- zdyskontowanie tych przepływów na dzień wyceny przy zastosowaniu stopy zwrotu odzwierciedlającej wartość pieniądza w czasie oraz ryzyko związane z prowadzeniem działalności operacyjnej;
- oszacowanie wartości rezydualnej przepływów pieniężnych po okresie projekcji, oraz
- zsumowanie bieżących wartości przyszłych wolnych przepływów pieniężnych oraz wartości rezydualnej.

Wartość bieżąca wartości rezydualnej przyszłych wolnych przepływów pieniężnych wraz z wartością bieżącą wolnych przepływów pieniężnych w okresie projekcji pozwala oszacować wartość rynkową przedsiębiorstwa przy założeniu płynności i pakietu kontrolnego.

Stopa dyskontowa

Przy zastosowaniu metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych (jako formy podejścia dochodowego) szacowana wartość przepływów pieniężnych generowanych przez dany podmiot w przyszłości jest dyskontowana do jej wartości obecnej przy zastosowaniu współczynnika dyskonta odzwierciedlającego wartość pieniądza w czasie oraz ryzyko związane z prowadzeniem działalności operacyjnej. Stopa ta nazywana średnim ważonym kosztem kapitału (ang. weighted average cost of capital, WACC), jest obliczana jako średnia ważona oczekiwanego kosztu kapitału dłużnego i kapitału własnego przy uwzględnieniu szacowanej struktury kapitałowej przedsiębiorstwa

Ogólna formuła stosowana przy obliczaniu WACC przedstawia się następująco:

$$\text{WACC} = K_d * (d\%) + K_e * (e\%)$$

gdzie:

WACC: średni ważony koszt kapitału

Kd: koszt kapitału dłużnego po uwzględnieniu efektu podatkowego

d%: poziom kapitału dłużnego jako procent sumy kapitałów własnych i kapitału dłużnego ("kapitał zainwestowany")

Ke: stopa zwrotu na kapitale własnym

e%: kapitały własne jako procent sumy kapitałów własnych i kapitału dłużnego

Przy obliczaniu wymaganej nominalnej stopy zwrotu na kapitałach własnych Ke wykorzystaliśmy Capital Asset Pricing Model. Przy zastosowaniu tego modelu koszt kapitałów własnych wynosi:

$$Ke = Rf + b \cdot (Rm - Rf) + Rs + Rp$$

gdzie:

Rf: stopa zwrotu z papierów wartościowych pozbawionych ryzyka

b: beta, systematyczne ryzyko firmy

(Rm-Rf): premia za ryzyko rynkowe

Rs: premia za ryzyko związane z inwestycją w spółki o niskiej kapitalizacji

Rp: premia za ryzyko związane z przyjętymi projekcjami*

* Uwaga: W związku z wysokim stopniem realności projekcji przygotowanych przez Spółki uznaliśmy, że nie występuje potrzeba stosowania dodatkowej premii związanej z ryzykiem zastosowanych prognoz finansowych.

Wartość rezydualna

Wartość bieżąca rezydualnych przepływów pieniężnych odzwierciedla kwotę, którą inwestor zapłaciłby za prawa do przepływów pieniężnych z działalności w latach następujących po okresie projekcji.

W celu oszacowania wartości rezydualnej przyjęliśmy, że Spółki będą działały w przewidywalnej przyszłości. W tym celu oszacowaliśmy:

- poziom generowanych przez Spółki ustabilizowanych wolnych przepływów pieniężnych w pierwszym roku po okresie projekcji,
- stopę wzrostu przepływów pieniężnych po okresie projekcji.

Tak otrzymana wartość została dodatkowo zweryfikowana poprzez zastosowanie metody mnożnika wyjściowego.

Pozostałe kwestie

Ponieważ wartość przedsiębiorstwa obliczona poprzez zastosowanie metody DCF obrazuje wartość firmy dla wszystkich stron finansujących, w celu obliczenia rynkowej wartości jednej akcji, wartość tą należy skorygować o wartość zadłużenia finansowego netto oraz wartość aktywów finansowych i nieoperacyjnych, których wartość nie jest odzwierciedlona w wolnych przepływach pieniężnych.

Podejście rynkowe – Metoda Mnożników rynkowych

Metoda ta polega na wykorzystaniu mnożników charakteryzujących spółki publiczne z rynku, na którym działa wyceniana spółka celem ustalenia jej szacunkowej wartości.

W tym celu, należy porównać określone miary charakteryzujące wycenianą spółkę z odpowiednimi miarami innych przedsiębiorstw z tej samej branży notowanych na giełdach papierów wartościowych (krajowych i/lub zagranicznych) i ich wartościami giełdowymi.

Po zidentyfikowaniu i wyborze porównywalnych spółek dokonywana jest analiza ich wielkości, potencjału wzrostu, sytuacji finansowej, a także szeregu innych czynników, które mogą mieć wpływ na kształtowanie się cen ich akcji. Czynniki te decydują o korektach, które wprowadzane są do wartości uzyskanej poprzez zastosowanie mnożników rynkowych.

Dodatkowo, w zależności od rodzaju zastosowanych mnożników może wystąpić konieczność dokonania korekty o wartość zadłużenia finansowego netto, oraz wartość aktywów finansowych i nieoperacyjnych, jeśli nie są one uwzględnione w konstrukcji danego mnożnika.

Podejście rynkowe – Metoda Mnożników transakcyjnych

Metoda ta polega na wykorzystaniu mnożników, wynikających z transakcji pakietami akcji przedsiębiorstw z rynku, na którym działa wyceniana spółka celem ustalenia jej szacunkowej wartości.

W tym celu, należy porównać określone miary charakteryzujące wycenianą spółkę z odpowiednimi miarami przedsiębiorstw o pewnym podobieństwie będącymi w nieodległej przeszłości przedmiotem transakcji kupna/sprzedaży i cenami zapłaconymi za nie w tychże transakcjach.

Po zidentyfikowaniu i wyborze porównywalnych transakcji dokonywana jest analiza ich wartości, wielkości nabytego pakietu, a także szeregu innych czynników, które mogły mieć wpływ na wartość transakcji. Czynniki te decydują o korektach, które wprowadzane są do wartości uzyskanej poprzez zastosowanie mnożników transakcyjnych

Dodatkowo, w zależności od rodzaju zastosowanych mnożników może wystąpić konieczność dokonania korekty o wartość zadłużenia finansowego netto, oraz wartość

aktywów finansowych i nieoperacyjnych, jeśli nie są one uwzględnione w konstrukcji danego mnożnika.

Wycena majątku finansowego

Do wyceny majątku finansowego (pakietów udziałów/akcji w innych przedsiębiorstwach) wycenianych spółek zastosowaliśmy jedną, wybraną wspólnie z Zarządami, metodę wyceny. Jej wybór uzależniony był od stopnia istotności danego aktywa dla Spółek, udziału wycenianej spółki w kapitale danego przedsiębiorstwa oraz dostępności informacji koniecznych do wyceny.

W przypadku, gdy, wspólnie z Zarządem, stwierdziliśmy, że dana inwestycja jest istotna z punktu widzenia wartości i jednocześnie dostępne były szczegółowe dane finansowe, dane aktywo zostało wycenione metodą Zdyskontowanych przepływów pieniężnych. W przypadku istotnego zaangażowania i braku dostępu do niezbędnych informacji zastosowaliśmy metodę Mnożników rynkowych lub inną metodę adekwatną do otrzymanych informacji. Natomiast udziały o małym stopniu istotności wycenione zostały według księgowej wartości ich aktywów netto lub wartości bilansowych netto w bilansie wycenianej spółki, które zdaniem Zarządów dobrze oddają wartość tych aktywów z punktu widzenia Spółek.

Wartość tak wycenionego majątku finansowego została następnie pomniejszona o podatek od różnicy pomiędzy wartością danej spółki przyjętą do celów wyceny a wartością bilansową brutto, przy założeniu, że odzwierciedla ona cenę nabycia danego aktywa. Korekta ta wynika z faktu, iż Spółki realizując oszacowaną wartość poprzez sprzedaż danego aktywa musiałyby zapłacić podatek od zysku na transakcji.

Dyskonta i premie

Dyskonta i premie stosowane do wyników wyceny mają za zadanie doprowadzenie do porównywalności otrzymanej poprzez zastosowanie danej metody wyceny (i implikowanych w niej założeń) wartości do wartości przedmiotu wyceny pod względem pewnych istotnych cech. Do najbardziej powszechnie stosowanych dyskont i premii należą te związane z płynnością oraz kontrolą.

Dyskonta i premie za płynność

Podstawowym założeniem stosowania tej korekty jest twierdzenie, iż aktywo, na które istnieje aktywny rynek jest warte więcej od analogicznego aktywa, na które takiego rynku nie ma. Związane jest to z trudnością lub, w ekstremalnych przypadkach, niemożnością realizacji wartości danego aktywa poprzez jego sprzedaż. Dyskonto to odzwierciedla także dodatkowy czas i koszty związane z transakcją, a także stopień przejrzystości spółki i ryzyko jej wyceny.

Konieczność zastosowania dyskonta z tytułu braku płynności zachodzi, gdy za pomocą metody zakładającej płynność wyceniane jest aktywo, które jest niepłynne. W odwrotnym przypadku zachodzi konieczność zastosowania premii. W przypadku, gdy założenia zastosowanej metody wyceny i charakterystyka przedmiotu wyceny pod względem płynności są spójne, nie występuje konieczność stosowania tej korekty.

Poziom dyskonta za brak płynności został oszacowany na podstawie badania PwC przeprowadzonego wśród uczestników rynku na 15%. Poziom stosowanego dyskonta odzwierciedla subiektywną opinię Doradcy i w uzasadnionych przypadkach może być inny niż powyższa wartość.

Dyskonta i premie za kontrolę

Podstawowym założeniem stosowania tej korekty jest twierdzenie, iż kontrolny pakiet akcji jest warty ponad proporcjonalnie więcej niż pakiet mniejszościowy. Związane jest to z możliwością sprawowania efektywnej kontroli nad daną spółką, między innymi poprzez wybór jej władz, czy też możliwość podejmowania istotnych decyzji strategicznych zarezerwowanych dla walnego zgromadzenia akcjonariuszy.

Konieczność zastosowania dyskonta za brak kontroli zachodzi, gdy za pomocą metody zakładającej kontrolę wyceniany jest pakiet mniejszościowy. W odwrotnym przypadku zachodzi konieczność zastosowania premii. W przypadku, gdy założenia zastosowanej metody wyceny i charakterystyka wycenianego pakietu pod względem kontroli są spójne, nie występuje konieczność stosowania tej korekty.

Poziom dyskonta za brak kontroli został oszacowany na podstawie badania PwC przeprowadzonego wśród uczestników rynku na 17%, co jest matematycznym odpowiednikiem premii za kontrolę na poziomie 20%. Poziom stosowanego dyskonta odzwierciedla subiektywną opinię Doradcy i w uzasadnionych przypadkach może być inny niż powyższa wartość.