

Warszawa, 2 marca 2010 r.

Pan Ryszard Trepczyński
Wiceprezes Zarządu
Pioneer Pekao Investment Management S.A.
Ul. Wołoska 5
02-675 Warszawa

Szanowny Panie Prezesie,

W nawiązaniu do Pana pisma z dnia 26. lutego 2010, poniżej prezentujemy odpowiedzi na zadane pytania i prośby o informacje.

1. Co zmieniło się w wycenach fundamentalnych Spółek Naftobudowa S.A. i Polimex-Mostostal S.A.?
2. Co było podstawą do zwiększenia wyceny wartości spółki Naftobudowa S.A.?

Wycena fundamentalna spółek Naftobudowa S.A. i Polimex-Mostostal S.A., na bazie metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych (tzw. metoda DCF) nie uległa zmianie. Podstawą do zwiększenia parytetu wymiany była wyłącznie rynkowa weryfikacja poziomu premii za kontrolę zastosowanego do wyceny jednej akcji Naftobudowy na potrzeby ustalenia parytetu wymiany. Jednocześnie chcielibyśmy podkreślić, że wycena akcji Naftobudowy na potrzeby parytetu wciąż uwzględnia w sobie dyskonto za brak kontroli, tylko, że na innym, niższym poziomie wynikającym z uwzględnienia wyższego, rynkowego poziomu premii za kontrolę.

Zgodnie z metodologią zaprezentowaną w Planie Połączenia, na potrzeby ustalenia parytetów wymiany dokonano wyceny wartości rynkowej jednej akcji Polimex oraz każdorazowo jednej akcji/udziału Spółki przejmowanej, przy zastosowaniu metody DCF w ramach podejścia dochodowego. Wyniki otrzymane poprzez zastosowanie metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych zostały następnie skorygowane poprzez zastosowanie odpowiednich dyskont z tytułu braku płynności (w przypadku akcji/udziałów Spółek nienotowanych na GPW) i dyskont z tytułu braku kontroli (w przypadku akcji/udziałów wszystkich Spółek i Polimex) w celu oszacowania wartości rynkowej na jedną akcję/udział, przy uwzględnieniu ich płynności oraz braku kontroli.

Standardowy poziom dyskonta za brak kontroli został oszacowany przez doradcę Zarządu Polimex-Mostostal S.A. („Polimex”), firmę PwC Polska Sp. z o.o. („PwC”) na 17%, co jest matematycznym odpowiednikiem premii za kontrolę na poziomie 20%.

Polimex-Mostostal S.A., ul. Czackiego 15/17, 00-950 Warszawa, tel. + 48 22 8297100-09, fax +48 22 8260493, www.polimex-mostostal.pl
NIP: 821-001-45-09, REGON: 71 025 20 31, KRS: 0000022460 Sąd Rejonowy w Warszawie XII Wydz. Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego
kapitał zakładowy 18.574.225,00 PLN, kapitał wpłacony 18.574.225,00 PLN



Poziom stosowanego dyskonta odzwierciedla subiektywną opinię PwC i, jak wskazano w rekomendacji PwC, w uzasadnionych przypadkach może być inny niż powyższa wartość.

Zgodnie z teorią poziom stosowanej premii za kontrolę powinien odpowiadać warunkom rynkowym danej transakcji. W praktyce stosuje się pewne uśrednione poziomy, które są następnie subiektywnie korygowane przez wyceniającego starającego się jak najlepiej odzwierciedlić specyfikę danej transakcji.

W przypadku spółki Naftobudowa S.A. („Naftobudowa”), ze względu na strukturę jej akcjonariatu, w którym Polimex nie posiada większości a także znaczny stopień koncentracji pozostałego akcjonariatu, w wycenie PwC zastosowano skorygowany, niższy poziom dyskonta za brak kontroli, przy wycenie jednej akcji tej spółki na potrzeby ustalenia parytetu wymiany do celów połączenia. Niższy niż standardowy poziom dyskonta za brak kontroli wynikał z faktu, iż po zaaplikowaniu standardowego dyskonta za brak kontroli na poziomie 17%, PwC dodało premię za kontrolę zyskiwaną przez Polimex w ramach niniejszej transakcji. Poziom oszacowanej przez PwC premii wyniósł ok. 30% zastosowanego dyskonta za brak kontroli, co przełożyło się na dyskonto „netto” na poziomie 11,7%.

W rzeczywistości okazało się, że akcjonariusze Naftobudowy wymagają wyższej niż założona przez PwC premia i są w stanie zablokować cały proces połączenia nie podejmując odpowiedniej uchwały na Walnym Zgromadzeniu Naftobudowy. W związku z powyższym, w przypadku Naftobudowy oszacowany wcześniej przez PwC poziom premii uległ obiektywnej weryfikacji za pomocą mechanizmów rynkowych, jakimi są bez wątpienia głosowania na WZA. W trakcie WZA Naftobudowy dnia 25.02.2010r. w pierwszej kolejności poddano pod głosowanie uchwałę z parytetem 6,04 ustalonym przez Zarządy Naftobudowy i Polimex, ogłoszonym w Planie Połączenia. Uchwała ta jednak nie zyskała odpowiedniej liczby głosów („za” uchwałę głosował Polimex oraz osoby fizyczne obecne na WZA). W dalszej kolejności głosowano nad uchwałą z parytetem 6, 50 zaproponowanym przez jednego z akcjonariuszy Naftobudowy.

W tej sytuacji Zarząd Polimex, biorąc pod uwagę fakt, iż proponowany parytet jest wyższy od pierwotnie ustalonego jedynie o 8% i przekłada się na wzrost planowanej emisji jedynie o, około 2, 4%, uznał, że dla celów powodzenia całego procesu restrukturyzacji grupy kapitałowej Polimex (co ma doprowadzić do realizacji łącznych synergii na poziomie), jest w stanie zgodzić się na wyższą premię dla akcjonariuszy mniejszościowych Naftobudowy i wynikający z niej wyższy, niż oszacowany przez PwC parytet. W rezultacie przedmiotowa uchwała została przegłosowana („za” uchwałą głosowali wszyscy obecni na Walnym Zgromadzeniu Akcjonariusze).

Nowy parytet na poziomie 6, 50 implikuje premię za kontrolę na poziomie około 70% dyskonta za brak kontroli (17%), czyli około 11, 9% w wartościach bezwzględnych. To z kolei przekłada się na dyskonto "netto" za brak kontroli na poziomie około 5% (zamiast stosowanych standardowo przez PwC 17% oraz zastosowanych w przypadku akcji Naftobudowy 11,7%). Wpływ na wielkość nowej emisji pozostaje na marginalnym poziomie, około 2, 4% (co wartościowo stanowi około 5 – 6 mln PLN).

Dodatkowo pragniemy podkreślić, że ani Plan Połączenia ani Sprawozdanie Zarządu uzasadniające Połączenie nie uległy zmianie. Zmiana parytetu wymiany w odniesieniu do połączenia z Naftobudową stanowiła wyłącznie decyzję akcjonariuszy Naftobudowy i pozostaje do wyłącznej decyzji akcjonariuszy Polimex. Wskazane powyżej argumentacja uzasadnia, dlaczego Zarząd Polimex realizując uprawnienia właścicielskie w Naftobudowie zagłosował za propozycją zmiany parytetu zgodnie z wnioskiem jednego z akcjonariuszy Naftobudowy.

3. Prośba o przedstawienie szczegółowej analizy rynku, na którym działa Naftobudowa S.A. ze szczególnym uwzględnieniem perspektyw jego rozwoju (5 lat).
4. Prośba o przedstawienie szczegółowej analizy prognozowanych przychodów spółki Naftobudowa S.A. i ich powtarzalności w kolejnych okresach.

W trakcie przygotowywania wycen na potrzeby ustalenia parytetu, zgodnie z procedurami PwC, zostały przeprowadzone między innymi: odpowiednie analizy rynków jak i analiza projekcji finansowych i operacyjnych dotyczących zakładanego poziomu przychodów, marż, sytuacji w branży i oczekiwań, co do rozwoju w przyszłości, jak również opinii Zarządu. Projekcje te stanowiły podstawę dla analizy zdyskontowanych przepływów pieniężnych. Niemniej jednak, ze względu na poufność niektórych informacji, stanowiących tajemnice techniczne, handlowe i organizacyjne Polimexu, nie jesteśmy w stanie przekazać Państwu wyników tych prac. Podobnie w związku z faktem, że Naftobudowa nie publikuje prognoz nie jest możliwe przekazanie Państwu prognozowanych przychodów tej spółki.

Chcielibyśmy jednak zwrócić Państwa uwagę na fakt, iż około 80% przychodów Naftobudowy realizowanych jest za granicą, gdzie perspektywy rozwoju rynków, na których działa Naftobudowa są bardziej atrakcyjne niż w Polsce. Rynek europejski cechuje duża dynamika wzrostu liczby inwestycji, których celem jest powiększenie infrastruktury magazynowej przeznaczonej do składowania paliw, produktów chemicznych, olejów roślinnych i zwierzęcych oraz gazu. Jest to proces będący naturalną konsekwencją rozwoju branży paliwowej i dotyczy prawie wszystkich krajów europejskich, ze szczególnym uwzględnieniem Francji, Holandii, Belgii. Ocenia się, że bieżący trend zwykłowy na rynku europejskim utrzyma się, co najmniej przez następnych kilka lat a informacje uzyskiwane z rynku potwierdzają tę tezę. Coraz częściej Spółka otrzymuje kolejne zapytania ofertowe dotyczące budowy terminali zbiornikowych.

Ciekawe jest także (jak podają publikacje prasowe dotyczące Polski, z szacunku bilansu pojemności magazynowych, dokonanego przez PwC), że już w najbliższych latach niedobór magazynów na paliwa będzie wynosił kilkaset tysięcy m³. Jakkolwiek perspektywy rozwoju bazy magazynowej w Polsce są znacznie mniejsze niż te realizowane i planowane w Europie zachodniej, lecz może bieżąca sytuacja doprowadzi do wytworzenia w naszym kraju trendu wzrostowego (terminal LNG w Świnoujściu).

Strategia rozwoju Spółki zakłada zwiększenie obrotu Spółki na rynku polskim, utrzymanie obecności na dotychczasowych rynkach krajów UE i poszerzenie spektrum działalności w Skandynawii, co w konsekwencji powinno doprowadzić do:

- a. uzyskania pozycji lidera rynku w zakresie dostawy i montażu instalacji wodoru w Europie;
- b. utrzymania pozycji firmy wiodącej na rynku w zakresie montażu instalacji biodiesla typu NExBTL;
- c. udziału w realizacji przedsięwzięć remontowo-inwestycyjnych na nowych rynkach UE (Francja, Finlandia)
- d. utrzymania dotychczasowego poziomu kontraktacji w zakresie dostaw i montażu pieców petrochemicznych;
- e. uzyskania nowych zamówień od klientów zagranicznych na dostawy wielkogabarytowych urządzeń chemicznych w związku z nabyciem przez Grupę Polimex nabrzeża w Stoczni Gdynia.
- f. poszerzenia gamy produktów o nowe typy instalacji.

We wszystkich wymienionych projektach Naftobudowa ma znaczne szanse brać udział. Przełoży się to na wzrost przychodów ze sprzedaży i zwiększy rentowność działalności.

W wyniku transakcji połączenia potencjał kadrowy i techniczny Naftobudowy będzie mógł być efektywnie wykorzystany w innych branżach, takich jak na przykład energetyka, w których obecnie aktywnie działa Polimex.

Ponadto, pragniemy podkreślić, że wycena fundamentalna Naftobudowy (która jest pochodną sytuacji na rynku i prognoz) nie uległa zmianie od czasu ogłoszenia Planu Połączenia.

5. Prośba o przedstawienie Planu Połączenia przy założeniu wyłączenia z niego spółki Naftobudowa S.A.

Plan Połączenia uzgodniony między spółkami biorącymi udział w połączeniu uwzględnia Naftobudowę, jako jedną ze spółek przejmowanych. Dlatego rozumiemy to pytanie, jako abstrahujące od połączenia będącego przedmiotem głosowania akcjonariuszy Polimexu na walnym zgromadzeniu zwołanym na dzień 26 lutego 2010 r. Zgodnie ze strategią przyjętą przez Zarządy łączących się spółek zdecydowano zrealizować łączenie w oparciu o jeden Plan Połączenia.

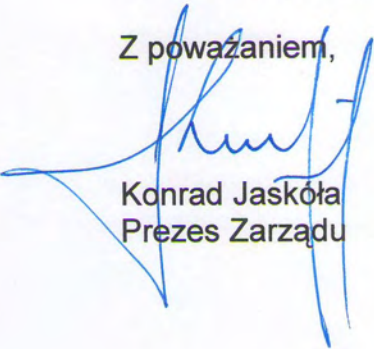
Teoretycznie Plan Połączenia nieuwzględniający Naftobudowy mógłby mieć dokładnie taką samą treść jak Plan Połączenia, pomijając jedynie wzmianki dotyczące Naftobudowy oraz prowadząc do zmniejszenia liczby nowych akcji emitowanych przez Polimex o liczbę akcji wydawaną akcjonariuszom Naftobudowy.

Jednakże w naszej ocenie wyłączenie Naftobudowy z procesu łączenia a w konsekwencji z Planu Połączenia czyni teoretycznymi rozważania, co do możliwości kontynuowania procesu łączenia w ramach dotychczasowego Planu Połączenia.

Z punktu widzenia strategii restrukturyzacji Grupy Polimex, polegającej na koncentracji posiadanego potencjału, pozostawienie Naftobudowy poza procesem inkorporacji byłoby rodzajem dezintegracji Grupy, czyli procesem niepełnym.

Mamy nadzieję, że powyższe wyjaśnienia okażą się wystarczające do podjęcia przez Państwa odpowiedniej decyzji.

Z poważaniem,



Konrad Jaskóła
Prezes Zarządu

Pan Andrzej Sołdek

Prezes Zarządu

Pan Marek Sojka

Wiceprezes Zarządu

PTE PZU S.A.

Al. Jana Pawła II 24

00-133 Warszawa

Warszawa, dnia 10 marca 2010 roku

Szanowni Panowie,

W nawiązaniu do Panów pisma z dnia 5 marca 2010 roku, poniżej odpowiadamy na zadane nam pytania.

1. Czy może dojść do połączenia spółek Polimex-Mostostal S.A. i Naftobudowa S.A. w przypadku zmiany planu połączenia wynikającej ze zmiany parytetu?

Zarządy spółek uczestniczących w połączeniu z Polimex-Mostostal S.A. uzgodniły Plan Połączenia, który m.in. określał parytet wymiany akcji/udziałów na akcje Emisji Połączeniowej. W trakcie Walnego Zgromadzenia Naftobudowy S.A., Zarząd tej spółki, informując akcjonariuszy o istotnych elementach Planu Połączenia, potwierdził ustalenia zarządów łączonych spółek. Jeden z akcjonariuszy uczestniczących w Walnym Zgromadzeniu zaproponował zmianę parytetu wymiany akcji. Jako pierwszą z propozycji poddano pod głosowanie uchwałę zgodną z Planem Połączenia zaproponowaną przez zarządy łączących się spółek. Uchwała ta nie zyskała akceptacji akcjonariuszy uczestniczących w tym Zgromadzeniu. Następnie głosowana była uchwała, która została zgłoszona przez jednego z akcjonariuszy (zmieniająca zaproponowany w Planie Połączenia parytet wymiany akcji). Zmiana ta była na tyle nieznaczna, że Polimex-Mostostal S.A., jako wiodący akcjonariusz Naftobudowy S.A. uznał, że jej przegłosowanie, co prawda zmienia wcześniejsze ustalenia opisane w Planie Połączenia, ale jest na tyle mało istotna, że wszyscy uczestnicy procesu łączenia, mimo jej wprowadzenia, skorzystają z ekonomicznego efektu synergii. Mając powyższe na uwadze propozycja akcjonariusza Naftobudowy S.A. została poparta decyzją Zarządu Polimex-Mostostal S.A. Odrzucenie propozycji zmiany parytetu skutkowałaby przerwaniem całego procesu inkorporacji.

W naszej ocenie popartej opiniami prawnymi tak nieznaczna weryfikacja parytetu wymiany akcji Naftobudowy S.A na akcje Polimex-Mostostal S.A. nie stanowi zmiany Planu Połączenia.

Nie sposób wg doktryny przyjąć, że rola uchwały łączeniowej sprowadzać się ma tylko: albo do przyjęcia w całości propozycji warunków połączenia wyrażonej w Planie Połączenia przygotowanym przez zarządy spółek, albo do jego odrzucenia, co oznacza konieczność powtórzenia całej procedury łączeniowej. Decyzja o łączeniu należy do wspólników, którzy poprzez uchwałę Walnego Zgromadzenia „wyrażają zgodę” na Plan Połączenia. Oznacza to również, że wspólnicy mają także możliwość ustalenia odmiennych od zaproponowanych przez Plan Połączenia „parametrów” łączenia.

Zatem zgodnie z większością opinii wyrażanych w piśmiennictwie, zmiana parytetu wymiany akcji w drodze uchwał Walnych Zgromadzeń (Zgromadzeń Wspólników) w stosunku do parytetu przyjętego przez zarządy spółek uczestniczących w połączeniu, jest dopuszczalna, jeżeli zaistnieje konsensus co do takiej zmiany między Walnymi Zgromadzeniami (Zgromadzeniami Wspólników) wszystkich spółek uczestniczących w połączeniu.

2. Czy w razie przyjęcia pierwotnego planu połączenia dojdzie do fuzji z pozostałymi spółkami (z wyłączeniem Naftobudowy)?

Teza o dopuszczalności przeprowadzenia łączenia na warunkach odmiennych od określonych w planie połączenia opiera się na nie zawsze wyraźnie artykułowanym założeniu, że zmiany wnoszone na etapie „właścicielskim” łączenia nie zmieniają w sposób zasadniczy warunków łączenia. Innymi słowy, zmiany te nie prowadzą do istotnej zmiany samej konstrukcji łączenia. „Istotność” zmiany ma zawsze charakter ocenny i trudno tutaj o wyznaczenie ścisłych kryteriów. Bez większych wątpliwości można jednak stwierdzić, że zmiana parytetu wymiany praw udziałowych jednej ze spółek przejmowanych (Naftobudowa) z 6, 04 na 6, 5 akcji spółki przejmującej (Polimex) za jedną akcją Naftobudowa (czyli na poziomie ok. 8, 3 %) nie stanowi zmiany „istotnej”, zakłócającej istotę całej operacji łączenia 8-miu spółek. To samo dotyczy, będącej konsekwencją tej zmiany, konieczności określenia odmiennego (wyższego) poziomu podwyższenia kapitału zakładowego Polimex, w ramach którego nastąpić ma emisja akcji przeznaczonych dla wspólników spółek przejmowanych.

Odmiennie rzecz się przedstawia, gdyby zmiana polegać miała na wyłączeniu z procesu łączenia Naftobudowy jako spółki przejmowanej.

W takim bowiem przypadku doszłoby do zasadniczej zmiany całej konstrukcji łączenia (przeprowadzone łączenie byłoby innym niż to, które zapowiedziano w planie łączenia i które stanowiło przedmiot wszystkich dokumentów powstających w procesie łączenia)

Należy przy tym w szczególności wziąć pod uwagę znaczenie ekonomiczne Naftobudowy i jej majątku, który miał zostać przejęty przez Polimex (jak wynika z Planu połączenia, Naftobudowa jest jedną z największych - w sensie majątkowym - spółek objętych łączeniem). Innymi słowy, jeżeli przyjąć, że kryterium dopuszczalności modyfikacji planu połączenia przez zgromadzenia łączących się spółek jest „istotność” tej modyfikacji, to wyłączenie z procesu Naftobudowy, znaczącej dla uzasadnienia ekonomicznego i biznesowego łączenia jest właśnie taką zmianą istotną.

3. Jakie są efekty synergii wynikające z połączenia Polimex-Mostostal S.A. z Naftobudową S.A. (wartościowo) i jakie są ich źródła?

Łączna suma synergii możliwych do uzyskania z tytułu połączenia Polimex-Mostostal z Naftobudową S.A w latach 2010-2012 wyniesie 15,6 mln zł, do daje sumę NPV 50,0 mln zł.

Na kwotę 15,6 mln zł składają się:

- synergie z centralizacji służb wsparcia 8,4 mln zł (59 etatów)
- synergie z optymalizacji zakupów 3 mln zł;
- synergie operacyjne 2.3 mln zł;
- synergie wynikające ze zmian właścicielskich 1,9 mln zł.

4. Czy nowy parytet wymiany został zbadany przez Biegłego Rewidenta?

Zgodnie z art. 502 par. 1 k.s.h. przedmiotem badania biegłego jest plan połączenia, który obejmuje m.in. parytet wymiany (art. 499 par. 1 pkt 2 k.s.h.). Plan połączenia jest uzgadniany przez zarządy spółek łączonych (art. 498 k.s.h.). Jak już wspomniano, w zaistniałej sytuacji faktycznej nie doszło do zmiany planu połączenia uzgodnionego przez zarządy spółek uczestniczących w połączeniu. W związku z tym nie ma też podstawy do ponownego poddania planu połączenia badaniu biegłego. Dokonana zmiana polega na przyjęciu przez akcjonariuszy spółki Naftobudowa S.A. oraz niektórych innych spółek biorących udział w połączeniu, warunków połączenia odmiennych (w zakresie parytetu wymiany) od wynikających z planu połączenia, który to plan połączenia, chcielibyśmy jeszcze raz podkreślić, nie uległ zmianie.

Odpowiadając na powyższe pytania posłkowaliśmy się opinią prawną przygotowaną przez prof. W Popiołka.

Mamy nadzieję, że powyższe wyjaśnienia okażą się wystarczające do podjęcia przez Państwa odpowiedniej decyzji.

Z poważaniem,


PREZES ZARZĄDU
Dyrektor Generalny
Konrad Jaskóła