

## Opinia na temat oferty publicznej Spółki



- **O Spółce, parametrach oferty oraz celach emisji**

Pol-Inowex jest firmą świadczącą specjalistyczne i kompleksowe usługi w zakresie demontażu, transportu i montażu urządzeń przemysłowych oraz relokacji fabryk. Firma istnieje na rynku od 1991 r. i ma na swym koncie ponad 20 tys. ton zdemontowanych i zamontowanych urządzeń, maszyn oraz kompletnych linii technologicznych. Spółka prowadzi swoją działalność głównie na rynkach zagranicznych. Przychody z eksportu stanowią ok. 90% wszystkich przychodów firmy. Pol-Inowex świadczy usługi m.in. na terenie Niemiec, Anglii, Szwecji, Hiszpanii, Rosji, Estonii i Gruzji oraz w krajach Bliskiego i Środkowego Wschodu. Do grona Klientów firmy należą duże i znane międzynarodowe firmy z różnych sektorów gospodarki (m.in. przemysł cementowy, producenci materiałów budowlanych, elektrociepłownie, cukrownie i wiele innych.). Spółka posiada 100% udziałów w firmie zależnej OOO Pol-Inowex, z siedzibą w Moskwie (Rosja).

Celem strategicznym Spółki jest osiągnięcie w ciągu najbliższych kilku lat pozycji lidera w Europie Środkowo-Wschodniej w zakresie usług relokacji. Spółka zamierza osiągnąć ten cel m.in. dzięki akwizycjom spółek o podobnym profilu na rynku europejskim i krajowym, dzięki zwiększeniu udziału w projektach o wartości ponad 2 mln Euro, a nawet 10 mln Euro, a także przez inwestycje w sprzęt, czy też przez optymalizację kosztów i procesów organizacyjnych.

Główną przesłanką Publicznej Oferty jest pozyskanie środków, dzięki którym Pol-Inowex będzie mógł realizować powyższą strategię i rozwijać bieżącą działalność. Łączne planowane nakłady inwestycyjne oscylować będą w pobliżu 22 mln zł, z czego środki z nowej

emisji stanowić będą kwotę przekraczającą 17 mln zł. Spółka dokona m.in. inwestycji w rzeczowy majątek trwałe oraz przejęcia spółek działających w tej samej branży, w tym podmiotów zagranicznych. Pozyskane z rynku środki zostaną wykorzystane w ciągu 30 miesięcy od dnia ich wpłynięcia do Spółki. Inwestycje w środki trwałe pochłoną łącznie 13,9 mln zł, a na przejęcia Firma wyda nieco ponad 8 mln zł. Brakująca kwota zostanie uzupełniona kredytami bądź pożyczkami. Wśród zakupionych aktywów trwałych znajdzie się m.in. działka na której wybudowane zostaną pomieszczenia magazynowe (4,65 mln zł), samochody specjalistyczne (2,2 mln zł), środki transportu (1,6 mln zł), czy też wózki widłowe (2,8 mln zł). Wśród celów akwizycji znajdują się z kolei spółki o zbliżonym profilu działalności zarówno z rynku europejskiego, jak i krajowego.

Oferta Publiczna Pol-Inowex obejmuje łącznie 1,85 mln akcji, z czego 1,6 mln szt., to akcje nowej emisji, a pozostałe walory, to akcje które zostaną zaoferowane przez dotychczasowych udziałowców. W transzy kierowanej do inwestorów instytucjonalnych znajdzie się maksymalnie 1,4 mln walorów, a w transzy kierowanej do mniejszych inwestorów maksymalnie 0,45 mln akcji. Cena emisyjna akcji Pol-Inowex została ustalona na 12 zł. Zapisy w obu transzach przyjmowane są od 4 do 8 września br. Zakończenie publicznej subskrypcji nastąpi 8 września, a przydział akcji będzie miał miejsce w okresie do 6 dni roboczych po dniu zamknięcia subskrypcji. Zapisy można składać w Domu Maklerskim IDM S.A.

- **Finanse, parametry wskaźników rynkowych**

W latach 2005-2007 spółka systematycznie rozwijała się poprawiając zarówno swoje wyniki finansowe, jak i pozycję rynkową. W okresie tym przychody ze sprzedaży wzrosły z 6,65 mln zł do 15 mln zł, czyli o nieco ponad 125%. Największy niemal 70% wzrost tej pozycji zanotowano w latach 2006-2007. Najbardziej dynamicznie rozwijała się sprzedaż usług dla branży cementowej (przeważały w niej usługi relokacji z państw Europy Zachodniej do krajów Europy Wschodniej), które w 2007 roku dały przychód w wysokości 8,3 mln zł, podczas gdy w 2006 roku było to raptem 1,5 mln zł. Warto dodać, że w 2005 roku Pol-Inowex nie świadczył usług dla tej branży. W okresie objętym analizą zmniejszyły się natomiast przychody Spółki ze sprzedaży usług dla branży cukrowniczej z 2,7 mln zł w 2005 roku do nieco ponad 1 mln zł w 2007 roku. W latach 2005-2007 Pol-Inowex zdołał utrzymać

na racjonalnych poziomach większość pozycji kosztowych, nawet mimo wzrostu presji płacowej, a także czynnika ryzyka eksportu wynikającego z umacniającej się złotówki. W efekcie w latach 2005-2007 obserwowano zarówno poprawę wyniku operacyjnego, który wzrósł z 2,11 do 7,08 mln zł, ale także poprawę wyniku netto. W tym przypadku dynamika wzrostu sięgała 233%, co oznaczało wzrost zysku netto z 1,55 do 5,16 mln zł. W całym analizowanym okresie Spółka cechowała się bardzo dobrą płynnością finansową, co jednoznacznie świadczy o rozsądnym gospodarowaniu majątkiem oraz zobowiązaniami firmy.

Na szczególną uwagę zasługują parametry rentowności Pol-Inowexu. Wskaźnik rentowności netto w latach 2005-2006 kształtował się w okolicach 20%, a w 2007 roku wzrósł do ponad 34%. W bieżącym roku może być zbliżony. Są to wartości rzadko spotykane w sektorze budowlanym i bardzo dobrze świadczą o Emitencie.

	<b>2007</b>	<b>2006</b>	<b>2005</b>
<b>Przychody netto ze sprzedaży</b>	14 999 149,63	8 831 447,28	6 648 602,91
<b>Wynik brutto na sprzedaży</b>	8 727 328,94	3 893 912,26	2 473 178,67
<b>Wynik na sprzedaży</b>	7 115 912,91	2 832 417,81	1 605 776,08
<b>Wynik EBIT + amortyzacja (EBITDA)</b>	7 458 916,11	2 767 848,61	2 236 827,53
<b>Wynik na działalności operacyjnej (EBIT)</b>	7 084 002,54	2 576 801,70	2 116 574,42
<b>Wynik na działalności gospodarczej</b>	6 512 066,17	2 406 335,85	1 935 376,13
<b>Wynik brutto</b>	6 512 066,17	2 406 335,85	1 935 376,13
<b>Wynik netto</b>	5 163 886,17	1 815 690,85	1 558 266,13
<b>Aktywa razem</b>	12 380 904,27	6 561 415,03	3 513 388,49
<b>Aktywa trwałe</b>	3 240 245,53	2 811 200,74	344 567,17
<b>Aktywa obrotowe, w tym</b>	9 140 658,74	3 750 214,29	3 168 821,32
<b>Kapitał własny</b>	10 159 833,79	4 589 447,62	2 743 219,50
<b>Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania razem</b>	2 221 070,48	1 971 967,41	770 168,99

Źródło: Prospekt emisyjny Pol-Inowex

Po pierwszych 6 miesiącach 2008 roku Spółka zdołała wypracować 12,4 mln zł przychodów, zysk operacyjny rzędu 4,24 mln zł oraz zysk netto równy 3 mln zł. W tym samym okresie poprzedniego roku Pol-Inowex wypracował zaledwie 6,08 mln zł przychodów

oraz zysk netto na poziomie 2,06 mln zł. Takie parametry w zestawieniu z prognozą całoroczną, która zakłada wypracowanie zysku netto rzędu 6,4 mln zł przy przychodach na poziomie 17 mln zł może sugerować, że dynamika poprawy zysku będzie w drugim półroczu znacznie niższa niż w pierwszym, a przychody Spółki mogą być nawet niższe niż w porównywalnym okresie 2007 roku.

Pod względem wyceny akcji oferta wydaje się rozsądna. Spółka chce sprzedać akcje przy wskaźniku C/Z równym 13 (po uwzględnieniu wyników za ostatnie 4 kwartały). Uwzględniając prognozę na rok 2008 wskaźnik ten spadnie do nieco ponad 12. Trudno znaleźć na giełdzie spółki o zbliżonym profilu, do których można by obiektywnie porównać wskaźniki Pol-inowexu. Niemniej warto podkreślić, że średnia wartość parametru C/Z dla spółek o wyróżniającej się, choć dużo niższej rentowności od emitenta (P.A. Nova, Naftobudowa, Elektrobudowa) kształtuje się w pobliżu 16,9. Wskazuje to, że cena ustalona dla spółki Pol-Inowex jest rozsądna i zawiera dyskonto wobec firm giełdowych.

- **Podsumowanie**

Od 4 do 8 września przyjmowane są zapisy na akcje spółki Pol-Inowex. Firma oferuje specyficzny model biznesu budowlanego oparty o specjalistyczne i kompleksowe usługi w zakresie demontażu, transportu i montażu urządzeń przemysłowych oraz relokacji fabryk. Spółka od kilku lat osiąga bardzo dobre wyniki, a jednocześnie systematycznie się rozwija. W latach 2005-2007 przychody Spółki wzrosły o 125% do 15 mln zł. Z kolei o 233% do poziomu 5,16 mln zł wzrósł w tym czasie poziom zysku netto. Działalność Pol-Inowexu cechuje wyjątkowo duża jak na sektor budowlany rentowność sprzedaży. Jest to efekt specyfiki i specjalizacji tego modelu biznesu. W 2008 roku Spółka zamierza osiągnąć rentowność na poziomie netto rzędu 37%, choć ostatecznie parametr ten może być nieco niższy. Niemniej wynik taki zasługuje na szczególne uznanie w sytuacji, gdy ponad 90% przychodów Spółka uzyskuje w Euro. Świadczy to, że Pol-Inowex doskonale radzi sobie z problemem umacniającej się złotówki.

Jednym z czynników ryzyka dla dalszego rozwoju może być wzrost konkurencji w branży, czy też problem związany z pozyskaniem odpowiednich nowych pracowników, bądź utratą dotychczasowych pracowników. Warto też podkreślić, że zagrożeniem dla Spółki może być uzależnienie od odbiorców. Zdarza się bowiem, że w poszczególnych latach, okresowo realizowane przez Spółkę prace dla jednego dużego zleceniodawcy mogą mieć od 20% do 50% udziału w rocznych przychodach. Nagłe wycofanie uzgodnionych zleceń przez

takiego kontrahenta może doprowadzić do zmniejszenia przychodów oraz może utrudnić realizację planów sprzedaży. Spółka w okresie objętym informacjami historycznymi utworzyła odpisy aktualizujące na należności od jednego z dużych zleceniodawców dla którego wykonywane były w latach 2005 – 2006 prace. Warto też dodać, że Firma dotychczas nie doświadczyła nagłego wycofania zleceń. Niemniej Pol-inowex mając świadomość powyższego ryzyka dąży do zmniejszenia udziału przychodów realizowanych z jednym zleceniodawcą w danym okresie, poprzez rozszerzenie skali działalności i pozyskiwanie nowych zleceniodawców

Biorąc pod uwagę zarówno czynniki zagrożenia, jak i szanse dalszego rozwoju, Spółkę należy ocenić pozytywnie. Na całokształt tej oceny składa się również cena emisyjna, która została ustalona na rozsądnym poziomie 12 zł, atrakcyjnym na tle obecnie notowanych Firm budowlanych. O przewadze nad Spółkami z giełdy świadczyć może ponadprzeciętny poziom rentowności netto, ale także niski w skali branży poziom wskaźnika C/Z równy 13 oraz bardzo dobra płynność finansowa Spółki. Ze względu na niepewną koniunkturę giełdową nie da się jednak określić, czy jest to cena wystarczająco niska, aby zapewnić stabilne notowania i pełny sukces oferty. Dlatego w krótkim terminie należy brać pod uwagę, że akcje mogą nie zapewnić dodatniej stopy zwrotu. Wydawać się jednak może, że w długim terminie akcje mogą cieszyć się powodzeniem, szczególnie gdy Spółka utrzyma dotychczasowe tempo rozwoju przy jednoczesnej realizacji zakładanych celów emisyjnych.

- Ocena

Siła czynnika negatywnego										Siła czynnika pozytywnego										
10	9	8	7	6	5	4	3	2	1	Kryteria										
										1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
										Czynniki ryzyka	■	■								
										Akcjonariat po emisji	■	■	■	■	■					
										Fundamenty	■	■	■	■	■	■	■	■	■	
										Atrakcyjność ceny Emisyjnej	■	■	■	■						
										Perspektywy dalszego rozwoju	■	■	■	■	■	■	■	■		
										Szansa wzrostu ceny na debiucie >10%										
										Podsumowanie	■	■	■	■	■	■				



- siła czynnika negatywnego



- siła czynnika pozytywnego

*Powyższa tabela przedstawia subiektywną i usystematyzowaną w formie tabeli ocenę spółki Pol-Inowex*

**Wyjaśnienie do Oceny (tabeli):**

<b>CZYNNIK</b>	<b>WYJAŚNIENIE</b>
<b>Czynniki ryzyka</b>	Ocena podsumowująca ogół istniejących czynników ryzyka dla przyszłych akcjonariuszy spółki. Im wyższy poziom koloru zielonego tym niższe ryzyko. Z kolei im wyższy poziom koloru czerwonego tym wyższe ryzyko.
<b>Akcjonariat po emisji</b>	Ocena akcjonariatu spółki po emisji, w tym także pod kątem blokady akcji „lock-up”, a także pod kątem dominującego udziału jednego podmiotu, bądź podmiotów działających w porozumieniu. Im wyższy poziom koloru zielonego tym lepsza struktura akcjonariatu. Z kolei im wyższy poziom koloru czerwonego tym gorsza struktura akcjonariatu.
<b>Fundamenty</b>	Ocena długoterminowej stabilności finansowej spółki (podstawą oceny jest siła fundamentalna po uzyskaniu środków z emisji, drugim kryterium są przyszłe wyniki). Im wyższy poziom koloru zielonego tym lepiej prezentują się perspektywy Spółki i fundamenty. Z kolei im wyższy poziom koloru czerwonego tym gorzej prezentują się perspektywy Spółki i fundamenty.
<b>Atrakcyjność ceny emisyjnej</b>	Ocena atrakcyjności oferty cenowej akcji oszacowana na podstawie ogólnej metody porównawczej z sektorem i spółkami i zbliżonym profilu działalności. Im wyższy poziom koloru zielonego tym porównanie wypada korzystniej dla analizowanej firmy. Z kolei coraz wyższy poziom koloru czerwonego świadczy o malejącej atrakcyjności w stosunku do sektora na GPW.
<b>Perspektywy dalszego rozwoju</b>	Ocena planów inwestycyjnych, sytuacji w branży i związanych z tym szans na dalszy rozwój. Im wyższy poziom koloru zielonego tym wyższe perspektywy rozwoju. Z kolei im wyższy poziom koloru czerwonego tym mniejsze perspektywy dalszego rozwoju.
<b>Szansa wzrostu na debiucie &gt;10%</b>	Ocena prawdopodobieństwa wzrostu kursu na debiucie o więcej niż 10% (ocena subiektywna). Im wyższy poziom koloru zielonego tym większa szansa na taki zysk. Z kolei im wyższy poziom koloru czerwonego tym szansa takiego zysku mniejsza.
<b>Pozycja rynkowa</b>	Ocena obecnej pozycji rynkowej spółki, uwzględniająca zagrożenie ze strony konkurentów
<b>Podsumowanie</b>	<b>Ocena podsumowująca wszystkie powyższe czynniki, ze szczególnym uwzględnieniem stabilności fundamentalnej ocenianej firmy oraz jej perspektyw rozwoju. Im wyższy poziom koloru zielonego tym lepiej można ocenić całościowo spółkę. Z kolei im wyższy poziom koloru czerwonego tym gorzej wypada całościowa ocena spółki.</b>

*Niniejszej opinii jest Piotr Cieślak – analityk SII. Autor nie jest powiązany w żaden sposób z Emitentem, ani innymi podmiotami oferującymi lub pośredniczącymi w emisji.*

*Treść powyższej analizy jest tylko i wyłącznie wyrazem osobistych poglądów jej autora i nie stanowi "rekomendacji" w rozumieniu przepisów Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, lub ich emitentów (Dz. U. z 2005 r. Nr 206, poz. 1715). Zgodnie z powyższym Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych oraz autor nie ponoszą jakiegokolwiek odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podejmowane na podstawie niniejszych komentarzy i analiz.*

*Jedynym prawnie wiążącym dokumentem zawierającym informacje o ofercie publicznej akcji Pol-Inowex jest opublikowany Prospekt Emisyjny akcji Pol-Inowex dostępny między innymi w formie elektronicznej na stronie internetowej Spółki: [www.polinowex.pl](http://www.polinowex.pl)*