

## Opinia na temat oferty publicznej Spółki



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

Głównym przedmiotem działalności Makrum są konstrukcje i budowa specjalistycznych maszyn oraz urządzeń, a także dostarczanie kompletnych linii technologicznych. Jako jedna z pierwszych firm w Polsce realizuje wizję przedsiębiorstwa kompleksowo obsługującego różne gałęzie przemysłu w zakresie świadczenia usług produkcyjnych i usług serwisowych. Podstawowymi produktami Spółki są ciężkie stalowe konstrukcje maszyn mające zastosowanie w przemyśle okrętowym i offshore oraz w szeroko pojmowanym przemyśle maszynowym w tym między innymi w przemyśle papierniczym, wydobywczym i innych. Spółka nie wytwarza wielkich, stalowych konstrukcji przestrzennych wymagających znacznych powierzchni wytwórczych na jednostkę masy wyrobu, lecz konstrukcje zwarte, w dobry sposób wykorzystujące zadaszone i silnie udźwigowane powierzchnie hal produkcyjnych. Większość wyrobów Spółki trafia na eksport.

Strategia Spółki, której elementami są wzrost sprzedaży do sektora okrętowego i offshore do poziomu, co najmniej 70% oraz ukierunkowywanie się na klientów norweskich bardzo dobrze wpisuje się w obserwowane na świecie tendencje. Należy podkreślić, że wiodące firmy z rynku urządzeń dźwigowych dla jednostek pływających i portów ulokowane są właśnie w Norwegii.

W ostatnich dwóch latach widać wyraźny i bardzo silny wzrost na rynku okrętowym. Istotnym powodem jest nałożenie się na siebie długo tłumionego zapotrzebowania na nowe jednostki pływające floty handlowej oraz bardzo silny wzrost offshore wynikający z niespotykanego w historii poziomu cen ropy naftowej. Obecnie występujące czynniki wzrostu zdają się mieć znacznie silniejsze i bardziej trwałe niż dotychczas podstawy, ponieważ

wynikają z postępującego zwiększania się wymiany towarowej pomiędzy Europą Zachodnią i Ameryką a krajami Dalekiego Wschodu (szczególnie Chiny i Indie), a także ze stale obserwowanego wzrost zapotrzebowania na ropę naftową i związanych z tym inwestycji w nowe źródła wydobywania w tym z dna mórz. Szacuje się, że rozpoczęty obecnie cykl wzrostu nie powinien zakończyć się przed 2015 rokiem, a niektóre optymistyczne prognozy rozciągają ten okres nawet poza rok 2020. Wiele zależy jednak od koniunktury gospodarczej na świecie oraz od cen surowców energetycznych.

Wśród podstawowych celów strategii na lata 2007-2010, Spółka uznaje zajęcie i utrzymanie wiodącej pozycji na tym rynku, wyrażającej się udziałem rynkowym, a także realizacją sprzedaży na poziomie zapewniającym wysoką efektywność ekonomiczną. Spółka zamierza również rozwijać zakres kompetencji i możliwości m.in. przez akwizycję zakładów produkcyjnych komplementarnych do oferty Spółki. Już teraz Makrum podpisał umowę na zakup Stoczni „Pomerania Sp. z o.o. w Szczecinie za kwotę 18,7 mln zł. W planach jest jeszcze akwizycja kilku podmiotów. Wdrożenie i realizacja wyżej wymienionych celów ma nastąpić m.in. dzięki emisji akcji, z której Spółka chciałaby pozyskać około 41,4 mln zł netto.

Przyjmowanie zapisów na akcje 2,4 mln akcji Makrum w ramach transzy inwestorów indywidualnych nastąpi w terminie 27-29 czerwca 2007. Z kolei od 29 czerwca do 2 lipca trwać będzie proces budowy księgi popytu wśród dużych inwestorów. 2 lipca opublikowana zostanie ostateczna cena emisyjna akcji, a zapisy na 5,6 mln akcji w transzy dużych inwestorów odbędą się od 3 do 4 lipca. Widelki ceny emisyjnej zostały ustalone w przedziale 3,6-5,3 zł. Przydział akcji i zamknięcie oferty nastąpi w dniu 6 lipca 2007. Podmiotem oferującym akcje jest Dom Maklerski BOŚ. Niemniej dzięki subemisji zapisy na akcje można składać w niemal wszystkich biurach maklerskich. Ich Lista dostępna jest m.in. na stronie internetowej Makrum.

- **Finanse, parametry wskaźników rynkowych**

Spółka przez ostatnie lata rozwijała się dość stabilnie, a efekty rozwoju widoczne były przede wszystkim w rosnących przychodach ze sprzedaży. W latach 2004-2006 wielkość przychodów kształtowała się odpowiednio na poziomach 38,1 mln zł, 42,5 mln zł i 51,5 mln zł. W tym samym okresie wynik netto osiągał wartości rzędu -0,83 mln zł w 2004 roku i odpowiednio 2,4 mln zł i 1,1 mln zł w latach 2005 i 2006.

Zdecydowane przyspieszenie, szczególnie pod względem zyskowności i parametrów rentowności ma mieć miejsce dopiero w bieżącym roku. Zgodnie z założeniami budżetowymi

Spółka ma zarobić w 2007 roku 5,2 mln zł, z kolei w przyszłym roku już 9 mln zł. Przychody mają wynieść w tych latach odpowiednio 64,6 mln zł i 84,3 mln zł. Wykonanie tych założeń spowoduje, że rentowność sprzedaży na poziomie netto wyniesie w latach 2007, 2008 odpowiednio do 8% i 10,7%. Tymczasem w ubiegłym roku wartość ta ukształtowała się na poziomie zaledwie 2,1%. W osiągnięciu tak dużej poprawy pomóc ma m.in. realizacja strategii na lata 2007-2010, w tym w szczególności przechodzenie na wytwarzanie produktów o zdecydowanie wyższych marżach.

Spółka nie sprzedaje się tanio. Biorąc pod uwagę tegoroczną prognozę wyników finansowych oraz maksymalną cenę emisyjną, można oszacować, że po wynikach za 2007 rok, wskaźnik C/Z ukształtuje się na poziomie 44,2. Wskaźnik C/WK będzie mieć wartość 3. Dopiero realizacja prognozy na przyszły rok spowoduje, że parametr C/Z spadnie do poziomu 24,6. Istnieje jednak duża szansa na to, że Spółka dokona akwizycji. Z racji tego, że prognoza uwzględnia przede wszystkim rozwój organiczny, może się okazać, że wskaźniki rynkowe w przypadku dokonania planowanych akwizycji zyskają na atrakcyjności jeszcze w bieżącym roku. Obecna wartość wskaźnika C/Z dla sektora elektromaszynowego to 38. Sektor ten wyceniany jest przez rynek dość wysoko.

- **Podsumowanie**

Akcjonariusze decydując się na potencjalny zakup akcji Makrum mają szansę nabyć podmiot, który można uznać za niszowy, szczególnie w skali naszej giełdy. Firma ma w planach dalszy rozwój, który realizować zamierza m.in. przez akwizycje i poprawę efektywności wynikającą ze zmiany struktury produkcji. Plan na najbliższe lata zakłada, że Spółka będzie przechodziła na produkcję wysoko marżowych wyrobów, w efekcie czego rentowność netto już w 2007 roku wzrośnie z dotychczasowych 2% do 8%. W przyszłym roku rentowność sprzedaży na poziomie netto ma być jeszcze wyższa i sięgnie poziomu 10,7%.

Tegoroczna prognoza finansowa zakłada, że Makrum zarobi na czysto 5,2 mln zł przy przychodach na poziomie 64,6 mln zł. W przyszłym roku parametry te będą kształtowały się odpowiednio na poziomie 9 mln zł i 84,3 mln zł

Do najważniejszych czynników zagrożenia zaliczyć należy dość duże uzależnienie Spółki od cen wyrobów hutniczych. Warto zauważyć, że to właśnie bardzo silny wzrost cen stali w 2004 roku, spowodował, że wynik końcowy Spółki był wówczas ujemny. Ponadto istotną rolę może odgrywać w przyszłości poziom notowań złotego wobec Euro. Potencjalne

umocnienie się złotówki wobec Euro, mogłoby mimo zabezpieczeń odbić się niekorzystnie na wynikach finansowych Makrum. Inwestorzy powinni zwrócić również uwagę na fakt, że znaczna część zamówień (ponad 40% ubiegłorocznych przychodów) realizowana jest dla firm z grupy Rolls-Royce, a 17% przychodów pochodzi ze sprzedaży do firmy Helmerding. W przypadku przerwania współpracy z jedną z wymienionych firm, przychody Makrum mogłyby bardzo istotnie spaść. Tak duży udział w przychodach ze sprzedaży pierwszej z wymienionych firm jest wynikiem m.in. bardzo silnej pozycji Makrum, gdyż przyszły debiutant funkcjonuje jako jedyny lub podstawowy dostawca wyrobów dla firm Grupy Rolls-Royce. Świadczy to po części o wysokich kompetencjach Makrum, gdyż Rolls-Royce jest liderem w przemyśle okrętowym zarówno floty handlowej jak i jednostek marynarki wojennej. Kontrahent zatrudnia prawie 7000 pracowników. Posiada także ponad 2000 klientów w 34 krajach a wyroby znajdują się na ponad 20 000 jednostek pływających na całym świecie. Z drugiej jednak strony taka struktura sprzedaży, rodzi w sobie ryzyko potencjalnych negatywnych efektów dla akcjonariuszy, w przypadku przerwania tej współpracy.

Spółka nie sprzedaje się tanio. Sprzedaje jednak niszowy na skalę naszej giełdy biznes. W planach jest znacząca poprawa wyników i wyraźny wzrost rentowności. Warto również zaznaczyć, że jest kilka elementów, które w szybkim czasie mogą poprawić atrakcyjność wyceny akcji. Należą do nich m.in. akwizycje. Ponadto należy zwrócić uwagę na istotne niedoszacowanie 10 ha nieruchomości w centrum Bydgoszczy, która wyceniona jest w księgach Spółki kilkadziesiąt milionów złotych poniżej jej wartości godziwej. Nieruchomości te są jednak nieodłącznym elementem obecnego zakładu. Dlatego ewentualna sprzedaż tych nieruchomości wiązałaby się jednocześnie z budową nowoczesnej i znacznie wydajniejszej fabryki, poza granicami miasta lub w innym rejonie miasta. Ponadto sprzedaż nieruchomości da Spółce możliwość efektywniejszego i z pewnością lepszego niż dotychczas wykorzystania posiadanych zasobów majątkowych. Po sprzedaży nieruchomości, a następnie po odtworzeniu nowych, zdecydowanie bardziej efektywnych zakładów, pozostanie w Firmie gotówka, którą nadal będzie można reinwestować, wpływając tym samym na dalszy wzrost wartości przedsiębiorstwa.

Plany rozwojowe Spółki oraz obecna wycena, sugerują, że inwestycje w akcje Makrum należy traktować w kategoriach inwestycji długoterminowej. Kurs powinien dojrzeć do swojej wyceny, bądź działania strategiczne Zarządu powinny potwierdzić, że premia w stosunku do sektora jest uzasadniona. Skuteczna realizacja strategii i akwizycje w przyszłości tą premię zniwelują.

- 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%* |   |   |   |   |   |   |   |   |   |    |  |
|                           |   |   |   |   |   |   |   |   |   | Pozycja rynkowa                       |   |   |   |   |   |   |   |   |   |    |  |
|                           |   |   |   |   |   |   |   |   |   |                                       |   |   |   |   |   |   |   |   |   |    |  |
|                           |   |   |   |   |   |   |   |   |   | Podsumowanie                          |   |   |   |   |   |   |   |   |   |    |  |

\*\*\*przy cenie emisyjnej 5,3 zł za akcję



- siła czynnika negatywnego



- siła czynnika pozytywnego

Powyższa tabela przedstawia subiektywną i usystematyzowaną w formie tabeli ocenę spółki Makrum

**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 i szans zarobku na debiucie. 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. Opracowanie zostało sporządzone s. 6 z 6 na zlecenie: Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych 27 czerwca 2007 r., a opublikowany przez SII w dniu 28 czerwca 2007 r..*

*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 Makrum jest opublikowany Prospekt Emisyjny akcji Makrum dostępny między innymi w formie elektronicznej na stronie internetowej Spółki: [www.makrum.pl](http://www.makrum.pl)*