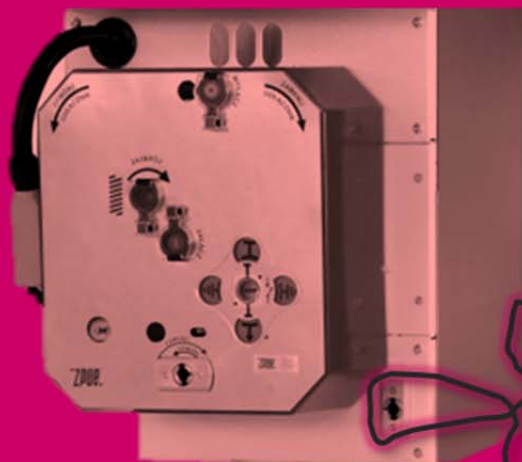


ZPUE S.A.



WYCENA AKCJI:

299,31 PLN

28 STYCZNIA 2013

**Mercurius**  
Dom Maklerski

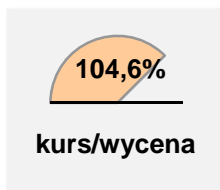
Departament Analiz  
22 327 16 70  
mercuriusdm@mercuriusdm.pl

AKTUALIZACJA

rekomendacja: **trzymaj!**  
*zgodnie z planem*

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

	z dnia 25 stycznia 2013 r. (bieżące)	z Rekomendacji (docelowe)
kurs Akcji	313,00 zł	<b>299,31 zł</b>
kapitalizacja Spółki	438,2 mln zł	<b>419,0 mln zł</b>
akcjonariusze o udziale <5%	86,9 mln zł	<b>83,1 mln zł</b>



**Do notesu inwestora...**

- Podtrzymujemy nasze prognozy finansowe dla Grupy Kapitałowej ZPUE zamieszczone w aktualizacji z grudnia 2012 roku. W niniejszym raporcie zaprezentowaliśmy jedynie zaktualizowaną wycenę Spółki, która uwzględnia ostatnie zmiany w poziomie stóp procentowych oraz bieżące wyceny rynkowe spółek porównywalnych.
- Nasza obecna wycena 1 akcji ZPUE S.A. wynosi 299,31 zł jako średnia arytmetyczna z wycen metodami DCF oraz porównawczej.
- W ciągu ostatniego miesiąca kurs akcji ZPUE S.A. wzrósł o ponad 25% realizując naszym zdaniem główny potencjał wzrostowy. Ponieważ obecny poziom wyceny rynkowej waha się w przedziale +/- 15% w stosunku do otrzymanej wyceny Spółki zmieniamy naszą rekomendację z „inwestuj” na „trzymaj”.

**WYCENA SPÓŁKI METODĄ DCF**

rok	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P
EBIT	40 608	44 405	56 673	59 322	62 027
<b>NOPAT</b>	<b>32 486</b>	<b>35 539</b>	<b>45 312</b>	<b>47 420</b>	<b>49 559</b>
dofinansowanie inwestycji	13 198	1 756	2 533	448	-
rozliczenie dofinansowania do inwestycji	-1 770	-2 005	-2 345	-2 405	-2 405
inwestycje	-24 516	-27 282	-22 723	-23 972	-25 231
amortyzacja	13 609	14 455	15 058	15 690	16 351
zmiana kapitału obrotowego	-20 190	-8 633	-18 845	-7 998	-6 776
<b>FCF</b>	<b>12 817</b>	<b>13 830</b>	<b>18 991</b>	<b>29 184</b>	<b>31 499</b>
WACC	8,32%	8,21%	8,21%	8,22%	8,24%
<b>PV (FCF) - 2012.01.01</b>	<b>11.832</b>	<b>11.798</b>	<b>14.972</b>	<b>21.259</b>	<b>21.198</b>

Wartość rezydualna	2017-2020	2021-2030	po 2030
średni wzrost przychodów	2,0%	1,0%	0,0%
średnia zmiana inwestycji netto	-4,5%	-6,4%	0,0%
średnia zmiana rentowności EBIT	-3,0%	-1,0%	0,0%
<b>roczny wzrost FCF</b>	<b>4,1%</b>	<b>2,1%</b>	<b>0,0%</b>
<b>WACC</b>	<b>8,24%</b>	<b>8,24%</b>	<b>8,24%</b>
q szeregu geometrycznego	0,96	0,94	0,92
TV	145 988	423 363	553 558
<b>PV (TV) - 2012.01.01</b>	<b>80 842</b>	<b>136 215</b>	<b>122 908</b>

PV (FCF+TV) - 2012.01.01	421 024
<b>PV (FCF+TV) - 2013.01.28</b>	<b>458 876</b>
Gotówka netto na 2012.09.30	-38 704
Udziały niekontrolowane na 2012.12.30	-79
Wartość nadwyżki dywidendowej z akcji uprzywilejowanych na 2013.01.28	-1 540
<b>Wycena spółki ZPUE S.A.</b>	<b>418 553</b>
Liczba akcji przyjęta do wyceny	1 400 000
<b>Wycena 1 akcji na 2013.01.28</b>	<b>298,97</b>

**WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ**

spółki porównawcze	Kapitalizacja bieżąca (mln zł)	P/E			EV/EBIT			EV/EBITDA			P/BV		
		2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013
Apator (mln PLN)	944	18,3	14,6	13,3	14,3	9,6	10,6	11,5	8,2	8,8	4,1	3,1	2,8
ZUE (mln PLN)	136	6,4	13,0	11,8	6,2	12,5	10,1	4,8	8,1	7,0	0,8	0,7	0,7
Relpol (mln PLN)	86	12,6	10,3	9,9	9,4	7,9	7,3	6,5	5,8	5,4	1,4	1,2	1,1
Elektrobudowa (mln PLN)	665	17,4	17,9	16,7	12,7	15,2	13,3	10,2	11,0	10,3	2,0	1,9	1,8
Energoaparatura (mln PLN)	22	22,6	9,0	8,6	18,0	8,0	7,1	10,8	6,3	5,6	1,7	1,6	1,4
Elektrotim (mln PLN)	99	10,4	10,3	10,9	6,3	5,9	6,8	5,0	4,7	5,3	1,1	1,1	1,1
Siemens AG (mln EUR)	298.286	16,0	13,4	11,6	11,5	10,8	8,3	8,4	8,0	6,5	2,3	2,1	2,0
Crompton Greaves (mln INR)	4.106	19,0	20,2	12,5	13,1	13,9	8,5	8,9	9,8	6,7	2,0	1,8	1,6
Schneider Electric (mln EUR)	129.094	16,9	15,5	14,1	11,8	11,6	10,4	9,7	9,3	8,5	1,9	1,8	1,7
ABB Ltd (mln USD)	152.171	15,4	16,0	13,9	9,8	9,8	8,3	8,6	7,8	6,8	3,1	2,8	2,6
Eaton Corp. (mln USD)	83.162	19,8	19,7	14,8	18,0	15,9	11,7	14,1	12,4	9,4	3,6	3,3	2,9
Shanghai Zhixin Electric (mln CNY)	3.824	46,5	28,4	19,4	36,4	18,8	17,5	33,0	17,9	15,9	6,2	6,1	5,7
AS Harju Elekter (mln EUR)	198	16,8	17,1	16,0	26,0	22,0	14,3	15,7	13,8	10,2	1,2	1,1	1,1
Nitto Kogyo Corp (mln JPY)	1.798	23,2	12,8	13,1	9,2	6,1	5,6	5,7	4,6	4,2	0,9	0,8	0,8
Qingdao Tgood Electric (mln CNY)	1.169	22,2	20,2	18,4	17,9	18,5	17,5	16,9	16,5	14,2	2,0	1,9	1,8
<b>mediana wskaźników</b>		<b>18,9</b>	<b>15,9</b>	<b>13,7</b>	<b>14,7</b>	<b>12,4</b>	<b>10,5</b>	<b>11,3</b>	<b>9,6</b>	<b>8,3</b>	<b>2,3</b>	<b>2,1</b>	<b>1,9</b>
Wycena w oparciu o mediany wagi		10%	50%	40%	10%	50%	40%	10%	50%	40%	10%	50%	40%
<b>średnia ważona</b>		<b>460,8</b>	<b>475,5</b>	<b>452,3</b>	<b>406,2</b>	<b>432,2</b>	<b>406,7</b>	<b>436,5</b>	<b>403,4</b>	<b>370,5</b>	<b>392,5</b>	<b>405,7</b>	<b>410,5</b>

<b>Średnia</b>	<b>421,0</b>
szacunkowa wartość nadwyżki dywidendowej z akcji uprzywilejowanych	-1,5
<b>liczba akcji</b>	<b>1.400.000</b>
<b>cena akcji</b>	<b>299,66 zł</b>

**Podsumowanie wartości prognozowanych – w mln zł:**

	2011	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P
przychody	419 800	459 681	487 391	563 574	586 117	609 562
EBITDA	49 206	54 217	58 860	71 731	75 012	78 378
EBIT	35 135	40 608	44 405	56 673	59 322	62 027
zysk netto	26 437	30 731	34 024	43 453	45 478	47 792
dług netto	40 742	38 815	41 957	42 112	36 665	29 743

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	16,6	15,9	14,3	13,7	12,9	12,3	10,1	9,7	9,7	9,2	9,2	8,8
EV/EBITDA	9,7	9,3	8,8	8,4	8,2	7,8	6,7	6,4	6,3	6,1	6,0	5,7
EV/EBIT	13,6	13,1	11,7	11,3	10,8	10,4	8,5	8,1	8,0	7,7	7,5	7,2
P/BV	2,2	2,1	2,0	1,9	1,8	1,7	1,6	1,6	1,5	1,4	1,4	1,3
DY	-	-	2,0%	2,1%	3,5%	3,7%	3,9%	4,0%	4,9%	5,2%	5,2%	5,4%

teraz – dla kursu 313,00 zł, cel – dla kursu 299,31 zł, DY – stopa dywidendy dla akcji zwykłych

## Prognozowany rachunek zysków i strat

[tys. zł]	2011*	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	CAGR	16r/11r
przychody ze sprzedaży	419 800	459 681	487 391	563 574	586 117	609 562	7,7%	45,2%
koszt własny sprzedaży	332 303	363 872	385 807	446 112	463 956	482 514	7,7%	45,2%
<b>zysk brutto na sprzedaży</b>	<b>87 497</b>	<b>95 809</b>	<b>101 584</b>	<b>117 463</b>	<b>122 161</b>	<b>127 048</b>	<b>7,7%</b>	<b>45,2%</b>
koszty sprzedaży	15 383	16 845	17 860	20 652	21 478	22 337	7,7%	45,2%
koszty ogólnego zarządu	39 607	41 124	42 375	43 664	44 992	46 361	3,2%	17,1%
<b>zysk na sprzedaży</b>	<b>32 507</b>	<b>37 840</b>	<b>41 349</b>	<b>53 147</b>	<b>55 691</b>	<b>58 350</b>	<b>12,4%</b>	<b>79,5%</b>
pozostały wynik operacyjny	2 628	2 768	3 056	3 526	3 631	3 677	6,9%	39,9%
EBITDA	49 206	54 217	58 860	71 731	75 012	78 378	9,8%	59,3%
<b>EBIT</b>	<b>35 135</b>	<b>40 608</b>	<b>44 405</b>	<b>56 673</b>	<b>59 322</b>	<b>62 027</b>	<b>12,0%</b>	<b>76,5%</b>
wynik finansowy, w tym:	-1 434	-1 376	-983	-1 159	-1 207	-922	-8,5%	-35,7%
- odsetki	-2 799	-2 730	-2 328	-2 482	-2 524	-2 233	-4,4%	-20,2%
<b>zysk brutto</b>	<b>33 701</b>	<b>39 231</b>	<b>43 422</b>	<b>55 515</b>	<b>58 115</b>	<b>61 105</b>	<b>12,6%</b>	<b>81,3%</b>
podatek i zmniejszenia	7 231	8 462	9 357	12 008	12 581	13 254	12,9%	83,3%
zysk netto	26 470	30 769	34 066	43 507	45 534	47 851	12,6%	80,8%
<b>zysk netto dla Grupy</b>	<b>26 437</b>	<b>30 731</b>	<b>34 024</b>	<b>43 453</b>	<b>45 478</b>	<b>47 792</b>	<b>12,6%</b>	<b>80,8%</b>

\*dane pro forma

## Prognoza przepływów pieniężnych

[tys. zł]	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P
Zysk netto	30 731	34 024	43 453	45 478	47 792
Amortyzacja	13 609	14 455	15 058	15 690	16 351
Zmiana kapitału obrotowego	-19 948	-9 950	-20 056	-8 356	-7 149
Inne korekty	583	1 551	1 073	416	136
<b>Przepływy z działalności operacyjnej</b>	<b>24 975</b>	<b>40 080</b>	<b>39 528</b>	<b>53 228</b>	<b>57 131</b>
Inwestycje w aktywa rzeczowe i niematerialne	-24 516	-27 282	-22 723	-23 972	-25 231
Dotacje	13 198	1 756	2 533	448	0
<b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-11 318</b>	<b>-25 526</b>	<b>-20 190</b>	<b>-23 524</b>	<b>-25 231</b>
Zmiana zadłużenia odsetkowego	-766	3 948	2 371	-4 791	-6 240
Odsetki netto	-2 730	-2 328	-2 482	-2 524	-2 233
Dywidendy wypłacone	-9 001	-15 368	-17 010	-21 733	-22 745
<b>Przepływy z działalności finansowej</b>	<b>-12 497</b>	<b>-13 748</b>	<b>-17 121</b>	<b>-29 048</b>	<b>-31 218</b>
Zmiana środków pieniężnych	1 161	806	2 217	656	682
<b>Środki pieniężne na koniec okresu</b>	<b>13 376</b>	<b>14 183</b>	<b>16 400</b>	<b>17 056</b>	<b>17 738</b>

## Prognozowany bilans – aktywa

[tys. zł]	XII 2011*	XII 2012P	XII 2013P	XII 2014P	XII 2015P	XII 2016P	CAGR	16r/11r
<b>aktywa trwałe</b>	<b>192 461</b>	<b>203 530</b>	<b>216 468</b>	<b>224 442</b>	<b>232 815</b>	<b>241 790</b>	<b>4,7%</b>	<b>25,6%</b>
wartości niematerialne	17 565	19 863	22 148	24 891	27 515	30 045	11,3%	71,1%
rzeczowe aktywa trwałe	148 684	159 273	171 635	178 230	185 425	193 189	5,4%	29,9%
pozostałe	26 213	24 394	22 686	21 321	19 874	18 555	-6,7%	-29,2%
<b>aktywa obrotowe</b>	<b>185 751</b>	<b>213 790</b>	<b>230 683</b>	<b>269 829</b>	<b>283 834</b>	<b>296 858</b>	<b>9,8%</b>	<b>59,8%</b>
zapasy	46 685	54 830	58 135	67 222	69 911	72 708	9,3%	55,7%
należności handlowe	115 812	133 496	145 550	171 388	181 456	190 384	10,5%	64,4%
środki pieniężne	12 216	13 376	14 183	16 400	17 056	17 738	7,7%	45,2%
pozostałe	11 039	12 087	12 816	14 819	15 412	16 028	7,7%	45,2%
<b>AKTYWA RAZEM</b>	<b>378 212</b>	<b>417 320</b>	<b>447 152</b>	<b>494 271</b>	<b>516 649</b>	<b>538 647</b>	<b>7,3%</b>	<b>42,4%</b>

\*dane pro forma

## Prognozowany bilans – pasywa

[tys. zł]	XII 2011*	XII 2012P	XII 2013P	XII 2014P	XII 2015P	XII 2016P	CAGR	16r/11r
<b>kapitał własny</b>	<b>200 152</b>	<b>221 909</b>	<b>240 588</b>	<b>267 063</b>	<b>290 838</b>	<b>315 916</b>	<b>9,6%</b>	<b>57,8%</b>
kredyty i pożyczki	47 493	46 208	49 796	51 175	46 091	39 546	-3,6%	-16,7%
leasing finansowy	5 465	5 984	6 344	7 336	7 630	7 935	7,7%	45,2%
<b>zadłużenie odsetkowe</b>	<b>52 958</b>	<b>52 192</b>	<b>56 140</b>	<b>58 511</b>	<b>53 721</b>	<b>47 480</b>	<b>-2,2%</b>	<b>-10,3%</b>
<b>pozostałe zobowiązania</b>	<b>125 103</b>	<b>143 219</b>	<b>150 424</b>	<b>168 696</b>	<b>172 091</b>	<b>175 251</b>	<b>7,0%</b>	<b>40,1%</b>
handlowe	83 840	89 722	95 130	110 000	114 400	118 976	7,3%	41,9%
podatkowe	8 622	8 622	8 622	8 622	8 622	8 622	0,0%	0,0%
z wynagrodzeń	4 756	4 756	4 756	4 756	4 756	4 756	0,0%	0,0%
rezerwy	13 483	13 483	15 654	18 101	18 825	19 578	7,7%	45,2%
RMP	8 445	19 873	19 624	19 812	17 855	15 450	12,8%	82,9%
inne	5 956	6 762	6 637	7 405	7 632	7 868	5,7%	32,1%
<b>PASYWA RAZEM</b>	<b>378 212</b>	<b>417 320</b>	<b>447 152</b>	<b>494 271</b>	<b>516 649</b>	<b>538 647</b>	<b>7,3%</b>	<b>42,4%</b>

\*dane pro forma

**ZASTRZEŻENIA I INFORMACJE FORMALNE**
**Ryzyko inwestycyjne:**

**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 prezentowany wynik analizy jest odpowiedni 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: 28 stycznia 2013 roku
- data pierwszego udostępnienia do dystrybucji: 28 stycznia 2013 roku
- termin ważności Rekomendacji: do publikacji przez Spółkę rocznego skonsolidowanego sprawozdania finansowego za 2012 rok (nie dłużej jednak niż do 31 marca 2013 roku)
- planowana częstotliwość aktualizacji rekomendacji: raz w roku
- okres bazowy danych wykorzystanych do określenia ceny Akcji: III kwartał 2012 roku

**Wykaz rekomendacji dla ZPUE za ostatnie 12 miesięcy:**

data rekomendacji	cena z rekomendacji	kierunek rekomendacji	termin ważności
15 marca 2012	239,72	kupuj	31 maja 2012
21 grudnia 2012	282,97	kupuj	31 marca 2013

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

kierunek rekomendacji	„kupuj”	„trzymaj”	„sprzedaj”
liczba rekomendacji	1	-	-
w tym dla emitentów objętych usługą bankowości inwestycyjnej	100%		

**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 2012 roku usługę oferowania instrumentów finansowych i inne usługi na rzecz Spółki (lub jej akcjonariuszy), które 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. Fragmenty Rekomendacji były przekazywane Spółce w celu i w zakresie zgodnym z Rozporządzeniem o Rekomendacjach.

**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 Żórawski, 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 (mogą różnić się m.in. strategią i sytuacją operacyjno-finansową)

**Definicje i terminologia fachowa:**

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

Rekomendacja – niniejsza rekomendacja, sporządzona 28 stycznia 2013 roku przez Mercurius Dom Maklerski

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

Spółka, Grupa, ZPUE, ZPUE S.A. – ZPUE Spółka Akcyjna z siedzibą we Włoszczowie

**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.