

# DOM MAKLESKI

## BANKU OCHRONY ŚRODOWISKA SA

### *Wydział Doradztwa i Analiz Rynkowych*

ul. Marszałkowska 78/80, 00-517 Warszawa  
tel. 022-622 66 22 w. 335, 332; fax. 022-629 71 50  
e-mail: [W.Bojara@bossa.pl](mailto:W.Bojara@bossa.pl), [T.Binkiewicz@bossa.pl](mailto:T.Binkiewicz@bossa.pl)  
<http://bossa.pl>

## *Zelmer SA*

### *Wycena porównawcza*

Styczeń 2005

*Wszystkie opracowania i komentarze zawarte w niniejszym raporcie są wyrazem wiedzy oraz poglądów autorów i nie powinny być interpretowane inaczej. Dom Maklerski BOŚ SA nie bierze odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego raportu.*

*Informacje, o których mowa w par. 10 ust. 1.2 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 21.04.2004 r. (Dz. U. Nr 95, poz. 949) w sprawie określenia standardów sporządzania i udostępniania rekomendacji inwestycyjnych znajdują się na str. 15 niniejszego raportu.*

**Zelmer SA**

PKD 29.71 (produkcja elektrycznego sprzętu gospodarstwa domowego)

35-016 Rzeszów, ul. Hoffmanowej 19

fax.(017) 865 81 40, tel. (017) 852 26 66

http:// <http://www.zelmer.pl/>, e-mail: [marketing@zelmer.pl](mailto:marketing@zelmer.pl)

Prezes Zarządu: Andrzej Libold

Biegły rewident: A&amp;E Consult Sp. z o.o.

**Wycena porównawcza:**  
na 6.01.2005r  
**14,26 PLN**

**Parametry finansowe Grupy**

Lata	NS (mln PLN)	OP (mln PLN)	DEPR (mln PLN)	NP (mln PLN)	EPS (PLN)	BVPS (PLN)	ROE (%)	DM (%)	CR	QR	DFL	P/E	P/OP	P/BV	MC/S
2001	316,73	-14,29	30,02	-18,79	-1,24	10,88	-11,36	29,78	1,01	0,64	0,77	-	-	1,31	0,68
2002	270,70	13,75	27,97	7,90	0,52	11,40	4,56	18,47	1,75	1,11	1,24	27,44	15,77	1,25	0,80
2003	262,66	16,71	25,65	12,71	0,84	12,24	6,83	19,21	2,35	1,74	1,02	17,06	12,98	1,16	0,83
IVQ 03-IIIQ 04	288,97	25,52	bd	15,70	1,03	13,01	7,94	16,18	3,17	2,62	1,02	13,81	8,49	1,10	0,75

Do obliczeń przyjęto średnią cenę akcji Spółki uzyskaną z wyceny porównawczej z uwzględnieniem przyjętego dyskonta, wynoszącą – 14,26 PLN.

Do obliczeń za okres I-IIIQ 2003 przyjęto dane jednostkowe.

Akcjonariat (7.01.2005)	Liczba akcji (szt.)	% w kapitale zakład.	% głosów na WZA
Skarb Państwa	15 200 000	100,00	100,00
Razem	15 200 000	100,00	100,00

Dane podstawowe dla Grupy	mln PLN	mln EUR
Kurs euro = 4,1232		
Suma bilansowa (30.09.2004)	246,58	59,80
Kapitał własny (30.09.2004)	197,78	47,97
Zobowiązania pozabilansowe (30.06.2004)	5,58	1,35
Wartość nominalna akcji (PLN)	10	

**Podsumowanie**

Zelmer S.A. jest liderem krajowego rynku drobnego sprzętu AGD z udziałem około 44,3%. Spółka produkuje nowoczesne wyroby na podstawie własnych technologii. Gwarancją wysokiej jakości produktów jest kontrola całego procesu produkcyjnego i wytwarzanie podzespołów we własnym zakresie. Spółka od końca 2001r realizuje program restrukturyzacji (cięcia kosztów, zatrudnienia, ograniczanie nierentownych inwestycji), którego efekty widoczne są w poprawiających się wynikach finansowych. Od 2002r Spółka uzyskuje dodatnie wyniki finansowe, a 2004r będzie również rokiem, w którym zacznie wzrastać sprzedaż. Strategicznymi celami Spółki są umacnianie pozycji lidera na rynku krajowym przez m.in. opanowanie dostaw do wielkich sieci sprzedaży (super i hipermarketów) oraz rozwój nowych produktów i poszerzenie asortymentu, a także wzrost eksportu poprzez przejęcie bezpośredniej kontroli nad spółkami Grupy z Węgier i Słowacji oraz umacnianie pozycji na rynkach UE i wejście na rynki USA. Atutem Spółki jest brak zadłużenia odsetkowego i znaczne środki pieniężne, które Spółka może wykorzystać na inwestycje. Dodatkową wartością jest rozpoznawalna i ceniona marka. Po emisji publicznej znacząco zmieni się akcjonariat Spółki (obecnie 100% posiada Skarb Państwa), lecz ta zmiana powinna być dla Spółki korzystna.

W wyniku naszej wyceny porównawczej otrzymaliśmy wartość 1 akcji Zelmeru S.A. na poziomie 15,85 PLN. Do tej wyceny zastosowaliśmy dyskonto 10% (dyskonto IPO, brak płynności akcji). Wycena 1 akcji Zelmer S.A. po uwzględnieniu dyskonta wynosi **14,26 PLN**.

**Opracował: Waldemar Bojara, Tomasz Binkiewicz**

### CHARAKTERYSTYKA SPÓŁKI I JEJ PRODUKTÓW

Zelmer S.A. jest największym w kraju producentem drobnego zmechanizowanego sprzętu AGD: odkurzaczy tradycyjnych oraz z filtrem wodnym, sprzętu kuchennego - robotów kuchennych, mikserów, krawalnic, maszynek do mielenia mięsa, sokowirówek i czajników bezprzewodowych oraz silników komutatorowych małej mocy.

Krajowy rynek AGD w 2003r. Źródło: Spółka

Produkty	Sprzedaż (mln zł)	Sprzedaż (tys szt)
Odkurzacze	304	880
Czajniki elektryczne	120	1 600
Krawalnice	17	110
Roboty kuchenne i miksery	95	510
Maszynki do mielenia	41	190
Sokowirówki	16	110
<b>Razem</b>	<b>593</b>	

W 2003r krajowy rynek AGD zanotował wartość sprzedaży 593 mln zł. Zelmer S.A. ze sprzedażą wynoszącą 262,6 mln zł osiągnął udział 44,3%.

Udziały Zelmer S.A. w poszczególnych segmentach rynku. Źródło: Spółka

Produkty	Udział ilościowy w I-IIIQ 2004	Udział ilościowy w 2003	Udział wartościowy w 2003
Odkurzacze			
- tradycyjne	50%	48%	52%
- wieloczynnościowe	52%	52%	47%
Czajniki elektryczne	13%	12%	18%
Krawalnice	90%	90%	90%
Miksery	62%	60%	60%
Roboty kuchenne	26%	24%	20%
Maszynki do mielenia	95%	95%	95%
Sokowirówki	36%	35%	35%

**Zelmer jest liderem krajowego rynku drobnego sprzętu AGD, z udziałem w rynku na poziomie prawie 45%**

Spółka jest liderem w segmentach krawalnic (90%), mikserów (62%) i maszynek do mielenia (95%) i utrzymuje udział około 50% w rynku odkurzaczy. Nieco mniejszy jest jej udział w sprzedaży sokowirówek (36%) i robotów kuchennych (26%). Najmniejszy udział ma spółka w rynku czajników elektrycznych – około 13% z uwagi na silną konkurencję i import.

Wartościowo największą pozycją sprzedaży są odkurzacze. Spółka rywalizuje na rynku krajowym ze światowymi potentatami w tej dziedzinie: szwedzkim Electroluxem, amerykańskim Maytagiem (odkurzacze Hoover), Philipsem, LG oraz Samsungiem. Spółka prognozuje, że rynek odkurzaczy będzie rósł w średnim tempie około 5,7%, a pozostałych produktów – około 7,5% rocznie. Zelmer jest jedną z niewielu firm AGD, które produkują sprzęt od początku do końca w jednej fabryce nie korzystając z podwykonawców. Taka produkcja gwarantuje wysoką jakość wyrobu, bowiem producent ma kontrolę nad wszystkimi etapami produkcji i zapewnia jakość każdego podzespołu. Nie występuje również uzależnienie od dostawców. Spółka prognozuje, że w najbliższym czasie konsumenci będą odchodzić od tanich, niemarkowych produktów o niskiej jakości, co powinno umocnić pozycję Zelmera na rynku krajowym i ułatwić rywalizację z tanimi importerami z dalekiego wschodu. Istotnym elementem decydującym o popycie na sprzęt AGD będzie ożywienie gospodarcze, a szczególnie wzrost liczby oddawanych do użytku mieszkań.

Spółka przeznacza około 30-40% swojej produkcji na eksport – głównie do krajów EU (w tym Węgier, Czech i Słowacji).

Atutem Spółki jest jedna z najbardziej znanych, budzących zaufanie i rozpoznawalnych marek dóbr konsumpcyjnych w Polsce.

**Jednym z celów Spółki jest utrzymanie pozycji lidera na rynku drobnych produktów AGD.**

### WYNIKI FINANSOWE GRUPY

**Wydział Doradztwa i Analiz Rynkowych  
DOMU MAKLERSKIEGO BANKU OCHRONY ŚRODOWISKA S.A.**

Skrócone sprawozdanie finansowe Grupy (w mln zł). Źródło: Prospekt

Rachunek wyników	dane podstawowe				dynamika	
	2001	2002	2003	IVQ03-IIIQ04	02/01	03/02
<b>Przychody netto ze sprzedaży</b>	<b>316,73</b>	<b>270,70</b>	<b>262,66</b>	<b>288,97</b>	-14,5%	-3,0%
Koszty sprzedanych towarów i produktów	269,04	215,14	200,58	212,73	-20,0%	-6,8%
Koszty sprzedaży	7,18	5,49	9,64	14,14	-23,6%	75,7%
Koszty ogólnego zarządu	51,55	36,55	32,26	35,10	-29,1%	-11,7%
<b>Zysk na sprzedaży netto</b>	<b>-11,05</b>	<b>13,53</b>	<b>20,18</b>	<b>27,00</b>	-	49,2%
Saldo na pozostałej działalności operacyjnej	-3,24	0,22	-3,47	-1,48	-	-
<b>Zysk operacyjny</b>	<b>-14,29</b>	<b>13,75</b>	<b>16,71</b>	<b>25,52</b>	-	21,6%
Saldo na działalności finansowej	-6,02	-0,50	2,61	-3,03	-91,7%	-622,6%
Zysk brutto	-19,79	13,23	19,34	22,56	-	46,2%
<b>Zysk netto</b>	<b>-18,79</b>	<b>7,90</b>	<b>12,71</b>	<b>15,70</b>	-	60,8%

Bilans	2001	2002	2003	III Q 04
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>164,27</b>	<b>134,22</b>	<b>112,43</b>	<b>97,65</b>
wartości niematerialne i prawne	1,65	0,97	0,27	0,10
wartość firmy	0,00	0,00	0,00	0,00
rzeczowy majątek trwały	151,70	130,48	109,38	84,68
długoterminowe aktywa finansowe	1,43	1,42	1,69	11,63
rozliczenia międzyokresowe	1,72	1,36	1,10	1,24
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>93,78</b>	<b>91,26</b>	<b>131,51</b>	<b>148,93</b>
zapasy	34,71	33,25	34,51	26,05
należności	52,14	40,77	58,01	57,12
krótkoterminowe aktywa finansowe	5,92	16,90	37,56	64,81
rozliczenia międzyokresowe	1,01	0,35	1,42	0,95
<b>AKTYWA</b>	<b>258,05</b>	<b>225,48</b>	<b>243,93</b>	<b>246,58</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>165,41</b>	<b>173,31</b>	<b>186,12</b>	<b>197,78</b>
kapitał zakładowy	62,50	152,00	152,00	152,00
Ujemna wartość firmy z konsolidacji	0,00	0,00	1,22	1,18
Kapitały mniejszości	0,00	0,00	0,57	0,54
<b>Zobowiązania i rezerwy</b>	<b>92,64</b>	<b>52,17</b>	<b>56,02</b>	<b>47,07</b>
długoterminowe	0,00	0,00	0,17	0,10
krótkoterminowe	76,85	41,65	46,69	39,80
odsetkowe	31,05	0,00	2,17	0,00
<b>PASYWA</b>	<b>258,05</b>	<b>225,48</b>	<b>243,93</b>	<b>246,58</b>

Spółka utrzymuje wysoki poziom krótkoterminowych aktywów finansowych, a jednocześnie nie posiada zadłużenia odsetkowego.

Analiza wskaźnikowa. Źródło: Obliczenia własne

	2001	2002	2003	IVQ03-IIIQ04
CR Wskaźnik bieżącej płynności	1,01	1,75	2,35	3,17
QR Wskaźnik podwyższonej płynności	0,64	1,11	1,74	2,62
NWC Kapitał obrotowy netto	1,14	39,09	75,65	101,95
CP Rotacja należności w dn.	59	53	77	69
PL Rotacja zobowiązań w dn.	87	54	62	48
IT Rotacja zapasów w dn.	39	43	46	32
OPM Stopa zysku operacyjnego	-4,5%	5,1%	6,4%	8,8%
EAM Stopa zysku z działalności gospodarczej	-6,4%	4,9%	7,4%	7,8%
NPM Stopa zysku netto	-5,9%	2,9%	4,8%	5,4%
CFM Stopa nadwyżki finansowej	3,5%	13,3%	14,6%	-
ROS	15,1%	20,5%	23,6%	26,4%
ROA	-7,3%	3,5%	5,2%	6,4%
ROE	-11,4%	4,6%	6,8%	7,9%
DM Stopa zadłużenia	29,8%	18,5%	19,2%	16,2%
Wskaźnik zadłużenia kapitałów własnych	46,5%	24,0%	25,2%	20,2%
Wskaźnik zadłużenia długoterminowego	0,0%	0,0%	0,1%	0,0%

Wydział Doradztwa i Analiz Rynkowych  
DOMU MAKLERSKIEGO BANKU OCHRONY ŚRODOWISKA S.A.

## WYCENA GRUPY

### 1. Metoda porównawcza – w stosunku do krajowych spółek branży elektromaszynowej

Przy dokonywaniu pomiaru uwzględniono spółki należące do branży elektromaszynowej notowane na GPW w Warszawie. Uwzględniono wartość mnożników P/E, P/OP, MC/S, P/BV na dzień 6 stycznia 2005. Wyniki finansowe spółek stanowiących bazę porównawczą dotyczą sprawozdań skonsolidowanych za okres od IV kwartału 2003 roku do końca III kwartału 2004 roku.

Zaletą metody jest porównanie bieżącej wyceny rynkowej spółek, zbliżonych pod względem szeroko rozumianej branży, w której działają. Porównywalny jest również rynek notowań (GPW)). Wadą metody jest brak uwzględnienia perspektyw rozwoju spółek oraz brak ścisłej porównywalności branżowej (1 producent AGD - Amica i pozostałe spółki z branży elektromaszynowej).

	Zysk netto (tys. zł)	EBIT (tys. zł)	Sprzedaż (tys. zł)	Kapitał wł. (tys. zł)	Kurs z 6.01.05 (zł)	P/E	P/OP	MC/S	P/BV
<i>Zelmer</i> s	15 698	25 524	288 970	197 777		10,90	6,70	0,59	0,86
Amica s	39 656	51 243	1 188 459	275 813	33,30	7,34	5,68	0,24	1,05
Apator s	34 892	46 133	190 510	77 154	91,80	8,44	6,38	1,55	3,82
ZPUE s	5 956	8 150	114 048	35 459	53,00	9,06	6,62	0,47	1,52
ZREW s	8 950	15 520	276 652	45 970	98,90	9,59	5,53	0,31	1,87
ZEG s	736	1 425	42 767	28 023	9,80	15,11	7,81	0,26	0,40
Remak j	2 813	4 839	96 424	32 465	9,80	10,45	6,08	0,30	0,91
Relpol s	7 089	11 696	102 574	35 285	80,40	9,70	5,88	0,67	1,95
Rafako s	4 907	15 839	404 617	154 946	12,85	45,57	14,12	0,55	1,44
Ponar j	293	-344	32 001	19 614	25,00	73,93	-	0,68	1,10
Polna j	868	-342	29 230	7 888	10,50	10,07	-	0,30	1,11
Hydrotor s	4 230	5 234	54 913	33 045	19,70	11,17	9,03	0,86	1,43
Fasing s	2 051	4 737	76 028	42 493	7,30	11,06	4,79	0,30	0,53
Mediana mnożników dla grupy spółek						10,26	6,23	0,39	1,27
<b>Wycena Zelmer SA wg poszczególnych mnożników (zł)</b>						<b>10,60</b>	<b>10,46</b>	<b>7,45</b>	<b>16,51</b>
Przyjęte wagi dla poszczególnych mnożników						0,25	0,25	0,25	0,25
<b>Średnia wartość 1 akcji Zelmer SA (zł)</b>						<b>11,25</b>			

**Wycena porównawcza w stosunku do krajowych spółek branży elektromaszynowej pozwala oszacować wartość jednej akcji Zelmer SA na 11,25 zł.**

Przeciętna hipotetyczna wartość 1 akcji Spółki dla poszczególnych wskaźników przedstawia się następująco:

- dla wskaźnika P/E 10,60 zł
- dla wskaźnika P/OP 10,46 zł
- dla wskaźnika MC/S 7,45 zł
- dla wskaźnika P/BV 16,51 zł

Średnia ważona wartość jednej akcji Zelmer SA wynosi 11,25 zł.

## 2. Metoda porównawcza – w stosunku do krajowych spółek o porównywalnej wielkości

Jako kryterium doboru spółek, tworzących bazę porównawczą, przyjęto wielkość kapitałów własnych na dzień 30 września 2004r. w przedziale od 150 mln zł do 300 mln zł (kapitały własne Zelmer S.A. wynoszą 197,8 mln zł). Uwzględniono wartość mnożników P/E, P/OP, MC/S, P/BV na dzień 6 stycznia 2005. Wyniki finansowe spółek stanowiących bazę porównawczą dotyczą okresu od IV kwartału 2003 roku do końca III kwartału 2004 roku. Uwzględniono sprawozdania skonsolidowane lub, w przypadku ich nie sporządzania, sprawozdania jednostkowe. Przy obliczaniu średniej wartości akcji Spółki uwzględniono równe wagi dla poszczególnych wycen cząstkowych.

Zaletą metody jest porównanie bieżącej wyceny rynkowej spółek, zbliżonych do wycenianej spółki pod względem wielkości kapitałów własnych. Porównywalny jest również rynek notowań (GPW)). Zaletą wyceny jest również wysoka liczebność próby (16 podmiotów). Wadą metody jest brak uwzględnienia perspektywy rozwoju spółek oraz brak porównywalności branżowej.

		Zysk netto (tys. zł)	EBIT (tys. zł)	Sprzedaż (tys. zł)	Kapitał wł. (tys. zł)	Kurs z 6.01.05 (zł)	P/E	P/OP	MC/S	P/BV
<i>Zelmer</i>	s	15 698	25 524	288 970	197 777		16,75	10,30	0,91	1,33
Sokolów	s	39 811	28 222	1 313 393	298 722	5,5	13,84	19,53	0,42	1,84
Amica	s	39 656	51 243	1 188 459	275 813	33,3	7,34	5,68	0,24	1,05
Pekaes	s	24 528	24 307	518 120	272 724	8,4	7,28	7,34	0,34	0,65
Mennica	s	28 716	35 978	435 401	260 520	71,9	16,45	13,13	1,08	1,81
Groclin	s	42 925	49 639	498 277	209 361	96,20	12,33	10,66	1,06	2,53
WSIP	s	32 074	58 337	356 731	208 959	9,65	9,40	5,17	0,85	1,44
Forte	s	24 208	28 241	385 245	198 586	12,30	12,03	10,31	0,76	1,47
ComputerLand	s	17 595	47 832	708 258	197 713	106,50	41,41	15,23	1,03	3,69
Impel	s	-21 515	-16 092	533 819	192 915	16,10	-	-	0,45	1,26
Stalprodukt	s	66 744	78 282	815 630	186 951	76,40	7,70	6,56	0,63	2,75
Kruszwica	j	35 844	58 387	658 268	182 728	34,30	12,38	7,60	0,67	2,43
Polfa Kutno	j	23 210	34 120	245 622	181 694	335,00	27,09	18,43	2,56	3,46
PGF	s	45 970	75 660	3 709 682	178 169	58,20	15,62	9,49	0,19	4,03
Polimex-Mostal	s	31 751	64 962	1 002 192	171 712	32,30	18,87	9,22	0,60	3,49
Lentex	s	9 735	11 812	214 454	167 487	26,70	34,89	28,75	1,58	2,03
Rafako	s	4 907	15 839	404 617	154 946	12,85	45,57	14,12	0,55	1,44
Mediana mnożników dla grupy spółek							13,84	10,31	0,65	1,94
<b>Wycena Zelmer SA wg poszczególnych mnożników (zł)</b>							<b>14,30</b>	<b>17,32</b>	<b>12,40</b>	<b>25,19</b>
Przyjęte wagi dla poszczególnych mnożników							0,25	0,25	0,25	0,25
<b>Średnia wartość 1 akcji Zelmer SA (zł)</b>							<b>17,30</b>			

**Wycena porównawcza w stosunku do krajowych spółek o porównywalnej do wycenianej spółki wielkości kapitałów własnych, pozwala oszacować wartość jednej akcji ZelmerSA na 17,3 zł.**

Przeciętna hipotetyczna wartość 1 akcji Spółki dla poszczególnych wskaźników przedstawia się następująco:

- dla wskaźnika P/E 14,30 zł
- dla wskaźnika P/OP 17,32 zł
- dla wskaźnika MC/S 12,40 zł
- dla wskaźnika P/BV 25,19 zł

Średnia ważona wartość jednej akcji Zelmer SA wynosi 17,30 zł.

## 3. Metoda porównawcza – w stosunku do krajowych spółek o porównywalnej skali działania

Jako kryterium doboru spółek, tworzących bazę porównawczą, przyjęto wielkość zrealizowanej sprzedaży w okresie od IV kwartału 2003 roku do końca III kwartału 2004 roku, w przedziale od 200 mln zł do 350 mln zł (sprzedaż Zelmer S.A. wyniosła w tym okresie 290 mln zł). Uwzględniono wartość mnożników P/E, P/OP, MC/S, P/BV na dzień 6 stycznia 2004. Wyniki finansowe spółek stanowiących bazę porównawczą dotyczą okresu od IV kwartału 2003 roku do końca III kwartału 2004 roku. Uwzględniono sprawozdania skonsolidowane lub, w przypadku ich nie sporządzania, sprawozdania jednostkowe. Przy obliczaniu średniej wartości akcji Spółki uwzględniono równe wagi dla poszczególnych wycen cząstkowych.

Zaletą metody jest porównanie bieżącej wyceny rynkowej spółek, zbliżonych do wycenianej spółki pod względem realizowanej sprzedaży. Porównywalny jest również rynek notowań (GPW)). Zaletą wyceny jest

**Wydział Doradztwa i Analiz Rynkowych  
DOMU MAKLERSKIEGO BANKU OCHRONY ŚRODOWISKA S.A.**

również wysoka liczebność próby (18 podmiotów). Wadą metody jest brak uwzględnienia perspektyw rozwoju spółek oraz brak porównywalności branżowej.

		Zysk netto (tys. zł)	EBIT (tys. zł)	Sprzedaż (tys. zł)	Kapitał wł. (tys. zł)	Kurs z 6.01.05 (zł)	P/E	P/OP	MC/S	P/BV
<i>Zelmer</i>	s	15 698	25 524	288 970	197 777		14,45	8,89	0,78	1,15
Kopex	s	12 548	-5 903	332 480	84 113	44,10	6,99	-	0,26	1,04
Paged	s	28 657	43 191	310 126	107 064	17,35	6,11	4,06	0,56	1,64
Alma Market	s	7 496	10 663	301 367	77 037	24,50	13,78	9,69	0,34	1,34
Emax	s	8 001	20 730	301 245	70 734	99,00	41,95	16,19	1,11	4,74
Polnord	s	-7 015	-4 298	297 068	44 009	10,70	-	-	0,13	0,89
MPEC	j	10 165	7 300	291 923	418 907	9,40	46,79	65,15	1,63	1,14
Ster-Projekt	s	-11 957	-7 251	289 926	135 457	7,20	-	-	0,44	0,93
ZREW	s	8 950	15 520	276 652	45 970	98,90	9,59	5,53	0,31	1,87
Jelfa	j	13 026	16 174	250 420	333 354	55,00	28,71	23,12	1,49	1,12
Elektrobudowa	j	5 800	12 727	246 062	66 807	26,50	18,14	8,27	0,43	1,58
Polfa Kutno	j	23 210	34 120	245 622	181 694	335,00	27,09	18,43	2,56	3,46
Pepees	s	4 335	8 811	233 715	67 088	44,80	12,09	5,95	0,22	0,78
Energomontaż Płn	s	-5 104	3 050	226 456	41 831	8,25	-	11,72	0,16	0,85
Lentex	s	9 735	11 812	214 454	167 487	26,70	17,02	14,03	0,77	0,99
Optimus	s	13 265	13 193	212 171	23 089	9,05	6,40	6,44	0,40	3,68
Poligrafia	s	7 471	15 790	210 811	69 505	24,60	17,44	8,25	0,62	1,87
Redan	s	14 903	15 694	209 494	99 279	11,90	16,67	15,83	1,19	2,50
Wilbo	s	-1 602	9	201 495	75 849	2,77			0,22	0,59
Mediana mnożników dla grupy spółek							16,85	10,71	0,43	1,24
<b>Wycena Zelmer SA wg poszczególnych mnożników (zł)</b>							<b>17,40</b>	<b>17,98</b>	<b>8,21</b>	<b>16,11</b>
Przyjęte wagi dla poszczególnych mnożników							0,25	0,25	0,25	0,25
<b>Średnia wartość 1 akcji Zelmer SA - po dyskoncie (zł)</b>							<b>14,92</b>			

**Wycena porównawcza w stosunku do krajowych spółek o porównywalnej do wycenianej spółki wielkości sprzedaży, pozwala oszacować wartość jednej akcji Zelmer SA na 14,92 zł.**

Przeciętna hipotetyczna wartość 1 akcji Spółki dla poszczególnych wskaźników przedstawia się następująco: dla wskaźnika P/E 17,40 zł, dla P/OP 17,98 zł, dla wskaźnika MC/S 8,21 zł, dla wskaźnika P/BV 16,11 zł. Średnia ważona wartość jednej akcji Zelmer SA wynosi 14,92 zł.

#### 4. Metoda porównawcza - w stosunku do zagranicznych spółek z branży AGD

W wycenie Zelmer S.A. porównano do wybranych spółek z branży AGD (*Industry: Appliance&Tool*) notowanych na NYSE.

Założenia wyceny:

- Wycenę spółki przeprowadzono w oparciu o wskaźniki P/E, P/EBIT, MC/S i P/BV.
- Wartość wskaźników P/E, P/EBIT i MC/S na podstawie danych finansowych za okres 4Q 2003 – 3Q 2004r oraz kursów zamknięcia z dnia 6.01.2005r (z uwagi na różnice w roku obrotowym dla niektórych spółek, ich kwartały nie pokrywają się z kalendarzowymi).
- Wartość wskaźników P/BV na podstawie wartości księgowej na dzień 30.09.2004 r. oraz kursów zamknięcia z dnia 6.01.2005r (koniec ostatniego kwartału dla spółek mających inny rok obrotowy może się różnić od 30.09.2004r).
- Do wyliczenia wskaźników wykorzystano wielkości z raportów skonsolidowanych.
- Do wyliczeń przyjęto kurs 1 USD z 6.01.2004r wynoszący 3,1277 zł

Zaletą metody jest porównanie bieżącej wyceny rynkowej spółek, zbliżonych do wycenianej spółki pod względem branży, w której działają. Brak porównywalności jest jednak zarówno rynku notowań oraz krajów, w których spółki funkcjonują. Wadą metody jest również brak uwzględnienia perspektyw rozwoju spółek.

**Wydział Doradztwa i Analiz Rynkowych  
DOMU MAKLERSKIEGO BANKU OCHRONY ŚRODOWISKA S.A.**

		Zysk netto (tys. USD)	EBIT (tys. USD)	Sprzedaż (tys. USD)	Kapitał wł. (tys. USD)	Kurs z 6.01.05 (USD)	P/E	P/OP	MC/S	P/BV
<i>Zelmer</i>	s	5 019	8 161	92 391	63 234		19,45	11,96	1,06	1,54
Electrolux AB	s	521 753	762 776	17 568 815	3 394 463	44,37	13,14	8,98	0,39	2,02
Maytag Corp	s	28 968	93 952	4 828 890	39 942	19,42	53,11	16,37	0,32	38,52
Whirlpool Corp	s	433 000	837 000	12 947 000	1 380 000	68,8	10,56	5,46	0,35	3,31
National Presto Ind	s	14 305	17 449	156 975	244 995	42,8	20,41	16,73	1,86	1,19
Mediana mnożników dla grupy spółek							16,77	12,68	0,37	2,67
Wycena Zelmer SA wg poszczególnych mnożników (USD)							5,54	6,81	2,26	11,09
<b>Wycena Zelmer SA wg poszczególnych mnożników (zł)</b>							<b>17,32</b>	<b>21,29</b>	<b>7,06</b>	<b>34,68</b>
Przyjęte wagi dla poszczególnych mnożników							0,25	0,25	0,25	0,25
<b>Średnia wartość 1 akcji Zelmer SA (USD)</b>							<b>6,42</b>			
<b>Średnia wartość 1 akcji Zelmer SA (zł)</b>							<b>20,09</b>			

**Wycena porównawcza w stosunku do zagranicznych spółek branży AGD pozwala oszacować wartość jednej akcji Zelmer SA na 20,09 zł.**

Przeciętna hipotetyczna wartość 1 akcji Spółki dla poszczególnych wskaźników przedstawia się następująco:

- dla wskaźnika P/E 17,32 zł
- dla wskaźnika P/OP 21,29 zł
- dla wskaźnika MC/S 7,066 zł
- dla wskaźnika P/BV 34,68 zł

Średnia ważona wartość jednej akcji Zelmer SA wynosi 20,09 zł.

## 5. Wycena porównawcza – średnia dokonanych pomiarów

Końcowa wycena jest średnią ważoną wynikającą z dokonanych pomiarów. Pomiarom cząstkowym, dokonanych w stosunku do krajowych spółek z branży elektromaszynowej oraz zagranicznych spółek AGD przypisano wagi po 0,30. Ze względu na brak dopasowania branżowego, wycenie opartej na spółkach o zbliżonej wielkości oraz skali działania przypisano niższe wagi, wynoszące po 0,20.

*Końcowa wycena Zelmer SA. Obliczenia własne*

Kryterium wyceny	Wycena Zelmer S.A.	Waga	Odchylenie od średniej
krajowe spółki branżowe	11,25	0,30	-28,99%
spółki z kapitałami własnymi od 150 do 300 mln zł	17,30	0,20	9,17%
spółki z roczną sprzedażą od 200 do 350 mln zł	14,92	0,20	-5,83%
zagraniczne spółki branżowe	20,09	0,30	26,76%
<b>końcowa wycena akcji Zelmer SA</b>	<b>15,85</b>		
dyskonto	10%		
<b>wycena akcji Zelmer SA po dyskoncie</b>	<b>14,26</b>		

**Biorąc pod uwagę wartość przyjętego dyskonta, średnia wartość jednej akcji Spółki z dokonanych pomiarów wynosi 14,26 zł.**

Dokonana średnia ważona wycena porównawcza akcji Zelmer S.A. pozwala oszacować wartość 1 akcji Spółki na poziomie 15,85 zł. Ze względu jednak na ryzyko związane z emisją akcji Spółki na rynku pierwotnym (oczekiwane dyskonto ze względu na IPO) zdecydowaliśmy się zastosować 10% dyskonta do końcowego pomiaru.

Z uwzględnieniem powyższego dyskonta szacujemy wartość 1 akcji Zelmer na poziomie 14,26 zł. Wartość całej Spółki przy tym poziomie cenowym wynosi 216 804 tys. zł.



**Informacje, o których mowa w par. 10 ust. 1,2 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 21.04.2004 r. (Dz. U. Nr 95, poz. 949) w sprawie określenia standardów sporządzania i udostępniania rekomendacji inwestycyjnych:**

- Powyższy raport został sporządzony na potrzeby klientów DM BOŚ S.A. oraz innych osób zainteresowanych. Rozpowszechnianie lub powielanie całości lub części raportu bez pisemnej zgody DM BOS S.A. jest zabronione.
- DM BOŚ dołożył wszelkiej staranności w celu zapewnienia metodologicznej poprawności i obiektywizmu niniejszej rekomendacji. Niniejszy raport nie został przekazany Spółce – Zelmer S.A.
- DM BOŚ nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji inwestycyjnych, podejmowanych w oparciu o niniejszy raport.
- Niniejszy raport jest pierwszym opracowaniem DM BOŚ S.A. dotyczącym Zelmer S.A. i obecnie nie jest planowana jego aktualizacja.

Nadzór nad Domem Maklerskim BOS S.A. sprawuje KPWiG

Data sporządzenia raportu jest: 07.01.2005r.

Data pierwszego udostępnienia raportu do wiadomości publicznej jest: 13.01.2005r.

Źródła informacji: Prospekt Emisyjny Spółki – Zelmer S.A., Serwis Emitent, Serwis Notoria Services, PAP, Reuters, Yahoo Finance

Według dostępnych informacji:

- 1) DM BOŚ nie pozostaje w tej samej grupie kapitałowej, do której należy Spółka – dalej zwana Emitentem,
- 2) DM BOŚ nie pełni funkcji animatora rynku dla akcji Emitenta,
- 3) DM BOŚ nie posiada bezpośrednio lub pośrednio poprzez podmioty pozostające w tej samej grupie kapitałowej akcji Emitenta będących przedmiotem raportu w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego,
- 4) Nie ma powiązań finansowych o charakterze odbiegającym od standardów rynkowych z Emitentem, po stronie osoby przygotowującej rekomendację, lub osoby bliskiej,
- 5) Osoby przygotowujące rekomendację, lub osoby bliskie, nie pełnią funkcji w organach Emitenta ani nie zajmują stanowisk kierowniczych u Emitenta,
- 6) DM BOŚ nie otrzymał od Emitenta żadnego wynagrodzenia z tytułu usług świadczonych na jego rzecz,
- 7) DM BOŚ nie zamierza złożyć Emitentowi w ciągu najbliższych 3 m-cy od daty sporządzenia raportu oferty świadczenia usług na jego rzecz,
- 8) Nie występują powiązania pomiędzy osobą przygotowującą rekomendację, osobą jej bliską a Emitentem papierów wartościowych.

**Zastosowane metody wyceny papierów wartościowych:**

Metoda porównawcza z zastosowaniem wskaźników wyceny rynkowej: P/E, P/EBIT, MC/S, P/BV

Silne strony: niewielki subiektywizm wynikający jedynie z doboru spółek do próby i wskaźników przeliczeniowych.

Słabe strony: nieuwzględnianie prognoz wyników finansowych.

## METODOLOGIA LICZENIA WSKAŹNIKÓW ZAMIESZCZONYCH W ANALIZIE

<b>BVPS</b>	wartość księgowa przypadająca na jedną akcję;
<b>CEPS</b>	suma zysku netto i amortyzacji przypadająca na jedną akcję;
<b>CFM</b>	(Cash Flow Margin) stopa nadwyżki finansowej = (zysk netto + amortyzacja) / przychody netto ze sprzedaży
<b>CP</b>	(Average Collection Period) rotacja należności; iloraz wartości należności krótkoterminowych na koniec okresu i przychodów ogółem (przychody ze sprzedaży, pozostałe przychody operacyjne i przychody finansowe) w tym okresie, pomnożony przez ilość dni w okresie,
<b>CR</b>	(Current Ratio) wskaźnik płynności bieżącej = aktywa obrotowe / (zobowiązania krótkoterminowe + rezerwy na zobowiązania + rozliczeń międzyokresowe bierne);
<b>DEPR</b>	(Depreciation) Amortyzacja
<b>DFL</b>	dźwignia finansowa; miara ryzyka finansowego wyrażona ilorazem: EBIT i EBIT pomniejszony o koszt odsetek (lub ilorazem względnego przyrostu EPS i względnego przyrostu EBIT);
<b>DM</b>	(Debt Margin) stopa zadłużenia = (zobowiązania długoterminowe + zobowiązania krótkoterminowe) / aktywa ogółem
<b>EBAM</b>	(Profit before Extraordinary Items and Taxes Margin) stopa zysku na działalności gospodarczej = zysk na działalności gospodarczej / przychody netto ze sprzedaży
<b>EPS</b>	zysk netto przypadający na jedną akcję;
<b>GP</b>	(Gross Profit) Wynik Finansowy Brutto
<b>IT</b>	(Days of Coverage-Inventories) rotacja zapasów; iloraz wartości zapasów na koniec okresu i przychodów ogółem (przychody ze sprzedaży, pozostałe przychody operacyjne i przychody finansowe) w tym okresie, pomnożony przez ilość dni w okresie;
<b>MC/S</b>	iloraz wartości rynkowej spółki i przychodów ze sprzedaży za ostatnie cztery kwartały;
<b>NICF</b>	(Net Investment Cash Flow) Przepływy Inwestycyjne Netto
<b>NFCF</b>	(Net Financial Cash Flow) Przepływy Finansowe Netto
<b>NOCF</b>	(Net Operating Cash Flow) Przepływy Operacyjne Netto
<b>NPM</b>	(Net Profit Margin) Stopa Zysku Netto=zysk netto/przychody netto,
<b>NP</b>	(Net Profit) Zysk Netto
<b>NS</b>	(Net Sales) Przychody Netto
<b>NWC</b>	(Net Working Capital) kapitał obrotowy netto lub kapitał pracujący; różnica pomiędzy majątkiem obrotowym a sumą: zobowiązań krótkoterminowych i funduszy specjalnych, rezerw oraz rozliczeń międzyokresowych biernych;
<b>OP</b>	(Operating Profit) Zysk operacyjny
<b>OPM</b>	(Operating Profit Margin) Stopa Zysku operacyjnego=zysk operacyjny/przychody netto ze sprzedaży
<b>OPPS</b>	zysk operacyjny przypadający na jedną akcję;
<b>P/CE</b>	cena/cash flow; iloraz rynkowej wartości spółki przez sumę jej zysków netto oraz amortyzacji za ostatnie cztery kwartały;
<b>P/E</b>	(Price/Earnings) cena/zysk; iloraz rynkowej wartości spółki przez sumę jej zysków netto za ostatnie cztery kwartały;
<b>P/OP</b>	iloraz rynkowej wartości spółki i EBIT za ostatnie cztery kwartały;
<b>P/BV</b>	iloraz wartości rynkowej spółki i jej wartości księgowej;
<b>PL</b>	(Days of Coverage – Liabilities) rotacja zobowiązań; iloraz wartości zobowiązań krótkoterminowych na koniec okresu i przychodów ogółem (przychody ze sprzedaży, pozostałe przychody operacyjne i przychody finansowe) w tym okresie, pomnożony przez ilość dni w okresie;
<b>QR</b>	(Quick Ratio) wskaźnik podwyższonej płynności; iloraz majątku obrotowego pomniejszonego o zapasy i sumy: zobowiązań krótkoterminowych i funduszy specjalnych, rezerw, rozliczeń międzyokresowych biernych;
<b>ROA</b>	(Return on Assets) stopa zwrotu z aktywów; iloraz zysku netto i aktywów na koniec okresu obrotowego;
<b>ROE</b>	(Return on Equity) stopa zwrotu z kapitału własnego; iloraz zysku netto i kapitałów własnych na koniec okresu obrotowego;
<b>ROS</b>	(Return on Sales) marża zysku brutto ze sprzedaży = zysk brutto ze sprzedaży / przychody netto ze sprzedaży
<b>wskaźnik zadłużenia kapitałów własnych</b>	iloraz zobowiązań ogółem do kapitałów własnych;
<b>wskaźnik zadłużenia długoterminowego</b>	iloraz zobowiązań długoterminowych do aktywów.

# DOM MAKLESKI

## BANKU OCHRONY ŚRODOWISKA SA

### *Wydział Doradztwa i Analiz Rynkowych*

#### *Dyrektor Wydziału*

*Waldemar Bojara*  
*Doradca inwestycyjny*

[W.Bojara@bossa.pl](mailto:W.Bojara@bossa.pl)

#### *Analitycy*

*Tomasz Binkiewicz*  
*Makler*  
*Marcin Brendota*

[T.Binkiewicz@bossa.pl](mailto:T.Binkiewicz@bossa.pl)

[M.Brendota@bossa.pl](mailto:M.Brendota@bossa.pl)

---

*ul. Marszałkowska 78/80*  
*00-517 Warszawa*  
*tel.: (0-prefix-22) 622 66 22*  
*fax.: (0-prefix-22) 629 71 50*  
<http://bossa.pl>