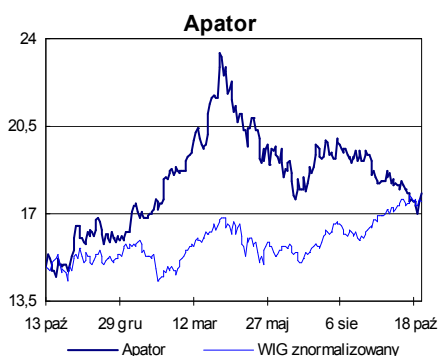




Aparator

Kupuj
23,00 zł**Dane podstawowe**

cena rynkowa (zł)	17,50
kurs docelowy (zł)	23,00
wycena DCF (zł)	25,01
min 52 tyg (zł)	14,50
max 52 tyg (zł)	23,40
kapitalizacja (mln zł)	617,64
EV (mln zł)	654,15
liczba akcji (mln szt.)	35,29
free float	61,9%
free float (mln zł)	382,58
śr. obrót/msc (mln zł)	19,28

Zmiana kursu	Apator	WIG
1 miesiąc	-3,6%	2,0%
3 miesiące	-10,3%	8,1%
6 miesięcy	-17,4%	6,8%
12 miesięcy	18,7%	13,6%

Akcjonariat	% akcji i głosów	
Apator-Mining	15,95	9,57
M. Lewicki	5,74	9,42
T. Sosórnik	5,41	8,34
D. Guzowska	4,33	7,49
Z. Jaworski	3,78	6,17

Poprzednie rekom.	data	cena doc.
-	-	-

Wyniki kwartalne (termin publikacji 15 listopada)

Na niedawnej konferencji Aparatora prezes spółki podtrzymał zamiar wypełnienia tegorocznych planów finansowych. Już wyniki III kwartału powinny wykazać zasadność podtrzymania przez zarząd prognoz na ten rok. Wcześniej prezes wskazywał, że słabsze wyniki I półrocza były skutkiem przesunięcia w czasie realizacji kilku zleceń. Na tej podstawie można oczekiwać wzrostu przychodów kwartalnych do poziomu powyżej 100 mln zł i nieznacznej poprawy marż. W samym III kwartale prognozujemy 105 mln zł przychodów i ok. 14 mln zł zysku operacyjnego. Skoro spółka podtrzymuje swoje prognozy całoroczne, to w samym III kwartale powinna osiągnąć co najmniej 14-15 mln zł zysku netto. A to oznacza, że brakujące kilka mln zł pochodzić będzie z działalności finansowej.

Perspektywy średnioterminowe. Strategia Aparatora na lata 2011-2013

Plany finansowe wynikające ze strategii na lata 2011-2013 uważamy za bardzo ambitne, a zważywszy na dotychczasowe osiągnięcia raczej trudne do realizacji. Widząc jednak dużą determinację zarządu do zrealizowania powyższych celów przyjęliśmy w naszych prognozach częściowe ich wykonanie: organiczny wzrost sprzedaży na poziomie 6,5% rocznie oraz stopniowe podnoszenie marży EBITDA do poziomu 20% w 2013 r. Dodatkowo uwzględniliśmy wyniki przejmowanej na początku 2011 r. spółki czeskiej.

Restrukturyzacja bilansu: sprzedaż aktywów i umorzenie akcji własnych

Zarząd planuje w okresie do 3 lat zmienić lokalizację kilku zakładów produkcyjnych grupy poprawiając ich dotychczasową efektywność oraz uwalniając grunty w centrum Poznania i Torunia. Potencjalna dodatkowa wartość dla akcjonariuszy powstała w wyniku tych działań wynosi ponad 3 zł/akcję. Nie została ona uwzględniona w naszych prognozach ani w wycenie firmy. Stanowi opcję, która ma szansę się zrealizować, o ile powyższe działania przyniosą zamierzone efekty. Ponadto w niedługim czasie powinno dojść do definitywnego rozwiązania kwestii akcji własnych i umorzenia posiadanych 5,6 mln szt. akcji (16% obecnego kapitału).

Wycena i rekomendacja

Rozczarowanie inwestorów wynikami I półrocza przyniosło spadek kursu akcji o ok. 20% przy wzroście głównych indeksów w tym czasie. Jeśli potwierdziłyby się nasze prognozy dotyczące wyników III kwartału i tym samym pojawiłaby się szansa na wykonanie planów całorocznych to oczekujemy poprawy nastawienia inwestorów do Aparatora. Choć mamy duże wątpliwości w kwestii osiągnięcia zamierzeń finansowych wynikających z nowej strategii firmy, to nawet częściowa realizacja tego planu doprowadzi do znaczącego wzrostu wyników grupy w najbliższych latach. Dlatego też uważamy, że jest obecnie dobry moment do zaangażowania się w akcje Aparatora. Wydajemy rekomendację Kupuj ustalając cenę docelową na poziomie 23 zł. Zwracamy uwagę na relatywnie wysokie wskaźniki, z jakimi notowane są spółki zagraniczne o podobnym profilu działalności. Generalnie są one o ok. 20% wyższe niż wskaźniki dla spółek krajowych i ok. 50-60% wyższe niż wskaźniki Aparatora. Pokazują potencjał dla ewentualnego wzrostu kursu.

Dane finansowe (skonsolidowane)

mln zł	2008	2009	2010p	2011p	2012p
Sprzedaż	356,19	367,56	390,00	440,35	468,97
EBITDA	70,46	65,12	63,61	79,61	90,25
EBIT	56,51	50,12	48,24	63,85	74,10
Zysk netto	21,33	30,09	50,46	48,73	57,11
Zysk skorygowany	21,33	30,09	36,69	48,73	57,11
EPS (zł)	0,74	1,05	1,24	1,65	1,94
DPS (zł)	0,43	0,61	1,03	0,99	1,16
CEPS (zł)	1,23	1,57	2,23	2,19	2,48
P/E	23,55	16,69	14,07	10,60	9,04
P/BV	3,11	2,82	2,45	2,25	2,01
EV/EBITDA	7,65	8,27	8,69	6,94	6,13

p - prognoza DM PKO BP SA

Dom Maklerski PKO BP SAul. Puławska 15
02-515 Warszawa
tel. (0-22) 521-80-00

Analityk:

Michał Sztabler

tel. (0-22) 521-79-13

e-mail: michal.sztabler@pkobp.pl

Informacje na temat powiązań pomiędzy DM a spółką znajdują się na ostatniej stronie niniejszego opracowania

Wyniki II półrocza. Czy jest szansa na realizację prognoz rocznych?

Na niedawnej konferencji Apatora prezes podtrzymał zamiar wypełnienia tegorocznych prognoz spółki (bez uwzględnienia transakcji sprzedaży akcji własnych): 400 mln zł przychodów i 40 mln zł zysku netto. Oznaczałoby to, że w II półroczu APT powinien osiągnąć ok. 230 mln zł sprzedaży i 33-34 mln zł zysku netto. Na poziomie sprzedaży cel ten jest realny, natomiast w przypadku zysku netto należałoby uzyskiwać średniokwartalnie ok. 17 mln zł, co naszym zdaniem jest planem super ambitnym jeśli nie niemożliwym. Dla porównania historycznie najwyższy kwartalny zysk netto grupy Apator to 12 mln zł (nie licząc transakcji jednorazowych). W opinii przedstawicieli spółki już wyniki III kwartału powinny wykazać zasadność podtrzymania przez zarząd prognoz na ten rok. Wcześniej prezes wskazywał, że słabsze wyniki I półrocza były skutkiem przesunięcia w czasie realizacji kilku znaczących zleceń. Na tej podstawie można oczekiwać wzrostu przychodów kwartalnych do poziomu powyżej 100 mln zł (przyjeliśmy 105 mln zł w III kwartale), a dodatkowo w ostatnich miesiącach do wyników grupy powinny w sposób widoczny dokładać się wyniki spółki informatycznej Rector (dlatego możliwe jest osiągnięcie nawet 120 mln zł przychodów w Q4). Znacznie trudniej jest naszym zdaniem uzasadnić możliwość wypełnienia przez spółkę tegorocznej prognozy zysku netto i zrealizowania zysków w kwocie średnio 17 mln zł na kwartał. Pomijając wyniki Rectora (spółka ta osiągała ostatnio ok. 3-6 mln zł zysku netto, z czego do wyników skonsolidowanych brane było 70% tej kwoty; generalnie większość zysków w IV kwartale), Apator musiałby osiągnąć w tym okresie albo bardzo wysokie marże albo dodatkowe dochody z działalności pozaoperacyjnej. Ten pierwszy wariant wydaje się nam mało prawdopodobny, gdyż już w komentarzu do wyników I półrocza spółka wskazywała na pewne niekorzystne zdarzenia występujące w otoczeniu rynkowym (np. rosnące ceny niektórych surowców czy komponentów elektronicznych, umocnienie PLN obniżające rentowność eksportu). Z informacji uzyskanych od innych emitentów borykających się z podobnymi kłopotami wynika, że problemy te nie zniknęły w III kwartale i do końca roku najprawdopodobniej będą wciąż występować. Ponadto wzrosty koszty ogólne Apatora (szczególnie koszty sprzedaży), co naszym zdaniem ma charakter trwały i nie uda się tego elementu kosztowego ograniczyć w II półroczu. Pozostaje więc drugi scenariusz, czyli wystąpienie dochodów pozaoperacyjnych podnoszących wynik netto. Można je podzielić na dwie grupy: 1) pozostałe przychody operacyjne (uwzględniane już na poziomie EBIT) oraz 2) dochody finansowe (inne niż sprzedaż aktywów jak np. akcji własnych). W pierwszym przypadku nie prognozujemy żadnej dużej transakcji mogącej istotnie podnieść wynik końcowy Apatora, bardziej prawdopodobne są zyski wynikające z optymalizacji wielkości mocy produkcyjnych (sprzedaż zbędnych aktywów), z rozwiązania rezerw itp. Z kolei na poziomie działalności finansowej teoretycznie Apator powinien mieć wynik ujemny wynikający z nadwyżki zadłużenia odsetkowego nad wielkością środków pieniężnych (spółka ma dług netto: 49 mln zł na koniec IV kw.'09, 44 mln zł na koniec I kw.'10 i 37 mln zł na koniec II kw.'10). W tej pozycji księgowany jest jednak również wynik na zabezpieczeniach walutowych (APT stosuje hedging naturalny, ale jest on niewystarczający zważywszy na wielkość realizowanego przez grupę eksportu). W środowisku umacniającego się złotego wobec EUR Apator osiąga dodatkowe zyski z tytułu wyceny walutowych kontraktów forward. Czynniki te może mieć pozytywny wpływ na wyniki firmy w II półroczu.

W samym III kwartale prognozujemy 105 mln zł przychodów, wzrost marży brutto na sprzedaży do 34% i utrzymanie kosztów ogólnych na poziomie z II kwartału (ok. 22 mln zł). Pozwoli to osiągnąć ok. 14 mln zł zysku operacyjnego. Skoro spółka podtrzymuje swoje prognozy całoroczne, to w samym III kwartale powinna osiągnąć co najmniej 14-15 mln zł zysku netto. A to oznacza, że brakujące kilka mln zł pochodzić będzie z działalności finansowej.

Strategia na lata 2011-2013

Kilka tygodni temu zarząd Apatora zaprezentował strategię spółki na następne 3 lata. Głównym celem finansowym jest przyspieszenie tempa wzrostu przychodów (średniorocznie 15-16%) przy jednoczesnej poprawie osiąganych rentowności (20-25% na poziomie EBITDA). Podobne cele stawiane są zarówno dla segmentu łącznikowego jak i pomiarowego. Apator zamierza rozwijać się przede wszystkim organicznie, jednak nie odrzuca możliwości akwizycji innych podmiotów (przede wszystkim zagranicznych – pozyskanie nowych produktów i rynków zbytu oraz niszowych firm krajowych – pozyskanie nowego produktu). Poniżej prezentujemy cele finansowe wynikające z tej strategii na tle wyników historycznych. Zarząd przy tym podkreśla, że szacunki te nie uwzględniają akwizycji.



	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
Przychody	94,0	91,4	86,1	86,3	97,0	106,0	190,7	276,8	288,9	311,3	356,2	367,6	400,0	464,3	539,5	619,8
zmiana		-3%	-6%	0%	12%	9%	80%	45%	4%	8%	14%	3%	9%	16%	16%	15%
- segment pomiarowy	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	99,1	171,3	178,7	179,8	229,9	251,3	273,8	325,1	388,4	455,2
- segment łącznikowy	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	73,0	87,7	100,1	127,8	122,7	113,2	126,2	139,1	151,1	164,6
EBIT	5,9	-4,7	11,2	3,6	9,3	17,2	43,7	36,5	42,8	42,8	56,5	50,1				
marża EBIT	6%	-5%	13%	4%	10%	16%	23%	13%	15%	14%	16%	14%				
EBITDA	11,3	1,4	18,1	10,5	15,5	22,1	53,8	50,1	55,5	55,8	70,5	65,1				
marża EBITDA	12%	2%	21%	12%	16%	21%	28%	18%	19%	18%	20%	18%	20-25%	20-25%	20-25%	

* prognozy na 2010 r. – szacunki DM PKO BP na podstawie prognoz finansowych spółki, prognozy na lata 2011-2013 - strategia GK Apator

Źródło: Apator, DM PKO BP SA

Prognozy te oceniamy jako bardzo ambitne, gdyż:

1. średnioroczne tempo wzrostu przychodów w ostatnich 12 latach wyniosło ok. 13%, przy czym uwzględnione są tu akwizycje kilku podmiotów: Pafal (ok. 80 mln zł przychodów), Metrix (ok. 35 mln zł przychodów), KFAP (ok. 10 mln zł przychodów), Rector (ok. 15 mln zł przychodów) oraz Powogaz (ok. 60 mln zł przychodów). Łącznie zakupione spółki dołożyły ok. 200 mln zł sprzedaży, tak więc wzrost przychodów Apatora (licząc razem z kilkoma podmiotami będącymi wcześniej w grupie) to ok. 100 mln zł w 12 lat (średniorocznie 6,5%).
2. Średnia marża EBITDA w ostatnich latach to 18%, przy czym wynik powyżej 20% udało się uzyskać tylko w roku 2003 (nie liczymy lat 2000 i 2004, gdyż na EBIT wpływ miały zdarzenia jednorazowe w postaci m.in. sprzedaży nieruchomości). Analizując dane historyczne widoczne jest ustabilizowanie marży brutto na sprzedaży na poziomie 33-35% i kosztów ogólnych na poziomie ok. 20%. Daje to marżę EBIT (bez uwzględnienia wyniku na transakcjach jednorazowych typu rezerwy czy sprzedaż majątku) w wysokości 13-15%. Amortyzacja wynosiła w ostatnich latach ok. 4% wartości sprzedaży. Stąd rentowność EBITDA na poziomie ok. 18%. Naszym zdaniem realne jest w średnim terminie podniesienie rentowności do ok. 20%, jednak aby uzyskać poziom 25% należałoby silnie ograniczyć koszty ogólne, gdyż nie widzimy podstaw do zakładania wzrostu rentowności brutto na sprzedaży (w tak konkurencyjnym otoczeniu podejmowane przez spółkę działania optymalizujące proces produkcji służyły przede wszystkim obronie marż). Ustabilizowanie kosztów ogólnych przy rosnącej sprzedaży powinno przynieść wzrost rentowności EBIT i EBITDA. Wyniki historyczne pokazują jednak, że plan ten może być trudny do realizacji. Poniższe zestawienie dowodzi, że Apator nie był w stanie ograniczyć przyrostu kosztów, które zmieniały się podobnie jak przychody, a w ostatnich latach (kiedy dynamika sprzedaży się zmniejszyła) nawet rosły silniej niż przychody.

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Zysk brutto na sprzedaż	30,4	23,6	26,4	26,7	33,8	41,3	67,5	94,2	96,8	97,9	118,3	128,4
marża zbnś	32%	26%	31%	31%	35%	39%	35%	34%	34%	31%	33%	35%
Koszty ogólne	23,7	24,8	26,3	23,4	22,7	23,0	39,1	54,4	55,3	56,9	70,0	79,4
udział kosztów w sprzedaży	25%	27%	31%	27%	23%	22%	21%	20%	19%	18%	20%	22%
Zysk na sprzedaży	6,7	-1,3	0,1	3,2	11,1	18,2	28,3	39,8	41,5	41,0	48,2	49,0
marża na sprzedaży	7%	-1%	0%	4%	11%	17%	15%	14%	14%	13%	14%	13%
EBIT	5,9	-4,7	11,2	3,6	9,3	17,2	43,7	36,5	42,8	42,8	56,5	50,1
marża EBIT	6%	-5%	13%	4%	10%	16%	23%	13%	15%	14%	16%	14%
EBITDA	11,3	1,4	18,1	10,5	15,5	22,1	53,8	50,1	55,5	55,8	70,5	65,1
marża EBITDA	12%	2%	21%	12%	16%	21%	28%	18%	19%	18%	20%	18%

Źródło: Apator, DM PKO BP SA

Analizując wyniki poszczególnych spółek wchodzących w skład GK Apator widać, że docelowo zakładaną marżę EBITDA osiąga jedynie Apator Mining (ok. 23% w ostatnich 3 latach) oraz informatyczny Rector (28-38% w ostatnich 2 latach). Łącznie spółki te odpowiadają jednak za jedynie 18% przychodów skonsolidowanych, dlatego ich wyniki nie decydują tak bardzo o zyskowności całej grupy. Najniższe rentowności mają niestety największe podmioty z grupy: Apator SA (15-17% w ostatnich 3 latach), Pafal (14-16% w ostatnich 3 latach) oraz przede wszystkim Powogaz (najlepszy wynik to 10% osiągnięte w 2009 r.). W sumie odpowiadają one za ponad 70% przychodów skonsolidowanych. Z trzech wymienionych powyżej podmiotów najtrudniej będzie zwiększyć rentowność w Pafalu z uwagi na kurczący się rynek głównego produktu tej firmy: mierników indukcyjnych. Zarząd Apatora stoi obecnie przed koniecznością znalezienia nowego głównego produktu dla tej spółki i w nim poszukiwania szans na poprawę rentowności. Największy potencjał pod względem poprawy marż ma Powogaz, gdyż podmiot ten przejęty został 2 lata temu i proces restrukturyzacji nie został jeszcze zakończony (wcześniej funkcjonował jako spółka pracownicza). W



obecnej strukturze grupy Apator spółka z Poznania odpowiada za segment produkcji urządzeń pomiarowych dla wody i ciepła, m. in. z tego powodu przejęła od spółki-matki udziały w KFAP-ie. Planowany zakup spółki z Czech powinien dodatkowo wzmocnić ten obszar biznesu i stymulować wzrost sprzedaży umożliwiając dalsze zwiększanie rentowności Powogazu.

Przyjmując założenia zarządu na lata 2011-2013 dotyczące poziomu przychodów oraz marży EBITDA, dokładając do tego założenia dotyczące kosztów finansowych (ustabilizowanie poziomu długu netto wynoszącego 40 mln zł przy 6% koszcie jego obsługi) oraz podatku (stopa podatkowa 20%) otrzymaliśmy następujące prognozy. Poniżej przedstawiamy 2 scenariusze wyników różniące się poziomem przyjętej marży EBITDA.

	2011P	2012P	2013P		2011P	2012P	2013P
Przychody	464,3	539,5	619,8	Przychody	464,3	539,5	619,8
marża EBITDA	20%	20%	20%	marża EBITDA	25%	25%	25%
EBITDA	92,9	107,9	124,0	EBITDA	116,1	134,9	155,0
Amortyzacja	18,6	21,6	24,8	Amortyzacja	18,6	21,6	24,8
amortyzacja/przychody	4%	4%	4%	amortyzacja/przychody	4%	4%	4%
EBIT	74,3	86,3	99,2	EBIT	97,5	113,3	130,2
Saldo "finansówki"	2,4	2,4	2,4	Saldo "finansówki"	2,4	2,4	2,4
Zysk brutto	71,9	83,9	96,8	Zysk brutto	95,1	110,9	127,8
Podatek	14,4	16,8	19,4	Podatek	19,0	22,2	25,6
Zysk netto	57,5	67,1	77,4	Zysk netto	76,1	88,7	102,2
EPS (zł)	1,95	2,28	2,62	EPS (zł)	2,58	3,01	3,46
Dług netto	40,0	40,0	40,0	Dług netto	40,0	40,0	40,0
P/E	8,7	7,5	6,5	P/E	6,6	5,7	4,9
EV/EBITDA	5,4	4,6	4,0	EV/EBITDA	4,3	3,7	3,2

Źródło: Apator, DM PKO BP SA

Wskaźniki rynkowe liczone są dla 29,7 mln akcji (tj. przy założeniu umorzenia wszystkich posiadanych przez spółkę akcji własnych: 5,6 mln szt.) oraz kursu giełdowego 17 zł.

Jak wcześniej uzasadnialiśmy plany finansowe wynikające ze strategii na lata 2011-2013 uważamy za bardzo ambitne (nawet w wariancie marży EBITDA 20%). Widząc jednak dużą determinację zarządu do zrealizowania powyższych celów przyjęliśmy w naszych prognozach częściowe ich wykonanie: organiczny wzrost sprzedaży na poziomie 6,5% rocznie (tj. średni poziom z ostatnich 12 lat) oraz stopniowe podnoszenie marży EBITDA do poziomu 20% w 2013 r. Dodatkowo uwzględniliśmy wyniki przejmowanej na początku 2011 r. spółki czeskiej (szerzej o akwizycjach piszemy w dalszej części raportu).

Akwizycje

Strategia Apatora choć oparta na wzroście organicznym nie eliminuje ewentualnych przejęć innych podmiotów. W zakresie opomiarowania mediów oferta grupy jest praktycznie kompletna: energia elektryczna, gaz, ciepło, woda. Tym samym przyszłe akwizycje związane będą przede wszystkim z uzupełnieniem tej oferty o pewne niszowe rozwiązania (tak jak np. ubiegłoroczny zakup spółki Telemetry). Dlatego też wydatki nie będą wysokie (kilka – kilkanaście mln zł) i w zupełności będą mogły być sfinansowane ze środków własnych przy ewentualnym wsparciu kredytowym. Z kolei potencjalne przejęcia zagraniczne mogą dotyczyć, oprócz akwizycji niewielkich firm dysponujących ciekawym produktem – transakcji w zamyśle podobnych do tych krajowych opisanych powyżej, także większych firm produkcyjnych posiadających przede wszystkim dostęp do danego rynku/rynków regionalnych. Wówczas wartość transakcji byłaby zapewne dużo większa (co najmniej kilkadziesiąt mln zł) i nie można wykluczyć emisji akcji. Naszym zdaniem zarząd nie planuje obecnie takich akwizycji, czego dowodem jest decyzja o umorzeniu akcji własnych. Wcześniej, kiedy rozważane były tego typu transakcje, akcje własne traktowane były jako potencjalne źródło finansowania przynajmniej części wydatków związanych z przejęciem.

Do końca 2010 roku zakończyć powinny się prace związane z przejęciem firmy czeskiej. Jest to podmiot działający na rynku urządzeń pomiarowych, produkujący ciepłomierze i podzielniki kosztów. Przede wszystkim ten drugi produkt budzi duże zainteresowanie Apatora, gdyż toruńska spółka nie ma go w swojej ofercie. Dodatkowo Apator ma szansę zaistnieć poważnie na rynku czeskim (w 2009 r. sprzedaż do tego kraju wyniosła 1,1 mln zł, tj. ok. 1% sprzedaży eksportowej i ok. 0,3% przychodów grupy ogółem). Tegoroczne przychody spółki szacowane są na ok. 20 mln zł, rentowność netto ok. 10%. W przyszłym roku przy wsparciu grupy APT sprzedaż powinna wzrosnąć co najmniej o 20%. Za 100% udziałów Apator zapłaci 10 mln zł (P/E=5). **Do naszych prognoz przyjęliśmy**

przychody spółki czeskiej na poziomie 25 mln zł od 2011 r. (w latach kolejnych wzrost odpowiadający dynamice wzrostu dla całej grupy APT), rentowności podobne jak w Apatorze, a wydatki na zakup spółki w kwocie 10 mln zł (płatne na koniec 2010 r. a więc widoczne w cash flow 2010 r., a koszt kapitału liczony od 2011 r.).

Sprzedaż aktywów – gruntów w Toruniu oraz Poznaniu

Środki ze sprzedaży 1 mln akcji własnych (transakcja z czerwca br.) posłużą do uruchomienia zapowiadanego od dawna procesu zmiany siedziby i jednoczesnej sprzedaży gruntu w Toruniu (kupującym byłby zapewne właściciel sąsiadującego z zakładami Apatora centrum handlowego). Cały proces wyglądać ma następująco:

1. Apator podpisuje umowę przedwstępną sprzedaży działki na której znajdują się obecne zakłady produkcyjne Apator SA oraz siedziba zarządu (szacowana cena 30-35 mln zł, zysk ok. 18 mln zł); ostateczna umowa zostanie podpisana, kiedy Apator zwolni teren.
2. Apator otrzymuje zadatek od kupującego, który wpłacony jest na rachunek escrow, tak więc nie może być na razie wykorzystany do finansowania budowy nowego zakładu.
3. Apator kupuje grunt w SSE pod Toruniem (5 ha, cena ok. 3 mln zł) na którym rozpoczyna budowę nowego zakładu produkcyjnego, budynków biurowych oraz całej niezbędnej infrastruktury. Szacowany koszt to 30 mln zł; fabryka i biura zajmą teren ok. 3,5 ha. Finansowaniu budowy służyć mają środki pozyskane ze sprzedaży na GPW 1 mln akcji Apatora przez spółkę zależną Apator Mining (ok. 17 mln zł).
4. Planowane zakończenie budowy nowej fabryki oraz budynków biurowych to połowa 2011 r., tak aby produkcja zlokalizowana obecnie w zakładach w Toruniu mogła zostać przeniesiona w wakacje i rozpocząć działalność od sierpnia 2011 r. Oprócz przeniesienia produkcji z dotychczasowych zakładów toruńskich (które mają być zamknięte, a teren sprzedany), do nowej lokalizacji zostanie przeniesiona część produkcji elektroniki ze Świdnicy oraz stworzony jeden nowy zakład obróbki tworzyw sztucznych dla wszystkich spółek (teraz praktycznie każda fabryka grupy Apatora ma własny zakład produkujący m.in. obudowy czy inne elementy plastikowe) – ta część nowej fabryki ma ruszyć do końca 2011 r. Zarząd szacuje oszczędności z tytułu przeniesienia zakładów do nowej lokalizacji (nowoczesne hale produkcyjne, centralizacji niektórych procesów produkcyjnych) na 2-3 mln zł rocznie (ok. 5% planowanego na 2010 rok zysku netto). Dodatkowo w związku z inwestycją w SSE spółka zwolniona będzie z podatku dochodowego. Zwolnienie dotyczy 50% poniesionych nakładów inwestycyjnych. Pierwszy etap budowy nowej fabryki kosztować może wg naszych szacunków ok. 35 mln zł (grunt + infrastruktura + budynki). Zwolnienie obowiązywałoby do 2020 r. (wówczas wygasają przywileje wynikające z działalności w SSE). Przyjmując, że spółka rozpocznie korzystanie z ulgi podatkowej w 2012 r., to maksymalna roczna wartość zwolnienia wynosi ok. 2 mln zł. Aby w pełni skorzystać z ulgi Apator musiałby w SSE generować dochód brutto wynoszący min. 10 mln zł, z czym nie powinno być problemu (w 2009 r. zysk brutto Apator SA sięgnął 22 mln zł).
5. Do podpisania ostatecznej umowy sprzedaży gruntu w Toruniu dojdzie po wyprowadzeniu się spółki do nowej siedziby i zwolnieniu terenu, a więc w 2011 r. Wówczas Apator mógłby wykorzystać środki ze sprzedaży działki (po podatku ok. 30 mln zł) i wykazać zysk na transakcji.
6. W kolejnym etapie (tj. w 2012 r.) na pozostałych 1,5 ha niewykorzystanego terenu Apator wybuduje kolejną fabrykę (tym razem wodomierze) i przeniesie z Poznania produkcję tego typu urządzeń. W efekcie w Poznaniu zwolniony zostanie grunt w centrum miasta, gdzie teraz mieści się zakład produkcyjny. W Poznaniu pozostanie jedynie część handlowa, serwisowa i montażowa. Zarząd Apatora nie widzi problemu ze znalezieniem wykwalifikowanych pracowników do nowo budowanej fabryki, gdyż w Toruniu do niedawna funkcjonował duży producent wodomierzy – Metron (który zbankrutował). Ich zatrudnienie na warunkach toruńskich powinno przynieść dalsze oszczędności, poza tym koszt postawienia nowej fabryki (ok. 15 mln zł) zwiększy pulę ulgi inwestycyjnej w związku z działalnością w SSE (o kolejne 7,5 mln zł, tj. ok. 1 mln zł rocznie).

Wartość gruntu w Toruniu to ok. 35 mln zł (30 mln zł po podatku, tj. ok. 1,0 zł/akcję), a w Poznaniu ok. 50 mln zł (40 mln zł po podatku, tj. ok. 1,35 zł/akcję). Łączne oszczędności z tytułu wybudowania nowych zakładów i przeniesienia do nich produkcji liczników energii elektrycznej i wodomierzy, jak i centralizacji niektórych procesów (np. jeden zakład tworzyw



sztucznych) można szacować na ok. 5 mln zł rocznie (przy obecnym P/E=10 wartość poczynionych oszczędności to ok. 50 mln zł czyli 1,7 zł/akcję), dodatkowo do końca 2020 r. spółka będzie korzystała z ulgi podatkowej na łączną kwotę ok. 25 mln zł (ok. 0,8 zł/akcję). Po stronie kosztów należy wymienić zakup gruntu i budowę nowych zakładów produkcyjnych (łącznie nie więcej niż 50 mln zł, tj. 1,6 zł/akcję). Jeśli nasze wyliczenia są poprawne, to **dodatkowa wartość dla akcjonariusza Apatora z tytułu opisanych powyżej działań wynosi ponad 3 zł. Nie zostały one uwzględnione w naszych prognozach ani w wycenie firmy. Stanowią opcję, która ma szanse się zrealizować, o ile powyższe działania przyniosą zamierzone efekty.**

Akcje własne

Po transakcji sprzedaży 1 mln akcji w czerwcu br. spółka pośrednio (tj. poprzez Apator Mining) posiada jeszcze 5,6 mln akcji własnych. Ich wartość bilansowa to ok. 1 zł/akcję. Zarząd planował ich wykorzystanie w przypadku dużej akwizycji (część płatności sfinansowana byłaby właśnie tymi akcjami). Ponieważ nie doszło do żadnego spektakularnego przejęcia i nie zapowiada się, aby w najbliższym czasie taka akwizycja miała miejsce, zdecydowano o umorzeniu wszystkich pozostających pod kontrolą Apatora akcji własnych. Dotychczas dużym problemem była ewentualna konieczność zapłacenia podatku w przypadku umorzenia. Biorąc pod uwagę niską cenę nabycia tych papierów, podatek byłby naliczony praktycznie od wartości umarżanych akcji. Jeśli do wyliczeń przyjąć wartość rynkową, podatek od umorzenia 5,6 mln akcji wyniósłby ok. 18 mln zł (0,6 zł/akcję). Powstałby więc znaczący wydatek przy braku jakichkolwiek wpływów. Możliwość rozwiązania kwestii akcji własnych pojawiła się w momencie uzyskania opinii izby skarbowej (na razie toruńskiej, a przypominamy, że akcje Apatora są własnością spółki zależnej Apator Mining z siedzibą w Katowicach) wskazującej na niewystąpienie konieczności zapłaty podatku przy umorzeniu tychże akcji. Zarząd Apatora oczekuje jeszcze na decyzję odpowiedniej izby skarbowej i jeśli potwierdzi ona opinię wydaną w Toruniu (co wydaje się być logiczne), akcje własne zostaną umorzone. W naszych prognozach oraz wycenie przyjmujemy liczbą akcji na poziomie 29,6 mln szt., tj. przy założeniu umorzenia pozostałych walorów.



Rachunek zysków i strat (mln zł)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	IIIQ 09	I-IIIQ 09	IIIQ 10P	I-IIIQ 10P
Przychody netto ze sprzedaży	311,35	356,19	367,56	390,00	440,35	468,97	90,01	266,34	105,00	273,70
zmiana	7,8%	14,4%	3,2%	6,1%	12,9%	6,5%	-12,6%	3,8%	16,7%	2,8%
EBITDA	55,77	70,46	65,12	63,61	79,61	90,25	16,17	47,64	17,90	38,19
zmiana	0,5%	26,3%	-7,6%	-2,3%	25,1%	13,4%	-22,0%	1,6%	10,7%	-19,8%
EBIT	42,82	56,51	50,12	48,24	63,85	74,10	12,34	36,29	14,20	27,16
zmiana	0,1%	32,0%	-11,3%	-3,7%	32,4%	16,0%	-27,8%	-0,8%	15,1%	-25,2%
Zysk netto	34,66	21,33	30,09	50,46	48,73	57,11	9,40	18,70	13,76	34,10
zmiana	-5,2%	-38,5%	41,1%	67,7%	-3,4%	17,2%	-19,6%	-29,4%	46,3%	82,4%
Zysk netto skorygowany	34,66	21,33	30,09	36,69	48,73	57,11	9,40	18,70	13,76	34,10
zmiana	-5,2%	-38,5%	41,1%	21,9%	32,8%	17,2%	-19,6%	-29,4%	46,3%	82,4%
Marża EBITDA	17,9%	19,8%	17,7%	16,3%	18,1%	19,2%	18,0%	17,9%	17,0%	14,0%
Marża EBIT	13,8%	15,9%	13,6%	12,4%	14,5%	15,8%	13,7%	13,6%	13,5%	9,9%
Rentowność netto	11,1%	6,0%	8,2%	12,9%	11,1%	12,2%	10,4%	7,0%	13,1%	12,5%

Źródło: Spółka, DM PKO BP SA

Wybrane pozycje bilansu i CF (mln zł)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Aktywa ogółem	195,61	312,02	297,51	302,63	319,76	329,15
Aktywa trwałe	83,83	158,82	152,83	161,40	160,64	159,86
Aktywa obrotowe	111,78	153,20	144,68	141,24	159,12	169,29
Kapitał własny	154,35	161,24	177,84	210,96	229,42	257,29
Zobowiązania i rezerwy ogółem	41,18	148,37	117,64	89,64	88,31	69,82
Dług netto	-6,58	47,60	48,04	24,12	19,73	-0,51
Kapitał obrotowy	84,03	112,44	109,69	114,79	129,61	138,04
Kapitał zaangażowany	147,78	205,67	223,75	237,42	251,48	259,13
Srodki pieniężne z działalności operacyjnej	33,16	54,75	47,84	60,73	49,67	64,84
Srodki pieniężne z działalności inwestycyjnej	-8,91	-82,11	-18,75	-19,47	-15,00	-15,38
Srodki pieniężne z działalności finansowej	-24,41	37,87	-16,71	-46,37	-33,98	-49,08
Srodki pieniężne na koniec okresu	9,81	20,32	32,70	27,59	28,28	28,67
Dług netto/EBITDA	-0,12	0,68	0,74	0,38	0,25	-0,01
ROE	23,6%	13,5%	17,7%	26,0%	22,1%	23,5%
ROACE	24,2%	25,9%	18,9%	16,9%	21,2%	23,5%

Źródło: Spółka, DM PKO BP SA

Wycena DCF (mln zł)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Prognozy										
EBIT	48	64	74	83	85	88	90	92	94	97
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
NOPLAT	39	52	60	68	69	71	73	75	76	78
Amortyzacja	15	16	16	17	17	17	18	18	19	19
Nakłady inwestycyjne	24	15	15	16	16	17	17	17	18	18
Inwestycje w kapitał obrotowy	5	15	8	9	4	4	4	4	4	4
FCF	25	38	52	59	66	68	70	71	73	75
Kalkulacja WACC										
Dług/(Dług+Kapitał)	13%	11%	3%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	100%
Stopa wolna od ryzyka	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Premia rynkowa	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Koszt długu po opodatkowaniu	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Koszt kapitału	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%
WACC	9,8%	9,9%	10,3%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	5,3%
Wycena										
DFCF	23	31	39	40	41	38	35	33	30	29
Suma DFCF	340									
Zdy skontowana wartość rezydualna	399									
Dług netto	39									
Kapitały mniejszości	2									
Wartość spółki	683									
Liczba akcji (mln sztuk)	29,507									
Wartość 1 akcji 01.01.10 (zł)	23,16									
Wartość 1 akcji 24.10.10 (zł)	25,01									

Źródło: DM PKO BP SA

Wycena porównawcza	Kraj notow.	Ticker	Kapitał. (mln)		P/E			EV/EBITDA		
			EUR	USD	2010	2011	2012	2010	2011	2012
Aplisens	Polska	APN PW	29	40	13,26	11,03	9,34	7,40	5,91	4,98
Sonel	Polska	SON PW	23	32	18,02	14,46	12,45	10,72	8,80	7,58
Emerson Electric	USA	EMR US	29 044	40 615	19,95	16,63	14,41	10,67	9,28	8,41
Honeywell	USA	HON US	25 628	35 838	18,39	15,36	12,48	8,82	7,93	7,05
Schneider Electric	Francja	SU FP	27 752	38 808	15,79	13,34	11,75	9,85	8,58	7,76
Itron (d. Actaris)	USA	ITRI US	1 752	2 450	16,75	14,90	13,43	9,75	8,72	8,22
AVX Corp.	USA	AVX US	1 682	2 352	16,46	10,64	10,85	7,24	5,04	4,44
ESCO Technologies	USA	ESE US	661	925	21,58	18,08	14,65	11,15	9,93	8,65
Vaisala	Finlandia	VAIAS FH	397	555	43,25	19,78	14,73	18,81	9,39	7,53
Badger Meter	USA	BMI US	452	632	22,45	20,26	18,10	12,30	10,88	
Nedap	Holandia	NEDAP NA	139	194	18,81	13,75	12,39	9,87	7,79	7,00
Mediana					18,39	14,90	12,48	9,87	8,72	7,56
Apator	Polska	APT PW	156	217	14,07	10,60	9,04	8,69	6,94	6,13
Premia/(dy skonto) w wyliczeniu rynkowej spółki					-23,5%	-28,9%	-27,5%	-12,0%	-20,4%	-18,9%
Implikowana wartość 1 akcji (zł)					22,86	24,61	24,15	20,05	22,29	21,88

Źródło: Bloomberg, DM PKO BP SA



Telefony kontaktowe

Zespół Analiz i Doradztwa Kapitałowego

Banki	Hanna Kędziora (022) 521 79 43 hanna.kedziora@pkobp.pl
Budownictwo i nieruchomości, hotele	Michał Sztabler (022) 521 79 13 michal.sztabler@pkobp.pl
Przemysł paliwowy, chemiczny, spożywczy	Monika Kalwasińska (022) 521 79 41 monika.kalwasinska@pkobp.pl
E-commerce, analiza techniczna	Przemysław Smoliński (022) 521 79 10 przemyslaw.smolinski2@pkobp.pl

Wydział Klientów Instytucjonalnych

Dariusz Andrzejak	(0-22) 521 91 39 dariusz.andrzejak@pkobp.pl	Piotr Dedecjus	(0-22) 521 91 40 piotr.dedecjus@pkobp.pl
Krzysztof Kubacki	(0-22) 521 82 10 krzysztof.kubacki@pkobp.pl	Magdalena Kupiec	(0-22) 521 91 50 magdalena.kupiec@pkobp.pl
Tomasz Ilczyszyn	(0-22) 521 82 10 tomasz.ilczyszyn@pkobp.pl		

Objaśnienie używanej terminologii fachowej

min (max) 52 tyg - minimum (maksimum) kursu rynkowego akcji w okresie ostatnich 52 tygodni

kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej akcji i liczby akcji

EV - suma kapitalizacji i długu netto spółki

free float (%) - udział liczby akcji ogółem pomniejszonej o 5% pakiety akcji znajdujące się w posiadaniu jednego akcjonariusza i akcje własne należące do spółki, w ogólnej liczbie akcji

śr obrót/msc - średni obrót na miesiąc obliczony jako suma wartości obrotu za ostatnie 12 miesięcy podzielona przez 12

ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych

ROA - stopa zwrotu z aktywów

EBIT - zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

EPS - zysk netto na 1 akcję

DPS - dywidenda na 1 akcję

CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję

P/E - iloraz ceny rynkowej akcji i EPS

P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji i wartości księgowej jednej akcji

EV/EBITDA - iloraz kapitalizacji powiększonej o dług netto spółki oraz EBITDA

marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów netto ze sprzedaży

marża EBITDA - relacja sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży

marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży

rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży

Rekomendacje stosowane przez DM

KUPIJ - uważamy, że akcje spółki posiadają co najmniej 15% potencjał wzrostu

AKUMULUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają potencjał wzrostu nie większy niż 15%

NEUTRALNIE - oczekujemy względnie stabilnych notowań akcji spółki

REDUKUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają potencjał spadku nie większy niż 15%

SPRZEDAJ - uważamy, że akcje spółki posiadają co najmniej 15% potencjał spadku

Rekomendacje wydawane przez DM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane. DM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej i subiektywnej oceny analityków. Częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona. Zastrzeżenie o spekulacyjnym charakterze rekomendacji oznacza, że horyzont inwestycji jest skrócony do 3 miesięcy, a inwestycja jest obciążona podwyższonym ryzykiem.

Stosowane metody wyceny

DM opiera się zasadniczo na trzech metodach wyceny: DCF (model zdyskontowanych przepływów pieniężnych), metoda wskaźnikowa (porównanie wartości podstawowych wskaźników rynkowych z podobnymi wskaźnikami dla innych firm reprezentujących dany sektor) oraz model zdyskontowanych dywidend. Wadą metody DCF oraz modelu zdyskontowanych dywidend jest duża wrażliwość na przyjęte założenia, w szczególności te, które odnoszą się do określenia wartości rezydualnej. Modelem zdyskontowanych dywidend nie można ponadto zastosować w przypadku wyceny spółek nie mających ukształtowanej polityki dywidendowej. Zaletami obydwu wymienionych metod jest ich niezależność w stosunku do bieżących wycen rynkowych porównywalnych spółek. Zaletą metody wskaźnikowej jest z kolei to, że bazuje ona na wymiernej wycenie rynkowej danego sektora. Jej wadą jest zaś ryzyko, że w danej chwili rynek może nie wyceniać prawidłowo porównywalnych spółek.

Powiązania, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzonej rekomendacji

Zgodnie z naszą wiedzą, pomiędzy DM oraz analitykiem sporządzającym niniejszy raport a spółką, nie występują jakiegokolwiek inne powiązania, o których mowa w §9 i 10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów. Inwestor powinien zakładać, że DM ma zamiar złożenia oferty świadczenia usług spółce, której dotyczy raport.

Pozostałe klauzule

Niniejsza publikacja została opracowana przez Dom Maklerski PKO BP S.A. wyłącznie na potrzeby klientów DM i podlega utajnieniu w okresie siedmiu następujących dni po dacie publikacji. Rozpowszechnianie lub powielanie w całości lub w części bez pisemnej zgody DM jest zabronione. Niniejsza publikacja została przygotowana z dochochowaniem należytej staranności, w oparciu o fakty i informacje uznane za wiarygodne (w szczególności sprawozdania finansowe i raporty bieżące spółki), jednak DM nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania publikacji były wszelkie informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez DM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. DM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzają się. DM może świadczyć usługi na rzecz firm, których dotyczy analiza. DM nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej analizie. Podmiotem sprawującym nadzór nad DM w ramach prowadzonej działalności jest Komisja Nadzoru Finansowego.