

Producenci AKPiA

Apator, Neutralnie, cena docelowa 20,4 zł

Aplisens, Kupuj, cena docelowa 10,7 zł

Sonel, Kupuj, cena docelowa 6,1 zł

Stabilny popyt na oferowane wyroby nisko skorelowany z koniunkturą gospodarczą oraz znaczny udział eksportu do krajów WNP to główne atuty Apatora, Aplisensa i Sonela. Z kolei wysoki cash flow operacyjny i dobra sytuacja finansowa (gotówka netto, ewentualnie aktywa na sprzedaż) pozwalają oczekiwać strumienia dywidend w następnych latach.

Wszystkie trzy wymienione w raporcie spółki operują na szeroko rozumianym rynku AKPiA (aparatury kontrolno-pomiarowej i automatyki), jednak niszowy charakter działalności powoduje, że nie są konkurentami wobec siebie.

Spółki preferują rozwój organiczny wsparty akwizycjami. Nacisk został położony przede wszystkim na wzrost eksportu. Plany finansowe (Apator i Aplisens upubliczniły swoje strategie) są naszym zdaniem dość agresywne, szczególnie w obliczu pogarszającej się koniunktury na rynku. Niemniej jednak w raporcie wskazujemy na pewne aspekty działania analizowanych spółek, które mogą im sprzyjać w trudniejszym dla branży okresie.

Rynkowe wyceny analizowanych spółek są naszym zdaniem atrakcyjne, szczególnie w odniesieniu do zagranicznych przedstawicieli branży AKPiA. Dlatego też wydajemy rekomendację KUPUJ dla Sonela (cena docelowa 6,1 zł, potencjał wzrostu względem bieżącego kursu +45%), NEUTRALNIE dla Apatora (cena docelowa 20,4 zł, potencjał wzrostu +20%) oraz podtrzymujemy KUPUJ dla Aplisensa (cena docelowa 10,7 zł, potencjał wzrostu +60%). Przy określeniu ceny docelowej bazowaliśmy na modelu DCF oraz wycenie porównawczej.

APATOR skonsolidowane dane finansowe

| m zł | 2008 | 2009 | 2010 | 2011P | 2012P | 2013P |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody | 356,2 | 367,6 | 409,2 | 517,5 | 557,7 | 587,9 |
| EBITDA | 70,5 | 65,3 | 60,0 | 83,1 | 93,0 | 104,1 |
| Zysk netto | 21,3 | 30,1 | 47,1 | 49,7 | 54,4 | 63,0 |
| P/E* | 22,9 | 16,2 | 10,6 | 10,1 | 9,2 | 8,0 |
| EV/EBITDA* | 7,6 | 8,2 | 8,9 | 6,4 | 5,7 | 5,1 |
| DY* | 2,5% | 3,6% | 4,2% | 5,0% | 5,4% | 6,3% |

* wskaźniki liczone dla liczby akcji skorygowanej o akcje własne

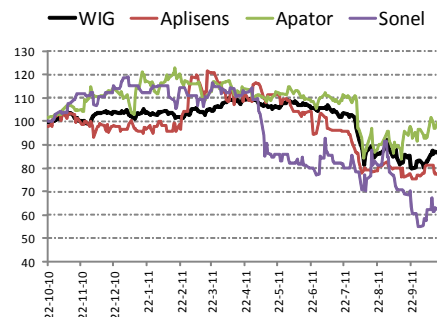
APLISENS skonsolidowane dane finansowe

| m zł | 2008 | 2009 | 2010 | 2011P | 2012P | 2013P |
|------------|------|------|------|-------|-------|-------|
| Przychody | 45,2 | 45,2 | 59,8 | 68,2 | 76,7 | 85,4 |
| EBITDA | 12,6 | 11,1 | 14,9 | 17,0 | 19,2 | 21,3 |
| Zysk netto | 8,5 | 7,0 | 9,7 | 11,1 | 12,4 | 12,4 |
| P/E | 7,9 | 12,0 | 8,8 | 7,7 | 7,0 | 7,0 |
| EV/EBITDA | 5,1 | 5,8 | 4,3 | 3,9 | 3,4 | 3,1 |
| DY | 0,0% | 0,0% | 5,7% | 0,0% | 0,0% | 7,1% |

SONEL skonsolidowane dane finansowe

| m zł | 2008 | 2009 | 2010 | 2011P | 2012P | 2013P |
|------------|------|------|------|-------|-------|-------|
| Przychody | 29,0 | 27,8 | 36,0 | 44,1 | 49,7 | 54,3 |
| EBITDA | 8,0 | 6,4 | 8,6 | 10,1 | 12,0 | 13,4 |
| Zysk netto | 4,1 | 3,1 | 4,6 | 5,4 | 6,6 | 7,2 |
| P/E | 14,1 | 18,7 | 12,6 | 11,0 | 9,0 | 8,2 |
| EV/EBITDA | 6,4 | 7,3 | 6,0 | 5,6 | 4,7 | 4,2 |
| DY | 0,0% | 2,7% | 7,8% | 9,1% | 11,2% | 12,3% |

Źródło: spółki, P - prognozy Trigon DM



APATOR podstawowe dane

| | | |
|----------------------|---------------|----------------|
| Ticker | APT | |
| Kurs (zł) | 17,00 | |
| Kapitalizacja (m zł) | 597 | |
| Free float | 62% | |
| akcjonariat | % kap. | % głos. |
| Apator-Mining | 16,0 | 9,6 |
| Lewicki Mariusz | 5,8 | 9,4 |
| Sosgórnik Tadeusz | 5,4 | 8,4 |
| Guzowska Danuta | 4,3 | 7,5 |
| Jaworski Zbigniew | 3,8 | 6,2 |
| Marzygliński Janusz | 3,0 | 6,0 |

APLISENS podstawowe dane

| | | |
|-----------------------|---------------|----------------|
| Ticker | APN | |
| Kurs (zł) | 6,70 | |
| Kapitalizacja (m zł) | 85 | |
| Free float | 26% | |
| akcjonariat | % kap. | % głos. |
| Adam Żurawski | 17,1 | 17,1 |
| Janusz Szewczyk | 14,9 | 14,9 |
| Mirosław Dawidonis | 12,9 | 12,9 |
| Piotr Zubkow | 10,1 | 10,1 |
| Mirosław Karczmarczyk | 10,0 | 10,0 |
| Andrzej Kobiąka | 9,4 | 9,4 |

SONEL podstawowe dane

| | | |
|-------------------------|---------------|----------------|
| Ticker | SON | |
| Kurs (zł) | 4,24 | |
| Kapitalizacja (m zł) | 59 | |
| Free float | 30% | |
| akcjonariat | % kap. | % głos. |
| Krzysztof Wieczorkowski | 21,8 | 21,8 |
| Krzysztof Folta | 21,1 | 21,1 |
| Mirosław Nowakowski | 8,2 | 8,2 |
| Tadeusz Solkiewicz | 7,2 | 7,2 |
| Jan Walulik | 6,7 | 6,7 |
| PKO TFI | 5,1 | 5,1 |

POPRIEDNIE REKOMENDACJE

| | | |
|------------|------------|-------------|
| APN: Kupuj | 01-03-2011 | TP: 12,5 zł |
| APN: Kupuj | 29-04-2011 | TP: 13,0 zł |

ANALITYK

Michał Sztabler
 (48 22) 330-11-13
 m.sztabler@trigon.pl

Podsumowanie i wycena

Główne atuty wymienionych w raporcie firm z branży AKPiA to:

1. Wysoki cash flow operacyjny będący wynikiem dużej zyskowności prowadzonego biznesu.
2. Niska podatność na skutki kryzysu związana z:
 - niskowym charakterem prowadzonej działalności,
 - stabilnym popytem na oferowane wyroby, wspieranym dodatkowo dużymi programami inwestycyjnymi klientów,
 - znacznym udziałem eksportu, szczególnie do krajów WNP.
3. Polityka dywidendy

Dodatkowo porównaliśmy trzy podmioty uwzględniając ich:

4. Plany inwestycyjne przy posiadanych płynnych aktywach finansowych netto (gotówka, akcje do zbycia, nieruchomości do zbycia, skorygowane o zadłużenia odsetkowe)
5. Wskaźniki rynkowe: P/E, EV/EBITDA
6. Płynność akcji na GPW (jako wartość free floatu).

W zależności od preferencji inwestora nasze typy inwestycyjne byłyby różne:

- A. Obawiając się pogorszenia koniunktury na rynku krajowym oraz w krajach Europy Zachodniej należy inwestować w **spółki z dużą ekspozycją na rynki wschodnie**. Wszystkie z ww. firm mają duży udział eksportu do krajów WNP, ale liderem pod tym względem jest **Aplisens** (22%).
- B. Dla inwestora ceniącego bezpieczeństwo biznesu w postaci **posiadanych zasobów gotówkowych** najlepsza propozycją byłby **Aplisens**, który wciąż dysponuje wysoką nadwyżką finansową (ok. 1,7 zł/akcję na koniec H1'11 tj. ok. 23% bieżącej kapitalizacji).
- C. Inwestor liczący na **wypłatę wysokiej dywidendy** powinien postawić na **Sonela**, który nie posiada zadłużenia, program inwestycyjny praktycznie jest na ukończeniu, a prognozowany CF operacyjny wysoki (w latach 2011-13 średni DY=11,5%).
- D. Pod względem wyceny najatrakcyjniejszą inwestycją jest **Aplisens**, który notowany jest przy **relatywnie najniższych wskaźnikach P/E** (8,1x na 2011 r.) **oraz EV/EBITDA** (4,1x na 2011 r.).
- E. Nie bez znaczenia jest **płynność akcji na rynku giełdowym** (liczony jako wartość free floatu), a tu wyraźnie wskazujemy na **Apatora** (62% kapitału, tj. ok. 370 mln zł).

Można zastosować także podejście kompleksowe i na podstawie łącznie wszystkich powyższych kryteriów wybrać jeden podmiot, który możliwie najbliższy byłby inwestycji idealnej. Zdecydowaliśmy się każdemu z powyższych czynników nadać taką samą wagę i na tej podstawie oceniliśmy względną (tj. w obrębie analizowanej grupy firm) atrakcyjność każdej spółki. Zakres oceny to 0-100 pkt., przy czym medianie przyporządkowane jest zawsze 50 pkt.

| | | Apator | Aplisens | Sonel |
|-------------------------------|--|---------------|-----------------|--------------|
| udział eksportu do WNP | % | 25 | 100 | 50 |
| inwestycje i cash | CAPEX 2011-13 minus cash na 31.12.2010 | 50 | 23 | 100 |
| dywidenda | średni DY 2011-2013 | 50 | 19 | 100 |
| P/E | średnie P/E 2011-2013 | 50 | 100 | 41 |
| EV/EBITDA | średnie EV/EBITDA 2011-2013 | 18 | 100 | 50 |
| free float | wartość free floatu | 100 | 50 | 49 |
| PODSUMOWANIE | | 293 | 392 | 390 |

Źródło: Apator, Aplisens, Sonel, Trigon DM

Najwyższą ocenę uzyskał Aplisens, głównie w związku z dużą ekspozycją na rynki eksportowe (szczególnie WNP) oraz relatywnie najniższą wyceną wskaźnikową. Wysoką notę dostał także Sonel, co zawdzięcza przede wszystkim naszym oczekiwaniom związanym z wypłatą dywidendy w najbliższych latach oraz dobrej relacji cash/inwestycje. Niewątpliwym atutem Apatora jest duży free float oraz stabilna polityka dywidendowa. Spółka jest jednak w trakcie programu inwestycyjnego, poza tym wycena rynkowa (szczególnie wskaźniki oparte na długu, gdyż jako jedyna posiada dług netto) nie jest aż tak atrakcyjna jak w przypadku Aplisensa.

W dalszej części raportu przedstawiliśmy nasze założenia oraz prognozy dla Apatora, Aplisensa oraz Sonela. Obecnie wyżej wyceniane są Sonel (co można tłumaczyć wysokimi oczekiwaniami dotyczącymi przyszłych dywidend) oraz Apator (premia za płynność). Relatywnie niższe wskaźniki ma Aplisens (dyskonto za płynność oraz niższe prawdopodobieństwo wypłat z zysku na skutek realizowanego programu inwestycyjnego). Z kolei porównanie wskaźników rynkowych analizowanych w tym raporcie spółek z zagranicznymi przedstawicielami branży AKPiA wskazuje na duże dyskonto.

| | kapitalizacja (m EUR) | P/E | | | EV/EBITDA | | |
|--------------------|--------------------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|
| | | 2011 | 2012 | 2013 | 2011 | 2012 | 2013 |
| HONEYWELL | 27 535 | 12,3 | 11,0 | 9,9 | 7,1 | 6,5 | 6,4 |
| EMERSON ELECTRIC | 25 137 | 14,3 | 12,7 | 11,2 | 7,9 | 7,5 | 6,9 |
| SCHNEIDER ELECTRIC | 22 503 | 11,0 | 10,6 | 9,6 | 7,4 | 7,1 | 6,6 |
| DANAHER (FLUKE) | 22 574 | 16,0 | 13,8 | 12,3 | 10,8 | 9,1 | 7,8 |
| YOKOGAWA ELECTRIC | 1 814 | | 26,4 | 15,6 | 8,9 | 7,8 | 6,3 |
| AVX CORP | 1 518 | 8,8 | 9,3 | 10,4 | 3,5 | 3,7 | 3,9 |
| ELSTER | 1 210 | 13,0 | 11,4 | 10,1 | 8,1 | 7,1 | 6,7 |
| ITRON | 919 | 7,2 | 7,7 | 7,7 | 5,1 | 5,1 | 5,1 |
| ESCO TECHNOLOGIES | 545 | 14,4 | 12,4 | 10,5 | 7,7 | 7,0 | 6,3 |
| BADGER METER | 303 | 18,9 | 17,3 | 16,8 | 9,9 | 8,9 | 8,9 |
| VAISALA | 301 | 18,7 | 14,4 | 12,4 | 7,6 | 6,5 | 5,8 |
| NEDAP | 134 | 13,0 | 10,6 | | 8,3 | 7,1 | |
| Mediana | | 13,0 | 11,9 | 10,5 | 7,8 | 7,1 | 6,4 |
| Apator* | | 9,9 | 9,1 | 7,8 | 6,4 | 5,7 | 5,1 |
| premia/dyskonto | | -24% | -24% | -26% | -18% | -19% | -20% |
| Aplisens | | 7,8 | 7,1 | 7,1 | 3,9 | 3,4 | 3,1 |
| premia/dyskonto | | -40% | -40% | -32% | -50% | -52% | -52% |
| Sonel | | 10,8 | 8,8 | 8,0 | 5,6 | 5,6 | 5,6 |
| premia/dyskonto | | -17% | -26% | -24% | -28% | -21% | -12% |

* wskaźniki rynkowe liczone na skorygowanej liczbie akcji

Źródło: Bloomberg, Trigon DM

Apator

Wycenę wartości 1 akcji Apatora przygotowaliśmy w oparciu o długoterminowy model DCF oraz porównanie do spółek z segmentu AKPiA notowanych na GPW (Sonel, Aplisens) i innych rynkach. Zdecydowanie najbliższy Apatorowi jest Itron (d. Actaris), jednak do wyceny wykorzystaliśmy wskaźniki wszystkich wymienionych powyżej podmiotów. Cenę docelową ustaliliśmy na poziomie 20,4 zł. Rekomendacja NEUTRALNIE.

| WYCENA DCF | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|-------------------------------------|-------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| EBIT | 68 | 75 | 86 | 88 | 90 | 93 | 95 | 97 | 100 | 102 |
| Stopa podatkowa | 19% | 19% | 19% | 19% | 19% | 19% | 19% | 19% | 19% | 19% |
| NOPLAT | 55 | 61 | 70 | 71 | 73 | 75 | 77 | 79 | 81 | 83 |
| Amortyzacja | 16 | 18 | 18 | 19 | 19 | 14 | 15 | 16 | 17 | 18 |
| Nakłady inwestycyjne | 49 | 30 | 20 | 20 | 16 | 16 | 17 | 17 | 17 | 18 |
| Inwestycje w kapitał obrotowy | 27 | 12 | 12 | 3 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| FCF | -5 | 37 | 56 | 67 | 72 | 68 | 70 | 72 | 75 | 77 |
| Dług/(Dług+Kapitał) (%) | 24 | 21 | 14 | 6 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Stopa wolna od ryzyka (%) | 5,7 | 5,7 | 5,7 | 5,7 | 5,7 | 5,7 | 5,7 | 5,7 | 5,7 | 5,7 |
| 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 podatku (%) | 5,4 | 5,4 | 5,4 | 5,4 | 5,4 | 5,4 | 5,4 | 5,4 | 5,4 | 5,4 |
| Koszt kapitału (%) | 10,7 | 10,7 | 10,7 | 10,7 | 10,7 | 10,7 | 10,7 | 10,7 | 10,7 | 10,7 |
| WACC (%) | 9,4 | 9,6 | 9,9 | 10,4 | 10,7 | 10,7 | 10,7 | 10,7 | 10,7 | 10,7 |
| Wartość bieżąca FCF | -5 | 31 | 42 | 46 | 45 | 37 | 36 | 33 | 31 | 29 |
| Suma DFCF | 325 | | | | | | | | | |
| Realna stopa wzrostu FCF po '20 | 0,5% | | | | | | | | | |
| Zdyskontowana wartość rezydualna | 387 | | | | | | | | | |
| Dług netto + wypłacona dywidenda | 65 | | | | | | | | | |
| Pozostałe aktywa nieoperacyjne | 30 | | | | | | | | | |
| Kapitały mniejszości | 3 | | | | | | | | | |
| Wartość spółki | 673 | | | | | | | | | |
| Liczba akcji (m szt.) | 29,5 | | | | | | | | | |
| Wartość 1 akcji 01.01.2011 (zł) | 22,8 | | | | | | | | | |
| Wartość 1 akcji na dziś (zł) | 24,6 | | | | | | | | | |

Źródło: Trigon DM

Analogicznie w oparciu o model DCF oraz porównanie do spółek - producentów AKPiA (krajowych i zagranicznych) dokonaliśmy wyceny Aplisensa i Sonela. Spółkami o zbliżonym do Aplisensa profilu działalności są przede wszystkim Emerson, Honeywell i Yokogawa, z kolei dla Sonela to Danaher (marka Fluke), jednak do wyceny, podobnie jak przy Aparatorze, wykorzystaliśmy wskaźniki wszystkich wymienionych powyżej podmiotów. Cenę docelową dla Sonela ustaliliśmy na 6,1 zł, rekomendacja KUPUJ. W przypadku Aplisensa obniżyliśmy cenę docelową względem naszej poprzedniej rekomendacji do 10,7 zł (efekt nieco niższych prognoz oraz spadku wskaźników dla spółek porównywalnych), podtrzymujemy rekomendację KUPUJ.

Aplisens

| WYCENA DCF | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|-------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| EBIT | 13 | 15 | 16 | 18 | 20 | 21 | 21 | 21 | 22 | 22 |
| Stopa podatkowa | 21% | 19% | 19% | 19% | 19% | 19% | 19% | 19% | 19% | 19% |
| NOPLAT | 11 | 12 | 13 | 14 | 16 | 17 | 17 | 17 | 18 | 18 |
| Amortyzacja | 4 | 4 | 6 | 6 | 5 | 5 | 6 | 6 | 6 | 7 |
| Nakłady inw estycyjne | 12 | 25 | 18 | 5 | 5 | 5 | 5 | 6 | 6 | 6 |
| Inw estycje w kapitał obrotowy | 8 | 4 | 3 | 5 | 4 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| FCF | -5 | -13 | -2 | 10 | 13 | 16 | 16 | 16 | 17 | 17 |
| Dług/(Dług+Kapitał) (%) | 0 | 6 | 8 | 4 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Stopa w olna od ryzyka (%) | 5,7 | 5,7 | 5,7 | 5,7 | 5,7 | 5,7 | 5,7 | 5,7 | 5,7 | 5,7 |
| 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 podatku (%) | 5,3 | 5,4 | 5,4 | 5,4 | 5,4 | 5,4 | 5,4 | 5,4 | 5,4 | 5,4 |
| Koszt kapitału (%) | 10,7 | 10,7 | 10,7 | 10,7 | 10,7 | 10,7 | 10,7 | 10,7 | 10,7 | 10,7 |
| WACC (%) | 10,7 | 10,4 | 10,3 | 10,5 | 10,7 | 10,7 | 10,7 | 10,7 | 10,7 | 10,7 |
| Wartość bieżąca FCF | -5 | -11 | -2 | 7 | 8 | 9 | 8 | 7 | 7 | 6 |
| Suma DFCF | 34 | | | | | | | | | |
| Realna stopa w zrostu FCF po '20 | 0,5% | | | | | | | | | |
| Zdyskontowana wartość rezydualna | 82 | | | | | | | | | |
| Dług netto + wypłacona dywidenda | -19 | | | | | | | | | |
| Pozostałe aktywa nieoperacyjne | | | | | | | | | | |
| Kapitały mniejszości | 1 | | | | | | | | | |
| Wartość spółki | 134 | | | | | | | | | |
| Liczba akcji (m szt.) | 12,8 | | | | | | | | | |
| Wartość 1 akcji 01.01.2011 (zł) | 10,4 | | | | | | | | | |
| Wartość 1 akcji na dziś (zł) | 11,4 | | | | | | | | | |

Źródło: Trigon DM

Sonel

| WYCENA DCF | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|-------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| EBIT | 5 | 6 | 7 | 8 | 8 | 8 | 8 | 9 | 12 | 13 |
| Stopa podatkowa | 3% | 3% | 3% | 3% | 3% | 3% | 12% | 19% | 19% | 19% |
| NOPLAT | 5 | 6 | 7 | 8 | 8 | 8 | 7 | 8 | 9 | 10 |
| Amortyzacja | 5 | 6 | 6 | 7 | 7 | 8 | 8 | 7 | 5 | 5 |
| Nakłady inw estycyjne | 6 | 6 | 3 | 4 | 4 | 6 | 6 | 6 | 4 | 4 |
| Inw estycje w kapitał obrotowy | 1 | 2 | 2 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| FCF | 3 | 4 | 8 | 10 | 11 | 9 | 9 | 8 | 10 | 10 |
| Dług/(Dług+Kapitał) (%) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Stopa w olna od ryzyka (%) | 5,7 | 5,7 | 5,7 | 5,7 | 5,7 | 5,7 | 5,7 | 5,7 | 5,7 | 5,7 |
| 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 podatku (%) | 6,5 | 6,5 | 6,5 | 6,5 | 6,5 | 6,5 | 5,9 | 5,4 | 5,4 | 5,4 |
| Koszt kapitału (%) | 10,7 | 10,7 | 10,7 | 10,7 | 10,7 | 10,7 | 10,7 | 10,7 | 10,7 | 10,7 |
| WACC (%) | 10,7 | 10,7 | 10,7 | 10,7 | 10,7 | 10,7 | 10,7 | 10,7 | 10,7 | 10,7 |
| Wartość bieżąca FCF | 3 | 4 | 6 | 7 | 6 | 5 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| Suma DFCF | 46 | | | | | | | | | |
| Realna stopa w zrostu FCF po '20 | 0,5% | | | | | | | | | |
| Zdyskontowana wartość rezydualna | 50 | | | | | | | | | |
| Dług netto + wypłacona dywidenda | -2 | | | | | | | | | |
| Pozostałe aktywa nieoperacyjne | | | | | | | | | | |
| Kapitały mniejszości | | | | | | | | | | |
| Wartość spółki | | | | | | | | | | |
| Liczba akcji (m szt.) | 13,9 | | | | | | | | | |
| Wartość 1 akcji 01.01.2011 (zł) | 7,1 | | | | | | | | | |
| Wartość 1 akcji na dziś (zł) | 7,7 | | | | | | | | | |

Źródło: Trigon DM

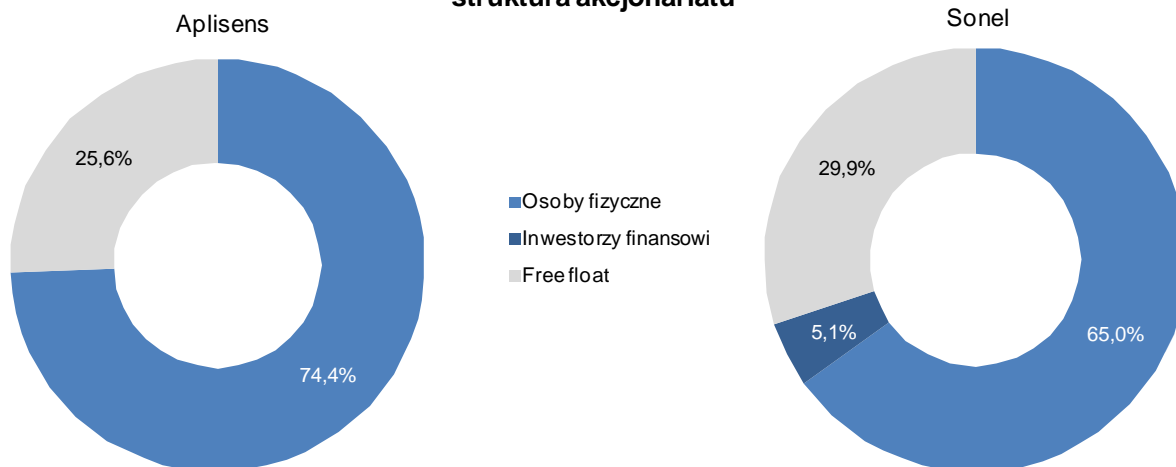
Charakterystyka spółek i perspektywy rozwoju

Struktura akcjonariatu

Najbardziej rozproszony akcjonariat i wysoki free float ma Apator. W przypadku pozostałych dwóch spółek dominującą pozycję zajmują założyciele firmy.

Zarówno Aplisens jak i Sonel mają skoncentrowany akcjonariat, osoby fizyczne (założyciele obu firm) kontrolują odpowiednio 74% oraz 65% kapitału i głosów na WZA. Akcjonariusz finansowy (powyżej 5% głosów) pojawił się jedynie w Sonelu (PKO TFI z 5,1-proc. udziałem), a free float w obu firmach to 25-30%.

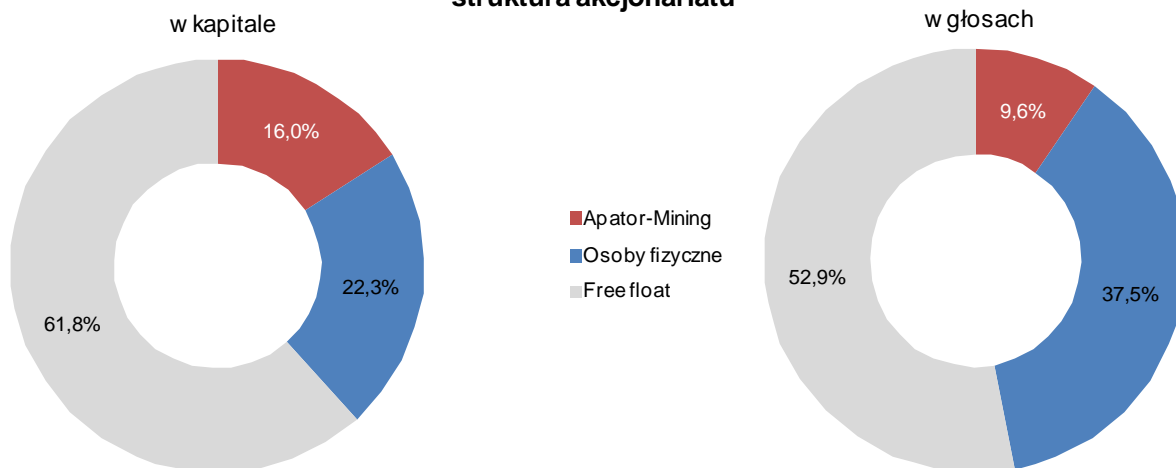
Aplisens i Sonel struktura akcjonariatu



Źródło: Aplisens, Sonel, Trigon DM

Większy udział inwestorów giełdowych ma Apator (free float wynosi 62%). W przypadku firmy z Torunia ok. 16% (5,5 mln walorów) jest w posiadaniu spółki zależnej Apator Mining, akcje te prawdopodobnie zostaną przeznaczane do umorzenia. Z tego powodu przy liczeniu wskaźników rynkowych i innych przeliczeniach na 1 akcję korygujemy łączną liczbę akcji o posiadane akcje własne.

Apator struktura akcjonariatu



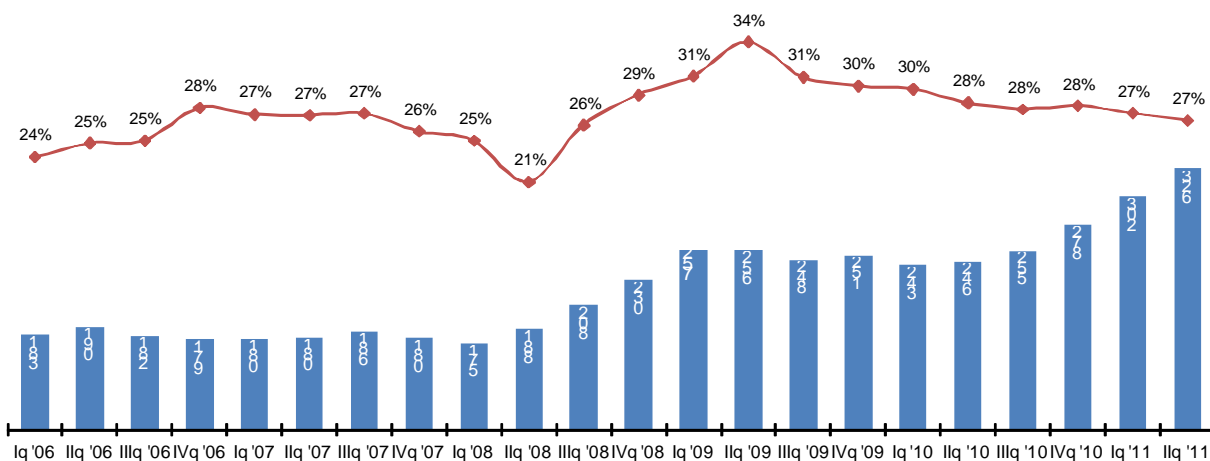
Źródło: Apator, Trigon DM

Zakres działalności

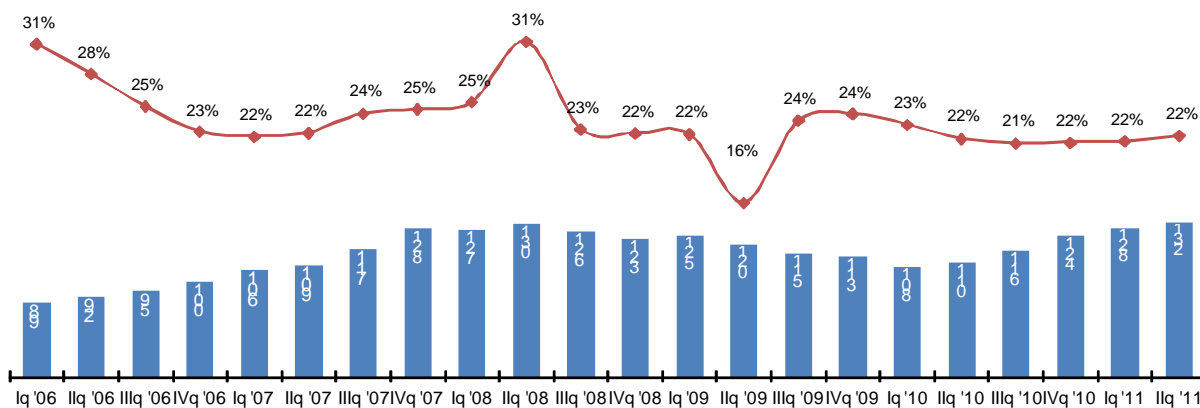
Wszystkie trzy wymienione w raporcie spółki operują na szeroko rozumianym rynku AKPiA (aparatury kontrolno-pomiarowej i automatyki), jednak niszowy charakter działalności powoduje, że nie są konkurentami wobec siebie.

Aparator wytwarza przede wszystkim liczniki do pomiaru mediów (energia, woda, ciepło, gaz) oraz kompletne systemy pomiarowe (urządzenie + infrastruktura teleinformatyczna). Drugim segmentem działalności jest produkcja aparatury łącznikowej i rozdzielczo-sterowniczej. Klientami Apatora w zakresie urządzeń pomiarowych są dostawcy mediów (liczniki energii i gazu) oraz użytkownicy końcowi – spółdzielnie, deweloperzy, osoby prywatne (liczniki ciepła i wody). Sprzedaż do dużych firm (zakłady energetyczne, gazownie) realizowane jest w formie przetargu. Z kolei mniejsi odbiorcy (rynek ciepła i wody) nabywają produkty spółki za pośrednictwem sieci hurtowni. W przypadku segmentu łącznikowego Apator współpracuje głównie z dużymi podmiotami (m.in. zakłady energetyczne, kopalnie, zakłady przemysłowe), do których sprzedaż ma charakter bezpośredni oraz z dystrybutorami, wśród których najważniejsze są hurtownie elektryczne i instalacyjne (wod.-kan.). W wyniku przeprowadzonych w ostatnich kilku latach akwizycji udział segmentu pomiarowego wzrósł z 57% w 2007 r. do 72% w H1'2011. Wyższą rentownością charakteryzuje się produkcja liczników, choć marże w tym obszarze systematycznie spadają. Segment łącznikowy ma stabilną marżę.

Segment pomiarowy - przychody i marże narastająco za 4 kwartały



Segment łącznikowy - przychody i marże narastająco za 4 kwartały



Źródło: Apator, Trigon DM

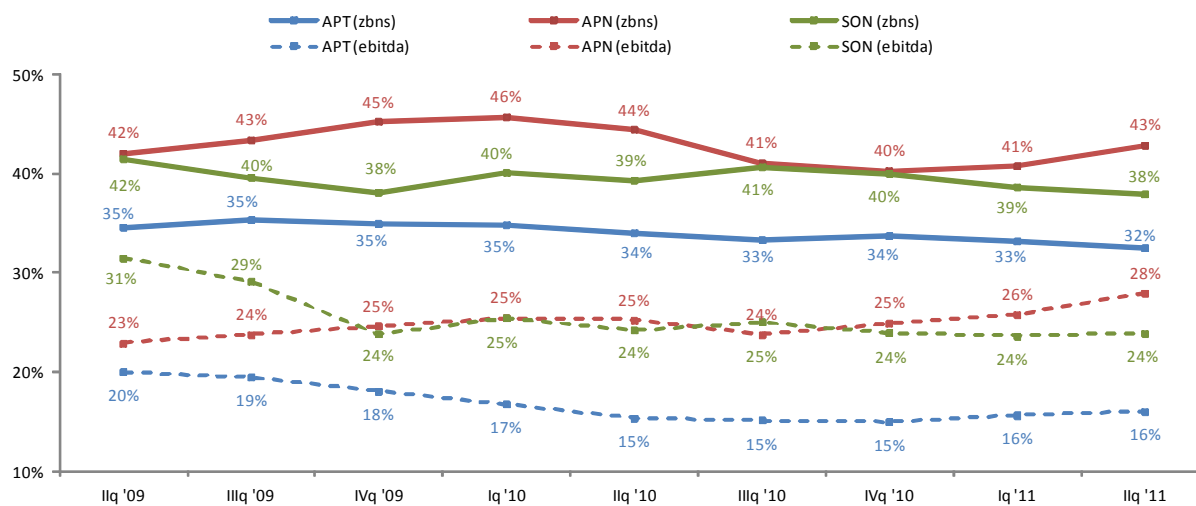
Aplisens jest producentem przemysłowej aparatury kontrolno-pomiarowej i elementów automatyki, jak np. urządzeń do pomiaru ciśnienia i temperatury, zaworów czy sond pomiaru poziomu paliwa. Wszystkie zaawansowane technologicznie komponenty do urządzeń (poza elementami elektronicznymi i krzemowymi czujnikami ciśnienia) wytwarzane są w obrębie grupy kapitałowej. Oferowane przez Aplisens urządzenia znajdują zastosowa-

nie w wielu gałęziach przemysłu takich jak: energetyka (ok. 25% sprzedaży firmy), gospodarka wodna (ok. 13%), przemysł chemiczny, petrochemiczny i gazowy (łącznie ok. 11%), spożywczy, farmaceutyczny, papierniczy. Generalnie przy zbiornikach lub instalacjach przemysłowych do przesyłu cieczy i gazu. Głównym klientem Aplisensa są firmy instalacyjno-montażowe lub służby utrzymania ruchu w jednostkach przemysłowych. Znaczna część sprzedaży (ok. 30%) kierowana jest do firm handlowych oraz inżynierskich, dlatego trudno w tym przypadku precyzyjnie zdefiniować odbiorcę końcowego.

Podstawowym przedmiotem działalności **Sonela** jest produkcja elektronicznych przyrządów pomiarowych dla elektroenergetyki i telekomunikacji. Odbiorcami wyrobów spółki są przede wszystkim firmy instalacyjne oraz służby utrzymania ruchu w obiektach przemysłowych. Głównym kanałem sprzedaży są pośrednicy (hurtownie). Spółka świadczy również usługi montażu przemysłowego, jednak działalność ta nie stanowi core-biznesu Sonela i prowadzona jest w celu optymalnego wykorzystania mocy produkcyjnych.

Wspólną cechą tych firm jest wysoki poziom własnej myśli technicznej pozwalający generować wysokie marże na sprzedaży (APT ok. 32-35%, APN ok. 40-45%, a SON ok. 35-40%). Należy przy tym zwrócić uwagę, iż tendencje obserwowane w ostatnim okresie na poziomie marż zaburzone były pewnymi zdarzeniami: wzrost amortyzacji w wyniku dużych inwestycji (Sonel) czy zmiana kanału dystrybucji produktów (Aplisens). Szerzej o tych czynnikach piszemy w dalszej części raportu.

Rentowność zysku brutto na sprzedaży oraz rentowność EBITDA (4 kw. narastająco)



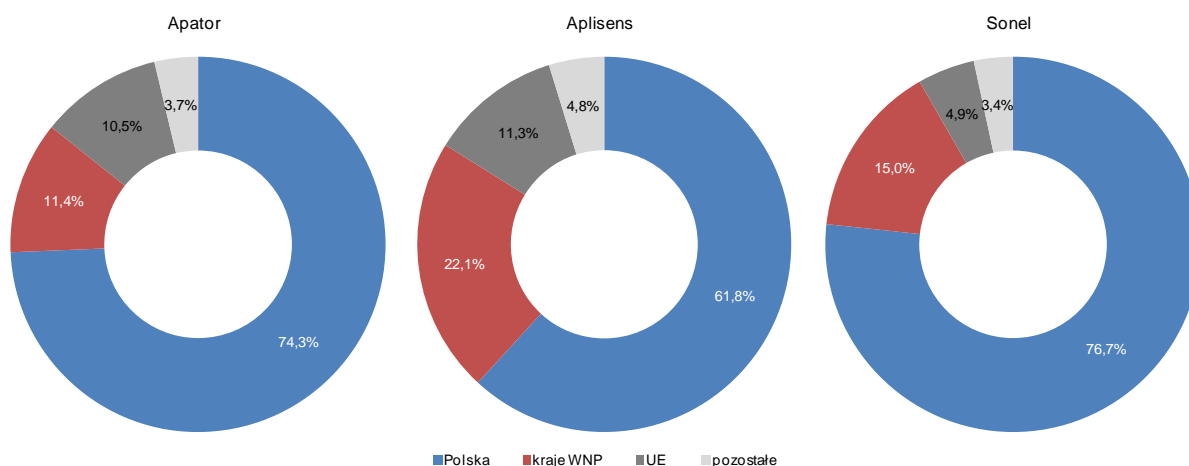
Źródło: Apator, Aplisens, Sopnel, Trigon DM

Rynki

Rosnąca sprzedaż eksportowa ogranicza ryzyko załamania wyników w efekcie pogorszenia perspektyw na jednym rynku. Z kolei wysoki udział eksportu do krajów WNP pozwala korzystać na koniunkturze w tym regionie i w mniejszym stopniu odczuwać skutki kryzysu w UE.

Z uwagi na wysoki udział w rynku krajowym możliwość dalszego dynamicznego zwiększania przychodów jest ograniczona i w praktyce sprowadza się do poszerzania oferty o nowe produkty i wchodzenia z nimi na nowe rynki. Dlatego też wszystkie ww. spółki prowadzą bardzo aktywną politykę handlową na rynkach zagranicznych. **Udział eksportu waha się od ok. 25% (APT, SON) do prawie 40% (APN).** Najbardziej zdywersyfikowaną sprzedaż eksportową ma Apator, który wysyła swoje produkty do 23 krajów, a udział największego rynku (Rosja) to ok. 30% eksportu.

W tym miejscu należy wspomnieć o **modelu dystrybucji wyrobów na rynku WNP stosowanym przez Aplisens**. Przy sprzedaży eksportowej w tamtym kierunku spółka współpracuje z zewnętrzną firmą logistyczną: w pierwszym etapie Aplisens SA sprzedaje produkt do firmy logistycznej (wykazując wynik na sprzedaży), następnie firma ta odsprzedaje ten sam towar spółce handlowej należącej do grupy Aplisens i w ostatnim etapie spółka handlowa sprzedaje towar klientowi końcowemu na danym rynku (również wykazując na tym wynik). W ten sposób prowadzona jest sprzedaż na Białoruś oraz ok. 50% sprzedaży do Rosji. Pozostałe kierunki eksportowe obsługiwane są w tradycyjny sposób. W wyniku tak rozliczanego eksportu przychody skonsolidowane są sztucznie podnoszone (udział dystrybucji tym kanałem szacujemy na 10-15%, wyjątkiem był rok 2008 – wówczas udział firm spedycyjnych wzrósł do 17%), jednak nie ma to istotnego przełożenia na generowane zyski. Pośrednicy wynagradzani są w systemie prowizyjnym, a koszty z tego tytułu tylko nieznacznie przekraczają koszty logistyczne (które i tak musiałaby ponieść spółka eksportując towary na tamte rynki). Zarząd wskazuje, że przyjęty model sprawdza się przy eksporcie do krajów WNP i nie zamierza z niego rezygnować. W celu dokładniejszego zaprezentowania struktury sprzedaży, w poniższym zestawieniu skorygowaliśmy dane Aplisensa o sprzedaż do spółki logistycznej (9m zł).

Struktura sprzedaży


Źródło: Apator, Aplisens, Sonel, Trigon DM

Zarządy zwracają przede wszystkim uwagę na bardzo dobrą koniunkturę na rynkach wschodnich. Choć polskie spółki konkurują tam ze wszystkimi graczami globalnymi, to jednak ich pozycja jest wyjątkowo silna, a sprzedaż w tym kierunku dynamicznie rośnie. Dodatkowo rentowności uzyskiwane na eksporcie na rynki WNP (szczególnie do Rosji) są wysokie, zbliżone do generowanych w kraju (mimo że sprzedaż krajowa jest wsparta często usługami, własnymi serwisem itp. co pozwala osiągać generalnie lepsze wyniki). Korzystne warunki na wschodzie (Rosja, Kazachstan) to przede wszystkim efekt wysokich cen surowców (ropa, gaz), które pozwalają tamtym rynkom dynamicznie się rozwijać i generują popyt na urządzenia oferowane przez polskie firmy z segmentu AKPiA. Dopóki cena ropy utrzymuje się na poziomie powyżej 80 USD/baryłkę na rynku rosyjskim trwa koniunktura, a niektóre spółki mają zapewniony zbył dla swoich produktów (np. Aplisens, który oferuje m.in. sondy wykorzystywane przy produkcji urządzeń wiertniczych). Wysoki poziom sprzedaży w kierunku wschodnim ogranicza również ryzyko spadku przychodów w sytuacji pogarszających się perspektyw krajów UE.

Pozycja konkurencyjna

Na rynku krajowym spółki są liderami lub posiadają silną pozycję w produkowanym asortymencie. Głównymi konkurentami są spółki zagraniczne, często międzynarodowe korporacje.

Kolejną wspólną cechą analizowanych podmiotów jest ich wysoki udział w rynku krajowym. Apator nie liderem na rynku liczników, z udziałem w rynku szacowanym (w zależności od asortymentu) na 25-85%. Z kolei Aplisens ma bardzo silną pozycję na rynku aparatury kontrolno-pomiarowej dla przemysłu (branże: spożywcza, wydobywcza – ropa i gaz) oraz ochrony środowiska (oczyszczalnie). W kluczowym asortymencie (tj. przetworniki ciśnienia i sondy głębokości) udział Aplisensa w rynku sięga ok. 25%. Udział Sonela w segmencie mierników szacowany jest przez spółkę na 30-80%.

W wyniku braku poważnej konkurencji krajowej wszystkie ww. spółki rywalizują na rynku z podmiotami zagranicznymi. W większości są to marki globalne, z którymi nasze firmy ścierają się także na innych rynkach.

| Apator | Aplisens | Sonel |
|-----------------|--------------------|----------------|
| Itron (ITRI US) | ABB | Fluke (DHR US) |
| Landis+Gyr | Emmerson (EMR US) | Metrel |
| Elster (ELT US) | Siemens | Megger |
| Ista | Yokogawa (6841 JT) | Metrawatt |
| Hager | Honeywell (HON US) | HT-Italia |
| Jean Mueller | Endress&Hauser | |
| Pronutec | | |
| ABB | | |

* w przypadku firm giełdowych podany został ticker

Źródło: Apator, Aplisens, Sonel, Trigon DM

W przypadku Apatora pozycja konkurencyjna firmy poddana została ostrej weryfikacji podczas ostatniego przetargu na inteligentne liczniki (tzw. smart metterig - SM) organizowanego przez Energa Operator. W opinii przedstawicieli Apatora specyfikacja techniczna zamówienia stwarzała zbyt wiele ryzyk, które spółka (oraz inni producenci liczników o ugruntowanej na polskim rynku pozycji) zmuszeni byli uwzględnić w swojej ofercie. W konsekwencji ich oferty nie były konkurencyjne. Apator powetował sobie jednak tę porażkę wygrywając inny przetarg na dostawę liczników SM dla EnergiaPro (Grupa Tauron).

Perspektywy rynku

Firmy z branży AKPiA operują generalnie na rynku inwestycyjnym, stąd ewentualne pogorszenie nastrojów i ograniczenie wydatków inwestycyjnych będzie dla nich niekorzystne. Niemniej jednak pewne aspekty działania analizowanych w tym raporcie spółek mogą im sprzyjać w trudnym dla branży okresie.

Popyt odtworzeniowy. Produkty oferowane przez branżę charakteryzują się określonym okresem eksploatacji, po którym należy wymienić element na nowy (Aplisens, Apator) lub ponownie legalizować (Apator, Sonel). Aplisens oczekuje, że popyt odtworzeniowy w segmencie elementów automatyki montowanych w oczyszczalniach ścieków, których żywotność wynosi 5-8 lat pozwoli pokryć spadek popytu inwestycyjnego w tej grupie klientów. W przypadku Apatora okres użytkowania liczników jest ściśle określony przez prawo (energia elektryczna: 8-15 lat, gaz: 5 lat, woda: 5-6 lat, ciepło: 5 lat) i po tym terminie należy ponownie je legalizować. Wielokrotnie zdarza się jednak, że użytkownicy zamiast legalizacji decydują się na zakup nowego urządzenia o lepszych parametrach.

Remonty. Część elementów ulega uszkodzeniu podczas normalnej eksploatacji i należy je wymienić na nowe. W takich przypadkach służby utrzymania ruchu bardzo często decydują się na zakup tańszych odpowiedników do tych, które zostały pierwotnie użyte w instalacji. Na tym korzystają krajowi producenci pominięci na etapie inwestycji. W opinii przedstawicieli Aplisensa ten kanał sprzedaży stanowi istotne źródło przychodów spółki, tym bardziej, że produkty nie ustępują rozwiązaniom zachodnim pod względem technicznym a są konkurencyjne cenowo. Ponadto w czasie kryzysu częściej się remontuje niż inwestuje w nowe urządzenia/instalacje.

Służby utrzymania ruchu (przemysł, energetyka, infrastruktura). Niezależnie od nakładów ponoszonych przez firmy na nowe inwestycje, służby utrzymania ruchu dysponują w miarę stałym budżetem na własne wydatki. A tego typu klienci są ważnym odbiorcą produktów Sonela.

Smart grid. W okresie pogorszenia koniunktury wydatki na nowe moce wytwórcze w energetyce mogą być odsuwane na kolejne lata. Na znaczeniu zyskują inwestycje w poprawę efektywności wykorzystania energii elektrycznej pochodzącej z istniejących jednostek wytwórczych: optymalizacja produkcji (poprzez dokładne prognozowanie zużycia), ograniczenie strat na przesyłach (modernizacja sieci przesyłowych i dystrybucyjnych) czy wreszcie pomiar i skuteczny egzekwowanie należności od klientów końcowych. We wszystkich tych obszarach pojawia się oferta Apatora.

Program wymiany liczników prądu. Zgodnie z unijnymi przepisami u każdego z odbiorców energii (w Polsce ok. 16,5 mln) do 2020 roku ma być zamontowane nowe urządzenie pozwalające na bardziej racjonalne zarządzanie energią, a w efekcie zmniejszenie jej zużycia. System inteligentnych liczników ma też uchronić energetykę przed kradzieżami energii, a odbiorców przed nielegalnym poborem prądu na ich rachunek. Nowoczesny licznik, który można zainstalować zarówno w firmie, jak i w mieszkaniu prywatnym, będzie kosztował przeciętnie około 450 zł. Krajowy rynek wart jest więc ok. 7,5 mld zł, czyli ok. 750 mln zł średniorocznie. Oprócz dostaw liczników, stworzony ma zostać również system pozwalający na zdalny odczyt. Dokładnie taka jest oferta Apatora.

Plany rozwoju

Spółki preferują rozwój organiczny wsparty akwizycjami. Nacisk został położony przede wszystkim na wzrost eksportu. Plany finansowe (Apator i Aplisens upubliczniły swoje strategie) są naszym zdaniem dość agresywne, szczególnie w obliczu pogarszającej się koniunktury na rynku. Ponieważ jednak duży udział w przychodach ma eksport do krajów WNP, słabsze perspektywy gospodarcze dla UE nie powinny być tak dotkliwe dla tych spółek.

W październiku 2010 r. zarząd Apatora zaprezentował strategię spółki na lata 2011-2013. Głównym celem finansowym jest przyspieszenie tempa wzrostu przychodów (średniorocznie 15-16%) przy jednoczesnej poprawie osiąganych rentowności (20-25% na poziomie EBITDA, jako cel na 2013 r.). 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). Zarząd przy tym podkreśla, że podane szacunki nie uwzględniają akwizycji.

| APT [mln zł] | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011P | 2012P | 2013P | śr. 2006-10 | śr. 2011-13 |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|---------|---------|-------------|-------------|
| Przychody | 288,9 | 311,3 | 356,2 | 367,6 | 409,2 | 480,0 | 539,5 | 619,8 | | |
| zmiana | 4% | 8% | 14% | 3% | 11% | 17% | 12% | 15% | 8% | 15% |
| EBITDA | 55,5 | 55,8 | 70,5 | 65,3 | 60,0 | 96-120 | 108-135 | 124-155 | | |
| marża* | 19% | 18% | 20% | 18% | 15% | 20-25% | 20-25% | 20-25% | 18% | 20-25% |

* 20-25% to cel na 2013 r. (w tabeli przyjęliśmy średni taki poziom dla prognozowanego okresu 2011-2013)

Źródło: Apator, Trigon DM

Aplisens swoją strategią przedstawił w kwietniu br. Spółka planuje utrzymanie wysokiej dynamiki wzrostu sprzedaży, średniorocznie 15% w latach 2011-2015. Największych wzrostów zarząd spodziewa się w eksporcie: do krajów WNP na poziomie średniorocznym 20% oraz do krajów UE i pozostałych w tempie 30% rocznie. Krajowa sprzedaż ma rosnąć średnio 6% p.a. Przy utrzymaniu marży EBITDA na poziomie ok. 25% (wielkość z 2010 r.), zysk operacyjny w 2015 r. może wynieść ok. 23m zł, a zysk netto ok. 18-19m zł.

| APN [mln zł] | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011P | 2012P | 2013P | 2014P | 2015P | śr. 2006-10 | śr. 2011-15 |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|-------------|-------------|
| Przychody | 36,1 | 41,2 | 45,2 | 45,2 | 59,8 | 68,2 | 78,2 | 90,3 | 104,9 | 122,7 | | |
| zmiana | 25% | 14% | 10% | 0% | 32% | 14% | 13% | 11% | 9% | 9% | 16% | 15% |
| EBITDA | 14,1 | 12,9 | 12,6 | 11,1 | 14,9 | 17,0 | 19,5 | 22,6 | 26,2 | 30,7 | | |
| marża | 39% | 31% | 28% | 24% | 25% | 25% | 25% | 25% | 25% | 25% | 29% | 25% |

Źródło: Aplsens, Trigon DM

Zarząd **Sonela** kończy opracowywać nową strategię na lata 2011+. Ma ona zostać zatwierdzona przez RN i być może upubliczniona pod koniec br. Główne założenie strategii to rozwój w oparciu o produkty własne, poszerzenie oferty o nowe urządzenia oraz wejście na nowe rynki (szczególnie UE). Zwracamy uwagę, że po okresie wzmoczonych inwestycji (lata 2008-2009) spółka dysponuje nowoczesnym zakładem produkcyjnym zlokalizowanym w SSE o mocach wytwórczych na poziomie ok. 90m zł. Taki poziom sprzedaży oznacza podwojenie tegorocznych przychodów, co zarząd planuje osiągnąć w okresie 5 lat (CAGR=15%).

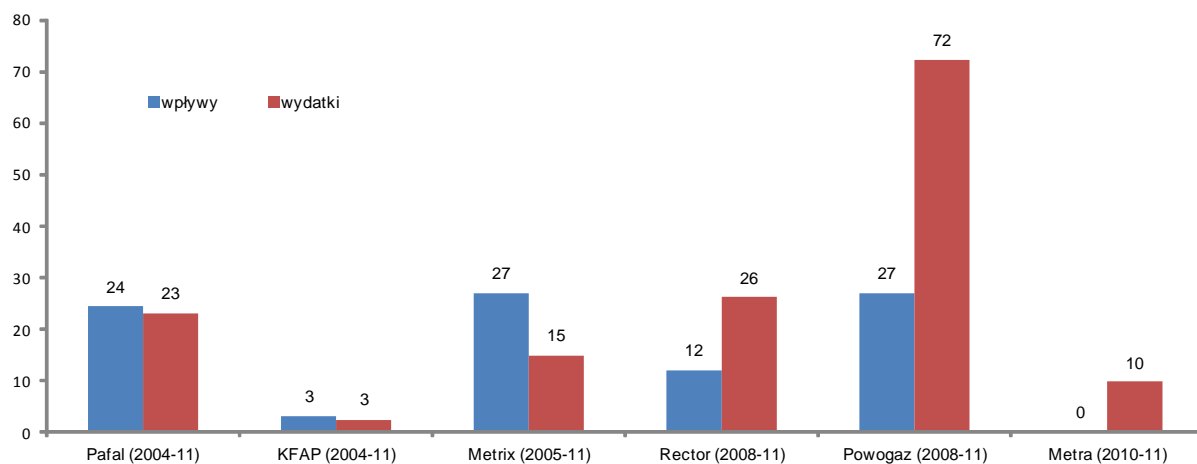
Inwestycje i akwizycje

Inwestycje w zwiększenie mocy oraz poszerzenie oferty produktowej wynikają z realizowanej strategii rozwoju organicznego. Każda z firm jest na innym etapie zaawansowania inwestycji: Sonel kilka lat temu wybudował nową fabrykę a w przyszłym roku kończy program R&D, Apator jest w trakcie budowy nowego zakładu, natomiast Aplsens uruchomił program niedawno. Równolegle wszystkie ww. spółki, a szczególnie Apator, aktywne są na polu akwizycji.

Akwizycje stały się głównym elementem strategii rozwoju **Apatora**. Spółka ta nabyła w ostatnich latach udziały w kilku liczących się firmach krajowych wzmacniając tym samym swój potencjał w obszarze opomiarowania mediów. W planach są kolejne przejścia (zarówno w segmencie pomiarowym jak i łącznikowym, głównie zagranicą), jednak zostały tymczasowo zawieszono z uwagi na niepewną sytuację na rynku.

Dotychczasowy program rozwoju poprzez akwizycje można podzielić na dwa etapy: lata 2004-2005 to zakup Pafalu (liczniki energii), Metriksu (liczniki gazu) oraz KFAP-u (liczniki ciepła), z kolei lata 2008-2010 do przejście Powogazu (liczniki wody), Rectora (systemy opomiarowania) oraz czeskiej Metry. W pierwszej fazie, która polegała przede wszystkim na ekspansji w segmencie liczników Apator zbudował niemal kompletną ofertę w dziedzinie opomiarowania mediów. Wydatki wyniosły wówczas ok. 39 mln zł. W drugiej fazie dokończono budowę grupy pomiarowej przyłączając producenta liczników wody (Powogaz) oraz kupując większościowy udział w firmie IT rozwijającej systemy inteligentnego opomiarowania (Rector). Apator rozpoczął także ekspansję zagraniczną przejmując 100% akcji czeskiej spółki Metra Sumperk (produkcja podzielników kosztów). Łączne wydatki na te trzy akwizycje to 108 mln zł, z czego przejście samego Powogazu kosztowało ponad 72 mln zł. Równolegle Apator przejmował udziały w mniejszych podmiotach dysponujących niszowymi kompetencjami, jednak wydatki na ten cel nie były duże, a wpływ akwizycji na wyniki grupy niewielki. Poniżej prezentujemy efektywność głównych przejść Apatora, jako zestawienie wydatków (zakup udziałów, podwyższenie kapitałów spółek zależnych) oraz wpływów (dywidendy, buy back, odkupienie aktywów od spółki matki). W przypadku spółek przejmowanych w latach 2004-06 wydatki zostały już z nawiązką pokryte przez transfery z tych firm. Można oczekiwać, że także kolejne akwizycje będą charakteryzowały się równie atrakcyjną stopą zwrotu. Zwracamy uwagę, że np. Powogaz dysponuje atrakcyjnymi gruntami w centrum Poznania, które mogą być (wzorem samego Apatora) korzystnie sprzedane, a pozyskane środki zainwestowane w rozwój produktów.

Apator - przepływy gotówkowe z akwizycji (mln zł)



Źródło: Apator, Trigon DM

Apator jest w trakcie budowy nowego zakładu produkcyjnego zlokalizowanego w SSE pod Toruniem. Planowane wydatki na ten cel to 50 mln zł w latach 2011-2014. Uruchomienie nowej fabryki nastąpi w I-II kw. 2012 r. Zarząd oczekuje pozytywnego wpływu inwestycji na wyniki firmy głównie w zakresie optymalizacji kosztów opera-

cyjnych (wprowadzenie automatyzacji procesów produkcyjnych, scentralizowane przetwórstwo tworzyw dla spółek grupy, nowoczesny zakład to również niższe zużycie energii i innych mediów a nowe maszyny to oszczędności w wykorzystaniu surowców – korzyści oszacowano na 6 mln zł, tj. ok. 1% przychodów spółki) oraz podatkowych (ulga wynikająca z inwestycji w SSE). Finansowanie inwestycji pochodzi ze sprzedaży starej siedziby Aparatora w Toruniu (nabywcą jest deweloper budujący tam centrum handlowe, środki zostaną przelane na konto Aparatora dopiero po przekazaniu nieruchomości, tj. w drugiej połowie 2012 r.).

Także realizacja strategii **Aplisensa** wymaga rozbudowy mocy produkcyjnych, gdyż przy obecnych zasobach możliwości wzrostu wyczerpią się w 2013 r. Łączny CAPEX w latach 2011-2013 ma wynieść 54,5m zł. W pierwszej kolejności zarząd proponuje zwiększenie potencjału produkcyjnego w obecnych zakładach (Warszawa, Kraków oraz Ostrów Wielkopolski) – łączny koszt inwestycji w latach 2011-2013 to 9-10m zł. Nowym celem strategicznym Aplisens ma być jednak budowa nowego zakładu produkcyjnego zlokalizowanego poza Warszawą, optymalnie w SSE. Zarząd planuje uruchomić produkcję w nowym zakładzie począwszy od I połowy 2014 roku. Szacowany koszt inwestycji to 30m zł. Pozostałe 15m zł przeznaczone będzie na poszerzenie oferty asortymentowej o nowe produkty oraz ulepszenie dotychczas wytwarzanych urządzeń (wydatki R&D). Model ten przypomina program inwestycyjny Sonela z przesunięciem ok. 5 lat.

Aplisens dokonał jednej akwizycji i z perspektywy wpływu zakupionej spółki na wyniki grupy APN nie była to udana inwestycja. Łączny koszt przejęcia to 5,5 mln zł. Choć zarząd nie odrzuca tej drogi rozwoju, to jednak nie spodziewamy się, aby w najbliższym czasie doszło do jakiegokolwiek przejęcia.

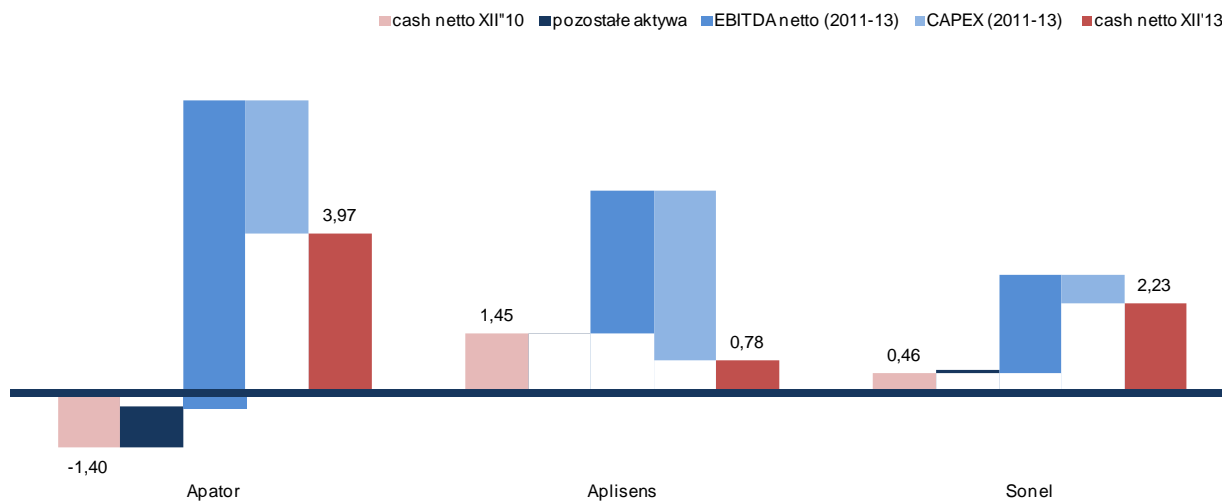
Sonel rozwija się samodzielnie i nie planuje zmiany strategii w tym zakresie. Jednocześnie spółka jako jedyna ma zakończony program inwestycyjny w zakresie rozbudowy mocy wytwórczych. Za środki pozyskane z emisji w 2008 r. wybudowała nowoczesny zakład produkcyjny w Świdnicy. Koszt inwestycji (nowa hala produkcyjna, pomieszczenia biurowe oraz maszyny) wyniósł ok. 27 mln zł. Obiekt zlokalizowany jest w SSE, dzięki czemu Sonel korzysta z ulgi podatkowej. W latach 2008-2017 spółka nie będzie płaciła podatku CIT. W opinii zarządu potencjał zakładu to ok. 80-90m zł przychodów przy niewielkich inwestycjach dodatkowych (głównie nowe maszyny). W końcowym etapie jest także program inwestycyjny w zakresie tworzenia nowych produktów. W tym przypadku spółka również korzysta ze wsparcia publicznego, tym razem w ramach dotacji UE. W latach 2010-2012 spółka planuje ponieść łączne nakłady na R&D w kwocie ok. 16 mln zł, z czego zwrócone ma zostać ok. 6 mln zł (dotychczas spółka otrzymała 1,8 mln zł przy sumie nakładów na poziomie ok. 10 mln zł). Efektem kosztowym poczynionych inwestycji jest wzrost amortyzacji, przy wciąż jeszcze niskich wpływach z dotacji. Program kończy się w połowie 2012 r. Po tym okresie oczekujemy spadku wydatków na R&D z obecnych 5 mln zł rocznie do ok. 2,5 mln zł rocznie, inwestycje w środki trwałe utrzymywane będą na poziomie odtworzeniowym, tj. ok. 1 mln zł.

Pozycja gotówkowa i dywidenda

Aplisens i Sonel dysponują nadwyżką finansową, z kolei Aparator posiada aktywa do zbycia (akcje własne oraz nieruchomości) o wartości przewyższającej bieżące zobowiązania finansowe. Należy jednak zaznaczyć, że Aplisens i Aparator są w trakcie realizacji programu inwestycyjnego, natomiast Sonel go kończy. Z tego powodu oczekiwania dotyczące wypłaty dywidendy najwyższe są w Sonelu.

Na koniec 2010 r. Aplisens oraz Sonel wykazały cash netto w kwocie odpowiednio 18,7 mln zł oraz 7,7 mln zł (w przeliczeniu na 1 akcję 1,45 zł oraz 0,56 zł). W Aparatorze zadłużenie odsetkowe przewyższało poziom gotówki (dług netto wynosił 41,3 mln zł, tj. 1,29 zł/akcję), jednak spółka posiada aktywa na sprzedaż: akcje własne o wartości rynkowej ok. 90 mln zł oraz nieruchomości w Toruniu z podpisaną wstępną umową sprzedaży na kwotę ok. 34 mln zł. W zakresie dysponowania akcjami własnymi zarząd Aparatora prawdopodobnie przeprowadzi proces ich umorzenia. Spółka dysponuje opinią prawną stanowiącą, iż nie wystąpi konieczność zapłaty podatku przy umorzeniu akcji. W przypadku ewentualnej zmiany decyzji i przeznaczeniu posiadanego pakietu akcji własnych do odsprzedaży inwestorom, wynik na transakcji (biorąc pod uwagę cenę zakupu tych akcji, niemal cała kwota sprzedaży stanowić będzie zysk brutto) nie będzie wykazany w rachunku zysków i strat, ale bezpośrednio w kapitałach własnych. W II poł. 2012 r. Aparator wykaże natomiast zysk na transakcji sprzedaży nieruchomości w Toruniu (ok. 17,5 mln zł zysku netto).

Biorąc pod uwagę posiadane nadwyżki finansowe (w tym również aktywa do zbycia) oraz generowane przez spółki przepływy operacyjne sądzimy, iż przyszłe wydatki inwestycyjne będą finansowane ze środków własnych, a spółki będą miały możliwość przeznaczania części wypracowanego zysku na dywidendę. Poniżej prezentujemy główne czynniki wpływające na zmianę pozycji gotówkowej analizowanych spółek w latach 2011-13.

Zmiana pozycji gotówkowej w latach 2011-13 (w przeliczeniu na 1 akcję)


Źródło: Trigon DM

Zarząd **Aplisensa** zapowiedział, że w trakcie trwania programu inwestycyjnego nie jest planowana wypłata dywidendy. Zakłada to naszym zdaniem bardzo konserwatywny model finansowania wydatków na rozwój ze środków własnych. Jak pokazaliśmy na powyższym wykresie spółkę tą stać byłoby na wypłaceniu dywidendy w przypadku wykorzystania kapitału obcego (kredyty, obligacje) do częściowego finansowania inwestycji.

Apator jest jedną z niewielu spółek notowanych na GPW, prowadzącą konsekwentną politykę dywidendową. Do akcjonariuszy trafia co roku od 70% do prawie 100% wypracowanego zysku netto. Wyjątkiem są lata 2003-2004 oraz 2007-2008, kiedy to spółka potrzebowała środki na realizowane przejęcia. Charakterystyczne jest, iż Apator płaci dywidendę w dwóch ratach, z czego pierwsza wypłacana jest w formie zaliczki jeszcze w trakcie roku obrotowego, którego dotyczy. Poniżej prezentujemy dane dotyczące poziomu wypłaty dywidendy (nominalnie oraz w odniesieniu do osiągniętego zysku netto). Prognozowane przepływy gotówkowe pozwalają oczekiwać kontynuowania tej polityki również w kolejnych latach.

| APATOR [mln zł] | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|---------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Zysk netto skonsolidowany | 7,4 | 2,4 | 5,6 | 11,4 | 35,0 | 45,6 | 37,6 | 34,7 | 21,3 | 30,1 | 47,1 |
| Zysk netto jednostkowy | 1,0 | 1,6 | 3,6 | 9,8 | 31,8 | 23,2 | 36,0 | 35,6 | 34,6 | 21,3 | 41,3 |
| Wypłacona dywidenda za dany rok | 1,0 | 1,5 | 3,5 | 5,5 | 12,8 | 22,5 | 28,2 | 17,6 | 12,3 | 17,6 | 21,1 |
| stopa dywidendy | 97,71% | 93,34% | 98,73% | 55,85% | 40,40% | 96,69% | 78,40% | 49,55% | 35,53% | 82,28% | 51,05% |
| EPS jednostkowy (zł) * | 0,03 | 0,05 | 0,13 | 0,26 | 0,90 | 0,66 | 1,02 | 1,01 | 0,98 | 0,60 | 1,18 |
| DPS (zł) ** | 0,03 | 0,05 | 0,13 | 0,15 | 0,36 | 0,64 | 0,80 | 0,50 | 0,35 | 0,50 | 0,60 |

* zysk na akcję liczony przy uwzględnieniu wszystkich wyemitowanych akcji (wraz z akcjami posiadanymi przez Apator Mining)

** dywidenda w przeliczeniu na nową liczbę akcji (po splicie 1:11)

Źródło: Aplisens, Trigon DM

W związku z rychłym zakończeniem wieloletniego programu inwestycyjnego w **Sonelu** oczekujemy wysokich dywidend w kolejnych latach. Naszym zdaniem spółka może transferować do akcjonariuszy nawet 100% zysku bez szkody dla płynności finansowej oraz dalszego rozwoju firmy. Zważywszy na niski free float nie przewidujemy skupu akcji własnych.

Wyniki finansowe

Prognozy finansowe. Wyniki H1'11 na tle prognozy całorocznej

Jak już wcześniej wskazywaliśmy, Apator oraz Aplisens podały cele finansowe na lata 2011-2013. Zważywszy na oczekiwane pogorszenie koniunktury gospodarczej są one dość agresywne. W naszych prognozach jesteśmy bardziej ostrożni.

Ponieważ jednak utrzymujemy przekonanie, że zarówno Apator i Aplisens jak i Sonel posiadają produkty mało wrażliwe na koniunkturę gospodarczą a dodatkowo operują na rynkach eksportowych mniej narażonych na kryzys, założenie wzrostu przychodów w kolejnych latach jest realistyczne. Rentowność operacyjna powinna być co najmniej utrzymana, gdyż:

1. Realizowane inwestycje poprawią efektywność produkcji (Apator, Aplisens).
2. Wraz ze wzrostem sprzedaży pojawią się efekty skali i bardziej optymalne wykorzystanie środków produkcji (Sonel, Apator, Aplisens).
3. Wydłużenie okresu umorzenia wartości niematerialnych i prawnych (tj. inwestycji R&D) zmniejszy poziom amortyzacji (zwiększy rentowność EBIT) i pozwoli w krótszym czasie wykorzystać przyznane ulgi podatkowe (szczególnie Sonel, a w przyszłości także Apator i Aplisens).
4. Wejście na nowe rynki eksportowe zmieni strukturę wykorzystywanych kanałów sprzedaży (w Aplisensie ograniczy udział eksportu realizowanego za pośrednictwem firmy logistycznej, co obecnie zawyża sprzedaż i w efekcie sztucznie obniża rentowności).

Wszystkie ww. podmioty korzystają już lub planują skorzystać z ulg podatkowych wynikających z inwestowania w specjalnych strefach ekonomicznych. W przypadku Sonela, który już wcześniej spełnił odpowiednie warunki i od kilku lat jest beneficjentem tego programu, uwzględniliśmy te korzyści w prognozach (przede wszystkim w postaci niskiej efektywnej stopy podatkowej). Dla pozostałych dwóch podmiotów nie ujmowaliśmy tego w modelu, gdyż na obecnym etapie inwestycji trudno jest nam ocenić, jaka część biznesu (a dokładnie jaki zysk brutto) będzie realizowana w SSE. Potencjalne korzyści wynikające z obniżenia stopy podatkowej należy traktować jako dodatkowy zysk zwiększający w przyszłości wartość firmy.

Szczegółowe prognozy dla trzech analizowanych firm zamieściliśmy na następnych stronach raportu.

Po półroczu spółki zrealizowały następujące wyniki (w tabeli podano wartość oraz stopień wykonania prognozy Trigon DM):

| | Apator** | | Aplisens | | Sonel | |
|------------|----------|------|----------|-----|-------|------|
| | H1'11 | % | H1'11 | % | H1'11 | % |
| Przychody | 227,3 | 44% | 29,3 | 43% | 20,4 | 46% |
| EBIT | 25,6 | 38% | 6,5 | 48% | 2,4 | 44% |
| EBITDA | 33,9 | 41% | 8,4 | 49% | 4,9 | 49% |
| Zysk netto | 19,0 | 38% | 5,4 | 48% | 2,3 | 43% |
| P/E* | 11,0 | 10,4 | 7,8 | 8,1 | 13,3 | 10,5 |
| EV/EBITDA* | 7,4 | 6,7 | 3,9 | 4,1 | 5,7 | 5,5 |
| P/BV* | 2,9 | 2,2 | 1,0 | 1,0 | 1,0 | 0,9 |

* wskaźniki rynkowe na bazie wyników za 4 kwartały: po półroczu i prognozowane roczne

** dla Apatora wskaźniki rynkowe liczone po skorygowaniu o akcje własne

Źródło: Apator, Aplisens, Sonel, Trigon DM

Jesteśmy przekonani, że wyniki Q3'11 potwierdzą realność naszych prognoz. Oczekujemy tego szczególnie w Apatorze, którego rezultaty po dwóch kwartałach są relatywnie najsłabsze. Zarząd publicznie podtrzymał oficjalne prognozy (480 mln zł przychodów i 51-55 mln zł zysku netto), a dodatkowo dał do zrozumienia, że rozważane jest podniesienie prognozy przychodów. W przypadku Aplisensa trzeci kwartał jest sezonowo najlepszym okresem w roku i choć przekroczenie wyników Q2'10 na poziomie przychodów (18,8 mln zł) może być trudne (mniej eksportu do Białorusi) to na poziomie zysku dodatnia dynamika powinna zostać osiągnięta (wyższa marża jako efekt mniejszej sprzedaży za pośrednictwem firmy logistycznej).

Apator

| m zł | IIQ'10 | IIIQ'10 | IVQ'10 | IQ'11 | IIQ'11 | IIIQ'11P |
|-------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Przychody | 91,6 | 104,4 | 136,4 | 107,1 | 120,2 | 150,0 |
| - zmiana (r/r) | 7% | 16% | 35% | 39% | 31% | 44% |
| EBIT | 7,4 | 14,1 | 19,6 | 12,4 | 13,2 | 23,0 |
| - zmiana (r/r) | -35% | 14% | 32% | 122% | 79% | 64% |
| EBITDA | 11,1 | 17,6 | 23,5 | 16,5 | 17,4 | 27,2 |
| - zmiana (r/r) | -27% | 9% | 25% | 79% | 57% | 54% |
| Zysk netto | 14,1 | 13,7 | 14,4 | 8,5 | 10,5 | 17,4 |
| - zmiana (r/r) | 76% | 45% | 24% | 36% | -26% | 27% |
| Rentow ność | | | | | | |
| - EBIT | 8% | 13% | 14% | 12% | 11% | 15% |
| - EBITDA | 12% | 17% | 17% | 15% | 14% | 18% |
| - netto | 15% | 13% | 11% | 8% | 9% | 12% |

| m zł | 2008 | 2009 | 2010 | 2011P | 2012P | 2013P |
|------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Aktywa | 312,0 | 297,5 | 372,7 | 416,2 | 444,6 | 463,1 |
| Majątek trwały | 158,8 | 152,8 | 184,6 | 217,7 | 229,9 | 231,7 |
| - w artosć firmy | 38,6 | 40,6 | 59,5 | 59,5 | 59,5 | 59,5 |
| Majątek obrotowy | 153,2 | 144,7 | 188,0 | 198,5 | 214,7 | 231,4 |
| - zapasy | 53,2 | 54,8 | 63,6 | 77,2 | 83,6 | 88,7 |
| - należności | 77,3 | 72,5 | 100,7 | 112,3 | 121,6 | 132,8 |
| - aktywa finansowe | 20,6 | 14,7 | 21,9 | 7,1 | 7,6 | 8,1 |
| Kapitały własne | 161,2 | 177,8 | 207,9 | 236,6 | 266,1 | 301,9 |
| Zobowiązania długoterminowe | 58,9 | 45,1 | 58,5 | 33,4 | 33,4 | 33,4 |
| - oprocentowane | 36,0 | 27,0 | 25,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Zobowiązania krótkoterminowe | 89,5 | 72,6 | 102,9 | 142,9 | 141,8 | 124,5 |
| - oprocentowane | 29,0 | 33,6 | 35,9 | 77,8 | 72,8 | 51,0 |
| - handlowe | 18,1 | 17,6 | 31,9 | 30,1 | 33,9 | 38,4 |
| Dług netto | 44,4 | 45,9 | 39,1 | 70,7 | 65,2 | 42,9 |
| ROE | 13% | 18% | 24% | 22% | 21% | 22% |
| ROA | 8% | 10% | 14% | 13% | 13% | 14% |

| | | | | | | |
|-------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Przychody | 356,2 | 367,6 | 409,2 | 517,5 | 557,7 | 587,9 |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 118,3 | 128,4 | 137,5 | 161,7 | 175,4 | 189,1 |
| Koszty sprzedaży | 22,0 | 24,6 | 27,9 | 31,1 | 35,1 | 37,6 |
| Koszty ogólnego zarządu | 48,1 | 54,8 | 61,3 | 63,0 | 65,1 | 65,7 |
| Pozostałe saldo operacyjne | 8,3 | 1,1 | -2,9 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| EBIT | 56,5 | 50,1 | 45,4 | 67,6 | 75,3 | 85,8 |
| EBITDA | 70,5 | 65,3 | 60,0 | 83,1 | 93,0 | 104,1 |
| Saldo dział. finansowej | -27,5 | -11,4 | 16,8 | -2,5 | -4,1 | -3,8 |
| Zysk (strata) brutto | 29,0 | 38,7 | 62,2 | 65,1 | 71,1 | 82,0 |
| Podatek dochodowy | 6,0 | 7,4 | 12,1 | 12,4 | 13,5 | 15,6 |
| Pozostałe korekty zysku netto | -1,7 | -1,2 | -2,9 | -3,0 | -3,2 | -3,4 |
| Zysk netto | 21,3 | 30,1 | 47,1 | 49,7 | 54,4 | 63,0 |
| Zysk skorygowany | 21,3 | 30,1 | 33,4 | 49,7 | 54,4 | 63,0 |
| Rentow ność | | | | | | |
| - zysku brutto na sprzedaży | 33% | 35% | 34% | 31% | 31% | 32% |
| - EBIT | 16% | 14% | 11% | 13% | 13% | 15% |
| - EBITDA | 20% | 18% | 15% | 16% | 17% | 18% |
| - netto | 6% | 8% | 12% | 10% | 10% | 11% |

| | | | | | | |
|---------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| CF operacyjny | 54,8 | 48,1 | 44,7 | 38,1 | 60,3 | 69,5 |
| - amortyzacja | 13,9 | 15,2 | 14,6 | 15,5 | 17,8 | 18,2 |
| CF inwestycyjny | -82,1 | -13,2 | -23,9 | -43,9 | -30,0 | -20,0 |
| - CAPEX | -89,8 | -13,2 | -24,8 | -48,6 | -30,0 | -20,0 |
| CF finansowy | 37,9 | -12,3 | -2,7 | -4,3 | -29,8 | -49,0 |
| - dywidenda | -16,8 | -12,3 | -17,6 | -21,1 | -24,9 | -27,2 |
| Środki pieniężne na koniec roku | 20,3 | 42,9 | 61,0 | 50,9 | 51,5 | 51,9 |

| | | | | | | |
|------------------------|------|------|------|------|------|-------|
| Liczba akcji (m.szt.)* | 28,7 | 28,7 | 29,5 | 29,5 | 29,5 | 29,5 |
| BVPS (zł) | 5,62 | 6,20 | 7,05 | 8,02 | 9,02 | 10,23 |
| EPS (zł) | 0,74 | 1,05 | 1,60 | 1,69 | 1,84 | 2,14 |
| EPS (skoryg.) | 0,74 | 1,05 | 1,13 | 1,69 | 1,84 | 2,14 |
| DPS (zł) | 0,43 | 0,61 | 0,71 | 0,84 | 0,92 | 1,07 |
| P/E | 22,9 | 16,2 | 10,6 | 10,1 | 9,2 | 8,0 |
| P/E skoryg. | 22,9 | 16,2 | 15,0 | 10,1 | 9,2 | 8,0 |
| EV/EBITDA | 7,6 | 8,2 | 8,9 | 6,4 | 5,7 | 5,1 |
| P/BV | 3,0 | 2,7 | 2,4 | 2,1 | 1,9 | 1,7 |

* liczba akcji pomniejszona o akcje własne

Źródło: spółka, P - prognozy Trigon DM

Aplisens

| m zł | IIQ'10 | IIIQ'10 | IVQ'10 | IQ'11 | IIQ'11 | IIIQ'11P |
|-------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Przychody | 15,3 | 18,8 | 15,1 | 13,6 | 15,6 | 19,1 |
| - zmiana (r/r) | 37% | 47% | 29% | 28% | 3% | 2% |
| EBIT | 2,7 | 4,4 | 3,5 | 2,6 | 3,9 | 4,9 |
| - zmiana (r/r) | 39% | 15% | 53% | 73% | 46% | 11% |
| EBITDA | 3,5 | 5,0 | 4,3 | 3,4 | 5,0 | 5,7 |
| - zmiana (r/r) | 36% | 16% | 53% | 60% | 43% | 14% |
| Zysk netto | 2,2 | 3,5 | 2,7 | 2,0 | 3,3 | 3,9 |
| - zmiana (r/r) | 55% | 15% | 44% | 59% | 49% | 11% |
| Rentow ność | | | | | | |
| - EBIT | 18% | 23% | 23% | 19% | 25% | 25% |
| - EBITDA | 23% | 27% | 28% | 25% | 32% | 30% |
| - netto | 15% | 19% | 18% | 15% | 21% | 20% |

| m zł | 2008 | 2009 | 2010 | 2011P | 2012P | 2013P |
|------------------------------|-------------|--------------|--------------|-------------|--------------|--------------|
| Aktywa | 59,0 | 74,8 | 87,9 | 93,5 | 112,4 | 128,5 |
| Majątek trwały | 27,7 | 27,7 | 37,1 | 45,4 | 66,6 | 78,3 |
| - wartość firmy | 1,6 | 1,4 | 1,4 | 1,4 | 1,4 | 1,4 |
| Majątek obrotowy | 31,3 | 47,1 | 50,8 | 48,1 | 45,7 | 50,2 |
| - zapasy | 15,0 | 15,8 | 15,8 | 21,5 | 23,8 | 25,3 |
| - należności | 11,5 | 9,9 | 15,2 | 16,5 | 18,3 | 20,9 |
| - aktywa finansowe | 3,1 | 19,8 | 18,8 | 9,1 | 2,7 | 3,0 |
| Kapitały własne | 48,5 | 69,3 | 80,4 | 86,7 | 99,2 | 111,6 |
| Zobowiązania długoterminowe | 0,1 | 0,0 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 |
| - oprocentowane | 0,1 | 0,0 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 |
| Zobowiązania krótkoterminowe | 9,0 | 3,6 | 5,0 | 4,4 | 10,7 | 14,5 |
| - oprocentowane | 0,3 | 0,1 | 0,1 | 0,0 | 6,1 | 9,0 |
| - handlowe | 3,5 | 2,3 | 3,9 | 4,4 | 4,6 | 5,4 |
| Dług netto | -2,7 | -19,7 | -18,7 | -9,1 | 3,5 | 6,1 |
| ROE | 19% | 12% | 13% | 13% | 13% | 12% |
| ROA | 16% | 10% | 12% | 12% | 12% | 10% |

| | | | | | | |
|-------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Przychody | 45,2 | 45,2 | 59,8 | 68,2 | 76,7 | 85,4 |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 20,1 | 20,3 | 24,1 | 27,1 | 30,3 | 32,6 |
| Koszty sprzedaży | 0,5 | 0,9 | 0,9 | 1,4 | 1,5 | 1,7 |
| Koszty ogólnego zarządu | 8,9 | 10,6 | 11,5 | 12,3 | 13,8 | 15,4 |
| Pozostałe saldo operacyjne | -0,1 | -0,1 | 0,3 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| EBIT | 10,5 | 8,9 | 12,0 | 13,4 | 15,0 | 15,5 |
| EBITDA | 12,6 | 11,1 | 14,9 | 17,0 | 19,2 | 21,3 |
| Saldo dział. finansowej | 0,1 | 0,2 | 0,4 | 0,7 | 0,4 | -0,2 |
| Zysk (strata) brutto | 10,6 | 9,1 | 12,4 | 14,2 | 15,3 | 15,4 |
| Podatek dochodowy | 2,1 | 2,1 | 2,7 | 3,0 | 2,9 | 2,9 |
| Pozostałe korekty zysku netto | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Zysk netto | 8,5 | 7,0 | 9,7 | 11,1 | 12,4 | 12,4 |
| Zysk skorygowany | 8,5 | 7,0 | 9,7 | 11,1 | 12,4 | 12,4 |

| | | | | | | |
|-----------------------------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| Rentow ność | | | | | | |
| - zysku brutto na sprzedaży | 44% | 45% | 40% | 40% | 40% | 38% |
| - EBIT | 23% | 20% | 20% | 20% | 20% | 18% |
| - EBITDA | 28% | 24% | 25% | 25% | 25% | 25% |
| - netto | 19% | 16% | 16% | 16% | 16% | 15% |

| | | | | | | |
|---------------------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| CF operacyjny | 6,2 | 5,5 | 10,3 | 7,2 | 12,8 | 14,9 |
| - amortyzacja | 2,1 | 2,2 | 2,8 | 3,6 | 4,2 | 5,8 |
| CF inwestycyjny | -10,5 | -2,6 | -11,6 | -2,0 | -18,7 | -17,5 |
| - CAPEX | -8,7 | -1,9 | -12,0 | -12,0 | -25,4 | -17,5 |
| CF finansowy | 0,0 | 13,9 | 0,3 | -4,9 | 6,2 | 2,9 |
| - dywidenda | 0,0 | 0,0 | 0,0 | -4,8 | 0,0 | 0,0 |
| Środki pieniężne na koniec roku | 3,0 | 3,9 | 2,9 | 3,2 | 3,5 | 3,8 |

| | | | | | | |
|-----------------------|------|------|------|------|------|------|
| Liczba akcji (m.szt.) | 10,0 | 12,5 | 12,7 | 12,8 | 13,0 | 13,0 |
| BVPS (zł) | 4,85 | 5,54 | 6,31 | 6,76 | 7,60 | 8,56 |
| EPS (zł) | 0,85 | 0,56 | 0,76 | 0,87 | 0,95 | 0,95 |
| EPS (skoryg.) | 0,85 | 0,56 | 0,76 | 0,87 | 0,95 | 0,95 |
| DPS (zł) | 0,00 | 0,00 | 0,38 | 0,00 | 0,00 | 0,48 |

| | | | | | | |
|-------------|-----|------|-----|-----|-----|-----|
| P/E | 7,9 | 12,0 | 8,8 | 7,7 | 7,0 | 7,0 |
| P/E skoryg. | 7,9 | 12,0 | 8,8 | 7,7 | 7,0 | 7,0 |
| EV/EBITDA | 5,1 | 5,8 | 4,3 | 3,9 | 3,4 | 3,1 |
| P/BV | 1,4 | 1,2 | 1,1 | 1,0 | 0,9 | 0,8 |

Źródło: spółka, P - prognozy Trigon DM

Sonel

| m zł | IIQ'10 | IIIQ'10 | IVQ'10 | IQ'11 | IIQ'11 | IIIQ'11P |
|-------------------|------------|------------|-------------|------------|-------------|-------------|
| Przychody | 8,5 | 8,9 | 11,2 | 8,7 | 11,7 | 10,7 |
| - zmiana (r/r) | 16% | 41% | 31% | 18% | 38% | 20% |
| EBIT | 1,1 | 1,2 | 1,4 | 0,8 | 1,6 | 1,5 |
| - zmiana (r/r) | -13% | 103% | -2% | -23% | 50% | 26% |
| EBITDA | 2,0 | 2,3 | 2,5 | 2,1 | 2,8 | 2,8 |
| - zmiana (r/r) | -4% | 66% | 12% | 11% | 44% | 22% |
| Zysk netto | 1,1 | 1,0 | 1,3 | 0,8 | 1,5 | 1,4 |
| - zmiana (r/r) | -35% | 26% | -4% | -34% | 41% | 38% |
| Rentowność | | | | | | |
| - EBIT | 12% | 13% | 12% | 10% | 13% | 14% |
| - EBITDA | 23% | 25% | 22% | 24% | 24% | 26% |
| - netto | 13% | 12% | 12% | 9% | 13% | 13% |

| m zł | 2008 | 2009 | 2010 | 2011P | 2012P | 2013P |
|------------------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|
| Aktywa | 61,4 | 62,9 | 68,5 | 71,6 | 73,4 | 74,8 |
| Majątek trwały | 40,5 | 42,0 | 45,3 | 46,4 | 46,6 | 43,8 |
| - wartość firmy | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Majątek obrotowy | 20,8 | 20,9 | 23,2 | 25,2 | 26,8 | 31,0 |
| - zapasy | 6,9 | 6,6 | 9,4 | 10,8 | 12,3 | 13,6 |
| - należności | 6,9 | 5,0 | 7,2 | 9,1 | 9,8 | 10,9 |
| | 6,9 | 9,1 | 6,4 | 5,1 | 4,5 | 6,2 |
| Kapitały własne | 53,2 | 56,6 | 60,2 | 61,0 | 62,2 | 62,8 |
| Zobowiązania długoterminowe | 0,7 | 0,0 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 |
| - oprocentowane | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Zobowiązania krótkoterminowe | 6,3 | 5,2 | 6,0 | 8,4 | 9,0 | 9,8 |
| - oprocentowane | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| - handlowe | 2,8 | 3,0 | 4,2 | 4,7 | 5,5 | 6,0 |
| Dług netto | -2,7 | -19,7 | -18,7 | -11,8 | -0,4 | 2,9 |
| ROE | 11% | 6% | 8% | 9% | 11% | 12% |
| ROA | 8% | 5% | 7% | 8% | 9% | 10% |

| | | | | | | |
|-------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Przychody | 29,0 | 27,8 | 36,0 | 44,1 | 49,7 | 54,3 |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 13,5 | 10,6 | 14,4 | 16,4 | 18,3 | 19,7 |
| Koszty sprzedaży | 4,3 | 4,4 | 6,6 | 7,4 | 7,8 | 8,2 |
| Koszty ogólnego zarządu | 3,4 | 2,6 | 3,2 | 3,6 | 4,1 | 4,4 |
| Pozostałe saldo operacyjne | 0,6 | -0,1 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| EBIT | 6,4 | 3,5 | 4,7 | 5,4 | 6,4 | 7,1 |
| EBITDA | 8,0 | 6,4 | 8,6 | 10,1 | 12,0 | 13,4 |
| Saldo dział. finansowej | -1,9 | 1,9 | 0,9 | 0,1 | 0,3 | 0,3 |
| Zysk (strata) brutto | 4,1 | 3,4 | 5,0 | 5,5 | 6,7 | 7,4 |
| Podatek dochodowy | 0,0 | 0,3 | 0,3 | 0,2 | 0,2 | 0,2 |
| Pozostałe korekty zysku netto | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Zysk netto | 4,1 | 3,1 | 4,6 | 5,4 | 6,6 | 7,2 |
| Zysk skorygowany | 4,1 | 3,1 | 4,6 | 5,4 | 6,6 | 7,2 |
| Rentowność | | | | | | |
| - zysku brutto na sprzedaży | 47% | 38% | 40% | 37% | 37% | 36% |
| - EBIT | 22% | 12% | 13% | 12% | 13% | 13% |
| - EBITDA | 28% | 23% | 24% | 23% | 24% | 25% |
| - netto | 14% | 11% | 13% | 12% | 13% | 13% |

| | | | | | | |
|---------------------------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| CF operacyjny | 3,8 | 8,2 | 5,6 | 9,1 | 10,6 | 11,7 |
| - amortyzacja | 1,6 | 2,9 | 3,9 | 4,7 | 5,6 | 6,3 |
| CF inwestycyjny | -18,1 | -4,3 | -6,0 | -8,5 | -4,9 | -4,9 |
| - CAPEX | -20,2 | -4,8 | -7,1 | -5,8 | -5,8 | -3,5 |
| CF finansowy | 18,3 | -2,4 | -1,5 | -4,6 | -5,4 | -6,6 |
| - dywidenda | 0,0 | 0,0 | -1,6 | -4,6 | -5,4 | -6,6 |
| Środki pieniężne na koniec roku | 6,9 | 8,3 | 6,4 | 2,4 | 2,7 | 3,0 |

| | | | | | | |
|-----------------------|------|------|------|------|------|------|
| Liczba akcji (m szt.) | 13,6 | 13,7 | 13,9 | 13,9 | 13,9 | 13,9 |
| BVPS (zł) | 3,92 | 4,13 | 4,34 | 4,40 | 4,49 | 4,53 |
| EPS (zł) | 0,30 | 0,23 | 0,34 | 0,39 | 0,47 | 0,52 |
| EPS (skoryg.) | 0,30 | 0,23 | 0,34 | 0,39 | 0,47 | 0,52 |
| DPS (zł) | 0,00 | 0,12 | 0,33 | 0,39 | 0,47 | 0,52 |
| P/E | 14,1 | 18,7 | 12,6 | 11,0 | 9,0 | 8,2 |
| P/E skoryg. | 14,1 | 18,7 | 12,6 | 11,0 | 9,0 | 8,2 |
| EV/EBITDA | 6,4 | 7,3 | 6,0 | 5,6 | 4,7 | 4,2 |
| P/BV | 1,1 | 1,0 | 1,0 | 1,0 | 0,9 | 0,9 |

Źródło: spółka, P - prognozy Trigon DM

| | | | |
|-----------|----------------------------|------------------------|----------------|
| Research: | Tomasz Mazurczak | t.mazurczak@trigon.pl | (22) 330-11-15 |
| | Hanna Kędziora | h.kedziora@trigon.pl | (22) 330-11-14 |
| | Michał Sztabler | m.sztabler@trigon.pl | (22) 330-11-13 |
| | Grzegorz Kujawski | g.kujawski@trigon.pl | (22) 433-83-69 |
| | Paweł Wiśniewski | p.wisniewski@trigon.pl | (22) 433-83-65 |
| Sales: | Krzysztof Kasiński | k.kasinski@trigon.pl | (22) 330-11-07 |
| | Artur Szymecki | a.szymecki@trigon.pl | (22) 330-11-06 |
| | Krzysztof Zajkowski | k.zajkowski@trigon.pl | (22) 330-11-08 |
| | Artur Pałka | a.palka@trigon.pl | (22) 330-11-10 |

Disclaimer

Informacje ogólne

Dokument został sporządzony przez Trigon Dom Maklerski S.A. („Dom Maklerski”). Dom Maklerski podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego. Dokument adresowany jest pierwotnie do wybranych przez Dom Maklerski Klientów korzystających z usług w zakresie sporządzania analiz i rekomendacji. Dokument poczyniony od wskazanego w nim dnia podlega dystrybucji do szerokiego kręgu odbiorców (na stronie www Domu Maklerskiego lub w inny sposób) jako rekomendacja w rozumieniu Rozporządzenia Ministra Finansów w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz.U. Nr 206, poz. 1715, „Rozporządzenie w sprawie rekomendacji”).

Objaśnienia używanej terminologii fachowej:

kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej i liczby akcji spółki
free float (%) - udział liczby akcji znajdujących się w rękach akcjonariuszy posiadających poniżej 5 proc. ogólnej liczby akcji pomniejszony o akcje własne należące do spółki
min/max 52 tyg. – minimum/maksimum kursu rynkowego akcji z ostatnich 52 tygodni
średni wolumen - średni wolumen obrotu akcjami w ostatnim miesiącu

EBIT - zysk operacyjny
EBITDA - zysk operacyjny powiększony o amortyzację
zysk skorygowany – zysk netto skorygowany o transakcje o charakterze jednorazowym
CF – cash flow, przepływy pieniężne
capex – suma wydatków inwestycyjnych przeznaczonych na aktywa trwałe

ROA - stopa zwrotu z aktywów ogółem
ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych
rentowność zysku brutto na sprzedaży - iloraz zysku brutto na sprzedaży do przychodów netto ze sprzedaży
rentowność EBITDA - iloraz sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży
rentowność EBIT - iloraz zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży
rentowność netto - iloraz zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży

EPS - zysk netto na 1 akcję
DPS - dywidenda na 1 akcję
P/E - iloraz ceny rynkowej do zysku netto na 1 akcję
P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji do wartości księgowej jednej akcji
EV/EBITDA - iloraz EV do EBITDA spółki
EV - suma bieżącej kapitalizacji i długu netto spółki
DY – stopa dywidendy, relacja wypłaconej dywidendy do kursu akcji

Rekomendacje wydawane przez Dom Maklerski

KUPIJ – w ocenie Domu Maklerskiego potencjał wzrostu instrumentu finansowego wynosi co najmniej 20%
NEUTRALNIE - w ocenie Domu Maklerskiego spodziewane są względnie stabilne notowania instrumentu finansowego
SPRZEDAJ - w ocenie Domu Maklerskiego potencjał spadku instrumentu finansowego jest większy niż 20%
Rekomendacje wydawane przez Dom Maklerski traktowane są jako obowiązujące w okresie 12 miesięcy od daty udostępnienia (data wskazana na wstępie dokumentu) lub do chwili realizacji docelowego kursu instrumentu finansowego.
Dom Maklerski może w każdym czasie zaktualizować rekomendację, w zależności od aktualnych uwarunkowań rynkowych, lub oceny powziętej przez osoby sporządzające rekomendację.
Rekomendacje krótkookresowe (w tym oznaczone szczególnie jako spekulacyjne) mogą być oznaczone krótszym okresem obowiązywania. Rekomendacje krótkookresowe oznaczone jako spekulacyjne związane są z podwyższonym ryzykiem inwestycyjnym.

Stosowane metody wyceny

DM stosuje zwykle dwie metody wyceny: model DCF - zdyskontowanych przepływów pieniężnych oraz metodę wskaźnikową, a więc zestawienie podstawowych wskaźników rynkowych spółki ze wskaźnikami dla spółek porównywalnych. Opcjonalnie może być wykorzystywany model zdyskontowanych dywidend.

Wadą metod opartych na zdyskontowanych przepływach jest wysoka wrażliwość na przyjęte założenia. Zaletą tych metod jest brak zależności z bieżącą wyceną rynkową spółki. Z kolei wadą metody wskaźnikowej jest ryzyko, że w danej chwili wycena rynkowa porównywalnych spółek może nie odzwierciedlać prawidłowo ich rzeczywistej wartości. Jej zaletą jest to, że pokazuje ona wycenę rynkową spółki uzyskaną w oparciu o rynkowe wyceny spółek porównywalnych.

Zastrzeżenia prawne, zastrzeżenia dotyczące ryzyka

W ocenie Domu Maklerskiego Dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności oraz z wykluczeniem wpływu ewentualnego konfliktu interesów. Ewentualne powstałe pomimo tego niezgodności informacji podanych w Dokumencie ze stanem faktycznym lub błędne oceny Domu Maklerskiego nie stanowią podstawy odpowiedzialności Domu Maklerskiego. W szczególności Dom Maklerski nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w Dokumencie.

Dokument nie uwzględnia indywidualnych potrzeb i sytuacji danego inwestora, ani też nie jest wskazaniem, iż jakkolwiek inwestycja jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji danego inwestora, wobec czego wnioski wynikające z Dokumentu mogą okazać się nieodpowiednie dla danego inwestora.

Dom Maklerski nie ponosi odpowiedzialności za sposób, w jaki informacje podane w Dokumencie zostaną wykorzystane. Przedstawiane dane historyczne odnoszą się do przeszłości, a wyniki osiągnięte w przeszłości nie stanowią gwarancji ich osiągnięcia w przyszłości. Przedstawione dane odnoszące się do przyszłości mogą okazać się błędne, stanowią wyraz ocen osób wypowiadających się w imieniu podmiotu, którego dotyczy raport lub wyniki oceny własnej Domu Maklerskiego.

Postępując się informacjami lub wnioskami podanymi w Dokumencie nie należy rezygnować z przeprowadzenia niezależnej oceny podawanych informacji i uwzględnienia informacji innych niż przedstawione; weryfikacji we własnym zakresie podawanych danych oraz oceny ryzyka związanego z podejmowaniem decyzji na podstawie Dokumentu; rozważenia skorzystania z usług niezależnego analityka, doradcy inwestycyjnego lub innych osób posiadających specjalistyczną wiedzę.

O ile Dokument nie wskazuje inaczej, informacji w nim zawartych nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez podmiot, którego dotyczy, a wnioski i opinie w nim zawarte są wyłącznie opiniami i wnioskami Domu Maklerskiego.

Dom Maklerski wskazuje na potencjalne źródła konfliktu interesów: Pomiędzy Domem Maklerskim (i/lub biorącymi udział w sporządzaniu Dokumentu lub mającymi dostęp do Dokumentu przed jego publikacją; pracownikami, wykonawcami usług itp i innymi osobami powiązanymi) a Emitentem nie występuje konflikt interesów. Wynagrodzenie osób biorących udział w sporządzaniu Dokumentu nie jest uzależnione od wyników finansowych uzyskiwanych przez Dom Maklerski z transakcji przeprowadzanych z Emitentem. Nie występują inne okoliczności w zakresie potencjalnego konfliktu interesów podlegające ujawnieniu na podstawie Rozporządzenia o Rekomendacjach.

Ponadto Dom Maklerski może w każdym czasie złożyć Emitentowi ofertę świadczenia usług lub podjąć świadczenie takich usług. Dom Maklerski lub podmioty z nim powiązane mogą uczestniczyć w transakcjach związanych z finansowaniem Emitenta, oraz świadczyć usługi na rzecz Emitenta lub pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta, jak również mieć możliwość realizacji lub realizować transakcje instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta lub podmioty z nim powiązane, również zanim Dokument zostanie przedstawiony odbiorcom.

Dom Maklerski zarządza aktualnymi lub potencjalnymi konfliktami interesów poprzez podejmowanie środków przewidzianych w Rozporządzeniu w sprawie rekomendacji oraz realizację ogólnej polityki zarządzania konfliktami interesów Domu Maklerskiego. W ocenie Domu Maklerskiego Dokument został sporządzony z wykluczeniem wpływu ewentualnego konfliktu interesów.

Dom Maklerski zwraca szczególną uwagę na liczne czynniki ryzyka związane z inwestycją w instrumenty finansowe. Inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z wysokim ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. Data podana na pierwszej stronie niniejszego dokumentu jest datą jego sporządzenia i przekazania do wiadomości odbiorców. Znaki towarowe, oznaczenia usług i logo zawarte w niniejszym dokumencie są znakami towarowymi, oznaczeniami usług, oraz logo Trigon Domu Maklerskiego S.A. Prawa autorskie do Dokumentu oraz zamieszczonych w nim treści przysługują Domowi Maklerskiemu. Publikowanie, rozpowszechnianie, kopiowanie, wykorzystywanie lub udostępnianie osobom trzecim w jakikolwiek inny sposób Dokumentu (lub jego części) poza dozwolonym prawem użyciem wymaga zgody Domu Maklerskiego.

Z uwagi na ograniczenia formalne wynikające z przepisów prawa Dokument nie może zostać bezpośrednio przekazany, udostępniony lub wydany w jurysdykcjach, gdzie jego rozpowszechnianie może podlegać lokalnym ograniczeniom prawnym. Osoby udostępniające lub rozpowszechniające Dokument są obowiązane znać powyższe ograniczenia i ich przestrzegać.

Przyjmując się, że każda osoba (jednostka organizacyjna), która niniejszy dokument pobiera, przyjmuje lub wyraża zgodę na przekazanie jej niniejszego dokumentu, tym samym:

- wyraża zgodę na treść wszelkich powyższych zastrzeżeń;
- potwierdza, że zapoznała się z Regulaminem świadczenia usług w zakresie sporządzania Analiz i Rekomendacji obowiązującym w Trigon Domu Maklerskim S.A. (dostępnego na stronie internetowej: www.doakcji.pl, www.trigon.pl, zwanego dalej „Regulaminem”) oraz akceptuje postanowienia Regulaminu;
- wyraża zgodę na jednorazowe (w zakresie Dokumentu) świadczenie przez Dom Maklerski usługi w zakresie przekazywania analiz i rekomendacji poprzez udostępnienie Dokumentu. Na zasadach określonych w Regulaminie oraz z uwzględnieniem zastrzeżeń zawartych w Dokumencie wraz z Dokumentem, przy czym: (1) przedmiot usługi ograniczony jest do nieodpłatnego udostępnienia Dokumentu oraz korzystania z niego przez adresata, (2) umowa o świadczenie tej usługi wiąże wyłącznie w okresie korzystania przez adresata z Dokumentu. Dokument nie stanowi: oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu cywilnego ani podstawy do zawarcia innej umowy lub powstania innego zobowiązania.