

Grupa Apator S.A.

Branża elektromaszynowa

 Kurs bieżący (zł): 93,40
 Liczba akcji (tys.): 3 209
 Free float: 64,7% (193 mln zł)

(tys. zł)	2003	2004	1Q2005	2005P
Sprzedaż	106 000	200 946	53 183	260 000
Zysk operac.	17 202	44 505	7 615	b.d.
Zysk netto	11 368	34 958	12 699	28 000
Wart. księgowa	43 534	110 587	110 587	125 888
Kapitalizacja	143 206	299 674	299 674	299 674
Liczba akcji	3 370	3 209	3 209	3 209
EPS (zł)	3,37	10,90	12,99	8,73
BVPS (zł)	12,9	34,5	34,5	39,2
P/E	12,6	8,6	7,2	10,7
P/BV	3,29	2,71	2,71	2,38
Kurs (zł)*	42,50	93,40	93,40	93,40

*) dla roku 2004 kurs aktualny na GPW

P - prognoza Apator S.A.

Akcjonariusze*:	% akcji	% głosów
Apator Mining	18,70%	11,11%
Mariusz Lewicki	5,57%	9,16%
Guzowska Danuta	4,24%	7,32%
Marzygliński Janusz	3,20%	6,03%
Jaworski Zbigniew	3,56%	5,96%
Razem	35,26%	39,58%



➤ Jedną akcję Apator S.A. wyceniamy na poziomie **96,70 zł** i w związku z tym wydajemy w chwili obecnej rekomendację **Neutralnie**.

➤ W ubiegłym roku Grupa poszerzona została o nowe podmioty, z których najważniejszym jest **Pafal**. Dzięki temu sprzedaż skonsolidowana wzrosła do poziomu 200 mln zł, a zysk netto (także z powodu sprzedaży nieruchomości) wyniósł ponad 34 mln zł. W pierwszych miesiącach bieżącego roku Grupa utrzymała wysokie tempo wzrostu, w związku z czym uważamy, że realizacja przedstawionych przez spółkę prognoz nie będzie zagrożona.

➤ **Sytuacja w branży sprzyja szybkiemu rozwojowi działalności Grupy Apator**. Skupienie się na dwóch kluczowych segmentach, tj. produkcji liczników i aparatury łącznikowej daje potencjalne możliwości z osiągnięcia korzyści ze specjalizacji. Poprawa sytuacji makroekonomicznej, finansowej wśród odbiorców spółki oraz wzrost udziału sprzedaży eksportowej, będą w tym wypadku czynnikami kluczowymi.

➤ **Uważamy, że dotychczasowe osiągnięcia Grupy jak i prognozy są już uwzględnione w wycenie rynkowej**. Należy zwrócić uwagę, że z powodu rozliczenia w ubr. transakcji sprzedaży nieruchomości zysk był nieporównywalnie wyższy w stosunku do roku 2003. Dlatego też prognozowany wynik netto w roku bieżącym na poziomie 28 mln zł ocenić należy pozytywnie, jednak jego poziom spowoduje, że pod względem P/E Apator będzie wyceniany na pułapie średniej dla branży elektromaszynowej.

➤ Z pozostałych czynników wpływ na wycenę rynkową Apatora będą miały przede wszystkim: koniunktura na GPW oraz **wypłata dywidendy** przez spółkę. Dywidenda zostanie zaproponowana w wysokości 4 zł na akcję. Na poczet dywidendy została wypłacona w grudniu 2004 roku zaliczka w wysokości 1,80 zł. Prawo do uzyskania pozostałej części dywidendy w wysokości 2,20 zł zostanie zaproponowane na dzień 30 czerwca natomiast termin wypłaty na 2 sierpnia 2005 roku.

Informacje o powiązaniach DM AmerBrokers ze spółką znajdują się na ostatniej stronie, w rozdziale „Informacje dodatkowe”

Branża

- Podział branży** Przemysł elektromaszynowy to jeden z najbardziej rozbudowanych sektorów polskiej gospodarki, w związku z czym istnieje kilka jego podsektorów, a ich sytuacja finansowa jest zróżnicowana. Wpływa to na trudność wydania jednoznacznej oceny kondycji ekonomicznej przemysłu elektromaszynowego. Mimo, że poszczególne branże działają w specyficznych warunkach, to można wyodrębnić czynniki, które mają ten sam wpływ na ich sytuację operacyjną i finansową. Należą do nich przede wszystkim czynniki makroekonomiczne oraz koniunktura panująca wśród odbiorców produktów finalnych.
- Czynniki wzrostu** Warunkiem koniecznym dla pobudzenia rozwoju przemysłu elektromaszynowego jest wzrost krajowego i zagranicznego popytu na ich wyroby. Bardzo ważnym elementem mającym wpływ na postrzeganie branży jest także poziom inwestycji oraz stopniowe uzyskiwanie przez coraz większą liczbę firm certyfikatów systemów jakości wg norm ISO dla określonego zakresu swojej działalności. Do wyróżniających się sektorów w tych dziedzinach można zaliczyć: produkcję kabli elektroenergetycznych, światłowodowych oraz teleinformatycznych, silników elektrycznych i transformatorów mocy, sprzętu elektroinstalacyjnego i oświetleniowego oraz aparatury niskiego napięcia.
- Poprawa sytuacji przedsiębiorstw w branży jest skorelowana z ogólną sytuacją gospodarczą w kraju. W ubiegłym roku notowany był wysoki wzrost PKB oraz nakładów inwestycyjnych i produkcji przemysłowej. Według niezależnych instytutów oraz prognoz rządowych, widoczna w ubiegłym roku poprawa sytuacji gospodarczej powinna utrzymać się w latach 2005 - 2006. W roku bieżącym PKB może się zwiększyć o około 4,5 – 4,9%, a w 2006 roku w takim samym tempie. Do utrwalenia korzystnych tendencji przyczyniło się przystąpienie Polski do Unii Europejskiej, a głównym czynnikiem wzrostu był eksport. Co ważne, ciągle wysoki jest poziom nakładów inwestycyjnych. W roku 1998 stopa inwestycji (relacja wartości nakładów inwestycyjnych do PKB) wynosiła 24%, natomiast w roku 2003 obniżyła się do 18,3%. IBnGR szacuje dalszy jej spadek do 18,1% w roku 2004. W ubiegłym roku dynamicznie zwiększała się również produkcja sprzedana przemysłu, GUS zanotował jej wzrost w grupie większych przedsiębiorstw o 12,3%. W roku 2004 nie zmieniła się sytuacja w budownictwie i sektor ten nadal przeżywał kryzys. Wartość produkcji budowlano – montażowej była w 2004 roku niższa o 0,9% niż rok wcześniej.
- Energetyka** Sytuacja krajowego sektora elektroenergetycznego zdominowana była w ostatnich latach przez wstąpienie Polski do Unii Europejskiej i konieczną w związku z tym liberalizację rynku. Polska elektroenergetyka uzyskała dostęp do rynków krajów członkowskich UE. Równocześnie przedsiębiorstwa energetyczne z krajów UE mogą działać na polskim rynku energii. Między innymi w związku z tym przewiduje się, że utrzyma się duże i rosnące zapotrzebowanie na prace modernizacyjne w polskiej elektroenergetyce. Mimo, iż w chwili obecnej nie jest przesądzony przyszły kształt sektora (prywatyzacja, konsolidacja), to konieczność dokonania jego modernizacji jest faktem i tylko z uwagi na zwłokę w zmianach własnościowych może ulec opóźnieniu.
- Górnictwo** Wdrażany od kilku lat program restrukturyzacji górnictwa wymusza stosowanie dyscypliny w zakresie wydatków, co niekorzystnie wpływa na wielkość nakładów inwestycyjnych w tej branży. Górnictwo jest jednym z ważniejszych odbiorców branży elektrotechnicznej, generując głównie popyt restytucyjny (modernizacja).
- Sytuacja finansowa branży** Produkcja maszyn i aparatury elektrycznej stanowiła w 2000 roku 2,81% produkcji sprzedanej przemysłu ogółem, natomiast w roku 2003 udział ten wyniósł 3,3%, a roku ubiegłym 3,1%. Działalność ta oznaczona jest w grupie EKD pod numerem 31 i jest jednym z mniejszych w przemyśle elektromaszynowym. W dziale tym zanotowano w 2004 roku wzrost produkcji o 9,3% w stosunku do 2003 roku. Wskaźniki koniunktury GUS dla branży elektromaszynowej w 2004 roku były wyraźnie lepsze niż w 2003 roku. Średni przyrost obrotów za 2004 rok wyniósł

około 12%. Według danych GUS, w kwietniu br. producenci maszyn i aparatury elektrycznej oceniali koniunkturę korzystnie, lepiej niż przed miesiącem. Wynikało to z poprawy bieżącego portfela zamówień i produkcji oraz z korzystnych przewidywań w tych zakresach.

Nakłady inwestycyjne w branży elektromaszynowej wzrosły w 2003 roku o ponad 50%. Przychody branży wzrosły z 32,5 mld zł w 2003 roku do 40,4 mld zł (+23%). Producenci maszyn i urządzeń oraz aparatury elektrycznej (podział wg GUS), poprawili wyniki netto. W pierwszej grupie o ponad 570 mln zł, do minus 21,2 mln zł, a w drugiej o ponad 400 mln zł, do 737,8 mln zł. Lepsza była także rentowność ze sprzedaży, która wzrosła odpowiednio z 2,4% do 5,4% i z 6,4% do 8,6%. Zwiększyła się również liczba przedsiębiorstw wykazujących zysk netto. W 2003 roku było to ponad 70% ogólnej liczby firm z branży elektromaszynowej.

- Perspektywy** Sytuację w branży elektrotechnicznej specjalizującej się w produkcji aparatury pomiarowej i łącznikowej w przyszłości zdeterminuje wpływ następujących czynników:
- stopniowy wzrost na rynku inwestycyjnym, w tym w górnictwie,
 - słaba koniunktura w budownictwie,
 - zmniejszone wydatki na cele remontowo-inwestycyjne ponoszone przez Zakłady Energetyczne,
 - sytuacja finansowa grupy największych odbiorców,
 - poprawa kondycji finansowej dystrybutorów,
 - konkurencja ze strony producentów zagranicznych.

Charakterystyka działalności

Przedmiot działania Apator jest przedsiębiorstwem utworzonym przez pracowników na bazie zlikwidowanego w styczniu 1993 roku przedsiębiorstwa państwowego PZAE Apator. Grupa Apator działa w oparciu o dwa strategiczne dla niej segmenty rynku: pomiar mediów energetycznych (pomiarowy) oraz zabezpieczanie obwodów energetycznych (łącznikowy). Oferuje kompleksowe usługi w zakresie opomiarowania i odczytu mediów energetycznych oraz bezpieczne łączenie i rozłączanie obwodów elektrycznych.

Umorzenie akcji Zgodnie z decyzją Walnego Zgromadzenia z dnia 24 czerwca 2002 roku spółka do dnia 16 kwietnia 2003 roku nabyła 161 050 akcji własnych w celu umorzenia. Łączny koszt nabycia powyższych akcji wyniósł 2.665 tys. zł. Na podstawie uchwały Nadzwyczajnego Walnego Zgromadzenia z 29 marca 2004 roku spółka uruchomiła procedurę umorzenia akcji. W dniu 4 maja 2004 roku ukazało się w Monitorze Sądowym i Gospodarczym ogłoszenie o umorzeniu akcji i obniżeniu kapitału zakładowego o kwotę 177 tys. zł. W ciągu trzech miesięcy od ukazania się ogłoszenia żaden z wierzycieli nie wniósł sprzeciwu i w związku z powyższym w dniu 11 sierpnia 2004 roku złożony został wniosek do Sądu Rejonowego w Toruniu o dokonanie wpisu zmian w Krajowym Rejestrze Sądowym. W wyniku wydania postanowienia w tej sprawie w dniu 7 września 2004 roku kapitał zakładowy obniżony został do kwoty 3.529.350 zł i składa się z 3.208.500 akcji o wartości nominalnej 1,10 zł każda.

Grupa Kapitałowa Apator tworzy Grupę Kapitałową, w skład której oprócz jednostki dominującej wchodzi następujące podmioty zależne:

- Apator Mining sp. z o.o. Katowice (poprzednia nazwa Apator Service Sp. z o.o.), zajmuje się produkcją elektrycznej aparatury łączeniowej, sprzętek powietrza oraz czujników i elementów automatyki przeznaczonych w szczególności do pracy w podziemnych zakładach górniczych. Firma w zakresie swojej działalności zajmuje się również świadczeniem usług związanych z eksploatacją produkowanych urządzeń. Apator posiada 97,17% udziałów.
- Apator Control sp. z o.o. Toruń, firma powstała z wydziałów Apator S.A. zajmujących się energoelektroniką. Spółka zajmuje się projektowaniem i produkcją układów napędowych

do silników elektrycznych i ich wdrażaniem w przemyśle. Apator posiada 100% udziałów.

- Pafal S.A. Świdnica, firma została kupiona przez Apator S.A. w kwietniu ubiegłego roku. Apator posiada 98,10% akcji i głosów. Pafal jest wiodącym dostawcą aparatury kontrolno-pomiarowej dla potrzeb energetyki. Firma posiada następujące podmioty zależne, które jednak w ramach planowanej restrukturyzacji zostaną sprzedane w roku bieżącym: Pafal-FORM Zakład Narzędziowy, Energo Instal oraz Prasmel Sp. z o.o.
- Apator KFAP Kraków, jest następcą Wytwórni Sprzętu Komunikacyjnego "PZL - Kraków" i zajmuje się między innymi produkcją chłodziw i pomp wody. Apator posiada 100% udziałów.
- Metrix S.A. Tczew – firma produkuje gazomierze miechowe. Apator posiada 54,12% akcji - złożona została oferta nabycia akcji spółki będących w posiadaniu Skarbu Państwa.

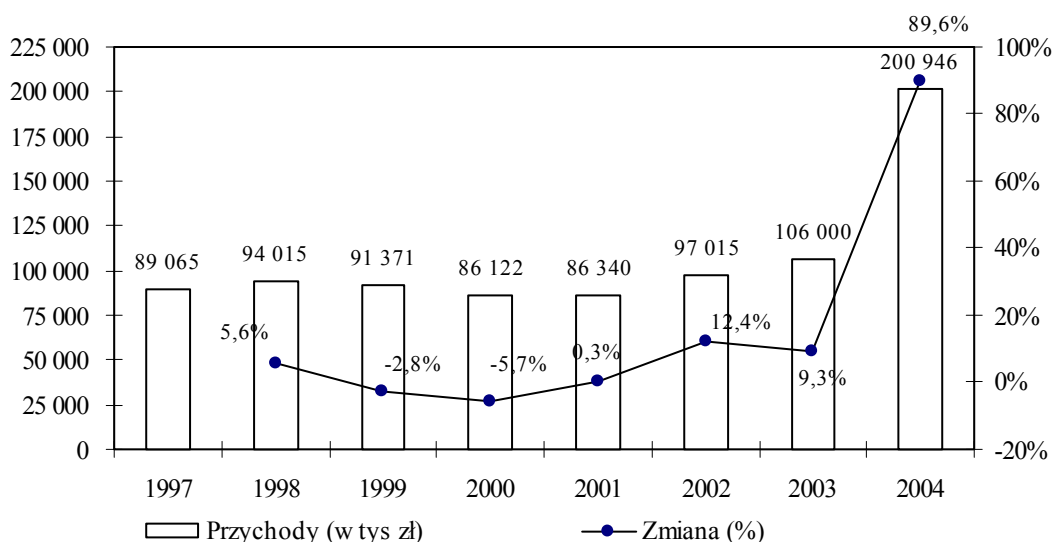
Oprócz wymienionych firm, w skład Grupy wchodzi także spółka stowarzyszona: Apator Elektro z siedzibą w Moskwie.

Najważniejszymi podmiotami Grupy są Apator S.A. oraz Pafal S.A. Podmiot dominujący generuje roczne obroty na poziomie 94 mln zł, natomiast Pafal rzędu 78 mln zł (uwzględnione w konsolidacji wyniosły 66,279 mln). Oznacza to, że ubiegłoroczna transakcja nabycia od NFI akcji Pafalu oraz tegoroczna od Skarbu Państwa (25%) za łącznie ponad 26 mln zł, w efektywny sposób wpłynęły na wielkość Grupy i jej sytuację finansową.

Sprzedaż

Lata 1997 – 2001 charakteryzowały się stagnacją przychodów, bowiem na poziomie Grupy na koniec tego okresu nie przekroczyły poziomu 90 mln zł. Dopiero lata następne, w tym restrukturyzacja działalności przyniosły stopniowy wzrost sprzedaży. Sprzedaż poszczególnych spółek nie mających profilu działalności zbieżnego z podmiotem dominującym oraz skupienie się na podstawowych grupach asortymentowych przyniosło wzrost przychodów w roku 2003 do poziomu powyżej 100 mln zł. Kolejnym etapem jest rozbudowa Grupy o podmioty o dużym potencjale produkcyjnym (Pafal), dzięki czemu w ubiegłym roku obroty skonsolidowane przekroczyły poziom 200 mln zł.

Przychody ze sprzedaży Grupy Apator w latach 1997 – 2004



Struktura sprzedaży

Zmiany w strukturze sprzedaży odzwierciedlają także wzrost znaczenia poszczególnych grup asortymentowych. Po ubiegłorocznym włączeniu w skład Grupy spółki Pafal, sprzedaż aparatury pomiarowej zwiększyła się o 252% w stosunku do roku 2003. Tym samym asortyment ten na koniec 2004 roku zapewniał już 41,8% rocznej sprzedaży Grupy Apator. Należy przy tym zauważyć, że także w pozostałym asortymencie, tj. aparaturze łącznikowej i górniczej sprzedaż wzrosła w ubiegłym roku w wysokim tempie, przekraczającym 180%. W pierwszym kwartale br. udział aparatury pomiarowej w strukturze przychodów zwiększył się do ponad 50%.

Grupa realizuje strategię rozwoju i dominacji dwóch spółek: Apator i Pafal. Grupa opiera swój rozwój na działalności w zakresie opomiarowania mediów energetycznych i oferowaniu kompleksowych systemów rozliczania wszystkich nośników energii. Obecnie w ofercie występują systemy zakupu i rozliczania zarówno energii elektrycznej jak i ciepłej, których funkcjonowanie oparte jest na przedpłatowych i klasycznych licznikach energii elektrycznej oraz ciepłomierzach. Realizacji tego celu temu służy także włączenie w skład Grupy spółki Metrix, co daje możliwość wejścia w obszar pomiaru kolejnego medium, tj. gazu.

Struktura sprzedaży Grupy Apator S.A. w latach 2002 – 2004 (w tys. zł)

	2002	udział %	2003	udział %	2004	udział %
aparatura pomiarowa	19 956	20,6%	23 836	22,5%	83 932	41,8%
aparatura łącznikowa	18 642	19,2%	21 619	20,4%	61 230	30,5%
pozostałe	58 417	60,2%	60 545	57,1%	55 784	27,8%
Razem	97 015	100%	106 000	100%	200 946	100%

Eksport

Przy wzroście w ubiegłym roku sprzedaży skonsolidowanej o blisko 90%, przychody z tytułu eksportu wzrosły o 93,7%, a na rynek krajowy o 89%. Z uwagi na zmiany w strukturze Grupy i nieporównywalne dane w stosunku do lat poprzednich, celowe jest przedstawienie zmian w kierunkach sprzedaży jakie nastąpiły w roku 2004 w stosunku do roku poprzedniego.

Mimo zakończenia w trzecim kwartale ubiegłego roku produkcji części plastikowych do central telefonicznych, które w całości przeznaczone były na eksport do Lucent Technologies, nastąpił wartościowy wzrost eksportu, do czego głównie przyczyniła się działalność spółki Pafal. Eksport Grupy Pafal uwzględniony w konsolidacji wyniósł w ubr. 11,459 mln zł, tj. 44% eksportu Grupy Apator ogółem. Rozszerzenie sprzedaży eksportowej nastąpiło w tym przypadku głównie o indukcyjne liczniki energii elektrycznej.

Udział procentowy eksportu wzrósł w ubiegłym roku do 12,9%, w porównaniu do 12,6% w roku 2003, natomiast wzrost w ujęciu nominalnym wyniósł 93,7%, co należy ocenić pozytywnie. W sytuacji stopniowego słabnięcia PLN w roku bieżącym, sprzedaż eksportowa powinna pozytywnie wpływać na jakość wyników finansowych Grupy. Wzrost udziału eksportu do 30% jest strategicznym celem Grupy. W pierwszym kwartale br. spółka Pafal wygrała przetarg na dostawę liczników do niemieckiej Grupy E.ON o wartości 21,85 mln zł.

Struktura geograficzna sprzedaży Grupy Apator S.A. w latach 2003 – 2004 (w tys. zł)

	2003	udział	2004	udział
kraj	92 651	87,4%	175 087	87,1%
eksport	13 349	12,6%	25 859	12,9%
Razem	106 000	100,0%	200 946	100,0%

Koszty

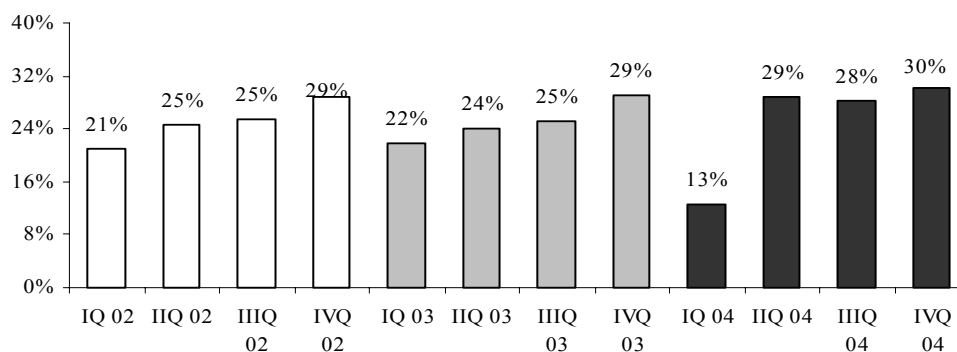
W roku 2003 Grupa Apator zanotowała mniejszy wzrost kosztów wg rodzaju niż sprzedaży. W roku ubiegłym z uwagi na rozbudowę Grupy koszty wzrosły w tym samym stopniu co przychody, co przyczyniło się do spadku marży brutto ze sprzedaży. Stało się tak z uwagi na wzrost udziału amortyzacji, usług obcych i wynagrodzeń. Uważamy, że w roku bieżącym spółka będzie musiała podjąć działania restrukturyzacyjne w celu odbudowy wysokiego poziomu marży. Struktura kosztów wskazuje, że istnieje pole do takiego działania, co biorąc pod uwagę doświadczenia firmy z lat poprzednich, powinno przynieść spodziewany efekt.

Koszty wg rodzaju Grupy Apator S.A.

	2002	2003	2004
amortyzacja	7,4%	5,8%	6,3%
zużycie materiałów i energii	47,5%	44,7%	43,2%
usługi obce	8,4%	11,0%	12,7%
podatki i opłaty	2,1%	1,7%	1,7%
wynagrodzenia	23,1%	23,4%	25,6%
ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	5,3%	5,4%	5,8%
pozostałe	6,2%	8,0%	4,7%
Razem	100%	100%	100%

Sezonowość

Z analizy przychodów w ujęciu kwartalnym wynika, że Grupa w niewielkim stopniu odczuwa wpływ sezonowości na sprzedaż. Gorszym okresem są pierwsze miesiące roku, w których możliwy jest spadek przychodów. Z uwagi na fakt, że w ubiegłym roku od drugiego kwartału nastąpiła konsolidacja wyników spółki Pafal, dane za pierwszy kwartał 2004 są nieporównywalnie niższe w stosunku do okresów następnych. Analiza sprzedaży od kwartału drugiego do czwartego potwierdza wnioski o małym wpływie sezonowości na wyniki Grupy Apator.

**Analiza sprawozdań finansowych**

RACHUNEK ZYSKÓW i STRAT	dane w tys zł			dynamika	
	2002	2003	2004	03/02	04/03
Przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów	97 015	106 000	200 946	9,3%	189,6%
Przychody netto ze sprzedaży produktów	90 468	100 939	192 358	111,6%	190,6%
Przychody netto ze sprzedaży towarów i materiałów	6 547	5 061	8 588	77,3%	169,7%
Koszty sprzedanych produktów, towarów i mat.	63 251	64 705	131 460	102,3%	203,2%
Koszt wytworzenia sprzedanych produktów	58 116	60 465	125 459	104,0%	207,5%
Wartość sprzedanych towarów i materiałów	5 135	4 240	6 001	82,6%	141,5%
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	33 764	41 295	69 486	122,3%	168,3%
Koszty sprzedaży	6 795	8 185	12 222	120,5%	149,3%
Koszty ogólnego zarządu	15 888	14 864	27 054	93,6%	182,0%
Zysk (strata) ze sprzedaży	11 081	18 246	30 210	164,7%	165,6%
Pozostałe przychody operacyjne	2 842	3 999	22 832	140,7%	570,9%
Pozostałe koszty operacyjne	4 620	5 043	8 537	109,2%	169,3%
Zysk (strata) z działalności operacyjnej	9 303	17 202	44 505	184,9%	258,7%
Przychody finansowe	1 593	1 291	1 824	81,0%	141,3%
Koszty finansowe	2 449	1 748	2 826	71,4%	161,7%
Zysk (strata) brutto	8 201	15 876	44 064	193,6%	277,6%
Podatek dochodowy	2 526	4 428	9 083	175,3%	205,1%
Zysk (strata) netto	5 616	11 368	34 958	202,4%	307,5%
EPS (w zł)	2,25	3,37	10,90	150,2%	322,9%

**Rachunek
zysków i strat**

Rozbudowa Grupy Kapitałowej przyczyniła się do osiągnięcia w 2004 roku nieporównywalnie wyższych rezultatów sprzedaży w porównaniu do lat poprzednich, ale jednocześnie nastąpiła poprawa na poziomie dochodowości działania. Ogółem sprzedaż w 2004 wzrosła o 89%, podczas gdy zysk operacyjny zwiększył się 158%, a netto o 207%.

Decydujące znaczenie dla wyników Grupy w 2004 roku miały obserwowane w kraju ożywienie gospodarcze (wzrost PKB i inwestycji), dobra koniunktura na rynku górnictwa, tj. większa sprzedaż aparatury górniczej oraz uzyskanie dodatkowych pozostałych przychodów operacyjnych ze sprzedaży nieruchomości w Toruniu. Według szacunków spółki, bez uwzględnienia transakcji sprzedaży nieruchomości, zysk netto za ubiegły rok wyniósłby 20 mln zł. Oznacza to, że i tak uległby podwojeniu w stosunku do roku 2003, jednak dzięki ostatecznemu sfinalizowaniu transakcji wyniósł prawie 35 mln zł, co między innymi pozwoli spółce utrzymać politykę wypłaty dywidendy. W czwartym kwartale ubr. spółka dokonała wypłaty zaliczki na poczet przewidywanej dywidendy za 2004 rok w wysokości 1,80 zł na akcję, tj. w dniu 15 grudnia 2004 roku, natomiast deklarowany poziom dywidendy za 2004 rok ma osiągnąć 4 zł na akcję.

Wyniki roku ubiegłego oraz pozytywne przewidywania odnośnie kształtowania się sytuacji w gospodarce, skłoniły zarząd spółki do przedstawienia prognoz wyników skonsolidowanych na rok bieżący: przychody ze sprzedaży mają wynieść 260 mln zł (+30%), zaś zysk netto kształtować się będzie od 28 do 30 mln zł. Należy zwrócić uwagę, że zysk netto ulegnie obniżeniu, jednak nie uwzględniając ubiegłorocznych zysków ze sprzedaży nieruchomości, progresja wyniku będzie duża i wyniesie 40%.

BILANS	dane w tys. zł			dynamika		
	2002	2003	2004	2002	2003	2004
I. AKTYWA TRWAŁE	25 946	25 895	61 776	38,5%	34,1%	42,2%
1. Wartości niematerialne i prawne	983	707	4 032	3,8%	2,7%	6,5%
2. Wartość firmy jednostek podporządkowanych	464	75	543	1,8%	0,3%	0,9%
3. Rzeczowe aktywa trwałe	23 062	23 628	48 167	88,9%	91,2%	78,0%
4. Należności długoterminowe	0	540	732	0,0%	2,1%	1,2%
5. Inwestycje długoterminowe	0	0	4 352	0,0%	0,0%	7,0%
6. Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	1 437	945	3 950	5,5%	3,6%	6,4%
II. AKTYWA OBROTOWE	41 361	50 007	84 473	61,5%	65,9%	57,8%
1. Zapasy	12 620	12 899	20 722	30,5%	25,8%	24,5%
2. Należności krótkoterminowe	25 736	27 821	46 133	62,2%	55,6%	54,6%
3. Inwestycje krótkoterminowe	2 361	6 971	13 470	5,7%	13,9%	15,9%
4. Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	644	2 316	4 148	1,56%	4,63%	4,91%
AKTYWA RAZEM	67 307	75 902	146 249	100%	100%	100%
I. KAPITAŁ WŁASNY	43 534	53 076	86 679	64,7%	69,9%	59,3%
1. Kapitał zakładowy	2 750	3 706	3 529	6,3%	7,0%	4,1%
2. Należne wpłaty na kapitał zakładowy	0	0	0	0,0%	0,0%	0,0%
3. Akcje (udziały) własne	-8 465	-8 590	-5 914	-19,4%	-16,2%	-6,8%
4. Kapitał zapasowy	35 968	37 513	46 843	82,6%	70,7%	54,0%
5. Kapitał z aktualizacji wyceny	4 720	4 501	6 720	10,8%	8,5%	7,8%
6. Pozostałe kapitały rezerwowe	5 403	5 330	0	12,4%	10,0%	0,0%
7. Różnice kursowe z przeliczenia jedn. podporządk.	0	0	0	0,0%	0,0%	0,0%
8. Zysk (strata) z lat ubiegłych	-2 458	-752	543	-5,6%	-1,4%	0,6%
9. Zysk (strata) netto	5 616	11 368	34 958	12,9%	21,4%	40,3%
10. Odpisy z zysku netto w ciągu roku obrotowego	0	0	0	0,0%	0,0%	0,0%
IV. ZOBOWIĄZANIA i REZERWY NA ZOBOW.	23 375	22 348	49 836	34,7%	29,4%	34,1%
1. Rezerwy na zobowiązania	3 394	3 481	7 790	14,5%	15,6%	15,6%
2. Zobowiązania długoterminowe	226	0	83	1,0%	0,0%	0,2%
3. Zobowiązania krótkoterminowe	19 615	18 686	41 784	83,9%	83,6%	83,8%
4. Rozliczenia międzyokresowe	140	181	179	0,6%	0,8%	0,4%
PASYWA RAZEM	67 307	75 902	146 249	100%	100%	100%

Bilans

Jednym ze skutków rozbudowy Grupy o nowe spółki jest wzrost udziału aktywów trwałych w skonsolidowanym bilansie. Na koniec ubr. z powodu wzrostu tej pozycji o ponad 138%, udział aktywów trwałych w aktywach ogółem wzrósł do ponad 42% z 34% rok wcześniej. Zmiany te określić należy jako normalne w sytuacji blisko podwojenia wartości sumy bilansowej. Pod względem jakości aktywów obrotowych nie zaszły w strukturze zasadnicze zmiany, widoczne jest jedynie zmniejszenie się udziału zapasów. Grupa na koniec ubr. w około 60% finansowała się środkami własnymi, w czym największy udział miał kapitał zapasowy oraz wypracowany w ubr. rekordowy zysk netto. W ubiegłym roku nastąpił duży wzrost zobowiązań krótkoterminowych, tj. o ponad 123%. Oznacza to, że wyniki Grupy w większym stopniu obciążone były kosztami finansowania długu oraz dostawców. Mimo to spółka osiągnęła satysfakcjonujące wyniki, w związku z czym sytuację w tym zakresie można ocenić jako bezpieczną.

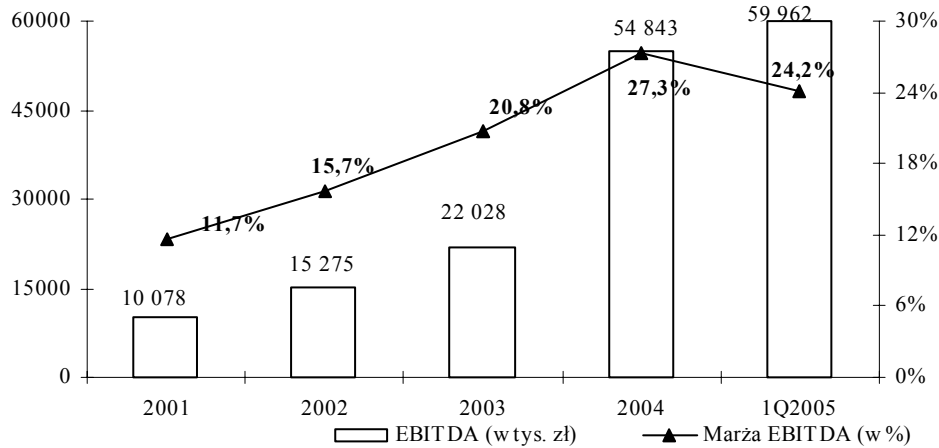
Wskaźniki finansowe	2002	2003	2004
Rentowność			
Wskaźnik rentowności brutto sprzedaży	34,8%	39,0%	34,6%
Wskaźnik rentowności operacyjnej	9,6%	16,2%	22,1%
Wskaźnik rentowności brutto	8,5%	15,0%	21,9%
Wskaźnik rentowności netto	5,8%	10,7%	17,4%
ROA	16,7%	15,9%	31,5%
ROE	25,8%	23,5%	50,0%
Płynność			
Kapitał obrotowy (tys. zł)	21 746	31 321	42 689
Wskaźnik bieżący	2,11	2,68	2,02
Wskaźnik płynności szybkiej	1,47	1,99	1,53
Zadłużenie			
Wskaźnik zadłużenia	29%	25%	29%
Wskaźnik zadłużenia kap. własnego	46%	35%	48%
Aktywność			
Rotacja zapasów (w dniach)	36	71	46
Rotacja należności (w dniach)	48	91	66
Rotacja zobowiązań (w dniach)	36	65	54
Rotacja aktywów	2,88	1,48	1,81

Wskaźniki finansowe

W ubiegłym roku na poziomie skonsolidowanym spółka zanotowała poprawę dochodowości poza marżą brutto ze sprzedaży. Wynikało to z szybszego wzrostu kosztów wytworzenia w porównaniu do tempa wzrostu przychodów. Z uwagi na jednorazowy wpływ transakcji sprzedaży nieruchomości znacznie zwiększyła się marża operacyjna i netto, jednak nawet nie uwzględniając tej transakcji rentowność nie odbiegałaby od zanotowanej w 2003 roku. W analizie dochodowości należy zwrócić uwagę na bardzo wysokie ROE, wynoszące ponad 50%. Z powodu dodatkowych zysków zjawisko to ma charakter jednostkowy, wg przedstawionych prognoz spółki ROE na koniec br. obniży się do około 22%.

W zakresie płynności utrzymana została dobra i stabilna sytuacja spółki z roku 2003. Także na poziomie zadłużenia poza wzrostem zobowiązań ogółem do kapitałów własnych nie nastąpiły większe zmiany.

Korzystnie o rozwoju Grupy świadczy skrócenie czasu rotacji zapasów, należności oraz zobowiązań. Czas rotacji aktywów zwiększył się do 1,81, z 1,48 rok wcześniej.

EBITDA oraz marża Apator w latach 2001 – 2004**EBITDA**

EBITDA oraz ma tendencję wzrostową, jednak w przypadku marży wzrost został powstrzymany w pierwszym kwartale br. Wynika to ze spadku zysku operacyjnego, co w sytuacji dynamicznego wzrostu sprzedaży spowodowało, że marża EBITDA obniżyła się. W ujęciu nominalnym EBITDA na koniec pierwszego kwartału (obliczona narastająco za ostatnie 4 kwartały) jest na rekordowo wysokim pułapie, co nastąpiło głównie z powodu wzrostu amortyzacji. Udział amortyzacji w EBITDA zwiększył się do 25% wobec 19% na koniec 2004 roku i 22% w roku 2003.

Wyniki 1 kwartału 2005

Grupa Apator (dane w tys. zł)	I kwartał		
	2004	2005	zmiana
Przychody ze sprzedaży	25 454	53 183	108,9%
Zysk operacyjny	8 230	7 615	-7,5%
Zysk brutto	8 321	14 410	73,2%
Zysk netto	6 712	12 699	89,2%
Rentowność operacyjna	32,3%	14,3%	
Rentowność zysku brutto	32,7%	27,1%	
Rentowność zysku netto	26,4%	23,9%	

1Q2005

W pierwszym kwartale Grupa kontynuowała dobre wyniki osiągnięte w roku poprzednim. Sprzedaż wzrosła o 108,9%, jednak poziom wzrostu kosztów wytworzenia był ponownie wyższy (+123%), przez co marża brutto ze sprzedaży nieznacznie obniżyła się (do 34,2%). Zmiany w stosunku do roku poprzedniego widoczne są na pułapie marży operacyjnej, która w pierwszym kwartale wyniosła 14,3%. Na wysokość wypracowanego wyniku netto w pierwszym kwartale istotny wpływ miało zdarzenie nadzwyczajne jakim jest powstanie ujemnej wartości firmy w wysokości 6,834 mln zł, w wyniku objęcia kontroli nad spółką Metrix S.A. Z kolei na wysokość wypracowanego wyniku netto w pierwszym kwartale 2004 roku również miał wpływ jednorazowego czynnika spoza podstawowej działalności operacyjnej jakim była otrzymana kwota 5,637 mln zł z związana ze sprzedażą nieruchomości (koszty wyniosły 1,7 mln zł).

Wycena

Metoda dochodowa CE (cash earnings) – nadwyżka finansowa wyrażona jako zysk netto plus amortyzacja.

Metoda dochodowa (znana także jako metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych - DCF) opiera się na prognozie zdolności Grupy Apator do generowania nadwyżki finansowej w ciągu najbliższych 5 lat.

Zakładamy, że w 2005 roku zysk netto spółki ukształtuje się na minimalnym poziomie z przedstawionej przez spółkę prognozy, tj. 28 mln zł, natomiast amortyzacja będzie na tym samym pułapie co w roku ubiegłym. Zakładamy, że w ciągu kolejnych czterech lat zysk netto będzie rósł w tempie 2%. Amortyzacja w okresie prognozy rocznie wynosić będzie 10,4 mln zł, a jej udział będzie na poziomie od 27% do 25%. Po oznaczonym okresie prognozy tempo przyrostu nadwyżki finansowej będzie wynosiło 2% rocznie.

Współczynnik dyskontowy (k) został obliczony według następującego wzoru:

$$k = (wd \cdot Rd \cdot (1-T) + we \cdot (Rf + (Rm - Rf) \cdot B))$$

gdzie:

wd – udział długu w finansowaniu działalności spółki (wd=13,62%),

we – udział kapitałów własnych w finansowaniu działalności spółki (we=86,38%),

Rd – średni koszt długu (Rd=6,24%),

T – stopa opodatkowania dochodów osób prawnych (T=19%),

Rf – rentowność 5-letnich obligacji o stałym oprocentowaniu podczas ostatniego przetargu (Rf=5,481%),

(Rm-Rf) – premia za ryzyko rynkowe (Rm-Rf)=5,0%,

B – współczynnik beta (B=1), z uwagi na bardzo niski współczynnik beta dla Apatora (0,2168), w wycenie przyjęto wartość wskaźnika na poziomie rynkowym. Naszym zdaniem zastosowanie bety na poziomie 0,2168 spowodowało by zawyżenie wyceny spółki.

Współczynnik dyskontowy wynosi 9,74%, a wartość jednej akcji Apator S.A. uzyskana metodą dochodową (przy przyjętych założeniach odnośnie kształtowania nadwyżki finansowej spółki) wynosi 123,50 zł.

Wycena dochodowa (mln zł)			
Rok	CE	Współcz. dyskont. 9,74%	Obecna wartość CE
2005	38,3	0,9112	34,9
2006	38,9	0,8303	32,3
2007	39,5	0,7566	29,9
2008	40,1	0,6895	27,6
2009	40,6	0,6283	25,5
Wartość rezydualna	391,5	0,6283	245,9
Wartość firmy			396,2
Liczba akcji (w mln sztuk)			3,209
Wartość jednej akcji			123,5 zł

Źródło: AmerBrokers

Metoda porównawcza Metoda porównawcza bazuje na porównaniu wskaźników wyceny rynkowej Apator w stosunku do średniej dla wybranych spółek branży elektromaszynowej, co ma dać pogląd jak spółka wyceniana jest w porównaniu do poszczególnych firm.

Porównywane wskaźniki to: P/E (cena do zysku netto przypadającego na akcję), P/BV (relacja ceny do wartości księgowej na jedną akcję) oraz P/Sales (relacja ceny do przychodów ze

sprzedaży na jedną akcję). Za cenę przyjmowany jest aktualny kurs giełdowy, BV to wartość księgowa na dzień 31.03.2005, natomiast zysk netto i sprzedaż obliczono na podstawie ostatnich czterech kwartałów. W wycenie pominięto wskaźniki P/E dla Kabli S.A., z uwagi na to że spółka ta wykazuje straty netto.

Metoda porównawcza ma wskazać jak kształtowałyby się wycena akcji spółki, gdyby osiągała ona średnie dla branży wartości wskaźników P/Sales, P/E i P/BV.

Obliczona w ten sposób wartość akcji Apator kształtuje się w przedziale 31,30 – 145,20 zł, natomiast średnia z wyceny porównawczej wynosi 69,8 zł. W wycenie porównawczej należy zwrócić uwagę, na fakt że Apator pod względem wskaźników P/Sales oraz P/BV znacznie przewyższa średnie dla branży. Jedynym wskaźnikiem, który jest poniżej średniej jest P/E, jednak wynika to z uwzględnienia wysokiego wyniku netto z roku 2004. Biorąc pod uwagę wielkość prognozowanego zysku netto na rok bieżący, P/E przy obecnym kursie wyniesie 10,7, czyli na poziomie bliskim średniej dla porównywanych spółek (11,2).

Wycena porównawcza	P/Sales	P/E	P/BV
Apator	1,21	7,19	2,71
<i>Amica</i>	<i>0,22</i>	<i>9,54</i>	<i>0,90</i>
<i>Hydrotor</i>	<i>0,71</i>	<i>10,05</i>	<i>0,99</i>
<i>Kable</i>	<i>0,12</i>	<i>-</i>	<i>1,17</i>
<i>Kopex</i>	<i>0,18</i>	<i>8,80</i>	<i>1,00</i>
<i>Ponar j</i>	<i>0,24</i>	<i>8,06</i>	<i>0,94</i>
<i>Rafako</i>	<i>0,64</i>	<i>21,27</i>	<i>0,92</i>
<i>Relpol</i>	<i>0,57</i>	<i>9,84</i>	<i>1,32</i>
<i>Remak j</i>	<i>0,42</i>	<i>13,56</i>	<i>0,89</i>
<i>ZEG</i>	<i>0,20</i>	<i>5,88</i>	<i>0,30</i>
<i>Zelmer</i>	<i>0,91</i>	<i>17,15</i>	<i>0,94</i>
<i>Zrew</i>	<i>0,23</i>	<i>7,59</i>	<i>1,21</i>
<i>średnia</i>	<i>0,40</i>	<i>11,17</i>	<i>0,96</i>
cena dla średniej	31,3 zł	145,2 zł	33,1 zł

j – dane jednostkowe

Porównanie zastosowanych metod wyceny Silną stroną metody dochodowej jest bazowanie w wycenie na przyszłych przepływach pieniężnych, które stanowią rzeczywistą wartość dla akcjonariuszy. Natomiast wadą tej metody jest jej opieranie się na szacunkach odnośnie kształtowania się nadwyżki finansowej, a także przyjmowanie innych założeń, które mogą okazać się nieprecyzyjne.

Metoda porównawcza bazuje na bieżących osiągnięciach spółki, co powoduje że obarczona jest ona dużo mniejszym błędem w stosunku do metody dochodowej. Natomiast wadą tej metody jest to, że nie dyskontuje ona przyszłych osiągnięć spółki, a także zakłada iż powinna ona być wyceniana na poziomie zbliżonym do innych spółek giełdowych z branży elektromaszynowej, co może okazać się błędne.

Rekomendacja Przyjmując jako kryteria do wydania rekomendacji średnią z wycen metodą dochodową oraz metody porównawczej, **wydajemy w chwili obecnej rekomendację NEUTRALNIE dla akcji Apator S.A. wyceniając 1 akcję na 96,70 zł.**

Analiza techniczna notowań spółki

Od ponad pół roku kurs Apatora znajduje się w szerokim trendzie horyzontalnym. Poziom wsparcia to 87 – 88 zł, natomiast oporu znajduje się przy 94 zł. Próba wybicia ponad opór w listopadzie ubiegłego roku zakończyła się niepowodzeniem, bowiem kurs nie zdołał utrzymać

się w wyższym zakresie wahań. Ostatnie miesiące i tygodnie to coraz węższe pasmo wahań, co nastąpiło przy spadku obrotów. Obecnie poprawę sytuacji technicznej sygnalizują oscylatory, które powoli zbliżają się do strefy rynku wykupionego. Bezpośrednią przyczyną jest kilkudniowa zwyżka, która może doprowadzić do ataku na opór przy 94 zł. Ewentualne powrodozenie tego wzrostu zadecydować może o tendencji w następnych tygodniach.



Informacje dodatkowe

Niniejsza analiza zawierająca rekomendację inwestycyjną jest skierowana do klientów DM AmerBrokers. Jest ona udostępniana nieodpłatnie. Autor analizy użył swojej najlepszej wiedzy i dołożył wszelkich starań aby analiza była sporządzona rzetelnie i obiektywnie. Dom Maklerski AmerBrokers nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych w oparciu o ten dokument. Niniejsza analiza podlega ochronie wynikającej z Ustawy z dnia 04.02.1994 o prawie autorskim i prawach pokrewnych (Dz.U.Nr 24, poz.83). W szczególności nie jest dozwolone powielanie i rozpowszechnianie powyższego bez zgody DMA.

Źródło danych – informacje ze spółki, Notoria Serwis, prospekty emisyjne, raporty finansowe, opracowania branżowe (w tym BOSS Gospodarka) informacje prasowe oraz dostępne w Internecie.

Data pierwszego udostępnienia rekomendacji jest data wskazana na pierwszej stronie analizy. Rekomendacja została wydana na podstawie danych zawartych w tabelach: na pierwszej stronie analizy, zawierających bilans, rachunek zysków i strat, analizę wskaźnikową oraz wycenę metodą dochodową.

Horyzont czasowy wydawanych rekomendacji wynosi od 6 do 12 miesięcy. DM AmerBrokers zastrzega sobie możliwość dokonania zmian rekomendacji w trakcie jej ważności (w przypadku

zajścia zdarzenia uzasadniającego taką zmianę).

Definicje dotyczące wydawanych rekomendacji:

KUPUJ - uważamy, że dana spółka jest niedowartościowana i jej akcje powinny zyskiwać na wartości. Podana cena docelowa oznacza wartość spółki (wynikającą z wyceny fundamentalnej), do której powinien dotrzeć jej kurs. Nie jest to jednak maksymalny zasięg wzrostów, gdyż po dotarciu kursu do ceny docelowej rekomendacja może zostać zmieniona na TRZYMAJ. Jest to możliwe w sytuacji gdy sprzyjające będą warunki rynkowe, a zachowanie kursu będzie wskazywało na prawdopodobieństwo kontynuacji wzrostów.

SPRZEDAJ - sądzymy, że dana spółka jest zbyt wysoko wyceniana, biorąc pod uwagę jej sytuację fundamentalną lub rynkową. Oznacza to, że akcje spółki powinny tracić na wartości, w związku z czym zalecamy pozbywanie się ich.

TRZYMAJ - uważamy, że akcje spółki, dla której wydano taką rekomendację są niedowartościowane, ale w znacznie mniejszym stopniu niż przy rekomendacji KUPUJ. Sądzymy jednak, że nie warto pozbywać się akcji, gdyż powinny one zyskiwać na wartości, szczególnie przy sprzyjających warunkach rynkowych.

NEUTRALNIE - oznacza powstrzymanie się od wyraźnego zalecenia inwestycyjnego.

Wykaz rekomendacji wydanych dla spółki Apator w ciągu ostatnich 6 miesięcy: DM AmerBrokers nie wydawał rekomendacji w tym okresie.

Informacje o powiązaniach pomiędzy DM AmerBrokers, a spółką, o których mowa w §9 i §10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 21 kwietnia 2004 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów: powiązania nie występują.

Nadzór nad Domem Maklerskim AmerBrokers S.A. sprawuje Komisja Papierów Wartościowych i Giełd.