

27 października 2005 r.

APATOR

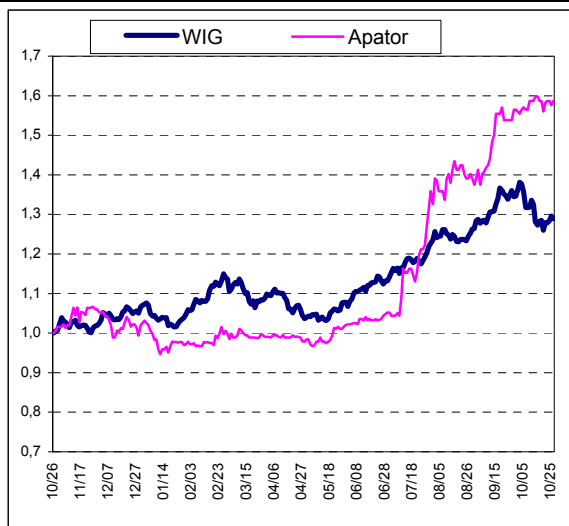
kupuj

Dane podstawowe

cena rynkowa (PLN)	146,00
cena docelowa (PLN)	203
WIG	31 987
kapitalizacja (mln PLN)	468
EV (mln PLN)	462
liczba akcji (tys.)	3 209
free float (mln PLN)	233,8
średni obrót (3 mies.) (tys. PLN)	669,9

Zmiana (%)	kursu	wzg. WIG-u
ost. 3 mies.	29,78%	21,72%
ost. 6 mies.	62,04%	38,73%
od pocz. notowań	58,70%	29,83%

Główni Akcjonariusze	% akcji	% głosów
APATOR MINING	18,7%	11,1%
Mariusz Lewicki	5,6%	9,2%
Tadeusz Sosgórnik	5,4%	8,2%
Danuta Guzowska	4,2%	7,3%
Janusz Marzygliński	3,1%	6,0%
Zbigniew Jaworski	3,6%	6,0%


Analitik:

Maria Skowron-Szafrńska tel. (0-22) 32 94 346

Do 2004 roku APATOR był głównie znany na rynku z tego, że dostarczał urządzenia do bezpiecznego łączenia i rozłączania obwodów elektrycznych. Jeszcze w 2003 roku urządzenia pomiarowe stanowiły zaledwie 23% całkowitej sprzedaży Spółki. Po akwizycjach dokonanych w latach 2004-2005 spółek: FAP PAFAL, METRIX oraz KFAP, APATOR poszerzył zakres działalności o urządzenia pomiarowe, które obecnie stanowią już ponad 50% całkowitej sprzedaży Grupy APATOR. Wskaźnik ten może ulec jeszcze zwiększeniu. Obecnie trwa proces restrukturyzacji przejętych spółek, którego efektem ma być m.in. redukcja kosztów i efektywniejsze zarządzanie majątkiem. Akwizycje zaważyły na wynikach finansowych Grupy APATOR. W 2004 roku osiągnięty zysk netto w wysokości 35 mln zł, pochodził częściowo ze sprzedaży nieruchomości, natomiast bardzo dobre wyniki 2005 roku będą konsekwencją odpisania ujemnej wartości firmy powstałej po przejściu METRIX w wysokości nieco ponad 10 mln zł. Spółce sprzyjała także w ostatnich kilkunastu miesiącach koniunktura w górnictwie. W niekorzystny sposób na wyniki Grupy w 2005 roku wpłynęła niestabilna polityka zakupowa większości spółek dystrybucyjnych w efekcie prowadzonej konsolidacji zakładów energetycznych. Uważamy, że wraz z dokończeniem prywatyzacji sektora energetycznego i systematyczną zmianą rynku na coraz bardziej opartą na zasadach rynkowych popyt na produkty oferowane przez Grupę APATOR, zwłaszcza urządzenia pomiarowe, będzie się stabilnie rozwijał. Może to zadziałać w podwójny sposób na Spółkę: poprzez umiarkowany i stabilny wzrost przychodów oraz, co ważniejsze, na możliwość nieznacznego zwiększenia marży na sprzedaży brutto. Z kolei efekty restrukturyzacji oraz efektywne zarządzanie zasobami w Grupie powinny przyczynić się do ścisłego kontrolowania kosztów zarządu oraz kosztów sprzedaży. Uważamy, że APATOR z sukcesem realizuje strategię poszerzenia skali działalności wchodząc w segment pomiaru energii elektrycznej, gazowej i ciepłowniczej. Liczymy, że wraz z ukończeniem procesów prywatyzacyjnych tych sektorów oraz ich pełnego urynkwienia Grupa APATOR ma szansę na stabilny rozwój i osiąganie przyzwoitych marż. Te czynniki powinny przyczynić się do generowania w przyszłości stabilnych zysków, którymi APATOR chętnie dzieli się z akcjonariuszami. Z uwagi na to, że uzyskana przez nas wycena akcji Grupy APATOR wynosi 203 zł, a jej bieżące notowania 146 zł zdecydowaliśmy się na wydanie rekomendacji kupuj. Uważamy, że zakup akcji spółki APATOR może być interesującą inwestycją portfelową na najbliższe miesiące.

	Sprzedaż (mln PLN)	EBITDA (mln PLN)	EBIT (mln PLN)	Zysk netto (mln PLN)	EPS (PLN)	DPS (PLN)	BVPS (PLN)	P/E	P/BV	EV/ EBITDA
2003	106,0	22,2	17,2	11,5	3,42	0,00	15,80	12,42	2,69	6,16
2004	200,9	54,8	44,5	35,0	10,90	4,00	27,02	8,71	3,51	5,45
2005P	275,8	58,6	41,1	43,6	13,59	5,00	40,70	10,75	3,59	7,57
2006P	297,6	67,3	49,6	38,6	12,02	4,42	47,72	12,15	3,06	6,31
2007P	321,2	71,8	53,9	42,0	13,09	4,82	56,39	11,15	2,59	5,58

P - szacunki BM BGZ

Notowania z 26 października 2005 r.

KRÓTKA CHARAKTERYSTYKA GRUPY APATOR

Działalność Grupy Apator, od 2004 roku po przejęciach dokonanych przez Apator, jest skoncentrowana na dwóch obszarach branży elektromaszynowej: pomiarowej i łącznikowej. Celem strategicznym Grupy Apator jest oferowanie kompleksowej obsługi w zakresie:

- pomiaru i odczytu mediów energetycznych, tj. systemów pomiaru energii elektrycznej, ciepłej i gazu oraz systemów automatycznego odczytu zużycia nośników energii,
- aparatury pomiarowej obejmującej liczniki energii elektrycznej, ciepłomierze i gazomierze oraz
- dostarczenia klientowi urządzeń do bezpiecznego łączenia i rozłączania obwodów elektrycznych (aparatury łącznikowej), w tym aparatury przeciwwybuchowej dla górnictwa.

Zasadniczo, w zakresie aparatury pomiarowej, brakuje Grupie Apator jedynie wodomierzy.

W segmencie pomiarowym nośników energii działają cztery spółki: APATOR, PAFAL, METRIX i APATOR- KFAP. Produkty i usługi oferowane przez te spółki wzajemnie się uzupełniają. W zakresie zabezpieczania i łączenia obwodów elektrycznych Grupa Apator posiada silną pozycję na rynku krajowym i wieloletnie doświadczenia. Działają tutaj cztery spółki Grupy: APATOR, APATOR MINING, APATOR CONTROL i APATOR ELEKTRO. Strategia realizowana w tym obszarze zakłada utrzymanie silnej pozycji na krajowym rynku oraz wzrost eksportu. Poniżej charakteryzujemy krótko poszczególne spółki wchodzące w skład Grupy Apator na podstawie informacji zamieszczonych w raportach finansowych Spółki.

Tabela 1 Spółki Grupy Apator

Segment	Spółka	Zakres działalności	% posiadanych akcji / udziałów przez Apator	Przynależność do Grupy
Opomiarowanie nośników energii	APATOR S.A.	LewSystem APATOR, przedpłatowe liczniki energii elektrycznej,		
	FAP PAFAL S.A.	indukcyjne i elektroniczne liczniki energii elektrycznej, systemy Netpaf, Datapaf	98,19%	Od kwietnia 2004
	METRIX S.A.	gazomierze domowe i przemysłowe	98,38%	Od stycznia 2005
	APATOR KFAP Sp. z o.o	liczniki energii ciepłej, czujniki temperatury, systemy Flat, Reckon	100%	Od listopada 2004
Łączenie i rozłączanie obwodów elektrycznych	APATOR SA	rozłączniki izolacyjne, rozłączniki izolacyjne bezpiecznikowe, podstawy bezpiecznikowe, łączniki krzywkowe, ograniczniki przepięć		
	APATOR CONTROL Sp. z o.o.	napędy i aplikacje napędów, aparatura rozdzielczo-sterownicza	100%	Od 200 roku
	APATOR MINING Sp. z o.o.	przeciwwybuchowa aparatura górnicza	97,17%	Od 1995 roku
	APATOR ELEKTRO SA	sprzedaż wyrobów Grupy Apator na terenie Rosji	50%	Od 1998 roku

źródło: Spółka

APATOR – energia elektryczna, ciepło oraz aparatura łącznikowa

Przedmiot działalności Spółki obejmuje projektowanie, produkcję, sprzedaż systemów i aparatury pomiarowej (przedpłatowe liczniki energii elektrycznej, ciepłomierze) oraz aparatury łącznikowej. W ramach specjalizacji spółek w Grupie Apator, spółka dominująca Apator produkuje:

- ciepłomierze, których dystrybucją zajmuje się podmiot zależny APATOR-KFAP,
- obudowy do aparatury górniczej dla podmiotu zależnego APATOR MINING oraz
- płyty elektroniki do liczników energii elektrycznej dla spółki FAP PAFAL.

Apator świadczy także usługi kooperacyjne w zakresie paneli sterowniczych dla firmy RUG-RIELLO Urządzenia Grzewcze, gdzie są dostarczane panele sterownicze do kotłów gazowych oraz wiązki przewodów. Spółka posiada status strategicznego dostawcy Koncernu RIELLO.

Spółki pomiarowe Grupy:

- **FAP PAFAL – energia elektryczna:** spółka ta zajmuje się projektowaniem, produkcją, sprzedażą liczników jedno i trójfazowych zarówno elektronicznych jak i indukcyjnych, przełączników czasowych, systemów pomiarowych i systemów zdalnego odczytu liczników energii elektrycznej AMR. Spółka funkcjonuje w strukturze Grupy Apator od 1 kwietnia 2004 roku. Jest liderem na polskim rynku w zakresie indukcyjnych liczników energii elektrycznej. Równocześnie działalność tej spółki jest stopniowo dostosowywana do rosnącego popytu na liczniki elektroniczne i systemy z nimi związane,
- **METRIX – gaz:** działalność firmy obejmuje projektowanie, produkcję, sprzedaż gazomierzy domowych i przemysłowych oraz świadczenie usług w zakresie legalizacji i serwisu gazomierzy. Należy do Grupy Apator od stycznia 2005 roku,
- **APATOR-KFAP – ciepło:** spółka projektuje, produkuje i sprzedaje ciepłomierze i czujniki temperatury oraz świadczy usługi w zakresie legalizacji tych wyrobów. Jest w strukturach Grupy Apator od listopada 2004 roku.

Od 2004 roku Grupa Apator systematycznie realizuje główny cel strategiczny – konsolidację spółek wokół systemów pomiaru i odczytu nośników energii oraz urządzeń pomiarowych. Grupa Apator dostarcza urządzenia i systemy, które przygotowują polskiego odbiorcę do rozliczania mediów przez wyspecjalizowane przedsiębiorstwa multienergetyczne. W ofercie sprzedaży Grupa Apator posiada całą gamę urządzeń pomiarowych oraz systemy LewSystem Apator, Reckon, Flat, Netpaf i Datapaf, które służą do pomiaru energii elektrycznej i ciepłej oraz ich odczytu.

W zakresie energii elektrycznej Grupa Apator dostarcza przedpłatowe i kredytowe liczniki oraz systemy. Grupa promuje system rozliczania energii elektrycznej na zasadzie płatności za energię z góry. Sztandarowym produktem jest LewSystem Apator, w skład którego wchodzi m.in. elektroniczny licznik przedpłatowy LEW, urządzenie do samoobsługowego zakupu energii, tzw. energomat i generator kodów. System jest rozszerzany o automatyczne urządzenia do rozliczeń płatności za energię dokonywane poprzez terminale znajdujące się zarówno na stacjach benzynowych, w sieciach supermarketów jak i w małych sklepach osiedlowych. Płatność za energię może być również dokonana za pomocą telefonii komórkowej i stacjonarnej oraz przez internet. Jak informuje Spółka system rozliczeń płatności za energię w supermarketach staje się coraz popularniejszy. Stanowi on dodatkowe źródło przychodów, gdyż do Grupy Apator wpływają należności nie tylko z tytułu sprzedaży urządzeń pomiarowych lecz również usług związanych z tym systemem i usług serwisowych. W 2004 roku oferta sprzedaży Grupy Apator została rozszerzona o wersje liczników przeznaczonych dla określonego odbiorcy, tj. dla małych zakładów produkcyjnych i na place budowy oraz przedpłatowe liczniki półpośrednie dla odbiorców przemysłowych. Spółka szacuje rynek liczników przedpłatowych na ok. 1-1,4 mln sztuk. Dotychczas Grupa Apator sprzedała ok. 130 tys. takich liczników.

Oprócz liczników przedpłatowych Grupa Apator ma w swojej ofercie również całą gamę kredytowych liczników elektromechanicznych i kredytowych liczników elektronicznych marki PAFAL, które podobnie jak liczniki przedpłatowe mogą być elementami całych systemów pomiarowych.

Jak zapewnia Zarząd Spółki Grupa Apator posiadając w swej ofercie wszystkie rodzaje liczników ma możliwość wykonania dowolnie skomplikowanych instalacji pomiarowych.

W ramach segmentu pomiarowego prowadzone są intensywne prace badawczo – rozwojowe, których wynikiem mają być zupełnie nowe produkty, produkty udoskonalone, rozszerzone wersje urządzeń, charakteryzujące się większą funkcjonalnością dla potrzeb klientów oraz nowe rozwiązania w zakresie systemów. M.in. dzięki podejmowaniu tego typu działań Grupa Apator liczy na oszczędności kosztowe i w konsekwencji na możliwość realizowania wyższych marż w przyszłości.

Spółki aparatury łącznikowej Grupy:

- **APATOR MINING – obsługa górnictwa:** spółka projektuje, produkuje i sprzedaje aparaturę rozdzielczą, sterowniczą i pomiarową dla górnictwa, automatyki i elektroniki górniczej, sprzężarek śrubowych, a także świadczy usługi remontowe i serwisowe,
- **APATOR CONTROL** - działalność spółki skoncentrowana jest na projektowaniu, produkcji i sprzedaży napędów AC/DC i ich aplikacji, rozdzielnic energetycznych i stacji transformatorowych oraz świadczy usługi serwisowo-wdrożeniowe.

Aparatura łącznikowa jest najstarszą dziedziną działalności Grupy Aparator. Obejmuje m.in. aparaturę listwową, rozłączniki kasetowe, podstawy bezpiecznikowe i rozłączniki izolacyjne. Produkty tego segmentu służą do łączenia, rozłączania i zabezpieczania niskonapięciowych obwodów energetycznych. Aparator jest największym w kraju producentem rozłączników i rozłączników bezpiecznikowych w różnych wykonaniach. Spółka stale wprowadza na rynek nowe produkty. M.in. w 2004 roku wprowadziła na rynek ograniczniki przepięć, których produkcję uruchomiła w 2003 roku, a które są szeroko stosowane w energetyce i przemyśle, szczególnie w zakresie ochrony przed przepięciami spowodowanymi wyładowaniami atmosferycznymi. W tej grupie asortymentowej jest także przeciwwybuchowa aparatura górnicza. Większość oferowanych wyrobów Grupy Aparator posiada zgodność z normami europejskimi. Tym samym Aparator liczy na pozyskanie nowych grup klientów z poza granic Polski. Popyt na wyroby łącznikowe uzależniony jest głównie od panującej sytuacji gospodarczej i poziomu produkcji w przedsiębiorstwach, który z kolei uzależniony jest od poziomu inwestycji.

Do Grupy Aparator należy także spółka **APATOR Elektro, z Moskwy**, która dystrybuuje jej wyroby na rynku rosyjskim, głównie aparatury łącznikowej. Całkowity udział eksportu w przychodach Grupy za 2004 rok wyniósł 12,9%. Największymi eksporterami w Grupie w 2004 roku były spółki FAP PAFAL i APATOR.

Tabela 2 Struktura geograficzna przychodów Grupy Aparator

Struktura geograficzna przychodów, tys. zł	2004	2003	zmiana (%)
kraj	175 087	92 651	88,97
eksport	25 859	13 349	93,71
Przychody ogółem	200 946	106 000	89,57
Struktura			pp.
kraj	87,1%	87,4%	-0,28%
eksport	12,9%	12,6%	0,28%

źródło: Spółka

Wzrost eksportu jest strategicznym celem Grupy Aparator. Najważniejszymi kierunkami eksportowymi Grupy Aparator są takie kraje jak: Niemcy, Włochy, Rosja, Ukraina, Białoruś, Kraje Bałkańskie i Ameryka Południowa. Głównymi produktami eksportowymi w 2004 roku były aparatura łącznikowa do Rosji oraz liczniki kredytowe sprzedawane przez FAP PAFAL na rynek niemiecki (60% całości eksportu) i włoski (ok. 21% całości eksportu). Zgodnie z deklaracjami Zarządu Spółki Grupa Aparator zamierza aktywnie zwiększać eksport m.in. poprzez:

- wejście z przedpłatowymi licznikami energii elektrycznej na rynek niemiecki,
- wzrost eksportu kredytowych liczników energii elektrycznej na rynek niemiecki (w I kwartale br. FAP PAFAL wygrał przetarg na dostawę liczników do niemieckiej Grupy E.ON o wartości 21,85 mln zł),
- znalezienie strategicznego partnera w zakresie sprzedaży aparatury łącznikowej w Austrii,
- dynamiczny wzrost sprzedaży aparatów listwowych w Turcji,
- uruchomienie montażu niektórych wyrobów aparatury łącznikowej niskiego napięcia w wybranych krajach,
- utrzymanie wzrostowej tendencji sprzedaży na Bliskim Wschodzie oraz
- rozpoczęcie sprzedaży aparatury pomiarowej w Rosji.

Odbiorcy Grupy Apator

Apator posiada zdywersyfikowaną bazę odbiorców. Główną grupą klientów są spółki dystrybucji energii elektrycznej i zakłady energetyczne. Szybszy proces prywatyzacji tego sektora gospodarczego mógłby być czynnikiem stymulującym dla rozwoju Grupy Apator. Niestety, prywatyzacja krajowego sektora energetycznego charakteryzuje się wolnym tempem. Oprócz prywatyzacji na rynek dystrybutorów i producentów energii mogą dobrze wpływać rozwiązania systemowe, jak np. wprowadzenie zasad rozliczeń na rynku bilansującym dystrybucję energii elektrycznej. Może to pośrednio zachęcać firmy do zakupu nowych urządzeń i systemów pomiarowych energii. Kolejną ważną grupą odbiorców są klienci z segmentu hurtowej sprzedaży artykułów elektrycznych, których skala zamówień uzależniona jest przede wszystkim od koniunktury panującej w przemyśle, budownictwie i górnictwie. W 2005 roku Grupa Apator podpisała (nietypowo w porównaniu ze zwyczajowym charakterem pozyskiwania zleceń) trzy duże kontrakty na dostawy:

- indukcyjnych liczników energii elektrycznej dla niemieckiej Grupy E.ON o wartości 22 mln,
- aparatury górniczej dla Kompani Węglowej o wartości 43 mln zł oraz
- gazomierzy dla Mazowieckiej Spółki Gazownictwa o wartości 29,5 mln zł.

Zwykle kontrakty pozyskiwane przez Grupę Apator opiewają na kwoty poniżej wartości, które nakazywałyby Spółce raportowanie tego typu wydarzeń.

Tabela 3 Wyniki finansowe Grupy Apator za okres I-VI 2005 roku

tys. zł	I-II'Q 2005	I-II'Q 2004	zmiana
przychody ze sprzedaży	119 908	83 023	44,4%
sprzedaż brutto	42 141	29 558	42,6%
sprzedaż netto	17 757	13 186	34,7%
zysk operacyjny	19 018	17 792	6,9%
zysk brutto	30 789	18 544	66,0%
zysk netto	27 121	14 306	89,6%
marże			pp.
brutto na sprzedaży	35,1%	35,6%	-0,46%
netto na sprzedaży	14,8%	15,9%	-1,07%
na działalności operacyjnej	15,9%	21,4%	-5,57%
na zysku brutto	25,7%	22,3%	3,34%
na zysku netto	22,6%	17,2%	5,39%

źródło: Spółka

Wyniki te nie są porównywalne z uwagi na dwa efekty. Na wysokość wypracowanego wyniku netto w dwóch kwartałach 2005 roku istotny wpływ miało powstanie ujemnej wartości firmy w wysokości 10.151 tys. zł w skutek objęcia kontroli nad spółką METRIX oraz rozpoczęcia jej konsolidowania w sprawozdaniach finansowych od stycznia br. Z kolei na wysokość wypracowanego wyniku netto w dwóch kwartałach 2004 roku miała wpływ kwota w wysokości 5.637 tys. zł związana ze sprzedażą nieruchomości (koszty z tym związane wyniosły 1,7 mln zł).

Spółka w oficjalnych prognozach wyników finansowych na br. spodziewa się uzyskać:

- przychody ze sprzedaży ogółem: 276 mln zł,
- zysk netto: 42-44 mln zł.

Przy sporządzaniu powyższej prognozy uwzględniono:

- obecny skład grupy kapitałowej obejmujący spółki: APATOR, FAP PAFAL, APATOR-KFAP., METRIX, APATOR-MINING, APATOR-CONTROL i APATOR-ELEKTRO oraz
- sprzedaż przez FAP PAFAL wszystkich spółek zależnych, w drugiej połowie br.

Wydaje się, że ten cel jest realny do osiągnięcia.

WYCENA GRUPY APATOR

Wyceny Grupy Apator dokonaliśmy jedynie metodą DCF. Metodę wskaźnikową pokazujemy jedynie w celach prezentacyjnych. Nie ma w naszym przekonaniu Spółki notowanej na warszawskim parkiecie, która mogłaby być dobrym kandydatem do zastosowania analizy porównawczej dla Apatora. Równocześnie Spółki zaliczone przez GPW do sektora elektromaszynowego, tego samego sektora co Apator, mają odmienny asortyment produktów i usług, nieporównywalną skalę działania. Istnieje co prawda podobieństwo w zakresie odbiorców, ale nie jest to czynnik, który pozwalałby na rzetelne porównanie firm. Dlatego też wyceniając Grupę Apator ograniczyliśmy się do zastosowania metody DCF.

Metoda DCF

Grupa Apator sprzedaje głównie dobra inwestycyjne. W związku z tym popyt na wyroby i oferowane usługi uzależnione są przede wszystkim od sytuacji gospodarczej i tempa rozwoju inwestycji, które wg nas będą sprzyjać Spółce.

Podstawowe założenia przyjęte do modelu:

- wzrost przychodów ze sprzedaży w latach 2005-2008 w wysokości 7,9%, a następnie w okresach dwuletnich spadek wzrostu sprzedaży do poziomów odpowiednio 6,9% oraz 6% i ostatecznie utrzymania go w wysokości 5% jako rezultat osiągnięcia skali obrotów i stabilizacji rynku,
- nieznaczny, ale systematyczny wzrost sprzedaży urządzeń pomiarowych i towarzyszących im usług w całkowitych przychodach Grupy; pochodną tego założenia przy równocześnie podejmowanych wysiłkach firmy w kierunku stałego unowocześniania oferowanego asortymentu jest przypuszczenie, że marża na sprzedaży brutto wzrośnie, z 34,6% w roku 2004 do 37,1% w roku 2014,
- zakończenie procesu restrukturyzacji przejętych spółek wraz ze sprawnie przeprowadzoną konsolidacją Grupy powinno pozwolić na redukcję kosztów ogólnych i kosztów sprzedaży w relacji do uzyskiwanych przychodów,
- nie przewidujemy istotnych zmian w zakresie dotychczas prowadzonej polityki finansowej w zarządzaniu majątkiem obrotowym,
- założyliśmy, że poziom zobowiązań odsetkowych pozostanie nominalnie w granicach obecnie istniejącego kredytu, chociaż przy braku większych inwestycji niż założone Grupa będzie je w stanie zredukować,
- zakładamy przez nas średnioroczny poziom nakładów inwestycyjnych w okresie prognozy wyniesie od 18,2 mln zł w roku 2006 do 22,3 mln zł w roku 2014,
- przyjęliśmy, że spółka utrzyma dotychczasową skłonność do dzielenia się zyskiem z akcjonariuszami i dlatego też założyliśmy wskaźnik wypłaty dywidendy (dywidenda w relacji do osiąganego zysku) w wysokości 37%.

Założenia te nie uwzględniają potencjalnego przejęcia firmy zajmującej się produkcją i dystrybucją wodomierzy. Zasadniczo Spółka ma w swoich planach poszerzenie skali działalności poprzez wejście w ten segment rynku. Zdarzenie to, choć zapewne będzie miało istotne znaczenie dla działalności Grupy Apator, nie może być jeszcze uwzględnione w naszych założeniach, bo nie znamy ani konkretnego celu przejęcia, ani ewentualnego czasu jego zaistnienia. Uważamy jednak, że ten segment działalności pojawi się w ofercie Grupy Apator w przyszłości.

Kolejne tabele obrazują efekt przyjętych założeń na prognozowane wyniki finansowe i w konsekwencji na wycenę Grupy Apator.

Tabela 4 Rachunek Wyników

mln zł	2004	2005P	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
Przychody ze sprzedaży	200,9	275,8	297,6	321,2	346,7	370,7	396,4	420,0	444,9	467,0	490,2
Zysk na sprzedaży brutto	69,5	99,8	109,4	118,5	128,2	137,2	146,7	155,5	164,8	173,0	181,7
koszty sprzedaży i zarządu	39,3	58,5	59,8	64,6	69,7	74,5	79,7	84,4	89,4	93,9	98,5
EBIT	44,5	41,1	49,6	53,9	58,6	62,7	67,1	71,1	75,4	79,2	83,1
Saldo działalności finansowej	-1,0	2,1	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4
Zysk brutto	44,1	54,5	48,2	52,5	57,2	61,3	65,7	69,7	74,0	77,8	81,7
Zysk netto	35,0	43,6	38,6	42,0	45,7	49,0	52,5	55,8	59,2	62,2	65,4

Tabela 5 Bilans

mln zł	2004	2005P	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
Aktywa	146,2	212,8	238,9	271,0	305,8	342,4	381,6	422,4	465,6	510,1	556,8
Majątek trwały	61,8	80,1	80,7	81,7	83,2	84,8	86,5	88,1	89,8	91,5	93,3
Majątek obrotowy	84,5	132,7	158,2	189,3	222,6	257,6	295,2	334,3	375,8	418,6	463,6
Zapasy	20,7	28,9	30,9	33,3	35,9	38,4	41,0	43,5	46,0	48,3	50,7
Należności	46,1	53,4	57,6	62,1	67,1	71,7	76,7	81,3	86,1	90,4	94,9
Gotówka + papiery do obrotu	13,5	46,3	65,6	89,6	115,4	143,3	173,3	205,4	239,5	275,7	313,9
Pasywa	146,2	212,8	238,9	271,0	305,8	342,4	381,6	422,4	465,6	510,1	556,8
Kapitał własny	86,7	130,6	153,1	180,9	211,2	243,4	277,9	314,3	353,0	393,4	435,9
Zobowiązania	41,9	73,1	76,7	80,9	85,5	89,9	94,6	99,0	103,5	107,6	111,8
Zobowiązania długoterminowe	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2
Zobowiązania krótkoterminowe	33,8	51,4	54,9	59,2	63,7	68,1	72,8	77,2	81,7	85,8	90,0
Dług oprocentowany	7,9	21,6	21,6	21,6	21,6	21,6	21,6	21,6	21,6	21,6	21,6

Tabela 6 Rachunek przepływów pieniężnych

mln zł	2004	2005P	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
Wynik netto	35,0	43,6	38,6	42,0	45,7	49,0	52,5	55,8	59,2	62,2	65,4
Amortyzacja	10,3	17,5	17,6	17,9	18,2	18,6	19,0	19,4	19,7	20,1	20,5
Cash earnings	45,3	61,1	56,2	59,9	64,0	67,6	71,5	75,1	78,9	82,3	85,9
Zmiana kapitału obrotowego	11,6	4,0	-2,7	-2,7	-2,9	-2,7	-2,9	-2,7	-2,8	-2,5	-2,6
CF z działalności operacyjnej	36,2	46,7	54,7	58,3	62,2	66,0	69,7	73,6	77,2	81,0	84,4
CF z działalności inwestycyjnej	-10,9	-15,1	-18,2	-18,9	-19,8	-20,2	-20,6	-21,0	-21,4	-21,9	-22,3
CF z działalności finansowej	-19,0	1,2	-17,2	-15,3	-16,6	-18,0	-19,2	-20,5	-21,6	-22,9	-24,0
Zmiana gotówki netto	6,3	32,8	19,3	24,1	25,8	27,9	30,0	32,1	34,2	36,2	38,1

źródło: szacunki BM BGŻ S.A.

Tabela 7 Podstawowe wskaźniki finansowe

	2004	2005P	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
Zmiana sprzedaży	89,6%	37,2%	7,9%	7,9%	7,9%	6,9%	6,9%	6,0%	5,9%	5,0%	5,0%
Zmiana EBIT	158,7%	-7,7%	20,8%	8,6%	8,6%	7,0%	7,0%	6,0%	6,0%	5,0%	5,0%
Zmiana zysku netto	203,2%	24,7%	-11,5%	8,9%	8,9%	7,2%	7,2%	6,1%	6,1%	5,1%	5,1%
Marża zysku na sprzedaży brutto	34,6%	36,2%	36,8%	36,9%	37,0%	37,0%	37,0%	37,0%	37,0%	37,0%	37,1%
Marża EBIT	22,1%	14,9%	16,7%	16,8%	16,9%	16,9%	16,9%	16,9%	16,9%	16,9%	17,0%
Marża netto	17,4%	15,8%	13,0%	13,1%	13,2%	13,2%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%
ROE	50,0%	50,3%	29,5%	27,4%	25,3%	23,2%	21,6%	20,1%	18,8%	17,6%	16,6%
Rotacja zapasów (dni)	58	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60
Rotacja należności (dni)	70	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65
Rotacja zobowiązań (dni)	37	45	45	45	45	45	45	45	45	45	45
Dług / Kapitał własny	9,2%	16,6%	14,1%	12,0%	10,2%	8,9%	7,8%	6,9%	6,1%	5,5%	5,0%

źródło: szacunki BM BGZ S.A.
Tabela 8 Podsumowanie - wycena Grupy Apator metodą DCF

mIn zł	2004	2005P	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
EBIT	44,5	41,1	49,6	53,9	58,6	62,7	67,1	71,1	75,4	79,2	83,1
Podatek	12,3	8,4	9,9	10,8	11,7	12,5	13,4	14,2	15,1	15,8	16,6
NOPLAT	32,2	32,6	39,7	43,1	46,8	50,1	53,7	56,9	60,3	63,3	66,5
Amortyzacja	4,8	10,3	17,5	17,6	17,9	18,2	18,6	19,0	19,4	19,7	20,1
Inwestycje	-10,9	-15,1	-18,2	-18,9	-19,8	-20,2	-20,6	-21,0	-21,4	-21,9	-22,3
Zmiana kapitału obrotowego	11,6	4,0	-2,7	-2,7	-2,9	-2,7	-2,9	-2,7	-2,8	-2,5	-2,6
FCFF	25,3	31,6	36,5	39,4	42,4	45,8	49,1	52,6	55,8	59,1	62,1
koszt kapitału											
<u>Koszt kapitału własnego</u>											
Stopa wolna od ryzyka		5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
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
CAPM		10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
<u>Koszt długu</u>											
Oprocentowanie długu		6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Efektywna stopa podatkowa		20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Koszt długu po opodatkowaniu		5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%
<u>Średni ważony koszt kapitału (WACC)</u>											
udział kapitału własnego		89,9%	91,0%	92,0%	92,9%	93,7%	94,3%	94,9%	95,4%	95,8%	96,1%
WACC		9,5%	9,6%	9,6%	9,7%	9,7%	9,7%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%

Wycena metodą DCF		2006P	2007P	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
mln zł										
FCFF		36,5	39,4	42,4	45,8	49,1	52,6	55,8	59,1	62,1
Zdyskontowane FCFF		33,3	32,8	32,2	31,7	31,0	30,2	29,2	28,2	27,0
Suma zdyskontowanych FCFF	275,6									
Stopa wzrostu FCFF >2014 r.	2,0%									
Wartość rezydualna	352,1									
Wartość działalności operacyjnej	627,7									
Gotówka (Dług netto)	24,6									
Wartość akcji Spółki	652,3									
Liczba akcji (tys. szt.)	3 209									
Wartość 1 akcji, zł	203,30									

źródło: szacunki BM BGŻ S.A.

Poniżej zamieściliśmy analizę wrażliwości wyceny akcji Grupy Apator z uwagi na koszt kapitału oraz wzrost FCFF w okresie rezydualnym.

Tabela 9 Wrażliwość wyceny na stopę dyskonta

WACC	7,6%	8,1%	8,6%	9,1%	9,6%	10,1%	10,6%	11,1%	11,6%
różnica pp.	-2,0%	-1,5%	-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%
cena, zł	275,70	253,25	234,13	217,65	203,30	190,70	179,56	169,63	160,73

źródło: szacunki BM BGŻ S.A.

Tabela 10 Wrażliwość wyceny na stopę dyskonta oraz wzrost FCFF w okresie rezydualnym

WACC/ wzrost FCFF	8,3%	8,8%	9,3%	9,8%	10,3%	10,8%	11,3%
0,0%	194,68	188,94	183,82	179,22	175,07	171,30	167,86
0,5%	201,69	195,18	189,42	184,27	179,65	175,48	171,69
1,0%	209,65	202,23	195,69	189,90	184,72	180,08	175,88
1,5%	218,79	210,23	202,76	196,20	190,37	185,18	180,51
2,0%	229,37	219,41	210,80	203,30	196,70	190,85	185,63
2,5%	241,78	230,04	220,02	211,38	203,84	197,21	191,33
3,0%	256,51	242,50	230,70	220,64	211,95	204,38	197,71
3,5%	274,31	257,30	243,22	231,37	221,26	212,53	204,91
4,0%	296,24	275,19	258,10	243,95	232,04	221,87	213,10

źródło: szacunki BM BGŻ S.A.

Na podstawie dokonanej analizy wrażliwości wyceny Spółki pod względem stopy dyskonta oraz wzrostu FCFF w okresie rezydualnym uważamy, że cena akcji Grupy Apator może mieścić się w przedziale <190 ; 220> zł, a za cenę bazową przyjmujemy wartość 203 zł.

Tabela 11 Wskaźniki rynkowe Grupy Aparator przy wycenie bazowej

cena: 203 zł			
liczba akcji: 3 208 500	2005P	2006P	2007P
EPS	13,6	12,0	13,1
BVPS	40,7	47,7	56,4
P/E	15,0	16,9	15,5
P/BV	5,0	4,3	3,6
P/S	2,4	2,2	2,0

źródło: szacunki BM BGŻ S.A
Tabela 12 Wskaźniki firm z sektora elektromaszynowego notowane na GPW

spółka	kapitalizacja, mln zł	BVPS	EPS	CEPS	P/E	P/BV	P/CEPS	P/S
AMICA	171,69	34,04	2,83	7,02	6,96	0,58	2,80	0,14
APATOR	465,23	35,57	15,26	19,48	9,50	4,08	7,44	1,96
HYDROTOR	51,80	17,70	1,85	2,96	11,68	1,22	7,30	0,86
KABLE	57,30	38,04	-1,23	0,79		0,50	24,24	0,15
KOPEX	126,92	48,85	9,87	13,97	6,46	1,31	4,57	0,24
LENA	195,36	1,57	0,26	0,35	30,94	5,06	22,84	2,92
POLNA	4,00	6,25	-3,81	0,27		0,77	17,64	0,14
PONARFEH	19,50	23,10	0,47	2,70	47,90	0,97	8,33	0,54
PUE	67,30	36,99	5,37	8,94	12,30	1,79	7,40	0,55
RAFAKO	297,54	12,53	0,36	0,77	48,02	1,37	22,17	0,63
RELPOL	43,10	47,16	5,46	12,56	9,23	1,07	4,01	0,46
REMAK	36,60	11,72	0,78	2,15	15,71	1,04	5,68	0,32
ZEG	9,65	25,40	1,59	4,42	5,35	0,33	1,92	0,22
ZELMER	275,12	18,75	0,84	1,77	21,67	0,97	10,21	0,87
ZREW	88,55	87,01	9,35	13,27	10,90	1,17	7,69	0,27
średnia	127,31				18,20	1,48	10,28	0,69
mediana	67,30				11,68	1,07	7,44	0,46
średnia bez skrajnych	110,80				16,66	1,29	9,85	0,56

źródło: szacunki BM BGŻ S.A na podstawie raportów za okres IIIQ'04-IIQ'05; kursy z 25 października br.
Tabela 13 Hipotetyczna wycena Grupy Aparator na podstawie wskaźników rynkowych

wskaźniki	P/E	P/BV	P/CEPS	P/S
średnia	247,31	60,30	195,84	42,90
mediana	158,71	43,50	141,75	28,69
średnie, bez skrajnych wartości	226,35	52,68	187,64	34,80
waga	45%	5%	45%	5%
hipotetyczna wycena na podstawie:				
średniej	204,58			
mediany	138,81			
średniej, bez skrajnych wartości	190,67			

źródło: szacunki BM BGŻ S.A. w oparciu o prognozy na rok 2005

PODSUMOWANIE

Do 2004 roku Apator był głównie znany na rynku z tego, że dostarczał urządzenia do bezpiecznego łączenia i rozłączania obwodów elektrycznych. Jeszcze w 2003 roku urządzenia pomiarowe stanowiły zaledwie 23% całkowitej sprzedaży Spółki. Po akwizycjach dokonanych w latach 2004-2005 spółek: FAP PAFAL, METRIX oraz KFAP, Apator poszerzył zakres działalności o urządzenia pomiarowe, które obecnie stanowią już ponad 50% całkowitej sprzedaży Grupy Apator. Wskaźnik ten może ulec jeszcze zwiększeniu. Obecnie trwa proces restrukturyzacji przejętych spółek, którego efektem ma być m.in. redukcja kosztów i efektywniejsze zarządzanie majątkiem. Akwizycje zaważyły na wynikach finansowych Grupy Apator. W 2004 roku osiągnięty zysk netto w wysokości 35 mln zł, pochodził częściowo ze sprzedaży nieruchomości, natomiast bardzo dobre wyniki 2005 roku będą konsekwencją odpisania ujemnej wartości firmy powstałej po przejęciu METRIX w wysokości nieco ponad 10 mln zł. Spółce sprzyjała także w ostatnich kilkunastu miesiącach koniunktura w górnictwie. W niekorzystny sposób na wyniki Grupy w 2005 roku wpłynęła niestabilna polityka zakupowa większości spółek dystrybucyjnych w efekcie prowadzonej konsolidacji zakładów energetycznych. Uważamy, że wraz z dokończeniem prywatyzacji sektora energetycznego i systematyczną zmianą rynku na coraz bardziej opartą na zasadach rynkowych popyt na produkty oferowane przez Grupę Apator, zwłaszcza urządzenia pomiarowe, będzie się stabilnie rozwijał. Może to zadziałać w podwójny sposób na Spółkę: poprzez umiarkowany i stabilny wzrost przychodów oraz, co ważniejsze, na możliwość zwiększenia marży na sprzedaży brutto. Z kolei efekty restrukturyzacji oraz efektywne zarządzanie zasobami w Grupie powinny przyczynić się do ścisłego kontrolowania kosztów zarządu oraz kosztów sprzedaży. Uważamy, że Apator z sukcesem realizuje strategię poszerzenia skali działalności wchodząc w segment pomiaru energii elektrycznej, gazowej i ciepłowniczej. Liczymy, że wraz z ukończeniem procesów prywatyzacyjnych tych sektorów oraz ich pełnego urynkownienia Grupa Apator ma szansę na stabilny rozwój i osiągnięcie przyzwoitych marż. Te czynniki powinny przyczynić się do generowania w przyszłości stabilnych zysków, którymi Apator chętnie dzieli się z akcjonariuszami. Z uwagi na to, że uzyskana przez nas wycena akcji Grupy Apator wynosi 203 zł, a jej bieżące notowania 146 zł zdecydowaliśmy się na wydanie rekomendacji kupuj. Uważamy, że zakup akcji spółki Apator może być interesującą inwestycją portfelową na najbliższe miesiące.

Biuro Maklerskie BGŻ S.A. prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd. Podlega regulacjom Ustawy Prawo o Publicznym Obrocie Papierami Wartościowymi. Nadzór nad działalnością BM BGŻ S.A. sprawuje KPWiG. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego BGŻ S.A.. Raport jest udostępniany klientom wyłącznie w celach informacyjnych i nie powinien być wykorzystywany w charakterze lub traktowany jako oferta lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Wszelkie informacje i opinie zawarte w powyższym dokumencie zostały przygotowane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez BM BGŻ S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM BGŻ S.A. nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie powyższego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego dokumentu i ewentualne szkody poniesione w ich wyniku ponoszą wyłącznie podejmujący takie decyzje. Dokument ten został przygotowany przez BM BGŻ S.A. z zastosowaniem metodologicznej poprawności, zachowaniem należytej staranności i obiektywizmu. Korzystając z tego dokumentu, nie należy go traktować jako substytutu do przeprowadzenia własnej niezależnej oceny. Ani dokument ten, ani żaden jego fragment nie jest poradą inwestycyjną, prawną, księgową, podatkową czy jakąkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM BGŻ S.A. w dniu jego wydania i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia. Raport przygotowany przez BM BGŻ S.A. jest ważny w okresie 6-9 miesięcy od dnia sporządzenia go, o ile nie nastąpi wcześniejsza jego zmiana. Raport w całości lub w części może być udostępniony do wiadomości publicznej przez BM BGŻ po upływie dwóch tygodni od dnia jego sporządzenia. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez zgody BM BGŻ S.A. jest zabronione.

BM BGŻ S.A. przyjął następującą metodologię w zakresie oczekiwań co do stopy zwrotu z inwestycji w instrument finansowy będący przedmiotem Raportu w okresie 6-9 miesięcy od dnia wydania raportu:

- **Kupuj** – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 10%,
- **Neutralnie** - oczekiwana stopa z inwestycji będzie wahać się w przedziale (-10%; + 10%),
- **Sprzedaj** – oczekiwany spadek zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 10%.

Metody wyceny zastosowane w prezentowanym dokumencie opierają się na metodach i modelach opisanych i powszechnie wykorzystywanych w literaturze fachowej. Używanie ich wymaga szacowania dużej liczby parametrów, m.in. takich jak: stopy procentowe, kursy walut, przyszłe zyski, przepływy pieniężne i wiele innych. Parametry te są zmienne w czasie, subiektywne i w rzeczywistości mogą różnić się od tych przyjętych do wyceny. Każda wycena zależy od wartości wprowadzonych parametrów i jest wrażliwa na ich zmianę.

Wycena DCF: Metoda DCF bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Jej mocne strony to uwzględnienie przyszłych zmian w wolnych przepływach pieniężnych oraz kosztu pieniądza w czasie. Słabe strony to duża liczba parametrów, które należy oszacować oraz wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

Wycena metodą porównawczą: Wycena ta opiera się na porównaniu wskaźników rynkowych wycenianej spółki ze wskaźnikami innych porównywalnych spółek. Mocna strona tej metody to mniejsza, w porównaniu z metodą DCF, liczba parametrów wyceny oraz relatywne odnoszenie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Słabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywanych spółek oraz efektywności rynku.

Pomiędzy BM BGŻ S.A. a Podmiotem Raportu nie występują powiązania i nie są mu znane informacje, 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 (Dz.U. z dn. 30 kwietnia 2004 r.). Jest możliwe, że BM BGŻ S.A. świadczył, świadczy lub może świadczyć usługi na rzecz podmiotów wymienionych w publikacji.

Historia rekomendacji

data rekomendacji	typ rekomendacji	kurs w dniu rekomendacji	czas ważności rekomendacji

BIURO MAKLESKIE BGŻ S.A.

ul. Żurawia 6/12, 00–503 Warszawa
 tel. (22) 32 94 300, fax (22) 32 94 303
 e-mail: biuro.maklerskie@bmbgz.pl
www.bgz.pl

Obsługa klientów instytucjonalnych

Wydział Operacji Brokerskich

tel.

e-mail

(22) 32 94 327
 (22) 32 94 328

makler@bmbgz.pl

Obsługa klientów indywidualnych

POK oraz internetowy serwis transakcyjny **bmBGŻ.net**