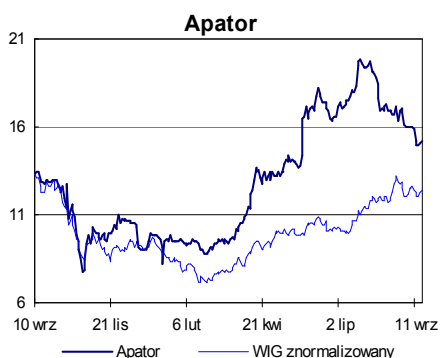


Raport
analityczny

Apator

Kupuj

21,00 zł



Dane podstawowe

cena rynkowa (zł)	15,22
kurs docelowy (zł)	21,00
wycena DCF (zł)	19,94
min 52 tyg (zł)	7,80
max 52 tyg (zł)	19,88
kapitalizacja (mln zł)	537,17
EV (mln zł)	594,63
liczba akcji (mln szt.)	35,29
free float	50,8%
free float (mln zł)	272,69
śr. obrót/msc (mln zł)	10,23

Zmiana kursu	Apator	WIG
1 miesiąc	-10,0%	5,7%
3 miesiące	-12,8%	18,6%
6 miesięcy	61,4%	59,2%
12 miesięcy	18,4%	1,4%

Akcjonariat	% akcji i głosów
Apator-Mining	18,70 11,25
Pioneer Pekao IM	8,55 5,14
M. Lewicki	5,69 3,42
T. Sosgórnik	5,38 8,32
D. Guzowska	4,28 7,43

Poprzednie rekom.	data	cena doc.

□ Prognozy krótkoterminowe

Słabe wyniki I półrocza nie dają dużej nadziei na realizację tegorocznych prognoz zarządu (380 mln zł przychodów i 40 mln zł zysku netto). Uważamy, że w II połowie roku Apator zrealizuje ok. 185 mln zł przychodów i ok. 20 mln zł zysku netto. W całym roku pozwoliliby to osiągnąć ok. 360 mln zł sprzedaży i 30 mln zł zysku netto. Gdyby nie 10 mln zł strat na opcjach w I półroczu to 40 mln zł zysku byłoby realne. W II połowie roku nie zakładamy wpływu opcji na wynik.

□ Prognozy średnioterminowe

Apator konsekwentnie zwiększa sprzedaż na rynkach eksportowych i tam należy upatrywać szans na zwiększenie przychodów w przyszłości. Wyraźny wzrost sprzedaży w kraju możliwy jest dopiero po ustąpieniu efektów kryzysu gospodarczego oraz rozpoczęciu dużych programów wymiany liczników. W naszej opinii zwiększenie popytu w segmencie łącznikowym możliwe jest już w przyszłym roku, natomiast termin wdrożenia nowych systemów pomiarowych (co skutkowałoby wzrostem zapotrzebowania na nowoczesne urządzenia oraz całe systemy odczytu mediów) trudno jest nam precyzyjnie przewidzieć (w naszych prognozach nie zakładaliśmy więc gwałtownego wzrostu sprzedaży Apatora). Pozytywnie należy ocenić zwiększenie rentowności do ok. 35% na poziomie marży brutto na sprzedaży, po kilku latach systematycznego spadku. Uznajemy, że poziom ten spółka jest w stanie utrzymywać w dłuższym okresie czasu. Liczymy też na ograniczenie tempa przyrostu kosztów ogólnych, które w ostatnich 5 latach rosły szybciej niż przychody. Uważamy, że spółka ma możliwości ograniczenia tych kosztów, chociażby dzięki poprawie efektywności w spółkach niedawno dołączonych do grupy. Naszym zdaniem potencjał Apatora pozwala prognozować ok. 400 mln zł rocznych przychodów i 40-45 mln zł zysku netto. Takich wyników oczekujemy już w 2010 r., kiedy wejdą do realizacji negocjowane obecnie znaczące kontrakty eksportowe (Egipt, Sierra Leone), poprawi się sprzedaż na rynku krajowym oraz przede wszystkim ustąpi wpływ zdarzeń finansowych (opcje walutowe) na końcowy wynik spółki. Z uwagi na brak kapitałochłonnych planów akwizycyjnych, spółka powinna powrócić do polityki wypłacania 75% zysku w formie dywidendy.

□ Wycena i rekomendacja

Spółki z branży producentów urządzeń elektrycznych notowane są przy stosunkowo wysokich wskaźnikach (P/E≈20), a firma Itron (d. Actaris), czyli główny konkurent Apatora na rynkach zagranicznych, wyceniany jest przy wskaźnikach P/E'09=30, a P/E'10=20. Na tej podstawie można uznać walory APT za silnie niedowartościowane (P/E'09=14, P/E'10=10) i wycenić na 22,3 zł (19,3 zł metodą porównawczą + 3 zł z tytułu sprzedaży akcji własnych). Również długoterminowa wycena (model DCF) daje wyższe od rynkowych wskazania: 20 zł. Dlatego też zdecydowaliśmy się wydać **rekomendację KUPUJ określając cenę docelową na 21 zł**. W krótkim terminie należy liczyć się dwoma negatywnymi zdarzeniami: korektą prognoz zarządu oraz sprzedażą części posiadanych akcji własnych (łącznie Apator poprzez spółkę zależną kontroluje 6,6 mln zł, tj. 18,7% kapitału).

Dane finansowe (skonsolidowane)

mln zł	2007	2008	2009p	2010p	2011p
Sprzedaż	311,35	356,19	360,21	395,01	409,01
EBITDA	55,77	70,46	65,57	73,44	76,85
EBIT	42,82	56,51	50,57	58,07	61,09
Zysk netto	34,66	21,33	30,01	44,27	47,12
Zysk skorygowany	34,66	21,33	30,01	44,27	47,12
EPS (zł)	1,21	0,74	1,05	1,54	1,64
DPS (zł)	0,62	0,43	0,63	1,16	1,23
CEPS (zł)	1,66	1,23	1,57	2,08	2,19
P/E	12,44	20,21	14,36	9,73	9,15
P/BV	2,83	2,70	2,44	2,13	1,99
EV/EBITDA	8,86	7,01	7,54	6,73	6,43

p - prognoza DM PKO BP SA

wskaźniki rynkowe liczone dla ilości akcji pomniejszonej o akcje własne

Dom Maklerski PKO BP SA

ul. Puławska 15
02-515 Warszawa
tel. (0-22) 521-80-00

Analityk:

Michał Sztabler

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

e-mail: michal.sztabler@pkobp.pl

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



Rachunek zysków i strat (mln zł)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	IIQ 08	I-IIQ 08	IIQ 09	I-IIQ 09
Przychody netto ze sprzedaży	288,90	311,35	356,19	360,21	395,01	409,01	90,54	153,49	85,67	176,33
zmiana	4,4%	7,8%	14,4%	1,1%	9,7%	3,5%	18,9%	6,9%	-5,4%	14,9%
EBITDA	55,50	55,77	70,46	65,57	73,44	76,85	17,76	26,17	15,23	31,48
zmiana	10,7%	0,5%	26,3%	-6,9%	12,0%	4,6%	11,7%	-1,8%	-14,2%	20,3%
EBIT	42,79	42,82	56,51	50,57	58,07	61,09	14,26	19,49	11,36	23,95
zmiana	17,3%	0,1%	32,0%	-10,5%	14,8%	5,2%	12,0%	-4,1%	-20,3%	22,9%
Zysk netto	36,57	34,66	21,33	30,01	44,27	47,12	10,48	14,79	8,01	9,29
zmiana	-12,7%	-5,2%	-38,5%	40,7%	47,5%	6,4%	2,1%	-9,0%	-23,5%	-37,1%
Zysk netto skorygowany	36,57	34,66	21,33	30,01	44,27	47,12	10,48	14,79	8,01	9,29
zmiana	26,7%	-5,2%	-38,5%	40,7%	47,5%	6,4%	2,1%	-9,0%	-23,5%	-37,1%
Marża EBITDA	19,2%	17,9%	19,8%	18,2%	18,6%	18,8%	19,6%	17,0%	17,8%	17,9%
Marża EBIT	14,8%	13,8%	15,9%	14,0%	14,7%	14,9%	15,7%	12,7%	13,3%	13,6%
Rentowność netto	12,7%	11,1%	6,0%	8,3%	11,2%	11,5%	11,6%	9,6%	9,4%	5,3%

Źródło: Spółka, DM PKO BP SA

Wybrane pozycje bilansu i CF (mln zł)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P
Aktywa ogółem	193,46	195,61	312,29	295,97	314,49	321,90
Aktywa trwałe	85,88	83,83	159,05	158,73	157,30	156,54
Aktywa obrotowe	107,58	111,78	153,24	137,24	157,19	165,37
Kapitał własny	138,87	154,35	161,46	179,12	205,38	219,30
Zobowiązania i rezerwy ogółem	54,17	41,18	148,42	114,43	106,69	100,19
Dług netto	-1,82	-6,58	46,72	28,05	18,09	10,69
Kapitał obrotowy	77,35	84,03	111,60	111,31	122,07	126,39
Kapitał zaangażowany	138,29	147,78	210,73	210,12	219,44	223,01
Srodki pieniężne z działalności operacyjnej	42,34	33,16	54,75	45,30	48,90	58,55
Srodki pieniężne z działalności inwestycyjnej	-16,26	-8,91	-82,11	-14,29	-20,92	-17,95
Srodki pieniężne z działalności finansowej	-30,34	-24,41	37,87	-46,29	-27,50	-40,41
Srodki pieniężne na koniec okresu	9,97	9,81	20,32	5,05	5,53	5,72
Dług netto/EBITDA	-0,03	-0,12	0,66	0,43	0,25	0,14
ROE	28,6%	23,6%	13,5%	17,6%	23,0%	22,2%
ROACE	27,0%	24,2%	25,5%	19,5%	21,9%	22,4%

Źródło: Spółka, DM PKO BP SA

Wycena DCF (mln zł)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Prognozy										
EBIT	51	58	61	63	64	66	67	69	71	73
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
NOPLAT	41	47	49	51	52	53	55	56	57	59
Amortyzacja	15	15	16	16	17	17	17	18	18	19
Nakłady inwestycyjne	15	14	15	15	16	16	17	17	17	18
Inwestycje w kapitał obrotowy	0	11	4	3	3	3	3	3	4	4
FCF	42	38	46	48	50	51	52	53	55	56
Kalkulacja WACC										
Dług/(Dług+Kapitał)	15%	9%	6%	3%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
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	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Koszt długu po opodatkowaniu	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Koszt kapitału	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
WACC	10,1%	10,4%	10,6%	10,8%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
Wycena										
DFCF	38	31	34	32	30	28	88	24	22	22
Suma DFCF	348									
Zdy skontowana wartość rezydualna	273									
Dług netto + wy płacona dywidenda	58									
Gotówka netto ze sprzedaży akcji własnych *	96									
Wartość spółki	657									
Liczba akcji (mln sztuk)	35,294									
Wartość 1 akcji 01.01.09 (zł)	18,61									
Wartość 1 akcji 17.09.09 (zł)	19,94									

* przy cenie 20 zł/akcję pomniejszonej o 10-proc. dyskonto (zakładamy sprzedaż akcji w okresie 12 m-cy)

Źródło: DM PKO BP SA

Wycena porównawcza	Kraj notow.	Ticker	Kapitał. (mln)		P/E			EV/EBITDA		
			EUR	USD	2008	2009	2010	2008	2009	2010
Emerson Electric	USA	EMR US	20 461	30 071	12,92	18,08	19,94	7,28	9,49	10,33
Honeywell	USA	HON US	20 361	29 924	10,58	14,25	14,60	7,26	8,17	8,27
Schneider Electric	Francja	SU FP	18 629	27 379	9,95	18,11	15,89	7,24	10,70	10,13
Itron (d. Actaris)	USA	ITRI US	1 760	2 586	19,21	29,83	20,03	11,63	15,97	11,70
AVX Corp.	USA	AVX US	1 397	2 054	13,70	20,00	19,05	6,59	8,16	7,91
ESCO Technologies	USA	ESE US	701	1 031	21,74	20,35	17,58	10,39	10,58	9,75
Vaisala	Finlandia	VAIAS FH	459	675	16,01	26,72	15,87	8,37	11,53	8,09
Badger Meter	USA	BMI US	369	542	23,77	19,79	18,84	12,52	10,43	10,00
Nedap	Holandia	NEDAP N	113	167	8,09	94,17	20,80	4,74	10,96	8,24
Mediana					13,70	20,00	18,84	7,28	10,58	9,75
Apator	Polska	APT PW	130	191	25,19	17,90	12,13	8,44	9,07	8,10
Premia/(dy skonto) w wy cenie rynkowej spółki					83,8%	-10,5%	-35,6%	15,9%	-14,3%	-17,0%
Implikowana wartość 1 akcji (zł)					8,28	17,01	23,64	12,91	18,03	18,67

wskaźniki rynkowe liczone dla całkowitej liczby akcji

Źródło: Bloomberg, DM PKO BP SA



Telefony kontaktowe

Zespół Analiz i Doradztwa Kapitałowego

Banki	Hanna Kędziora (022) 521 79 43 hanna.kedziora@pkobp.pl
Budownictwo i nieruchomości, hotele	Michał Sztabler (022) 521 79 13 michal.sztabler@pkobp.pl
Przemysł metalowy, spożywczy, media	Marcin Sójka (022) 521 79 31 marcin.sojka@pkobp.pl
Przemysł drzewny i papierniczy, płytki ceramiczne	Bartosz Arenin (022) 521 87 23 bartosz.arenin@pkobp.pl
Przemysł paliwowy, chemiczny, spożywczy	Monika Kalwasińska (022) 521 79 41 monika.kalwasinska@pkobp.pl
Telekomunikacja	Monika Milko (022) 521 79 17 monika.milko@pkobp.pl
E-commerce, analiza techniczna	Przemysław Smoliński (022) 521 79 10 przemyslaw.smolinski2@pkobp.pl

Wydział Klientów Instytucjonalnych

Artur Szymanek	(0-22) 521 82 14 artur.szymanek@pkobp.pl	Dariusz Andrzejak	(0-22) 521 91 39 dariusz.andrzejak@pkobp.pl
Piotr Dedecjus	(0-22) 521 91 40 piotr.dedecjus@pkobp.pl	Piotr Gawron	(0-22) 521 91 50 piotr.gawron@pkobp.pl
Marcin Kuciapski	(0-22) 521 82 10 marcin.kuciapski@pkobp.pl	Krzysztof Kubacki	(0-22) 521 82 10 krzysztof.kubacki@pkobp.pl
Kamil Cisko	(0-22) 521 82 13 kamil.cisko@pkobp.pl		

Objaśnienie używanej terminologii fachowej

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

kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej akcji i liczby akcji

EV - suma kapitalizacji i długu netto spółki

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

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

ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych

ROA - stopa zwrotu z aktywów

EBIT - zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

EPS - zysk netto na 1 akcję

DPS - dywidenda na 1 akcję

CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję

P/E - iloraz ceny rynkowej akcji i EPS

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

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

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

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

marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży

rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży

Rekomendacje stosowane przez DM

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

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

NEUTRALNIE - oczekujemy względnie stabilnych notowań akcji spółki

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

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

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

Stosowane metody wyceny

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

Powiązania, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzonej rekomendacji

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

Pozostałe klauzule

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