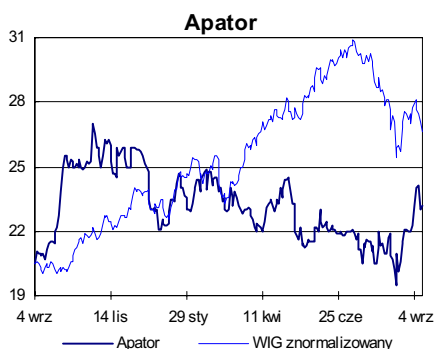




Apator S.A.

Kupuj
27,97 zł

Dane podstawowe

cena rynkowa (zł)	23,20
kurs docelowy (zł)	27,97
wycena DCF (zł)	29,74
min 52 tyg (zł)	19,50
max 52 tyg (zł)	27,00
kapitalizacja (mln zł)	818,81
EV (mln zł)	813,18
liczba akcji (mln szt.)	35,29
free float	50,8%
free float (mln zł)	415,66
śr. obrót/msc (mln zł)	9,82

Zmiana kursu	Apator	WIG
1 miesiąc	12,1%	-2,6%
3 miesiące	4,0%	-8,9%
6 miesięcy	0,0%	9,7%
12 miesięcy	10,5%	32,9%

Akcjonariat	% akcji i głosów	
Apator-Mining	18,70	11,21
M. Lewicki	5,64	9,30
T. Sosgórnik	5,38	8,29
D. Guzowska	4,25	7,39
Z. Jaworski	3,72	6,11

Poprzednie rekom.	data	kurs
-	-	-

Dom Maklerski PKO BP S.A.

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

o Cel strategiczny - być liderem

Strategicznym celem spółki jest zbudowanie wiodącej w regionie Europy Środkowo-Wschodniej grupy technologicznej, opartej o silną, dobrze promowaną markę APATOR. Grupa Apator skupia swoją działalność w dwóch segmentach branży elektromaszynowej: pomiarowym i łącznikowym.

o Rozwój poprzez akwizycje ...

Apator rozwija się głównie poprzez akwizycje. Zakup firm Pafal, Metrix oraz KFAP pozwolił stworzyć kompleksową ofertę w zakresie opomiarowania mediów energetycznych (prąd, ciepło, gaz). Do pełnego sukcesu brakuje jeszcze spółki operującej w obszarze pomiaru zużycia wody (wodomierze). Naszym zdaniem do przejęcia takiej firmy powinno dojść w ciągu najbliższych 12 miesięcy. Także zapowiadana ekspansja na rynki zagraniczne realizowana będzie m.in. poprzez zakup firm lokalnych.

o ... finansowane środkami ze sprzedaży aktywów

Apator nie powinien mieć problemów z finansowaniem swoich planów inwestycyjnych. Na koniec II kwartału zadłużenie odsetkowe grupy wynosiło 17,1 mln zł przy ok. 21 mln zł gotówki. Ponadto spółka posiada aktywa o wartości szacowanej na ponad 300 mln zł, których sprzedaż nie wiąże się ze zmianą strategii, a może posłużyć finansowaniu rozwoju. Ostateczne decyzje w tych sprawach będą uwarunkowane planami inwestycyjnymi. Spodziewamy się, że inwestorzy poznają plany zarządu w ciągu roku.

o Wysoki dodatni cash flow = stabilna polityka dywidendowa

Wysoki pozytywny cash flow pozwala spółce wypłacać systematycznie dywidendy. Apator zapowiedział, że utrzyma wypłaty z zysku na poziomie ok. 75% osiąganego zysku netto. Poziom ten może się zmienić w przypadku wystąpienia jednorazowych wydarzeń (akwizycje lub sprzedaż majątku).

o Wycena i rekomendacja

Wycenę Apatora sporządziliśmy 2 metodami (DCF oraz wskaźnikową). Na ich podstawie określiliśmy wartość docelową 1 akcji na 27,94 zł. Przy obecnym kursie giełdowym daje to ponad 15-proc. potencjał wzrostu i dlatego rekomendujemy KUPNO akcji. Przy wycenie założyliśmy umorzenie akcji będących teraz w posiadaniu spółki zależnej, ale możliwe są inne scenariusze, które analizujemy w dalszej części raportu. Przy sporządzeniu prognoz finansowych nie uwzględniliśmy wszystkich transakcji, jakie mogą niedługo się pojawić, a których parametrów nie znamy. Oczekujemy, że ich realizacja powinna mieć pozytywny wpływ na wycenę Apatora.

Dane finansowe (skonsolidowane)

mln zł	2005	2006	2007p	2008p	2009p
Sprzedaż	276,78	288,90	320,00	375,88	411,03
EBITDA	50,13	55,50	61,06	76,95	93,49
EBIT	36,49	42,79	48,04	63,09	79,29
Zysk netto	41,88	36,57	38,79	49,68	61,73
Zysk skorygowany	28,86	36,57	38,79	49,68	61,73
EPS (zł)	1,46	1,27	1,35	1,73	2,15
DPS (zł)	0,78	0,98	1,01	1,30	1,61
CEPS (zł)	1,93	1,72	1,81	2,21	2,65
P/E	15,90	18,21	17,16	13,40	10,78
P/BV	5,69	4,79	4,50	3,95	3,45
EV/EBITDA	13,30	12,01	10,91	8,66	7,13

p - prognoza DM PKO BP SA



1. Wycena i rekomendacja

1.1. Podsumowanie

Do oszacowania wartości spółki wykorzystaliśmy 2 metody wyceny: model DCF oraz porównanie wskaźników rynkowych dla spółek zagranicznych. Z uwagi na brak prognoz dla porównywalnych firm notowanych na GPW nie podjęliśmy się wyceniania Apatora w odniesieniu do krajowych podmiotów. Naszym zdaniem model DCF lepiej oddaje wartość Apatora (uwzględnia prognozowany dynamiczny wzrost wyników w dalszych latach) i dlatego przyznaliśmy jemu wagę 70% wobec 30% dla metody porównawczej. **Cenę docelową na koniec roku określiliśmy na 27,94 zł.**

metoda	wycena (zł)	waga
Model DCF	30,58	70%
Wycena porównawcza (kraj)	21,78	30%
Wycena 1 akcji APT	27,94	

Wskaźniki rynkowe prognozowane dla Apatora na lata 2008 i 2009 pokazują dużą atrakcyjność inwestycji w akcje tej spółki. Ponad 15-proc. potencjał wzrostu wobec bieżących notowań giełdowych pozwala nam na wydanie rekomendacji KUPUJ. Wskazujemy przy tym, iż nasze prognozy nie uwzględniają szeregu czynników, których pojawienie się znacząco wpłynęłoby na wzrost wyników spółki oraz jej wartości (kolejne akwizycje, sprzedaż aktywów). Dlatego sporządzona wycena oraz rekomendacja jest naszym zdaniem bardzo bezpieczna.

1.2. Model DCF

Założenia:

- Dane finansowe na podstawie prognoz DM PKOBP
- Dodatkowo uwzględniliśmy koszt (podatek) związany ze sprzedażą pakietu 6,6 mln akcji własnych
- Ilość akcji = 28.694,5 tys. szt. (bez uwzględnienia akcji własnych)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Prognozowana wartość FCF										
EBIT (mln zł)	48	63	79	86	93	96	99	102	105	109
Efektywna stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Opodatkowanie EBIT (mln zł)	9	12	15	16	18	18	19	19	20	21
NOPLAT (mln zł)	39	51	64	69	75	78	80	83	85	88
Amortyzacja (mln zł)	13	14	14	15	15	15	16	16	16	17
CAPEX (mln zł)	20	40	21	21	22	22	23	23	24	24
Inwestycje w kapitał obrotowy (mln zł)	7	15	9	7	8	3	3	3	3	3
FCF (mln zł)	25	10	49	56	61	68	70	72	75	77
kalkulacja WACC										
Dług (proc.)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Stopa wolna od ryzyka (proc.)	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8
Premia rynkowa kapitału własnego (proc.)	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Koszt długu przed opodatkowaniem (proc.)	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8
Koszt długu po opodatkowaniu (proc.)	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5
Koszt kapitału własnego (proc.)	10,8	10,8	10,8	10,8	10,8	10,8	10,8	10,8	10,8	10,8
WACC (proc.)	10,4	9,9	10,2	10,3	10,5	10,8	10,8	10,8	10,8	10,8
wycena										
DFCF (mln zł)	22	8	36	38	37	38	35	33	30	28
Suma DFCF (mln zł)	307									
Wartość rezydualna (mln zł)	1 404									
Zdyskontowana wart. rezyd. (mln zł)	516									
Wartość DCF (mln zł)	823									
Dług netto (mln zł), w tym:	-1									
dług oprocentowany	9									
gotówka i porównywalne	10									
Podatek od sprzedaży akcji własnych	-28									
Wartość spółki (mln zł)	796									
Liczba akcji (mln szt.)	29									
Wartość 1 akcji na 01.01.07 (zł)	27,75									
Wartość 1 akcji na dziś (zł)	29,74									

Źródło: DM PKO BP

Na tej podstawie oszacowaliśmy wartość całej spółki na poziomie 796 mln zł, czyli 29,74 zł na 1 akcję. Na koniec roku wartość ta wynosi 30,6 zł.



1.3. Wycena porównawcza

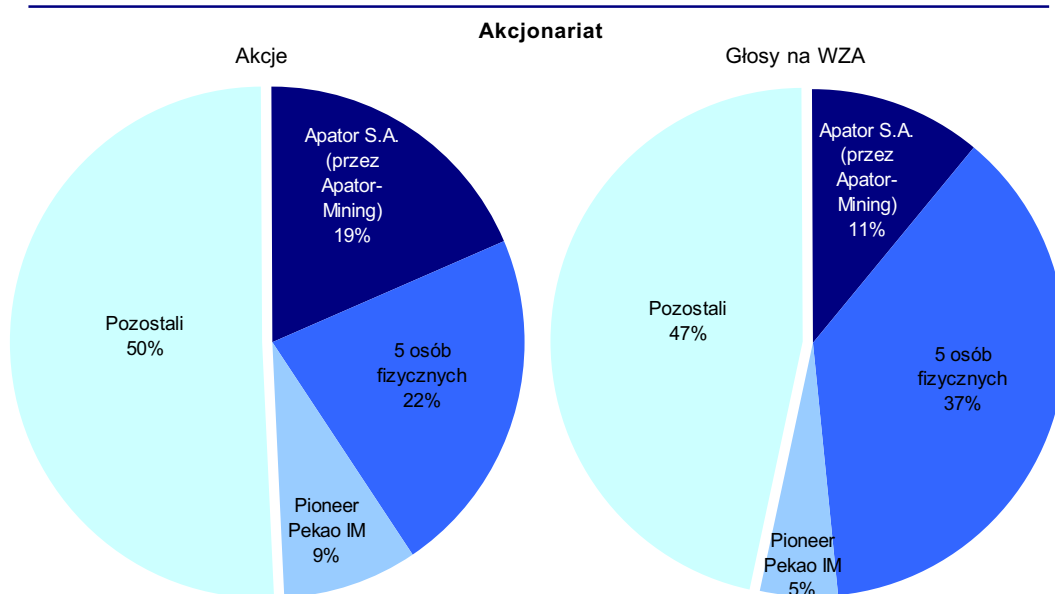
Przy wyceny porównawczej skorzystaliśmy ze wskaźników rynkowych liczonych dla zagranicznych podmiotów o podobnym profilu działalności (urządzenia i systemy pomiarowe).

	P/E			EV/EBITDA		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009
Nedap	16,0	14,2	13,0	8,9	7,5	6,8
Schaffner Holding	20,0	13,4	11,1	10,9	6,8	6,0
Vaisala Oyj	19,1	18,1	16,0	11,0	10,4	9,1
Phoenix Mecano	12,1	10,3	9,4	7,2	6,5	6,3
E2V Technologies	10,5	9,5	8,8	9,3	8,4	8,4
MEDIANA	16,0	13,4	11,1	9,3	7,5	6,8
Apator	17,8	13,9	11,2	11,3	9,0	7,4
potencjał wzrostu	-9,9%	-3,7%	-0,9%	-17,7%	-16,4%	-7,5%
wycena	21,6 zł	23,1 zł	23,8 zł	19,8 zł	20,1 zł	22,3 zł

Z porównania do ww. firm uzyskaliśmy wycenę na poziomie 21,7 zł.

2. Akcjonariat

Kapitał akcyjny Apatora dzieli się na 35.293.500 akcji z czego do obrotu giełdowego dopuszczonych jest 27.350.257 walorów. Głównym akcjonariuszem Apatora jest on sam przez spółkę zależną Apator Mining. Posiada ona pakiet 6,6 mln akcji giełdowej firmy. Ponadto w akcjonariacie jest grupa inwestorów prywatnych posiadających akcje uprzywilejowane (1 akcja uprawnia do 4 głosów na WZA) oraz inwestor finansowy – Pioneer Pekao Investment Management. Ponad 50% akcji stanowi free float.



Źródło: DM PKO BP, Apator S.A.

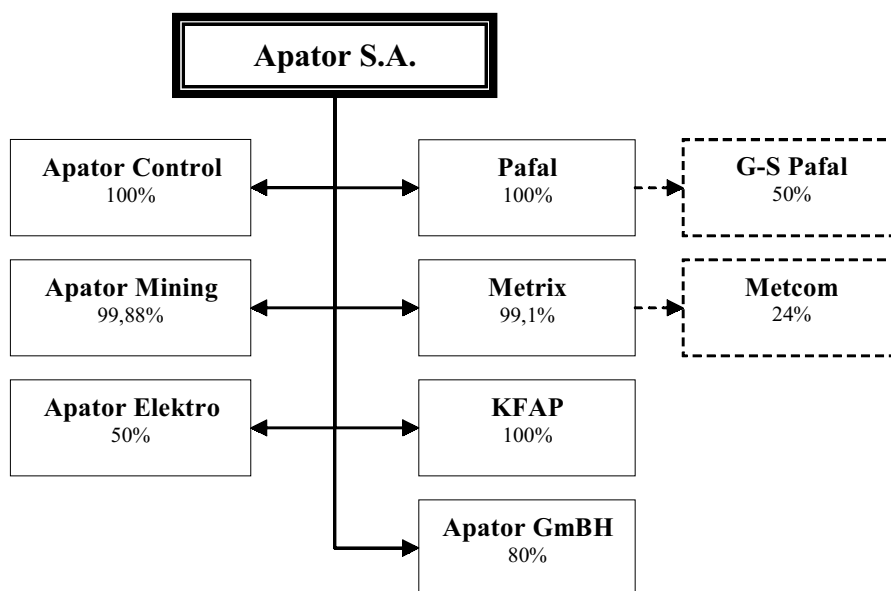


3. Struktura grupy kapitałowej

Strategicznym celem Grupy Apator jest zbudowanie wiodącej w regionie Europy Środkowo-Wschodniej grupy technologicznej, skierowanej na zdobywanie rynków zagranicznych, opartej o silną, dobrze promowaną markę APATOR. Spółka rozwija się głównie poprzez akwizycje. Na bazie Apatora oraz trzech zakupionych w latach 2004-2005 spółek została stworzona grupa oferująca kompleksowe rozwiązania z dziedziny opomiarowania mediów (zarówno same urządzenia jak i systemy pomiarowe).

W skład Grupy Apator wchodzi sześć spółek krajowych i dwa podmioty zagraniczne (Apator Elektro - Rosja oraz Apator GmbH - Niemcy). Ponadto dwie spółki należące do grupy posiadają udziały w podmiotach powiązanych. Apator Metrix jest udziałowcem spółki Metcom KFT z siedzibą na Węgrzech (24% kapitału). Spółka ta została powołana w celu zwiększenia sprzedaży gazomierzy na rynku węgierskim (spółka dystrybucyjna). Z kolei Pafal powołał w czerwcu br. spółkę Gran-Systema-Pafal Sp. z o.o. z siedzibą na Białorusi (50% udziałów). Przedmiotem działalności tej spółki ma być produkcja i sprzedaż liczników energii elektrycznej. Udziały mniejszościowe w Metriksie oraz Apatorze Mining powinny zostać wykupione do końca 2007r. (ewentualnie początku 2008r.). W przyszłym roku do grupy dołączy spółka Rector z Zielonej Góry. Umowa inwestycyjna została już podpisana, jednak z uwagi na trwającą obecnie zmianę formy prawnej przejmowanego podmiotu do transakcji dojdzie na przełomie 2007/08r.

Struktura grupy kapitałowej Apator



Źródło: DM PKO BP, Apator S.A.

Główna fala zakupów miała miejsce w roku 2004 i 2005, kiedy Apator przejął udziały w Pafalu, Metriksie oraz KFAP-ie.

1. FAP Pafal - 22,4 mln zł
2. KFAP - 2,7 mln zł,
3. Metrix - 13 mln zł.

Razem na przejęcia ww. firm wydano ok. 38 mln zł. Z kolei do końca II kwartału 2007r. Apator otrzymał od tych trzech firm łącznie 27,3 mln zł w formie dywidendy lub zapłaty za skupione akcje w celu umorzenia (ok. 72% zainwestowanych środków).

Grupa Apator skupia swoją działalność w dwóch segmentach branży elektromaszynowej: pomiarowym (Apator, Pafal, Metrix, KFAP, Apator GmbH) i łącznikowym (Apator, Control, Mining). Poniżej prezentujemy zakres działalności poszczególnych spółek z grupy.



Segment	Nazwa spółki	Zakres działalności
Opomiarowanie nośników energii	Apator S.A.	LEW System APATOR, AMR System APATOR, przedpłatowe liczniki energii elektrycznej , współpraca kooperacyjna w zakresie ciepłomierzy, płyt elektroniki do kredytowych liczników energii elektrycznej i aparatury górniczej
	Pafal	Indukcyjne (tradycyjne) i elektroniczne liczniki energii elektrycznej , systemy pomiarowe
	Metrix	gazomierze domowe i przemysłowe, systemy pomiarowe
	KFAP	liczniki energii cieplnej (ciepłomierze), czujniki temperatury, systemy pomiarowe
	Apator GmbH	sprzedaż systemów i przedpłatowych liczników energii elektrycznej na terenie Niemiec
Łączenie i rozłączanie obwodów elektrycznych	Apator S.A.	rozłączniki izolacyjne, rozłączniki izolacyjne bezpiecznikowe, podstawy bezpiecznikowe, łączniki krzywkowe, ograniczniki przepięć
	Control	napędy i aplikacje napędów, aparatura rozdzielczo-sterownicza
	Mining	przeciwwybuchowa aparatura górnicza ,
	Elektro	sprzedaż wyrobów Grupy Apator na terenie Rosji

Źródło: DM PKO BP, Apator S.A.

Produkty i usługi oferowane przez spółki działające w segmencie pomiarowym wzajemnie się uzupełniają. Stworzona w ten sposób oferta Grupy Apator obejmuje urządzenia do pomiaru nośników energii (przedpłatowe i kredytowe liczniki energii elektrycznej, ciepłomierze, gazomierze, czujniki temperatury). Powyższa oferta stanowi bazę dla rozwoju systemów umożliwiających opomiarowanie zużycia energii oraz zdalny odczyt i przekazywanie danych. Są to systemy: LEWsystem Apator (przedpłatowo-kredytowy) i AMRsystem Apator. Do stworzenia pełnej oferty opomiarowania mediów Apatorowi brakuje jeszcze spółki wytwarzającej liczniki zużycia wody (wodomierze). Zarząd giełdowej spółki doskonale zdaje sobie z tego sprawę i od dłuższego czasu czyni starania, aby taką spółkę do grupy włączyć. Szerzej o akwizycjach piszemy w dalszej części raportu.

W ramach segmentu łącznikowego Grupa Apator dostarcza urządzenia do bezpiecznego łączenia i rozłączania obwodów elektrycznych. Spółka-matka, jak również firmy zależne Apator Mining i Apator Control posiadają silną pozycję i wieloletnie doświadczenie w tym segmencie.

4. Struktura przychodów i marże

Po rozszerzeniu oferty o produkty wytwarzane przez Pafal oraz Metrix, segment pomiarowy stał się głównym biznesem grupy Apatora. Przychody ze sprzedaży aparatury pomiarowej stanowiły w latach 2005-2006 ok. 62%, podczas gdy wcześniej poniżej 50%. Z kolei udział segmentu pomiarowego wynosi ok. 30-40%. Jego znaczenie wzrosło w ostatnim roku z uwagi na zwiększenie sprzedaży eksportowej. Jeśli doszłoby do rozszerzenia działalności o biznes opomiarowania wody, znaczenie segmentu pomiarowego jeszcze wzrośnie.

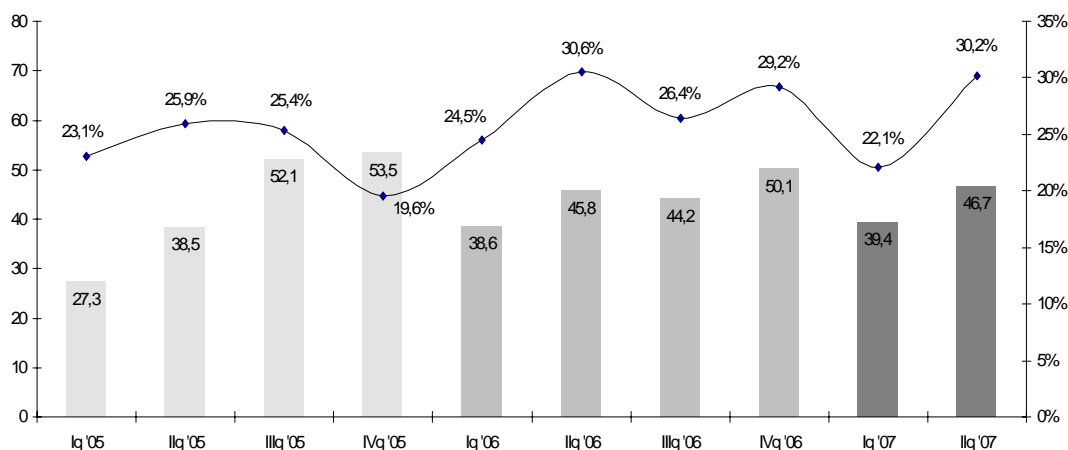
[mln zł]	2003	2004	2005	2006	1H 2007
Segment pomiarowy	33,5	99,1	171,3	178,7	86,1
- aparatura do pomiaru energii elek.	33,5	98,6	121,5	115,8	55,8
<i>w tym eksport</i>	0,0	19,9	33,4	29,4	18,7
- aparatura cieplna	0,0	0,5	15,7	17,3	9,6
<i>w tym eksport</i>	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1
- aparatura do pomiaru gazu	0,0	0,0	34,0	45,6	20,7
<i>w tym eksport</i>	0,0	0,0	8,8	9,9	5,5
Segment łącznikowy	55,1	73,0	87,7	100,1	50,6
- aparatura łącznikowa	27,8	28,4	34,2	45,2	25,4
<i>w tym eksport</i>	10,6	5,5	9,8	16,7	10,7
- aparatura rozdzielczo-sterownicza	10,6	19,1	20,0	22,8	10,9
<i>w tym eksport</i>	0,2	0,4	0,3	0,3	0,2
- aparatura górnicza	16,7	25,5	33,6	32,1	14,3
<i>w tym eksport</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	17,4	28,8	29,8	13,8	6,9
<i>w tym eksport</i>	2,5	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>w tym działalność zaniechana (panele)</i>	5,0	10,3	11,6	3,7	0,0
RAZEM przychody	106,0	190,7	276,8	288,9	143,6
<i>w tym eksport</i>	13,35	25,86	52,16	63,99	35,18

Źródło: DM PKO BP, Apator S.A.

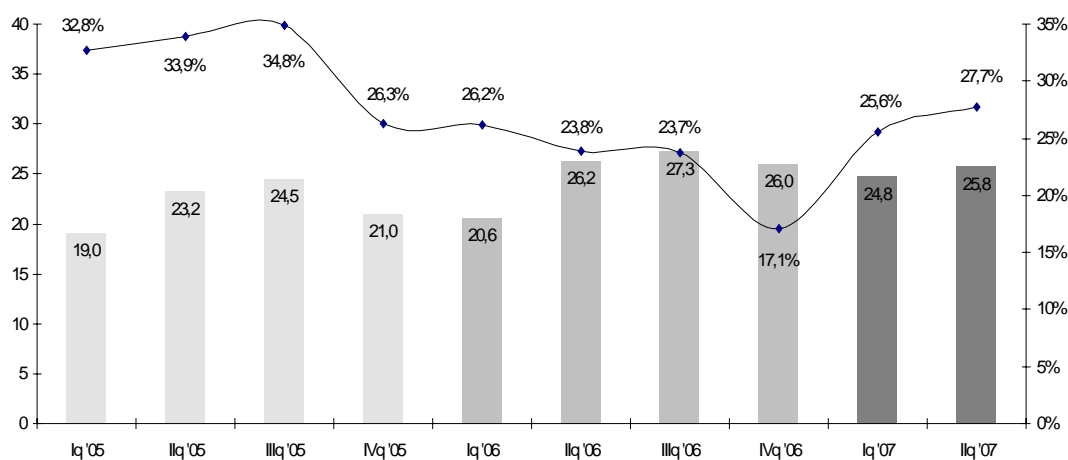


Marże na dwóch podstawowych segmentach działalności różniły się w poszczególnych latach. Wpływ na to miała z jednej strony sprzedaż eksportowa (generalnie zwiększenie udziału eksportu obniżało marże), a z drugiej sytuacja na rynkach surowców wykorzystywanych do produkcji (ropa naftowa, miedź). Apator publikuje dane nt. wyników segmentów dopiero od 2004r. stąd nie dysponujemy odpowiednio długim szeregiem czasowym, aby móc dokonywać szczegółowych analiz. Ponadto marże w poszczególnych kwartałach ulegają pewnym wahaniom utrudniającym wyszukiwanie trwałych tendencji. Oczekujemy wzrostu poziomu marż, zwłaszcza w biznesie pomiarowym (rosnące marże na eksporcie, cykliczny wzrost popytu, dalsza restrukturyzacja produktowa), co pozytywnie przełoży się na wyniki skonsolidowane.

Kwartalne przychody oraz marże w segmencie aparatury pomiarowej



Kwartalne przychody oraz marże w segmencie aparatury łącznikowej



Źródło: DM PKO BP, Apator S.A.

Widać przy tym pewną sezonowość: w segmencie pomiarowym zdecydowanie najlepszym okresem w roku jest IV kwartał, z kolei w biznesie łącznikowym są to kwartały II i III. Generalnie dla całej grupy najstarszy jest kwartał I (średnio ok. 20% całorocznych przychodów), a najlepszy kwartał IV (ok. 28-29%).



5. Polityka dywidendy

Apator jest jedną z niewielu spółek notowanych na GPW, która prawie każdego roku wypłaca dywidendę. W okresie ostatnich 8 lat Apator nie wypłacił tylko dywidendy za 1999r. z powodu osiągniętej w tym okresie straty netto. Ponadto w większości okresów stopa dywidendy przekraczała 90%. Wyjątkiem są lata 2003-2004, kiedy to spółka potrzebowała środków na realizowane przejęcia. Charakterystyczne jest, iż spółka płaci dywidendę w dwóch ratach, z czego pierwsza wypłacana jest w formie zaliczki jeszcze w trakcie roku obrachunkowego, którego dotyczy. Poniżej prezentujemy dane dotyczące poziomu wypłaty dywidendy (nominalnie oraz w odniesieniu do osiągniętego zysku netto).

[mln zł]	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Zysk netto skonsolidowany	7,4	2,4	5,6	11,4	35,0	45,6	37,6
Zysk netto jednostkowy	1,0	1,6	3,6	9,8	31,8	23,2	36,0
Wypłacona dywidenda za dany rok	1,0	1,5	3,5	5,5	12,8	22,5	28,2
stopa dywidendy	97,71%	93,34%	98,73%	55,85%	40,40%	96,69%	78,23%
EPS jednostkowy (zł) *	0,03	0,05	0,13	0,26	0,90	0,66	1,02
DPS (zł) **	0,03	0,05	0,13	0,15	0,36	0,64	0,80

* 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: DM PKO BP, Apator S.A.

Ponadto w odniesieniu do polityki wypłaty dywidendy w przyszłości zarząd Apatora deklaruje:

- coroczną wypłatę z zysku na poziomie 75%,
- wypłata zaliczki na poczet dywidendy (płatność w grudniu),

Deklarowany poziom dywidendy może ulec zmianie w przypadku realizacji inwestycji (np. przejęcie dużego podmiotu).

5. Pozycja spółki na rynku oraz jego perspektywy

Grupa Apatora ma bardzo silną pozycję na rynku krajowym, z powodzeniem rozwijany jest też eksport. W Polsce produkty oferowane przez spółkę zaopatrują 25-85% rynku, z czego w segmencie liczników elektrycznych Apator wraz z Pafalem zdobyły dominującą pozycję na rynku. Z konkurentów o znaczącym udziale w rynku należałoby wymienić firmy Actaris, Landys+Gyr, DZG, Techem, Powogaz, Intergaz.

W większości przypadków specyfika rynków sprawia, iż klientami Apatora nie są końcowi użytkownicy, a spółki dostarczające poszczególne media (zakłady energetyczne, spółki gazowe czy przedsiębiorstwa energetyki ciepłej - PEC-e). Taka struktura odbiorców ułatwia zarządzanie sprzedażą (nie trzeba tworzyć specjalnej sieci handlowej), jednak osłabia pozycję negocjacyjną Apatora (kilku silnych klientów zamiast rzeszy drobnych, system przetargowy promujący dostawców tanich). Z kolei państwowy status wielu z wymienionych powyżej grup klientów może mieć niekorzystny wpływ na tempo podejmowania przez nich decyzji o zakupach. Zastój w energetyce widoczny przez ostatni rok jest dobrym tego przykładem.

Jednym z głównych elementów strategii Apatora jest rozwój eksportu. Realizowany jest on dwutorowo:

- a) Poprzez sprzedaż eksportową produktów bezpośrednio z Polski,
- b) Poprzez zakup/utworzenie spółek handlowych i handlowo-produkcyjnych na bardziej perspektywicznych rynkach (przykład Niemiec - Apator GmbH, Rosji - Apator-Elektro, Węgier - Metcom czy Białorusi - Gran-Systema-Pafal); możliwe są także strategiczne alianse ze spółkami już działającymi na danym rynku zagranicznym.

Pozycja Apatora na rynkach zagranicznych jest dużo słabsza, niż na rynku krajowym. Zwiększenie sprzedaży wymaga więc odpowiednich zabiegów marketingowych i czasu. Może też krótkoterminowo wpłynąć negatywnie na realizowane marże.

Poniżej prezentujemy zbiorcze zestawienie podstawowych danych na temat głównych segmentów w obszarze pomiarowym. Ponadto w osobnej rubryce przedstawiamy dane dla firm



z segmentu, w którym Apator nie jest jeszcze obecny, a planuje w nim wkrótce zaistnieć, tj. segmentu pomiaru zużycia wody. Obecnie na rynku są dwaj liczący się producenci (z czego jedna spółka, Metron z Torunia, w bardzo trudnej sytuacji finansowej). Spodziewamy się, że w niedługim czasie któryś z nich trafi do grupy Apatora. Szerzej o potencjalnych akwizycjach piszemy w dalszej części raportu.

	Kredytowe liczniki indukcyjne (Pafal)	Kredytowe liczniki elektron. (Apator, Pafal)	Gazomierze (Metrix)	Ciepłomierze (Apator, KFAP)	Wodomierze (Powogaz/Metron)
Zastosowanie	Elektromechaniczny pomiar zużycia energii elektrycznej	Elektroniczny pomiar zużycia energii elektrycznej	Pomiar zużycia gazu	Pomiar zużycia energii ciepłej	Pomiar zużycia wody
Użytkownik	Gospodarstwa domowe, przemysł, budownictwo, energetyka	Gospodarstwa domowe, przemysł, budownictwo, energetyka	Gospodarstwa domowe, przemysł, energetyka	Gospodarstwa domowe, przedsiębiorstwa dystrybucji energii ciepłej (PEC, MPEC)	Gospodarstwa domowe, przedsiębiorstwa wodociągowe
Odbiorca (kupujący)	Zakłady energetyczne	Zakłady energetyczne	6 spółek gazownictwa	Deweloperzy, spółdzielnie mieszkaniowe, wspólnoty	Deweloperzy, spółdzielnie mieszkaniowe, wspólnoty
Dystrybucja	95% bezpośrednio do zakładów energetycznych, pozostała sprzedaż poprzez hurtownie elektryczne	Bezpośrednio do zakładów energetycznych	98% to 6 spółek gazownictwa, 2% firmy instalacyjno-wykonawcze	59% firmy instalacyjno-wykonawcze, 34% hurtownie instalacyjno-budowlane i przeds. dystrybucji energii ciepłej, 7% końcowi użytkownicy	Firmy instalacyjno-wykonawcze, hurtownie
Udział w rynku krajowym	85%	64%	45%	25%	25-75% / b.d.
Konkurencja w Polsce	DZG, Actaris, Landis+Gyr	Landis+Gyr, JM Tronik, Iskraemeco	Actaris, Intergaz	Ista, Actaris, Techem, Kamstrup	Mirometrix (Sopel-Fr.), Fila, ABB
Eksport	Niemcy, Węgry, Kolumbia, Wenezuela; pojemność rynku europejskiego szacowana na ok. 14 mln szt., nie przewiduje się spadku w ciągu najbliższych kilku lat	Włochy, Skandynawia, Wielka Brytania; w okresie do 2009r. szacowane europejskie zapotrzebowanie wzrosło z ok. 7,5 mln szt. do 9 mln liczników rocznie	Rosja, Niemcy, Ukraina, Portugalia, Węgry, Korea	W fazie rozwoju	ok. 40% (gł. Rosja) / b.d.
Rozwój produktu	Ograniczenie kosztów wytwarzania (prostsza konstrukcja, tańsze materiały, kooperacja)	Nowa seria liczników z wydajniejszym i tańszym procesorem (łatwa wymiana modułów komunikacyjnych np. z GSM na radio)	Rozwój usług związanych ze sprzedażą w systemie przedpłatowym, nowa seria o niższych kosztach wytwarzania (na rynki zagraniczne)	Rozwój przedpłatowego systemu pomiaru i rozliczania, nowe modele ciepłomierzy (rozbudowane możliwości, niższe koszty produkcji)	
Perspektywy rynku	Ze względu na kradzieże energii za pomocą magnesu neodymowego następuje wymiana liczników elektromechanicznych na zabezpieczone liczniki elektroniczne		Rynek polski ustabilizowany, nie przewiduje się zmiany technologii pomiarowej w najbliższych latach	Polska jest jednym z najbardziej perspektywicznych rynków europejskich (roczny wzrost szacowany na 12%)	Rynek perspektywiczny, podobnie jak ciepłomierze

Źródło: DM PKO BP, Apator S.A.



6. Prognozy krótkoterminowe

Na początku br. zarząd Apatora przedstawił prognozę wyników na 2007r. Wg niej przychody mają wzrosnąć do 320 mln zł, a zysk netto wynieść 38-41 mln zł. Po 2 kwartałach prognoza została wykonana w ok. 40%.

Apator (mln zł)	2006	2007P	1H'2007	realizacja prognoz	
Przychody	288,9	320,0	143,6	45%	
Zysk netto	36,6	38,0	41,0	40-43%	
rentowność	12,7%	11,9%	12,8%	11,3%	
EPS	1,27	1,32	1,43	0,57	40-43%
P/E (przy P=24 zł)	18,83	18,12	16,80	42,37	-

Na konferencji w dn. 6 września Prezes Apatora zadeklarował, że II półrocze będzie znacząco lepsze od pierwszego i nie obawia się o realizację prognoz. Ostatnie 2 kwartały są tradycyjnie lepsze i przypada na nie ok. 55% rocznej sprzedaży. Jeśli dodatkowo spółka utrzyma marże z II kwartału, to nie powinno być kłopotów również z realizacją planowanych zysków. Już wyniki III kwartału powinny wykazać znaczącą poprawę (zarówno do II kw.'07 jak i analogicznego okresu ub.r.). Sprzyja temu wzrost popytu w segmencie pomiarowym, zwłaszcza w obszarze liczników przedpłatowych (w końcu ruszyły przetargi na dostawy tego typu urządzeń ogłaszane przez zakłady energetyczne). Zwiększenie wyniku w relacji r/r jest tym bardziej prawdopodobne, że przed rokiem Apator przeżywał pewne trudności związane z gwałtownym wzrostem kosztów produkcji (efekt rosnących cen materiałów) przy jednoczesnym spadku popytu. Przychody wyniosły wówczas zaledwie 72 mln zł, a marża brutto na sprzedaży spadła do 31,5% (w całym 2006r. roku 33,5%). Aby zrealizować naszą prognozę na 2007r., w II półroczu EBIT powinien wynieść ok. 28 mln zł, co daje średnio na kwartał 14 mln zł. W II kwartale Apator miał prawie 13 mln zł zysku operacyjnego, więc realne jest naszym zdaniem osiągnięcie takich wyników w następujących okresach.

7. Prognozy średnioterminowe

Po okresie silnych wzrostów wyników finansowych w latach 2003-2006, bieżący rok przynosi wyhamowanie dynamiki zysków. Główne przyczyny takiej sytuacji to:

- 1) zmniejszenie popytu na produkty spółki z uwagi na:
 - mniejszą liczbę przetargów będącą efektem przekształceń w branży energetycznej,
 - cykliczny spadek ilości zamawianych urządzeń przez klientów.
- 2) zmniejszenie rentowności wynikające z niższych marż osiąganych w eksporcie przy rosnącym udziale sprzedaży zagranicznej.

W naszej opinii sytuacja powinna się zacząć poprawiać już od przyszłego roku. Spodziewamy się znaczącego wzrostu sprzedaży przy poprawy marż. Pozwala to prognozować dwucyfrowe wzrosty zysku operacyjnego w najbliższych 3 latach. Z kolei wynik netto może zostać powiększony przez transakcje jednorazowe na aktywach spółki.

Wzrost sprzedaży realizowany będzie w sposób organiczny jak i poprzez akwizycje. Choć przejęcia nowych podmiotów uważamy za bardzo prawdopodobne (spółka ma zdefiniowane cele oraz posiada środki finansowe), jednak dopóki nie zostaną one oficjalnie ogłoszone (wraz z parametrami transakcji oraz wpływem nowych spółek na wyniki Apatora) nie uwzględniamy ich w naszym modelu prognostycznym.

Za najważniejsze czynniki wzrostu wyników Apatora w przyszłości uznaliśmy:

- 1) Wzrost sprzedaży aparatury pomiarowej na rynku krajowym,
- 2) Wzrost sprzedaży zagranicznej przy poprawie marż na eksporcie,
- 3) Akwizycje, w tym przejęcie spółki operującej w segmencie opomiarowania wody,
- 4) Transakcje na aktywach, w tym sprzedaż nieruchomości w Toruniu oraz rozwiązanie kwestii posiadanego pakietu akcji własnych.

Dwóch ostatnich pozycji nie uwzględniliśmy w prognozach. Ich ewentualna realizacja wpłynie na wzrost wyceny Apatora.



7.1. Wzrost sprzedaży aparatury pomiarowej w kraju

Jak wcześniej wskazywaliśmy, spadek popytu na urządzenia pomiarowe stał się jedną z przyczyn słabszych wyników w roku bieżącym. Z jednej strony wynikało to z przekształceń dokonujących się w branży energetycznej (łączenie podmiotów), a z drugiej wiązało się z cyklicznym spadkiem ilości zamawianych urządzeń (np. gazomierzy). Spodziewamy się, iż oba te czynniki ustąpią, co skutkować będzie wzrostem popytu krajowego na wyroby spółki (głównie liczniki energii elektrycznej i gazomierze). Duże nadzieje na dalsze zwiększenie popytu na liczniki energii elektrycznej (zarówno przedpłatowe, jak i tradycyjne kredytowe) wiąże się z wprowadzoną w życie, zgodnie z przepisami prawa energetycznego od 1 lipca 2007r., zasadą rozdzielania w spółkach energetycznych dwóch podstawowych rodzajów działalności: dystrybucji i obrotu. Zakończyć to powinno okres wstrzymywania decyzji zakupowych. Pozytywny wpływ na poziom sprzedaży ma również koniunktura w budownictwie mieszkaniowym. Oczekiwany wzrost oddawanych do użytku nowych mieszkań stanowić będzie silny impuls popytowy na urządzenia pomiarowe produkowane przez spółki z grupy Apator (nowe liczniki energii elektrycznej, ciepłomierze, gazomierze).

7.2. Wzrost sprzedaży zagranicznej przy poprawie marż na eksporcie

Głównym średniookresowym celem strategicznym jest uzyskanie przez grupę Apator pozycji lidera Europy Środkowo-Wschodniej zarówno w segmencie pomiarowym jak i łącznikowym. W związku z tym realizowane obecnie działania skierowane są na ekspansję na rynki zagraniczne. Sprzedaż eksportowa realizowana jest dwutorowo: bezpośrednio z kraju, jak i poprzez spółki produkcyjne ulokowane za granicą. Celem Apatora jest zwiększanie udziału eksportu do poziomu 27% w 2007r. i 30% w 2009r (w 2006r. wyniósł on prawie 20%, a na koniec II kwartału 2007r. ok. 24%). Głównym produktem eksportowym w segmencie pomiarowym mają być gazomierze (wzrost sprzedaży eksportowej z 10 mln zł w 2006r. do 40 mln zł w 2009r.), a w segmencie łącznikowym ograniczniki przepięć (obecnie minimalny eksport, za 2 lata już 7 mln zł). Umacnianie pozycji Apatora na dotychczasowych rynkach jak również stopniowe plasowanie produktów na rynkach charakteryzujących się wyższymi cenami powoli przynosi efekty w postaci poprawy rentowności sprzedaży eksportowej, co przy rosnącym wolumenie sprzedaży eksportowej grupy ma coraz bardziej widoczne przełożenie na całkowite wyniki. Celem zarządu jest poprawianie rentowności sprzedaży zagranicznej o 3 p.p. co roku.

7.3. Akwizycje

Grupa Apator zamierza w 2009r. osiągnąć 500 mln zł przychodów i ok. 20% marży na sprzedaży (jeśli nie uwzględnimy transakcji na aktywach będzie ona w przybliżeniu równa marży operacyjnej). Takiej dynamiki nie uda się zrealizować tylko przez wzrost organiczny, który naszym zdaniem da ok. 400 mln zł sprzedaży w 2009r (i ok. 17% marży na sprzedaży). Niezbędne są przejęcia innych podmiotów. Potencjalnych celów akwizycyjnych należy szukać w trzech obszarach:

- a) segment opomiarowania wody (spółka produkująca wodomierze),
- b) technologie informatyczne w energetyce (spółka IT, która wspierałaby tworzenie systemów do zdalnego pomiaru zużycia mediów i odczytu liczników),
- c) rynki zagraniczne (przejęcie/współpraca z zagranicznymi podmiotami handlowymi bądź produkcyjnymi posiadającymi dostęp do rynków lokalnych).

Próby rozszerzenia oferty o **wodomierze** (co pozwoliłoby stworzyć kompleksową ofertę obejmującą pomiarkowanie wszystkich mediów) jak dotąd się kończyły się niepowodzeniem. Na rynku istnieją dwaj liczący się producenci tego typu urządzeń: Metron z Torunia oraz Powogaz z Poznania. Pierwsza z tych firm przeżywa obecnie bardzo duże problemy finansowe. Z kolei druga, działająca jako spółka pracownicza, ma stabilną sytuację finansową, choć jej rozwój, zważywszy na problemy głównego konkurenta, jest raczej umiarkowanie dynamiczny. Zakup Metronu byłby korzystny ze względów logistycznych (obie firmy zlokalizowane są w Toruniu, niemal ze sobą sąsiadując). Apator mógłby przenieść własny zakład produkcyjny do fabryki Metronu, a "uwolniony" w ten sposób teren zostałby sprzedany (np. pod rozbudowę sąsiedniego centrum handlowego). Niestety, niejasna sytuacja finansowa toruńskiego producenta wodomierzy oraz konflikty właścicielskie spowodowały, iż Apator odstąpił od zakupu tej firmy. Bardziej prawdopodobny jest naszym zdaniem alians z Powogazem. Obecnie firma ta zatrudnia 300 pracowników i generuje ok. 2 mln zł zysku netto przy 60-70 mln zł sprzedaży. Realne jest, iż w okresie 2 lat od włączenia firmy w strukturę grupy Apator, Powogaz mógłby osiągnąć 100 mln zł



przychodów przy 10-proc. rentowności netto. Oprócz wodomierzy Powogaz produkuje również ciepłomierze, stąd kolejnym ruchem byłoby zapewne połączenie go z krakowskim KFAP-em (który także specjalizuje się w produkcji wodomierzy). Optymalizacja produkcji poszczególnych urządzeń wewnątrz grupy skutkowałaby dalszym ograniczeniem kosztów, mogłyby także pojawić się zbędne aktywa do sprzedaży (np. tereny w Krakowie). Uzasadniona cena za przejęcie tej spółki to naszym zdaniem 50-70 mln zł. Akwizycja ta nie została uwzględniona w naszych prognozach, gdyż nie znamy parametrów transakcji oraz sposobu jego sfinansowania (emisja obligacji, wymiana akcji czy środki ze sprzedaży wybranych aktywów). Nie spodziewamy się, aby do transakcji doszło wcześniej niż w II połowie 2008r.

Strategia Apatora zmierza to oferowania zaawansowanych systemów opomiarowania zamiast prostej sprzedaży urządzeń. Obecnie promowane są własne systemy: LEWsystem Apator (obsługujący urządzenia przedpłatowe) oraz AMRsystem Apator (zdalny odczyt energii). Dalszy ich rozwój oraz tworzenie kolejnych zaawansowanych technologicznie systemów wymaga zwiększenia kompetencji Apatora w **obszarze informatycznym**. Na początku września Apator poinformował o planowanym przejęciu spółki Rector z Zielonej Góry. Do transakcji powinno dojść do końca 2007r., tak aby móc ją konsolidować od nowego roku. Rector jest producentem oprogramowania dla przedsiębiorstw użyteczności publicznej oraz zakładów przemysłowych. Oferuje kompleksowe rozwiązania dla dostawców mediów, m.in. energetyki, gazownictwa, przedsiębiorstw wodociągów i kanalizacji oraz energetyki ciepłej, telekomunikacji. Na bazie Rectora Apator planuje stworzyć dział zaawansowanych technologii w grupie i zintensyfikować prace nad pierwszym na rynku polskim, kompleksowym rozwiązaniem w zakresie zarządzania licznikami mediów. Według raportu Computerworld TOP 200 Rector miał w 2006r. 11,5 mln zł przychodów (z czego 4,5 mln zł ze sprzedaży oprogramowania własnego) i 4,4 mln zł zysku netto. Zatrudniał 53 osoby. Celem finansowym postawionym przed tą spółką jest wzrost przychodów do 15 mln zł i zysku netto do 5 mln zł w 2009r. W przyszłym roku Rector powinien zrealizować ok. 4 mln zł zysku netto przy 13 mln zł sprzedaży. Zwracamy uwagę, iż dotychczas firma ta działała jako spółka jawna, a więc inaczej wykazywany był podatek (w spółce zysk brutto = zysk netto). Zmiana formy prawnej na spółkę akcyjną spowoduje zmianę zasad rachunkowości. Tak więc 4 mln zł zysku planowane na 2008r. należy odnieść do 3,5 mln zł zysku za 2006r. Zakładamy, że parametry transakcji (tj. głównie relacja zapłaconej ceny do zysku osiąganego przez firmę IT) będą korzystne dla dotychczasowych akcjonariuszy Apatora ($P/E < 10$). Szacujemy koszt przejęcia na ok. 30 mln zł, z czego w I etapie zakupione zostanie tylko część udziałów dających Apatorowi kontrolę nad firmą (70%), a dopiero po 3 latach pozostały pakiet. W umowie inwestycyjnej zawarty został element motywacyjny dla dotychczasowych właścicieli: cena za pozostałe 30% uzależniona jest od przyszłych wyników tej spółki. Przejęcie Rectora zostało uwzględnione w prognozach poczynawszy od 2008r.

Ekspansja zagraniczna wspierana może być poprzez zakup spółki zagranicznej (głównie na rynkach Europy Środkowo-Wschodniej) lub powiązanie kapitałowe (Europa Zachodnia). Spółka rozmawia obecnie z kilkoma partnerami w sprawie zacieśnienia współpracy operacyjnej oraz kapitałowej. Jest to dopiero wstępnym etap negocjacji, stąd ich wynik jest trudny do przewidzenia. Najbardziej zaawansowany jest projekt chorwacki. Apator chciałby wziąć udział w prywatyzacji spółki działającej na rynku aparatury łącznikowej. Jest to podmiot większy od Apatora, jednak polską spółkę interesowałby jedynie fragment jego działalności stanowiący ok. 30% sprzedaży grupy Apator. Gdyby udało się nawiązać bliższą kooperację (popartą powiązaniem kapitałowymi) z firmą posiadającą silną pozycję na rynku lokalnym lub kilku rynkach, mogłoby to doprowadzić do skokowego wzrostu sprzedaży eksportowej Apatora.

7.4. Transakcje na aktywach

Apator nie powinien mieć problemów z finansowaniem swoich planów inwestycyjnych (w tym także akwizycji). Na koniec II kwartał zadłużenie odsetkowe grupy wynosiło 17,1 mln zł przy ok. 21 mln zł gotówki. Ponadto spółka posiada pewne aktywa, które mogą zostać sprzedane, a pozyskane w ten sposób środki finansowe posłużyć finansowaniu rozwoju. Wyodrębniliśmy trzy takie składniki majątku:

- a) nieruchomości w Toruniu sąsiadującą z centrum handlowym Copernicus (szacowana obecnie wartość to 50 mln zł),
- b) akcje własne ulokowane w spółce zależnej (6,6 mln szt. o wartości rynkowej ok. 160 mln zł),
- c) spółkę Apator Mining, luźno powiązaną z podstawowym biznesem Apatora (min. 100 mln zł).



Możliwość **sprzedaży kolejnych terenów w Toruniu** była już przez spółkę sygnalizowana pod koniec 2006r. Apator dysponuje działką przylegającą do Centrum Handlowego Copernicus, które zostało wybudowane na terenie sprzedanym w 2004r. przez Apatora. Wówczas spółka za działkę o powierzchni ok. 7 ha otrzymała 22,8 mln zł, z czego zysk przed podatkiem wyniósł 16,5 mln zł. W rozważanej obecnie transakcji do sprzedaży wystawiony byłby mniejszy teren (ok. 3 ha) jednak o większej wartości (wstępnie określonej na 25 mln zł). Kupującym jest właściciel centrum handlowego, który planuje jego rozbudowę. Z uwagi na fakt, iż na sprzedawanej nieruchomości znajduje się teraz zakład produkcyjny Apatora, konieczne byłoby postawienie nowej fabryki. Zarząd toruńskiej spółki liczył, że nowy zakład byłby dopasowany technologicznie jak i powierzchniowo do planowanej wielkości produkcji. Oprócz zysku ze sprzedaży terenu, celem tej inwestycji miała być obniżka kosztów produkcji. Harmonogram transakcji zakładał podpisanie w 2007r. umowy przedwstępnej i otrzymanie zaliczki od kupującego. Nie miałyby to jeszcze wpływu na wyniki finansowe Apatora, jednak zwiększyłyby jego zasoby gotówkowe. W 2008r. rozpoczęto by budowę nowej fabryki, tak aby na przełomie 2008/2009r. uruchomić w niej produkcję. W 2009r. doszłoby do podpisania ostatecznej umowy i otrzymania pozostałej raty płatności. Zysk z transakcji pojawiłby się więc dopiero w wynikach 2009r. Także w tym roku planowana była wypłata dodatkowej dywidendy z zysku pozostałego po rozliczeniu kosztów budowy. Naszym zdaniem prawdopodobieństwo realizacji nakreślonego powyżej scenariusza mocno się zmniejszyło z uwagi na gwałtowny wzrost kosztów budowy nowej fabryki. W obecnej sytuacji sprzedaż nieruchomości na uzgodnionych wcześniej zasadach i postawienie nowego zakładu może nie być już tak opłacalne, zwłaszcza dla akcjonariuszy, którzy liczyli na częściowy udział w zyskach ze sprzedaży (w formie dodatkowej dywidendy). Zarząd Apatora prowadzi rozmowy zmierzające do zmiany parametrów transakcji (aby pozostała ona korzystna dla akcjonariuszy giełdowej spółki cena za nieruchomość powinna wzrosnąć do ok. 50 mln zł), jednak nie jesteśmy w stanie przewidzieć jej efektów. Dlatego w naszym modelu nie zakładamy wpływów ze sprzedaży nieruchomości.

Spółka jest pośrednim właścicielem pakietu **6,6 mln akcji własnych** będących w posiadaniu spółki zależnej Apator Mining (AM). Pakiet ten początkowo miał służyć obronie przed wrogim przejęciem, potem myślano o wykorzystaniu go w przypadku nawiązania ściślejszej współpracy z firmą zagraniczną (można było odsprzedać go zagranicznemu inwestorowi w zamian za technologię lub dostęp do rynku), a obecnie jest traktowany jako rezerwa finansowa. Zarząd nie podjął jeszcze decyzji w sprawie wykorzystania tych akcji, my widzimy kilka możliwości:

- Umorzenie akcji. Aby jednak do tego doszło, Apator musiałby stać się właścicielem tych akcji. Najprościej byłoby odkupić je od swojej spółki zależnej, ale wówczas AM zapłaciłby podatek od zysku. Bieżąca wartość rynkowa tego pakietu wynosi 160 mln zł, podczas gdy wartość bilansowa to zaledwie 6 mln zł. Podatek od zysku na sprzedaży wyniósłby więc ok. 29 mln zł (ok. 1 zł na 1 akcję). Innym rozwiązaniem, pozwalającym ominąć konieczność płacenia tej daniny jest podział AM na firmę prowadzącą działalność operacyjną (np. Apator Mining Produkcja) oraz firmę, której jedynym majątkiem jest owy pakiet akcji APT (np. Apator Mining Investment). Kolejnym krokiem byłoby połączenie firmy inwestycyjnej z Apatorem S.A. i w ten sposób akcje trafiłyby do spółki-matki. Obowiązek zapłacenia podatku od umorzenia wciąż jednak pozostaje, choć zarząd spółki szuka prawnych możliwości wybrnięcia także z tej sytuacji. Jako scenariusz bazowy uwzględniony przy wycenie Apatora przyjęliśmy, iż spółka dokona umorzenia akcji płacąc od tego podatek. Tak więc do modelu wzięliśmy liczbę akcji pomniejszoną o ilość akcji własnych (traktowanych jako "do umorzenia") i otrzymaną wycenę 1 akcji pomniejszyliśmy o jednorazowy koszt podatku od zysku ze sprzedaży akcji (1 zł). Szerzej mechanizm ten opisujemy w rozdziale poświęconym wycenie.

- Sprzedaż akcji na rynek w celu pozyskania środków na akwizycje. Scenariusz taki może zostać zrealizowany, o ile Apator porozumie się w sprawie dużego przejęcia (np. spółki wodomierzowej) i będzie potrzebował znacznych środków do sfinansowania takiej inwestycji. Oczywiście w pierwszej kolejności nastąpi przesunięcie (bez-podatkowe) tego pakietu do Apatora S.A. Sprzedaż akcji na rynek będzie już obciążona podatkiem.

- Sprzedaż akcji inwestorowi branżowemu. Jedną z rozważanych opcji jest sprzedaż/wymiana akcji z firmą zagraniczną o podobnym charakterze działalności. Celem takiej transakcji byłoby zacieśnienie współpracy pomiędzy oboma podmiotami, a dla Apatora mogłoby dać dostęp do rynków zagranicznych i/lub pozyskania nowych technologii. Ciekawym rozwiązaniem byłaby sprzedaż akcji takiemu inwestorowi, a z wpływów sfinansowanie akwizycji. Tym samym Apator zrealizowałby dwa cele jednocześnie: powiązanie z zagranicznym podmiotem z branży oraz pozyskanie środków na przejęcie.



Spółka zależna **Aparator Mining** działa w segmencie urządzeń dla branży górniczej. Tym samym nie do końca pasuje do profilu działalności grupy Apator: systemy pomiarowe oraz aparatura łącznikowa dla energetyki. Apator Mining jest spółką wysoce rentowną, dodatkowo posiada wartościowe aktywo w postaci pakietu 6,6 mln akcji Apatora (o czym pisaliśmy powyżej). Zainteresowanie zakupem akcji AM wykazywały spółki silniej niż Apator powiązane z branżą górniczą: Kopeks oraz Famur. Niemniej jednak oferowane ceny (ok. 80 mln zł, co daje P/E < 10 za 2006r. nie uwzględniając dywidendy od Apatora) nie zostały zaakceptowane przez zarząd Apatora. Sądzymy, że przy cenie powyżej 100 mln zł strony doszłyby do porozumienia. Oczywiście osobną kwestią jest pakiet akcji APT należący do AM. Transakcja sprzedaży Miningu przyspieszyłaby rozwiązanie tej sprawy.

Aparator Mining	2003	2004	2005	2006
Przychody	24,2	35,0	42,5	39,5
EBIT	3,0	7,0	11,7	11,0
<i>rentowność</i>	12,4%	19,9%	27,6%	27,8%
Zysk netto	2,8	7,6	12,5	14,4
<i>rentowność</i>	11,6%	21,6%	29,4%	36,4%
Zatrudnienie	111	125	132	134

Źródło: DM PKO BP, Apator S.A.

Analizując wyniki AM należy mieć na uwadze fakt, iż część zysku netto pochodzi z dywidendy od Apatora. Po skorygowaniu wyniku netto o tę pozycję zysk za 2006r. wyniósłby ok. 10 mln zł.



Bilans (mln zł)	2003	2004	2005	2006	2007P	2008P	2009P
Aktywa	76	142	187	193	208	254	273
Majątek trwały	26	64	75	86	93	119	125
Majątek obrotowy	50	78	112	108	115	135	148
- zapasy	13	21	31	38	41	49	53
- należności	28	42	65	59	64	75	82
Pasywa	76	142	187	193	208	254	273
Kapitały własne	53	82	117	139	148	169	193
Zobowiązania długoterminowe	0	9	10	10	10	10	10
Zobowiązania krótkoterminowe	19	42	59	44	50	75	70
- handlowe	0	11	22	19	21	24	27
Dług netto	-7	-5	2	-1	4	25	16
sprzedaż/aktywa		1,75	1,68	1,52	1,59	1,63	1,56
dług/kapitał własny	0,00	0,91	8,29	21,98	30,71	81,86	63,30
ROE		56,4%	42,1%	28,6%	27,0%	31,4%	34,1%
ROA		35,0%	25,5%	19,2%	19,3%	21,5%	23,4%

Rachunek zysków i strat (mln zł)	2003	2004	2005	2006	2007P	2008P	2009P
Przychody netto ze sprzedaży	106	191	277	289	320	376	411
Koszty sprzedanych produktów i tow.	65	123	183	192	212	246	261
Zysk (strata) brutto na sprzedaży	41	67	94	97	108	130	150
Koszty sprzedaży	8	12	19	18	19	23	25
Koszty ogólnego zarządu	15	27	36	37	41	44	46
Pozostałe saldo operacyjne	-1	15	-3	1	0	0	0
EBITDA	22	54	50	55	61	77	93
EBIT	17	44	36	43	48	63	79
Saldo na działalności finansowej	0	-1	0	1	0	0	-1
Objęcie kontroli nad spółką zależną	-1	4	13	0	0	0	0
Zysk (strata) brutto	16	47	49	43	48	63	78
Podatek dochodowy	4	9	7	7	9	12	15
Zysk (strata) netto	12	38	42	37	39	50	62
marża zysku brutto na sprzedaży	39,0%	35,4%	34,0%	33,5%	33,8%	34,6%	36,6%
marża EBITDA	20,9%	28,2%	18,1%	19,2%	19,1%	20,5%	22,7%
marża EBIT	16,2%	22,9%	13,2%	14,8%	15,0%	16,8%	19,3%
rentowność netto	10,9%	19,9%	15,1%	12,7%	12,1%	13,2%	15,0%

Cash flow (mln zł)	2003	2004	2005	2006	2007P	2008P	2009P
Działalność operacyjna	14	47	30	42	45	49	67
- amortyzacja	5	10	14	13	13	14	14
Działalność inwestycyjna	-4	-12	-20	-16	-20	-40	-21
Działalność finansowa	-6	-19	-4	-30	-25	-7	-45
Środki pieniężne na koniec okresu	4	9	14	10	9	10	11

wskazniki na 1 akcję	2003	2004	2005	2006	2007P	2008P	2009P
liczba akcji (tys. szt.) *	30 465	28 694	28 694	28 694	28 694	28 694	28 694
BVPS (zł)	1,74	2,85	4,08	4,84	5,16	5,88	6,73
EPS (zł)	0,38	1,32	1,46	1,27	1,35	1,73	2,15
CEPS (zł)	0,54	1,68	1,93	1,72	1,81	2,21	2,65
DPS (zł)	0,15	0,36	0,64	0,80	0,82	1,06	1,31

* liczba akcji skorygowana (pomniejszona) o akcje własne będące w posiadaniu spółki zależnej

Źródło: Apator, DM PKO BP

P - prognozy



Telefony kontaktowe

Zespół Analiz i Doradztwa Kapitałowego

doradca inwestycyjny
banki i finanseAndrzej Powierża
(022) 521 79 41
andrzej.powierza@pkobp.pl

informatyka, budownictwo i nieruchomości

Michał Sztabler
(022) 521 79 13
michal.sztabler@pkobp.plprzemysł drzewny, papirniczy, oponiarski, lekki
produkcja i dystrybucja farmaceutykówHanna Kędziora
(022) 521 79 43
hanna.kedziora@pkobp.pl

przemysł paliwowy, chemia, energetyka

Ludomir Zalewski
(022) 521 79 17
ludomir.zalewski@pkobp.pl

przemysł metalowy

Marcin Sójka
(022) 521 79 31
marcin.sojka@pkobp.pl

analiza techniczna

Przemysław Smoliński
(022) 521 79 10
przemyslaw.smolinski2@pkobp.pl

Wydział Klientów Instytucjonalnych

Krzysztof Kasiński (0-22) 521 82 10
krzysztof.kasinski@pkobp.plArtur Szymecki (0-22) 521 82 14
artur.szymecki@pkobp.plPiotr Deducjus (0-22) 521 91 39
piotr.deducjus@pkobp.plKatarzyna Patora-Kopec (0-22) 521 79 96
katarzyna.patora-kopec@pkobp.plPiotr Gawron (0-22) 521 91 50
piotr.gawron@pkobp.plMieczysław Lewiński (0-22) 521 91 39
mieczyslaw.lewinski@pkobp.plLeszek Iwaniec (0-22) 521 82 13
leszek.iwaniec@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

Zysk netto skorygowany - zysk netto po wyeliminowany wpływu zdarzeń jednorazowych

Rekomendacje stosowane przez DM

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

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

NEUTRALNIE - oczekujemy względnie stabilnych notowań akcji spółki

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

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

Rekomendacje wydawane przez DM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

DM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej i subiektywnej oceny analityków. Częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona. Zastrzeżenie

o spekulacyjnym charakterze rekomendacji oznacza, że horyzont inwestycji jest skrócony do 3 miesięcy, a inwestycja jest obciążona podwyższonym ryzykiem.

Stosowane metody wyceny

DM opiera się zasadniczo na trzech metodach wyceny: DCF (model zdyskontowanych przepływów pieniężnych), metoda wskaźnikowa (porównanie wartości podstawowych wskaźników

rynkowych z podobnymi wskaźnikami dla innych firm reprezentujących dany sektor) oraz model zdyskontowanych dywidend. Wadą metody DCF oraz modelu zdyskontowanych dywidend jest

duża wrażliwość na przyjęte założenia, w szczególności te, które odnoszą się do określenia wartości rezydualnej. Modelem zdyskontowanych dywidend nie można ponadto zastosować w

przypadku wyceny spółek nie mających ukształtowanej polityki dywidendowej. Zaletami obydwu wymienionych metod jest ich niezależność z stosunku do bieżących wycen rynkowych

porównywalnych spółek. Zaletą metody wskaźnikowej jest z kolei to, że bazuje ona na wymiernej wycenie rynkowej danego sektora. Jej wadą jest zaś ryzyko, że w danej chwili rynek może

nie wyceniać prawidłowo porównywalnych spółek.

Powiązania, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzonej rekomendacji

Zgodnie z naszą wiedzą, pomiędzy DM oraz analitykiem sporządzającym niniejszy raport a spółką, nie występują jakiegokolwiek inne powiązania, o których mowa w §9 i 10 Rozporządzenia

Rady Ministrów z dnia 21 kwietnia 2004 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 dwóch następujących dni po dacie publikacji.

Rozpowszechnianie lub powielanie w całości lub w części bez pisemnej zgody DM jest zabronione. Niniejsza publikacja została przygotowana z zachowaniem 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 niefortunne. 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.