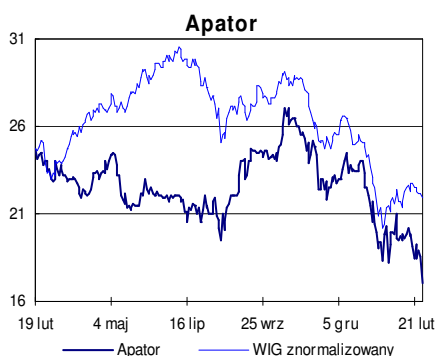


Raport
analityczny

Apator

Kupuj
20,50 zł

Dane podstawowe

cena rynkowa (zł)	17,10
kurs docelowy (zł)	20,50
wycena DCF (zł)	20,41
min 52 tyg (zł)	17,06
max 52 tyg (zł)	27,09
kapitalizacja (mln zł)	603,52
EV (mln zł)	597,25
liczba akcji (mln szt.)	35,29
free float	50,8%
free float (mln zł)	306,37
śr. obrót/msc (mln zł)	25,00

Zmiana kursu	Apator	WIG
1 miesiąc	-11,1%	4,0%
3 miesiące	-26,3%	-13,0%
6 miesięcy	-22,5%	-18,4%
12 miesięcy	-28,9%	-6,5%

Akcjonariat	% akcji i głosów	
Apator-Mining	18,70	11,24
Pioneer Pekao IM	8,55	5,14
M. Lewicki	5,64	9,34
T. Sosgórnik	5,38	8,31
D. Guzowska	4,25	7,41

Poprzednie rekom.	data	cena doc.
Kupuj	2007-09-11	27,97
-	-	-

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

❑ Słabsze wyniki IV kwartału

Spółka nie zrealizowała swoich prognoz na 2007 rok: 320 mln zł przychodów i 38 mln zł zysku netto. Ostatecznie sprzedaż ukształtowała się na poziomie o 3% niższym, a zysk netto o 9% niższym niż wcześniejsze szacunki spółki. W samym IV kwartale, który zaważył na niedotrzymaniu prognoz, Apator osiągnął zaledwie 7,6 mln zł zysku netto (-23% r/r) przy 82 mln zł sprzedaży (+0,2% r/r).

❑ Przejęcie Rectora oraz Powogazu. Dalsze plany rozwoju

Na początku roku Apator kupił 70% udziałów w firmie informatycznej Rector z Zielonej Góry, a do końca kwietnia powinien zamknąć transakcję nabycia ok. 95% akcji producenta wodomierzy Powogaz z Poznania. Zarząd spółki deklaruje, że dwie nowe akwizycje powinny zwrócić się w 6 lat. Przy zakładanych wydatkach na poziomie ok. 75 mln zł netto (do zapłacenia jest łącznie ok. 90 mln zł, z czego w kasie Powogazu ma zostać ok. 15 mln zł), oznaczałoby to średni wzrost zysku o ok. 12,5 mln zł (9 mln zł w Powogazie oraz 3,5 mln zł w Rectorze). Zdaniem zarządu Apatora przejęcie Rectora oraz Powogazu praktycznie wyczerpało plany akwizycyjne w Polsce. Ponieważ jednak celem jest zdobycie pozycji lidera w regionie CEE w segmencie opomiarowania mediów, poszukiwane są podmioty do przejęcia m.in. w Rumunii, Chorwacji, Niemczech czy Danii.

❑ Finansowanie akwizycji. Sprzedaż akcji własnych

Zarząd spółki zdecydował się sfinansować tegoroczne akwizycje z kredytu bankowego oraz ze sprzedaży części posiadanych akcji własnych. Planowana jest sprzedaż pakietu 1,3 mln akcji (z 6,6 mln walorów „zaparkowanych” w spółce zależnej) po średniej cenie 20 zł. Transakcja sprzedaży akcji wpłynie na jednorazowe zwiększenie zysku o ok. 21 mln zł na poziomie netto. Przy liczeniu wskaźników nie uwzględnialiśmy tego wyniku.

❑ Wycena i rekomendacja

Uważamy, że tak gwałtowny spadek kursu wynikający z pojawienia się niekorzystnych informacji jest nieuzasadniony i tym samym stwarza okazję do zakupu akcji Apatora. Spółka pokazała już, że potrafi restrukturyzować przedsiębiorstwa z branży opomiarowania mediów, można więc liczyć, iż akwizycje nowych podmiotów w średnim terminie przyniosą wymierne korzyści samemu Apatorowi, jak i jego akcjonariuszom Ponadto wciąż w posiadaniu spółki są aktywa, które mogą zostać upłynnione i posłużyć dalszemu finansowaniu rozwoju bez znacznego uszczerbku na wynikach spółki i transferach do akcjonariuszy (dywidendy). Dlatego biorąc pod uwagę powyższe argumenty oraz uzyskane poziomy wyceny zdecydowaliśmy się podtrzymać naszą rekomendację KUPUJ dla akcji Apatora, ustalając cenę docelową na 20,5 zł. Należy mieć przy tym świadomość, że poziom 20 zł może być trudny do pokonania dopóki nie zniknie podaż w postaci 1,3 mln akcji wystawionych na sprzedaż przez Apatora.

Dane finansowe (skonsolidowane)

mln zł	2006	2007p	2008p	2009p	2010p
Sprzedaż	288,90	311,35	369,35	433,32	494,23
EBITDA	55,50	55,90	61,48	75,12	86,98
EBIT	42,79	42,95	47,70	61,00	72,51
Zysk netto	36,57	34,72	55,56	45,56	55,23
Zysk skorygowany	36,57	34,72	35,44	45,56	55,23
EPS (zł)	1,27	1,21	1,85	1,52	1,84
DPS (zł)	0,98	0,62	0,37	0,30	0,37
CEPS (zł)	1,72	1,66	2,31	1,99	2,32
P/E	13,42	14,13	9,23	11,26	9,29
P/BV	3,53	3,18	2,65	2,25	1,87
EV/EBITDA	8,73	8,66	8,24	6,74	5,82

Słabsze wyniki IV kwartału

Spółka nie zrealizowała swoich prognoz na 2007 rok: 320 mln zł przychodów i 38 mln zł zysku netto. Ostatecznie sprzedaż ukształtowała się na poziomie o 3% niższym, a zysk netto o 9% niższym niż wcześniejsze szacunki spółki. W samym IV kwartale, który zaważył na niedotrzymaniu prognoz, Apator osiągnął zaledwie 7,6 mln zł zysku netto (-23% r/r) przy 82 mln zł sprzedaży (+0,2% r/r). Zarząd spółki fakt ten tłumaczy kilkoma powodami:

1. niezrealizowaniem kontraktu na dostawę liczników przedpłatowych - na kwotę ok. 10 mln zł, czyli produktu o jednej z najwyższych rentowności; brak tego kontraktu wynika ze wstrzymania zamówień ze strony spółek dystrybuujących energię,
2. wyższymi kosztami wynikającymi z konieczności wymiany części wyprodukowanych liczników z uwagi na wadliwe podzespoły (importowane z Chin) – ok. 1 mln zł

W opinii zarządu, gdyby nie te dwa wydarzenia Apator przekroczyłby prognozy zarówno na poziomie sprzedaży, jak i zysku netto. Współpraca z dostawcą chińskim wpłynie jeszcze negatywnie na wyniki 2008 roku – konieczne będzie utworzenie dodatkowych 3 mln zł rezerw.

APT (mln PLN)	IVQ2007	IVQ2006	zmiana	I-IVQ 2007	I-IVQ 2006	zmiana
Przychody	81,86	81,78	0,1%	311,35	288,90	7,8%
EBIT	9,55	12,03	-20,7%	42,95	42,83	0,3%
EBITDA	12,83	15,20	-15,6%	55,90	55,54	0,7%
Zysk netto	7,63	9,94	-23,2%	34,72	36,57	-5,0%

Źródło: Apator, DM PKO BP SA

Przejęcie Rectora oraz Powogazu. Dalsze plany rozwoju.

Na początku 2008 roku Apator podpisał umowę zakupu 70% udziałów w firmie Rector z Zielonej Góry. Rector jest firmą specjalizującą się w tworzeniu systemów informatycznych m.in. dla spółek użyteczności publicznej (wizualizacja danych, analizy danych, automatyzacja procesu urzędzeń pomiarowych). Za 70% udziałów Apator zapłacił 21 mln zł. Posiada także opcję odkupu od „starych” akcjonariuszy pozostałych 30% do 2010 roku. Spółka ta miała w 2007 roku 16,4 mln zł przychodów i 4,2 mln zł zysku netto.

Dużo większą inwestycją będzie przejęcie spółki Powogaz z Poznania. O zamiarze przejęcia tej spółki Apator informował na jesieni ub.r. Wówczas określił minimalny poziom zaangażowania, przy jakim dojdzie do zakupu, na 75%. Dotychczas Powogaz był spółką kontrolowaną przez pracowników, stąd aby móc sprawować nad nią pełną kontrolę (łącznie z możliwością dokonywania zmian w statucie), Apator potrzebował właśnie taki udział w głosach na WZA. Apator już zebrał deklaracje sprzedaży na ok. 91% akcji, a oczekuje, że do końca marca zbierze jeszcze 3-5%. Szacujemy, że ostatecznie w rękach APT znajdzie się 95% akcji Powogazu. Warunkowe umowy nabycia akcji zawierane są od końca 2007 roku. Cena sprzedaży jednej akcji wynosi 4.300 zł, co daje wycenę całej firmy na poziomie 72,3 mln zł. Sfinalizowanie transakcji będzie możliwe po spełnieniu się warunków określonych w zawieranych umowach, tj.: a) uzyskaniu zgody UOKiK na powiązanie kapitałowe (spółka w najbliższym czasie złoży wniosek do Urzędu), b) utrzymaniu posiadania przez Powogaz wszystkich dotychczasowych aktywów do momentu przejęcia kontroli (chodzi zapewne o bardzo atrakcyjne tereny zlokalizowane w Poznaniu, szerzej o tym w dalszej części komentarza), c) posiadaniu przez Powogaz, na dzień przejęcia kontroli, inwestycji krótkoterminowych w wysokości co najmniej 14,5 mln zł (a to oznacza, że faktyczna kwota zapłacona za biznes to ok. 55 mln zł). Warunkowe umowy muszą zostać zrealizowane najpóźniej do 30 kwietnia 2008 roku. Fabryka Wodomierzy Powogaz jest jednym z największych producentów wodomierzy mieszkaniowych i przemysłowych w Polsce (drugim ważnym graczem na rynku jest toruński Metron). Przejęcie tej firmy wpisane zostało w strategię Apatora zmierzającą do uzyskania pozycji lidera na rynkach Europy Środkowo-Wschodniej w aparaturze pomiarowej. Zarząd Apatora rozważał akwizycję dwóch firm: Powogazu lub Metronu. Negocjacje z obiema spółkami prowadzone były od kilku lat. Rozszerzenie asortymentu sprzedaży grupy Apator, obejmującego w części pomiarowej liczniki energii elektrycznej, gazomierze i ciepłomierze, o brakujący produkt, czyli wodomierze spowoduje istotne wzmocnienie pozycji grupy. Przy okazji należy wspomnieć o cennym aktywie Powogazu, jakim są grunty w Poznaniu (gdzie mieści się zakład produkcyjny) oraz w innych miastach Polski. Wyceniane są one na ok. 80 mln zł, a więc więcej, niż wartość całego Powogazu wynikająca z ceny zapłaconej przez APT. Aktywa te były wcześniej powodem zainteresowania się Powogazem ze strony innych podmiotów, nie zawsze związanych biznesowo z produkcją aparatury pomiarowej. Zarząd Apatora posiada pewne doświadczenie w negocjacjach z deweloperami i sprzedaży nieruchomości (kilka lat temu zbył część terenów zlokalizo-

wanych w Toruniu, w sąsiedztwie obecnej fabryki Apatora SA). Oczekujemy, że optymalizacja działalności wszystkich zakładów w ramach grupy kapitałowej Apatora przyniesie w perspektywie kilku lat zyski ze sprzedaży zbędnego majątku. Spodziewamy się, że w roku bieżącym wkład przejętego podmiotu w wyniki skonsolidowane będzie widoczny głównie na poziomie przychodów (ok. 45 mln zł z 60 mln prognozowanych na ten rok). Zyski będą obciążone kosztami związanymi z dostosowaniem struktur oraz rachunkowości Powogazu do standardów Apatora, stąd wpływ przejścia Powogazu na zysk operacyjny powinien być tylko nieznacznie dodatni. Włączenie firmy z Poznania w struktury grupy Apatora powinno w ciągu 3 lat doprowadzić do zwiększenia przychodów do ok. 100 mln zł i podniesienia rentowności do ok. 10% na poziomie zysku netto (spodziewamy się, że stanie się to już w 2010 roku). Podsumowując, finalizacja akwizycji Powogazu jest informacją pozytywną, kończąca kilkuletni proces poszukiwania podmiotu do przejścia w tym segmencie działalności. W dłuższym terminie powinna przynieść Apatorowi korzyści wynikające z: a) poprawy wyników osiąganych przez tę spółkę, b) efektów synergii w powiązaniu z dotychczasową ofertą grupy w segmencie opomiarowania mediów oraz c) możliwych jednorazowych zysków ze sprzedaży majątku. W krótkim terminie odbije się jednak niekorzystnie na końcowym zysku Apatora (koszty finansowania akwizycji).

Zarząd Apatora posiada już doświadczenie w zakresie restrukturyzacji firm z sektora (wcześniej kupił udziały w Pafalu, Metriksie oraz KFAP-ie). Ponadto historia przejęć dokonywanych przez spółkę pokazuje, iż wydane na akwizycje środki zwracają się w krótkim czasie (w przypadku poprzednich przejęć wydatki zwróciły się w 3-4 lata – w formie dywidendy lub wykupu akcji w celu umorzenia). **Zarząd spółki deklaruje, że dwie nowe akwizycje powinny zwrócić się w 6 lat. Przy zakładanych wydatkach na poziomie ok. 75 mln zł netto (do zapłacenia jest łącznie ok. 90 mln zł, z czego w kasie Powogazu ma zostać ok. 15 mln zł), oznaczałoby to średni wzrost zysku o ok. 12,5 mln zł (9 mln zł w Powogazie oraz 3,5 mln zł w Rectorze).** Zyski takie są naszym zdaniem realne, choć oczywiście poziomy te zostaną uzyskane za kilka lat (zwłaszcza w Powogazie).

(mln zł)	Pafal	KFAP	Metrix	Rector	Powogaz
wydatki	22,4	2,7	12,9	21,0	54,2
wpływy		39,1		?	?

Źródło: Apator, DM PKO BP SA

Zdaniem zarządu Apatora przejście Rectora oraz Powogazu praktycznie wyczerpało plany akwizycyjne w Polsce. Ponieważ jednak celem jest zdobycie pozycji lidera w regionie CEE w segmencie opomiarowania mediów, poszukiwane są podmioty do przejścia m.in. w Rumunii, Chorwacji, Niemczech czy Danii. W raporcie z września wspominaliśmy o możliwym zakupie części przedsiębiorstwa działającego na rynku chorwackim. Zarząd APT nie wyklucza takiej transakcji, jednak jest ona jedną z wielu obecnie rozważanych. W naszych prognozach nie uwzględniamy żadnych akwizycji oprócz już dokonanych, tj. Powogazu oraz Rectora.

Finansowanie akwizycji. Sprzedaż akcji własnych.

We wrześniowym raporcie wskazywaliśmy na kilka możliwych źródeł finansowania akwizycji Apatora. Spółka posiada obecnie szereg aktywów (gotówka, grunty, udziały w spółkach, w tym również akcje własne) oraz możliwość zwiększenia zadłużenia kredytowego (na koniec 2007 roku wynosiło ono w grupie 4,7 mln zł).

Zarząd spółki zdecydował się sfinansować tegoroczne akwizycje z kredytu bankowego oraz ze sprzedaży części posiadanych akcji własnych. Planowana jest sprzedaż pakietu 1,3 mln akcji (z 6,6 mln walorów „zaparkowanych” w spółce zależnej) po średniej cenie 20 zł. Daje to wartość 26 mln zł, które należy pomniejszyć o ok. 4,7 mln zł podatku (w bilansie Apatora akcje własne ujmowane są wg ceny nabycia na poziomie ok. 1 zł). Wpływ netto wyniesie więc ok. 21 mln zł. Pozostałe ok. 55 mln zł pochodzić będzie z kredytu. **Transakcja sprzedaży akcji, o ile dojdzie do niej w tym roku, wpłynie na jednorazowe zwiększenie zysku o ok. 21 mln zł na poziomie netto. Przy liczeniu wskaźników nie uwzględnialiśmy tego wyniku.** Z uwagi na niepewną sytuację giełdową oraz rozczarowanie ubiegłorocznymi wynikami Apatora spółka może mieć kłopoty z szybką sprzedażą zakładanej liczby akcji. **A to oznacza, że przez pewien czas na kurs będzie negatywnie wpływać świadomość znacznej podaży akcji. Z tego powodu poziom 20 zł może stać się skuteczną barierą dla ewentualnych wzrostów kursu.**

Zwiększenie nakładów inwestycyjnych wpłynie na ograniczenie wypłat dywidendy dla akcjonariuszy. Apator w grudniu ub.r. wypłacił już zaliczkę z zysku za 2007 rok (ok. 0,2 zł na

akcję), a w lipcu planowana jest wypłata II transzy. Wcześniej zarząd deklarował, iż corocznie będzie wypłacał akcjonariuszom 75% swojego zysku (w spółce-matce wyniósł on w ub.r. 35,6 mln zł). Przy takich założeniach dywidenda powinna więc wynieść ok. 0,75 zł/akcję. Teraz zapewne będzie ona niższa i wyniesie ok. 0,5 zł/akcję, a to oznacza, że w II transzy do inwestorów trafi jeszcze 0,3 zł/akcję. **Pomimo zwiększonych nakładów zarząd nie zamierza zawieszać wypłat dywidendy, a jedynie ograniczyć jej poziom.**

Portfel zamówień na 2008 rok

Zdecydowaliśmy się dokonać korekty naszych prognoz finansowych na lata kolejne. Wpływ na to miały przede wszystkim:

- niższe od oczekiwanych wyniki 2007 roku oraz powody niewykonania prognoz finansowych (utrzymujący się marazm decyzyjny w spółkach energetycznych, czyli u głównych odbiorców produktów Apatora),
- niższe od oczekiwanych prognozy spółki na rok 2008 (koszty rezerw na dostawy z Chin, koszty odsetek od kredytów finansujących akwizycje),
- niekorzystne kształtowanie się kursu EUR/PLN negatywnie wpływające na marżę na eksporcie (co przy zakładanym wzroście sprzedaży eksportowej może odbić się na wynikach spółki),
- krótkoterminowy niekorzystny wpływ akwizycji na wyniki (wzrost kosztów finansowych przy niskim wkładzie nowych podmiotów w osiągane przez grupę zyski operacyjne),
- brak jednorazowych transakcji sprzedaży aktywów (np. gruntu w Toruniu).

Oczekujemy jednak stopniowej poprawy sytuacji, zarówno w „starej” grupie Apatora (rozpoczęcie sprzedaży na rynku niemieckim), jak w przejmowanych i restrukturyzowanych podmiotach (wzrost sprzedaży i marż w Powogazie). Efekty powinny być widoczne już w 2009 roku. Nasze prognozy na 2008 i 2009 rok zostały zredukowane do poziomów zbliżonych do prognoz zarządu. Na rok 2010 są nieznacznie niższe.

Spółka przedstawiła swoje prognozy na 2008 rok oraz oczekiwania na lata następne. W naszej opinii nie są one bardzo ambitne. Niemal cały tegoroczny wzrost przychodów (60 mln zł) będzie efektem powiększenia grupy o nowe podmioty (wpływ Rectora można szacować na ok. 13-15 mln zł, a Powogazu na ok. 45 mln zł). Zysk netto (po wyłączeniu zdarzeń jednorazowych – wynik na sprzedaży akcji własnych) jest zaledwie o 3,5% wyższy niż w roku 2007. Jeśli założymy, że: Powogaz osiągnie ok. 1-2 mln zł zysku, Rector ok. 2-2,5 mln zł (zysku przynależnego akcjonariuszom APT), i przy kosztach finansowania na poziomie ok. 3,5 mln zł, wzrost zysku „starego” Apatora jest symboliczny.

[mln zł]	2007	2008	2009	2010
Przychody	311,4	370,0	430,0	510,0
Zysk netto	34,7	57,0	45,0	57,0
Zysk netto skorygowany	34,7	36,0	45,0	57,0
Liczba akcji skorygowana (mln szt.)	28,7	30,0	30,0	30,0
EPS (zł)	1,21	1,20	1,50	1,90

Źródło: Apator, DM PKO BP SA

Wycena i rekomendacja

Korekta prognoz finansowych, zmiany założeń do modelu DCF (podniesienie stopy wolnej od ryzyka, obniżenie stopy wzrostu FCF w okresie po prognozie) oraz zmiany wskaźników w grupie spółek użytych do wyceny porównawczej spowodowały obniżenie naszej wyceny do 20,2 zł. Składa się na nią wycena otrzymana z modelu DCF: 20,4 zł oraz z wyceny porównawczej: 19,8 zł.

Uważamy, że tak gwałtowny spadek kursu wynikający z pojawienia się niekorzystnych informacji (niedotrzymanie prognoz na 2007 rok, niższe od oczekiwanych prognozy na 2008 rok i lata kolejne oraz potencjalna podaż 1,3 mln akcji) jest nieuzasadniony i tym samym stwa-



rza okazję do zakupu akcji Apatora. Spółka pokazała już, że potrafi restrukturyzować przedsiębiorstwa z branży opomiarowania mediów, można więc liczyć, iż akwizycje nowych podmiotów w średnim terminie przyniosą wymierne korzyści samemu Apatorowi, jak i jego akcjonariuszom (w postaci wzrostu wypłacanej dywidendy). Ponadto wciąż w posiadaniu spółki są aktywa (grunty, akcje własne), które mogą zostać upłynnione i posłużyć dalszemu finansowaniu rozwoju bez znacznego uszczerbku na wynikach spółki i transferach do akcjonariuszy (dywidendy). ***Dlatego biorąc pod uwagę powyższe argumenty oraz uzyskane poziomy wyceny zdecydowaliśmy się podtrzymać naszą rekomendację KUPUJ dla akcji Apatora, ustalając cenę docelową na 20,5 zł. Należy mieć przy tym świadomość, że poziom 20 zł może być trudny do pokonania dopóki nie zniknie podaż w postaci 1,3 mln akcji wystawionych na sprzedaż przez Apatora.***



Rachunek zysków i strat (mln zł)	2005	2006	2007P	2008P	2009P	2010P	IVQ 06	I-IVQ 06	IVQ 07P	I-IVQ 07P
Przychody netto ze sprzedaży	276,78	288,90	311,35	369,35	433,32	494,23	81,70	287,87	81,86	311,36
zmiana	45,2%	4,4%	7,8%	18,6%	17,3%	14,1%	-3,6%	2,2%	0,2%	8,2%
EBITDA	50,13	55,50	55,90	61,48	75,12	86,98	15,20	55,87	12,83	55,79
zmiana	-6,8%	10,7%	0,7%	10,0%	22,2%	15,8%	64,4%	9,8%	-15,6%	-0,1%
EBIT	36,49	42,79	42,95	47,70	61,00	72,51	12,10	43,16	9,55	42,98
zmiana	-16,5%	17,3%	0,4%	11,1%	27,9%	18,9%	89,4%	15,3%	-21,1%	-0,4%
Zysk netto	41,88	36,57	34,72	55,56	45,56	55,23	9,96	36,10	7,63	34,72
zmiana	10,2%	-12,7%	-5,0%	60,0%	-18,0%	21,2%	59,7%	-16,8%	-23,4%	-3,8%
Zysk netto skorygowany	28,86	36,57	34,72	35,44	45,56	55,23	9,96	36,10	7,63	34,72
zmiana	34,4%	26,7%	-5,0%	2,1%	28,6%	21,2%	59,7%	-	-23,4%	-3,8%
Marża EBITDA	18,1%	19,2%	18,0%	16,6%	17,3%	17,6%	18,6%	19,4%	15,7%	17,9%
Marża EBIT	13,2%	14,8%	13,8%	12,9%	14,1%	14,7%	14,8%	15,0%	11,7%	13,8%
Rentowność netto	15,1%	12,7%	11,2%	15,0%	10,5%	11,2%	12,2%	12,5%	9,3%	11,2%

Źródło: Spółka, DM PKO BP SA

Wybrane pozycje bilansu i CF (mln zł)	2005	2006	2007P	2008P	2009P	2010P
Aktywa ogółem	187,31	193,46	195,10	293,81	316,69	336,95
Aktywa trwałe	74,94	85,88	83,83	165,24	166,11	165,42
Aktywa obrotowe	112,37	107,58	111,28	128,57	150,58	171,54
Kapitał własny	117,04	138,87	154,42	193,49	227,94	274,06
Zobowiązania i rezerwy ogółem	68,23	54,17	40,61	100,24	88,67	62,82
Dług netto	1,51	-1,82	-6,38	48,93	32,19	1,42
Kapitał obrotowy	73,58	77,35	83,13	97,26	114,11	130,15
Kapitał zaangażowany	118,75	138,29	148,36	243,91	261,63	276,97
Srodki pieniężne z działalności operacyjnej	29,65	42,34	31,86	55,19	42,84	53,66
Srodki pieniężne z działalności inwestycyjnej	-20,07	-16,26	-7,60	-94,01	-14,99	-13,77
Srodki pieniężne z działalności finansowej	-4,20	-30,34	-24,42	65,32	-25,86	-37,99
Srodki pieniężne na koniec okresu	14,19	9,97	9,81	36,32	38,30	40,20
Dług netto/EBITDA	0,03	-0,03	-0,11	0,80	0,43	0,02
ROE	42,1%	28,6%	23,7%	31,9%	21,6%	22,0%
ROACE	30,2%	27,0%	24,3%	19,7%	19,5%	21,8%

Źródło: Spółka, DM PKO BP SA

Wycena DCF (mln zł)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Prognozy										
EBIT	48	61	73	78	80	83	85	87	90	93
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
NOPLAT	39	49	59	63	65	67	69	71	73	75
Amortyzacja	14	14	14	15	15	16	16	16	17	17
Nakłady inwestycyjne	95	15	14	14	14	15	15	16	16	16
Inwestycje w kapitał obrotowy	14	17	16	8	3	4	4	4	4	4
FCF	-57	32	43	56	62	64	66	68	70	72
Kalkulacja WACC										
Dług/(Dług+Kapitał)	24%	17%	6%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Stopa wolna od ryzyka	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
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
Koszt długu po opodatkowaniu	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Koszt kapitału	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
WACC	9,7%	10,1%	10,7%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
Wycena										
DFCF	-52	26	32	38	38	35	33	30	28	26
Suma DFCF	234									
Zdy skontowana wartość rezydualna	357									
Dług netto + wypłacona dywidenda	-27									
Wartość spółki	603									
Liczba akcji (mln sztuk)	29,994									
Wartość 1 akcji 01.01.08 (zł)	20,09									
Wartość 1 akcji 02.03.08 (zł)	20,41									

Źródło: DM PKO BP SA

Wycena porównawcza	Kraj notow.	Ticker	Kapitał. (mln)		P/E			EV/EBITDA		
			EUR	USD	2007	2008	2009	2007	2008	2009
Intril	Polska	INL PW	65	97	18,48	13,56	11,57	11,83	8,40	7,10
Nedap	Holandia	NEDAP NA	203	300	14,65	13,44	12,38	8,84	8,21	7,70
Schaffner Holding	Niemcy	SFRN GR	-	-	23,09	15,25	12,63	-	-	-
Vaisala Oyj	Finlandia	VAIAS FH	528	782	18,95	17,82	16,10	10,58	9,71	9,15
E2V Technologies	W. Brytania	E2V LN	206	305	10,37	9,34	8,64	7,52	6,44	6,06
Danaher (Fluke)	USA	DHR US	15 486	22 943	19,23	16,94	14,98	13,16	10,99	10,15
Mediana					18,71	14,40	12,50	10,58	8,40	7,70
Apator	Polska	APT PW	172	261	14,10	14,44	11,23	8,65	7,86	6,44
Premia/(dy skonto) wyceny rynkowej spółki					-24,6%	0,2%	-10,2%	-18,2%	-6,4%	-16,4%
Implikowana wartość 1 akcji (zł)					22,64	17,02	18,99	21,56	18,14	20,18

Źródło: Bloomberg, DM PKO BP SA



Telefony kontaktowe

Zespół Analiz i Doradztwa Kapitałowego

przemysł drzewny, papirniczy, lekki
produkcja i dystrybucja farmaceutykówHanna Kędziora
(022) 521 79 43
hanna.kedziora@pkobp.pl

budownictwo i nieruchomości, hotele

Michał Sztabler
(022) 521 79 13
michal.sztabler@pkobp.pl

przemysł paliwowy, chemia, energetyka

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

przemysł metalowy, spożywczy, inne

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

TMT

Michał Janik
doradca inwestycyjny
(022) 521 79 41
michal.janik@pkobp.pl

inne

Rafał Fabiszewski
(022) 521 87 23
rafal.fabiszewski@pkobp.pl

e-commerce, 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 Dedecjus (0-22) 521 91 39
piotr.dedecjus@pkobp.plKatarzyna Patora-Kopec (0-22) 521 79 96
katarzyna.patora-kopec@pkobp.plPiotr Gawron (0-22) 521 91 50
piotr.gawron@pkobp.plLeszek Iwaniec (0-22) 521 82 13
leszek.iwaniec@pkobp.plDariusz Andrzejak (0-22) 521 91 39
dariusz.andrzejak@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 sporządzanej 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 siedmiu następnych dni po dacie publikacji. Rozpowszechnianie lub powielanie w całości lub w części bez pisemnej zgody DM jest zabronione. Niniejsza publikacja została przygotowana z dochoowaniem 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.