

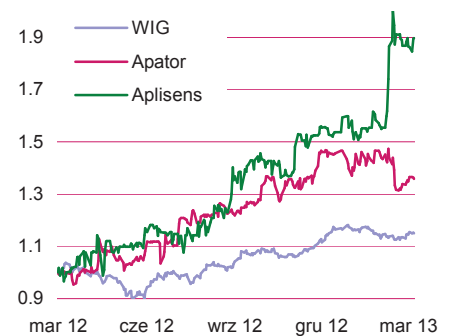
Aparator, Aplisens

przemysł elektromaszynowy

Spółka	Rekomendacja	Cena obecna	Cena docelowa
Aparator	akumuluj	30.20	33.5
Aplisens	akumuluj	17.26	19.6

Spółki odporne na spowolnienie gospodarcze

Aparator i Aplisens mimo iż są zaliczani do grupy producentów aparatury kontrolno-pomiarowej, nie są spółkami konkurencyjnymi wobec siebie, ponieważ Aplisens działa przede wszystkim w niszowej branży przetworników ciśnienia i czujników temperatury, natomiast Aparator produkuje głównie liczniki energii, wody i gazu oraz aparaturę łącznikową. Obie spółki należy traktować jako defensywne ze względu na niską korelację popytu na ich produkty z sytuacją gospodarczą. Po ostatnich wzrostach kursów, firmy są obecnie notowane na wysokich wskaźnikach (Aplisens P/E za 2012 r. 15.1, Aparator bez uwzględnienia zdarzeń jednorazowych 17.6), co znajduje uzasadnienie w dobrych długoterminowych perspektywach. W przypadku Aparatora sprzedaż do 2020 r. ma napędzać wprowadzanie smart meteringu w kraju, jak i za granicą. W przypadku Aplisensa są to inwestycje w sektorze wydobywczym, głównie na terenie krajów WNP.



Dyrektywa unijna zakłada wymianę przez Polskę do 2020 r. 80% liczników energii na inteligentne oraz kolejnych 20% w ciągu następujących 2 lat. W ciągu najbliższych 10 lat będzie więc obserwowany w Polsce zwiększony popyt na produkty Aparatora, którego apogeum szacowane jest na lata 2016-2017. Według szacunków wymiana liczników energii elektrycznej na "Smart Meters" w Polsce ma kosztować około od 7.6 mld do 11 mld PLN. Pracę nad wprowadzeniem standardu dla smart meteringu w Polsce opóźniają się, stąd spółka nie zakłada uzyskania przychodów z tego źródła w 2013 r.

Wobec przewidywanej na kolejne lata dwucyfrowej dynamiki sprzedaży na rynki WNP oraz w krajach Europy Zachodniej (w 2013 r. będzie to ok. 20% dla WNP oraz 15-20% dla UE), Aparator zwiększa swoje moce produkcyjne. Na początku 2014 r. ma zostać uruchomiona produkcja w nowym zakładzie w Radomiu, przez co do 2017 r. możliwości produkcyjne Aplisensa podwoją się w stosunku do 2010 r.

Wojciech Woźniak

+22 598 26 58

wojciech.wozniak@millenniumdm.pl

Aparator

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk brutto	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	DY (%)	EV /EBIT	EV /EBITDA	ROE (%)
2011	537.0	71.8	88.5	64.4	47.3	1.6	3.8	7.8	20.1	4.1	9.3%	14.0	11.4	22.1
2012	667.5	100.3	118.6	94.3	93.4	3.2	4.3	10.0	10.2	3.2	4.2%	9.6	8.1	35.6
2013p	713.3	86.9	108.2	80.9	60.8	2.1	4.5	10.6	15.6	3.0	4.8%	11.1	8.9	20.0
2014p	732.1	88.3	111.5	86.1	65.6	2.2	4.5	11.3	14.5	2.9	5.2%	11.0	8.7	20.3
2015p	757.2	92.6	117.0	90.7	69.1	2.1	4.8	11.9	13.8	2.7	5.5%	10.4	8.2	20.2

Aplisens

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk brutto	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	DY (%)	EV /EBIT	EV /EBITDA	ROE (%)
2011	69.3	16.4	20.0	14.3	12.0	0.9	1.9	7.3	18.5	2.4	0.0%	11.9	9.7	13.8
2012	82.0	18.1	21.8	18.8	14.7	1.1	2.0	8.4	15.1	2.1	1.4%	10.6	8.8	14.6
2013p	90.7	19.6	24.8	20.2	16.3	1.3	2.2	9.3	13.6	1.8	1.7%	10.3	8.2	14.4
2014p	100.4	22.2	29.0	22.9	19.6	1.5	2.5	10.5	11.3	1.6	1.8%	9.1	7.0	15.4
2015p	110.5	24.5	32.0	25.4	21.7	1.7	2.7	11.5	10.2	1.5	4.9%	8.1	6.3	15.3

p - prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN,

Aparator

Podsumowanie inwestycyjne

Mocne strony:

- Nowy, wysokoefektywny zakład produkcyjny w Pomorskiej Specjalnej Strefie Ekonomicznej, pozwalający na wysoką automatyzację produkcji.
- Jasno sprecyzowana strategia działalności, opierająca się na dwóch podstawowych segmentach.
- Certyfikacja produktów grupy zgodnie z Dyrektywą MID Unii Europejskiej.
- Integracja działań marketingowych, logistycznych oraz zakupowych w obrębie grupy.

Słabe strony:

- Wysoka ekspozycja walutowa.
- Zmiana na stanowisku prezesa zarządu w czerwcu 2013 r.
- Przekształcenie działalności zakładów Pafal po przeniesieniu części produkcji do Aparatora.

Szanse:

- Wzrost popytu krajowego na "inteligentne" liczniki energii elektrycznej w związku z wprowadzaniem w życie nowego prawa energetycznego.
- Wymiana liczników gazu i energii na "inteligentne" w Holandii, Wielkiej Brytanii, Irlandii, Niemczech i Włoszech.
- Wzrost inwestycji w sieci niskich napięć polskich koncernów energetycznych.
- Wzrost nakładów na IT (m. in. paszportyzacja).

Zagrożenia:

- Opóźnienia we wdrażaniu polskiego standardu dla smart meteringu.
- Spowolnienie gospodarcze w Unii Europejskiej.
- Konsolidacja polskiej energetyki.

Skonsolidowane wyniki kwartalne

Skonsolidowane wyniki kwartalne spółki Apator

	IV kw. 2012	IV kw. 2011	zmiana	I-IV kw. 2012	I-IV kw. 2011	zmiana
Przychody	168.6	164.8	2.3%	667.5	537.0	24.3%
Zysk brutto na sprzedaży	46.1	47.0	-2.0%	184.9	165.3	11.9%
EBITDA	21.0	23.5	-10.7%	118.6	88.5	33.9%
EBIT	16.0	19.0	-15.9%	100.3	71.8	39.8%
Zysk netto	12.7	11.5	9.9%	93.4	47.3	97.5%
Marże						
Marża brutto na sprzedaży						
Marża EBITDA	12.4%	14.3%		17.8%	16.5%	
Marża EBIT	9.5%	11.5%		15.0%	13.4%	
Marża netto	7.5%	7.0%		14.0%	8.8%	

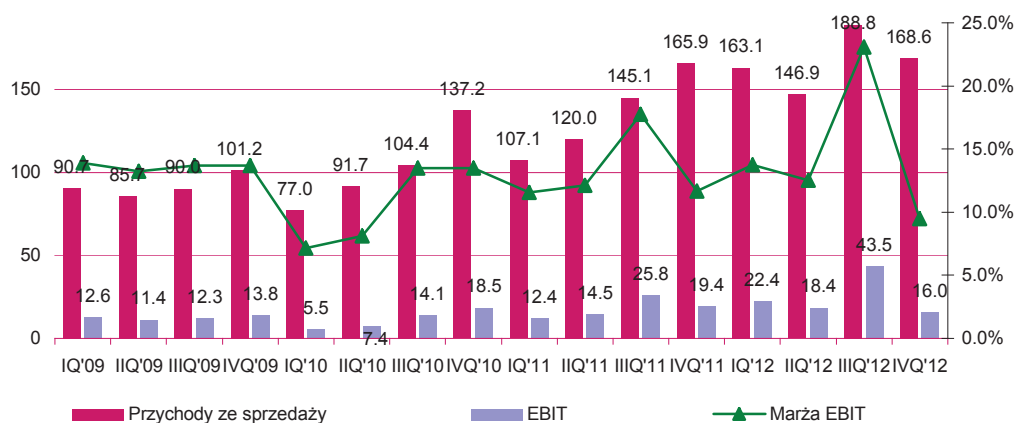
Wg MSR/MSSF; mln PLN

Całoroczne wyniki Apatora były zbliżone do prognoz publikowanych przez spółkę w listopadzie. Od końcowego wyniku za cały rok należy odjąć zdarzenia jednorazowe: ok. 21.2 mln PLN, uzyskane ze sprzedaży nieruchomości oraz ok. 20.4 mln PLN z rozpoznania aktywa podatkowego. Szacujemy więc oczyszczony zysk netto, przypadający akcjonariuszom jednostki dominującej na ok. 56.6 mln PLN.

W czwartym kwartale przychody wzrosły o 2.3%, dzięki wyższej sprzedaży w segmencie łącznikowym oraz produktów nieprzypisanych do segmentów. Pierwszy raz od wielu kwartałów spadła sprzedaż w segmencie pomiarowym (-3.6% r/r). Prognoza Zarządu zakłada wzrost przychodów w 2013 r. o 5-9%. Należy przypuszczać, że odpowiadać ma za nią przede wszystkim segment pomiarowy, ze względu na coraz mniejszą liczbę pozwoleń na budowę domów w Polsce (prognozujemy płaską r/r sprzedaż w segmencie łącznikowym) oraz ograniczenie niskomarzowej sprzedaży spółki Newind (widoczne już w IVQ).

Na pogorszenie rentowności w porównaniu z analogicznym okresem roku poprzedniego wpłynęły słabsze marże w segmentach pomiarowym (marża brutto na sprzedaży razem z kosztami sprzedaży 25.7%, wobec 27% w IVQ 2011 r.) oraz łącznikowym (18.7% wobec 23% przed rokiem), większy udział w strukturze przychodów nioskomarzowej sprzedaży spółki Newind oraz wyższe koszty zarządu (o 8.6% r/r). W związku z faktem, że najprawdopodobniej Apator nie zaksięguje w 2013 r. przychodów ze sprzedaży smart meteringu w elektrowniach oraz prawdopodobnym kursem euro do złotówki na poziomach niższych niż w pierwszej połowie 2012 r., a także trudną sytuacją na rynku mieszkaniowym, nie należy spodziewać się poprawy marż w dwóch kluczowych segmentach grupy w 2013 r.

Kwartalne przychody i EBIT (mln PLN)



Źródło: Apator

Opis działalności

W ramach segmentu pomiarowego Grupa Apator oferuje "inteligentne": liczniki energii elektrycznej, gazomierze, wodomierze, ciepłomierze, uruchamianie i obsługę systemów klasy AMI/AMM (Automated Meter Management), uruchamianie i obsługę systemów przedpłatowych. Oferta Grupy Apator obejmuje zarówno hardware jak i software wchodzący w skład zintegrowanych systemów "smart metering i smart grids". Pokrywa ona cały łańcuch wartości od produkcji urządzeń pomiarowych do analityki, wizualizacji i udostępniania danych pomiarowych. W ramach segmentu łącznikowego Grupa Apator dostarcza urządzenia do bezpiecznego łączenia i rozłączania obwodów elektrycznych. Spółki działające w tym segmencie, w przeciwieństwie do "spółek pomiarowych" prowadzą działalność w niezależnych segmentach rynków.

Struktura grupy kapitałowej

Apator SA tworzy grupę kapitałową, w skład której wchodzi 6 spółek krajowych i 2 zagraniczne bezpośrednio zależne od Apator SA oraz 5 spółek pośrednio zależnych.

Nazwa spółki	Siedziba	Charakter powiązania	Udział w kapitale
FAP Pafal SA	Świdnica	spółka zależna	100%
Apator Metrix SA	Tczew	spółka zależna	100%
Apator Powogaz SA	Poznań	spółka zależna	100%
Apator Rector Sp. z o. o.	Zielona Góra	spółka zależna	70%
Apator Control Sp. z o. o.	Toruń	spółka zależna	100%
Apator Mining Sp. z o. o.	Katowice	spółka zależna	100%
Apator Elektro SA	Moskwa	spółka zależna	50%
Apator GmbH	Berlin	spółka zależna	100%

Źródło: Apator

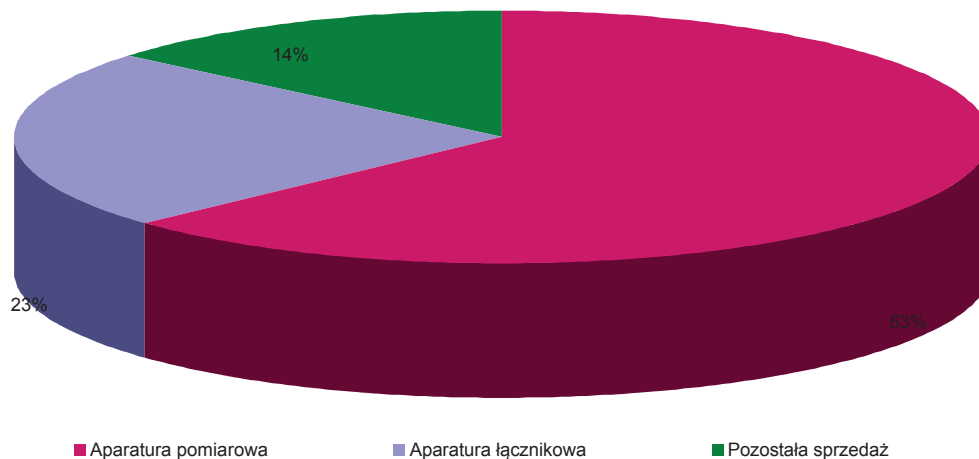
Ponadto: Apator Powogaz SA jest właścicielem:

- 100% kapitału spółki Apator Metra s.r.o. (Czechy),
- 61,60% kapitału spółki Apator Telemetry sp. z o. o. (Słupsk),
- 61% kapitału spółki Apator Metroteks sp. z o.o. (Ukraina),
- 50% kapitału spółki Teplovodomer SA (Rosja).
- 61,60% kapitału spółki Apator Telemetry sp. z o. o. (Słupsk),
- 61% kapitału spółki Apator Metroteks sp. z o.o. (Ukraina),
- 60% kapitału spółki Newind Grupa Apator Sp. z o.o. (Wrocław).

Segmenty

W strukturze sprzedaży spółki główną rolę odgrywa aparatura łącznikowa, na której spółka osiąga również najwyższe marże. Od 2007 rośnie jej udział w strukturze sprzedaży kosztem segmentu łącznikowego i obecnie wynosi on 63%. Znaczący udział w przychodach w 2012 r. miała nisko marżowa sprzedaż sprzętu prowadzona przez spółkę zależną Newind.

Struktura sprzedaży grupy w 2012 r.



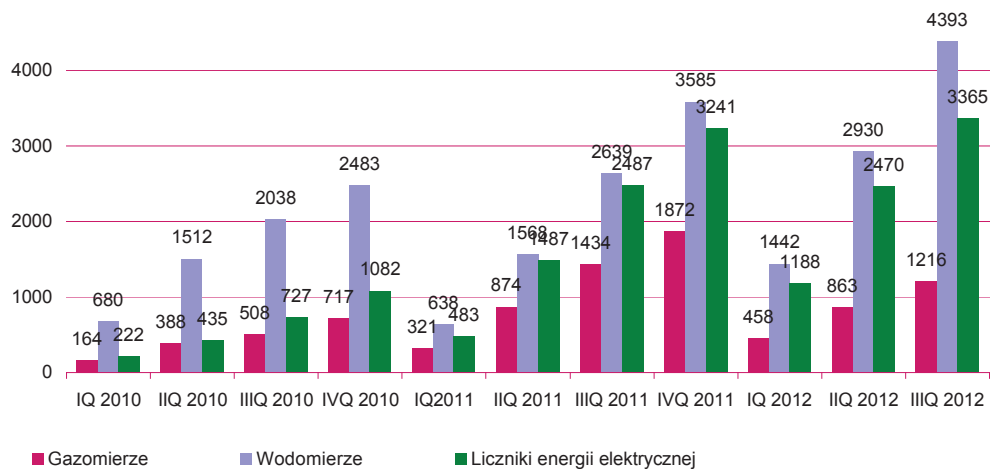
Źródło: Apator

Segment pomiarowy

Sprzedaż w segmencie pomiarowym skorelowana jest przede wszystkim z możliwościami inwestycyjnymi dystrybutorów energii elektrycznej, energii cieplnej, gazu i wody. Apator jest wytwórcą inteligentnych systemów opomiarowania, oraz liczników energii elektrycznej, ciepła, gazu i wody a także producentem zaawansowanego oprogramowania analitycznego umożliwiającego monitorowanie zużycia i zarządzanie sieciami dystrybucyjnymi. Sprzedaż liczników ulega okresowym wahanom ze względu na obowiązkowy okres legalizacji: dla liczników energii (indukcyjne co 16 lat EU i co 15 lat Polska, elektroniczne co 8 lat) dla liczników ciepła 5 lat, dla wodomierzy 6 lat (5 lat ciepła woda), dla gazomierzy co 5 lat. Występują wahania popytu w powyżej podanych cyklach.

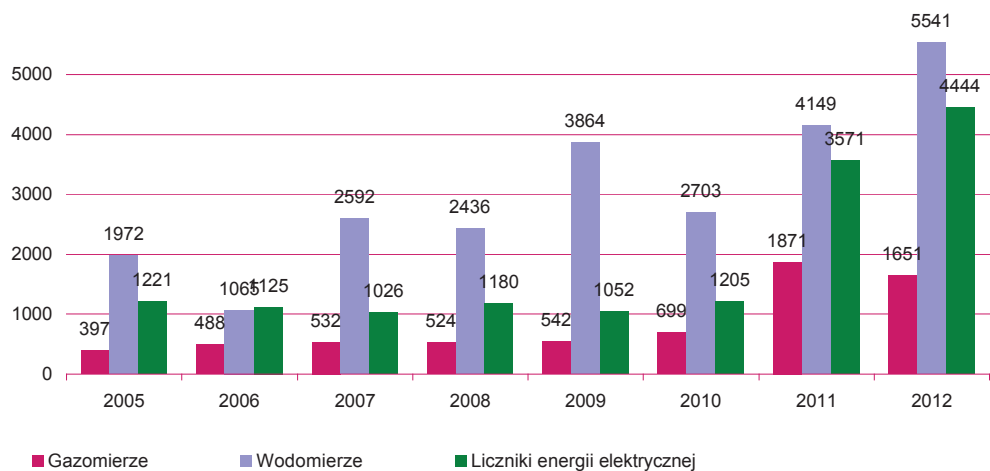
Produkcja liczników energii elektrycznej w 2012 r. zwiększyła się o 24.5% w porównaniu z rokiem poprzednim, ze względu na wdrażanie w życie planów URE związanych z masową wymianą liczników elektromechanicznych na inteligentne. W 2013 r. możliwy jest przejściowy spadek popytu na mierniki energii elektrycznej ze względu na opóźniający się proces nadawania specyfikacji technicznej urządzeniom "smart meters", jednak po jej wypracowaniu popyt powinien znacząco wzrosnąć. W wodomierzach wzrosty w poprzednim roku osiągnęły wartość 33.6% w związku z sezonową wymianą liczników, których okres użytkowania dobiega końca, ale również dobrowolną wymianą bez zdalnego odczytu na wodomierze z odczytem radiowym AMR. W segmencie tym przewidywane jest ustabilizowanie popytu w ciągu najbliższych kilku lat. W segmencie gazomierzy po wzmożonym popycie w 2011 r. obserwowany jest jego spadek w roku 2012 o 11.8%. W następnych latach prognozowane są lekkie wzrosty w segmencie.

Produkcja sprzedana aparatury pomiarowej w Polsce



Źródło: GUS

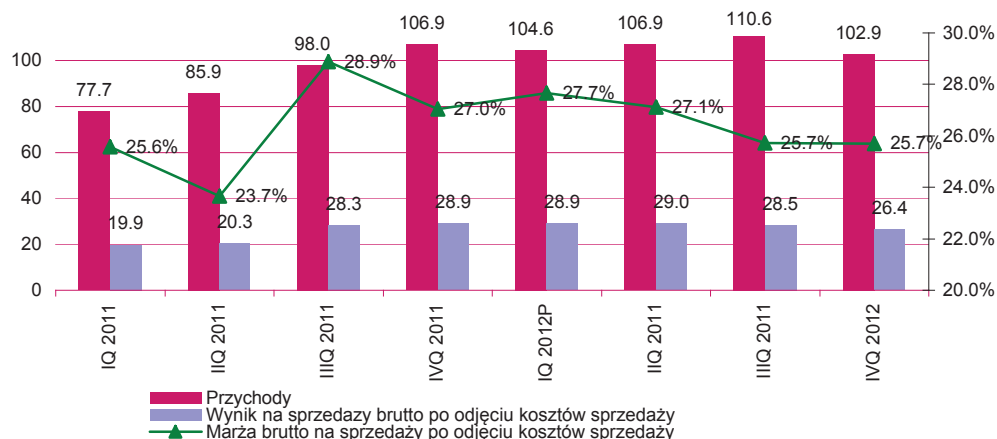
Produkcja aparatury pomiarowej w Polsce



Źródło: GUS

W ubiegłym roku dynamika przychodów Apatora w segmencie aparatury pomiarowej stopniowo zwalniała, by w czwartym kwartale znaleźć się na lekkim minusie (-3,6% r/r). Pogorszeniu w drugiej połowie roku uległa marża na sprzedaży brutto, w dużej mierze przez umocnienie złotówki (sprzedaż zagraniczna stanowi 42% przychodów segmentu).

Przychody i sprzedaż brutto segmentu pomiarowego



Źródło: Apator

Nowe Prawo energetyczne

Projekt nowego prawa energetycznego, przygotowywany przez Ministerstwo Gospodarki, który ma zostać przyjęty wraz z innymi propozycjami z tzw. Pakietu energetycznego, zakłada, że do końca 2020 r. mierniki energii elektrycznej mają zostać zastąpione w całości tzw. inteligentnymi licznikami. Operatorzy dystrybuujący energię elektryczną mają obowiązek zainstalowania u każdego odbiorcy, na własny koszt inteligentnych liczników, będących kluczowymi elementami tzw. inteligentnych sieci energetycznych.

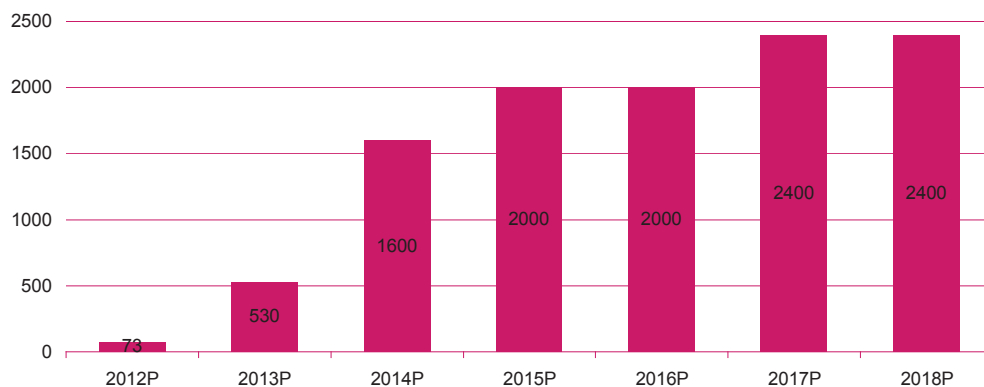
W ostatnim czasie ministrowie skarbu i finansów oraz Rządowe Centrum Legislacji kwestionowali projekt ustawy, argumentując, że wymaga ona przeprowadzenia dogłębnych analiz. Zgodnie z unijną dyrektywą mogą uzależnić wdrożenie systemu Advanced Measuring Infrastructure od wyników analizy ich opłacalności. Ministerstwo Gospodarki broni się, tłumacząc, że co najmniej kilka badań pokazało opłacalność wdrożenia smart meteringu w Polsce. Wynika z nich, że wprowadzenie projektu w życie będzie olbrzymim wyzwaniem, jednak osiągnięte korzyści zrekompensują poniesione koszty.

Instalacja inteligentnych liczników została najprawdopodobniej już przesądzona, ponieważ unijne przepisy pozwalają na odstąpienie od obowiązku pod warunkiem przeprowadzenia do 3 września badań, które udowodniłyby, że wprowadzenie AMI jest w danym państwie nieopłacalne. Mniej pewne jest jednak, czy nowe prawo zobowiąże 100% podmiotów do wymiany liczników do 2020 r. Ze strony rządu należy oczekiwać presji, by w ciągu najbliższych 8 lat wymienić 80% sprzętu pomiarowego, a pozostałe 20% w ciągu kolejnych dwóch lat, w związku z zapisem w dyrektywie unijnej, mówiącym o takiej możliwości w przypadku braku odpowiednich analiz rynkowych opłacalności projektu.

Prognozowany wzrost popytu w segmencie

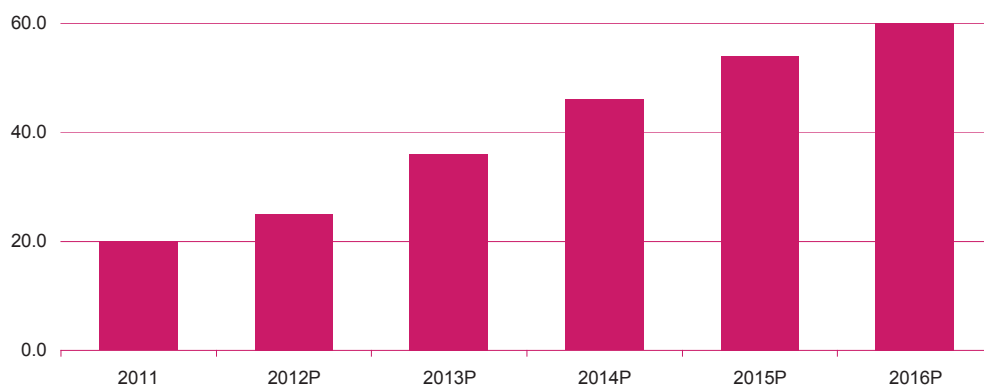
Popyt na liczniki, służące opomiarowaniu mediów w Polsce powinien rosnąć ze względu na fakt, że wiele firm, chcąc poprawić efektywność produkcji przez lepsze wykorzystanie surowców, będzie decydować się na wymianę liczników na "inteligentne". Ze względu na opóźniający się proces wprowadzania standardów dla polskiego „smart meteringu”, przetargi dystrybutorów energii najprawdopodobniej przesuną się z pierwotnie planowanej drugiej połowy 2013 r. na rok 2014. Apator największe nadzieje wiąże z przetargiem Tauronu (na ponad 500 tys. inteligentnych liczników), gdzie udało mu się już z sukcesem zakończyć program pilotażowego wprowadzania inteligentnych liczników oraz systemów typu AMI w spółce zależnej EnergiaPro. Wartość kontraktu wyniosła 7.8 mln PLN netto. Realizacja tej umowy ma ułatwić Apatorowi dalszy udział w planowanej masowej instalacji nowoczesnych mierników w Polsce.

Oczekiwana wielkość rynku "smart meteringu" w Polsce (tys. mierników)



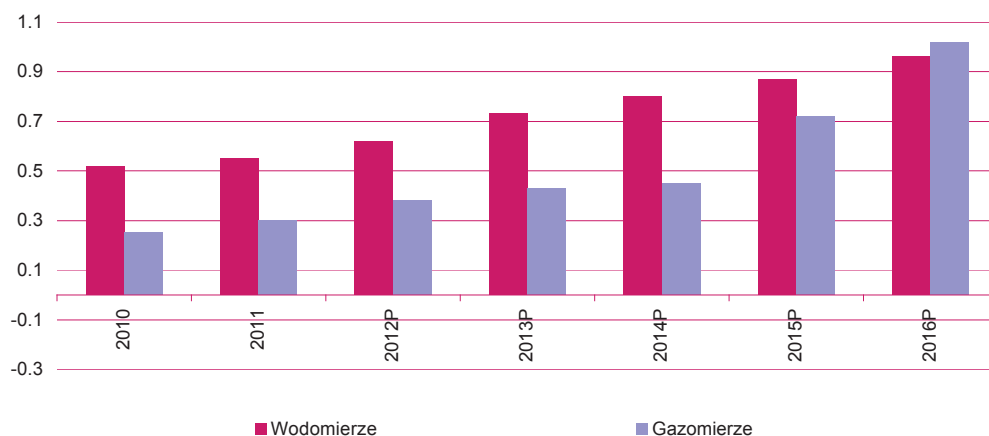
Źródło: Apator

Prognozowana światowa sprzedaż inteligentnych liczników energii (w mln sztuk)



Źródło: IHS iSuppli Research, Millennium DM

Szacowane przychody ze sprzedaży zaawansowanych liczników na świecie (w mln USD)



Źródło: IMS Research, Millennium DM

**Przewidywana ilość "inteligentnych" liczników,
jakie mają być zainstalowane do 2020 r. w wybranych krajach (w tys. sztuk)**

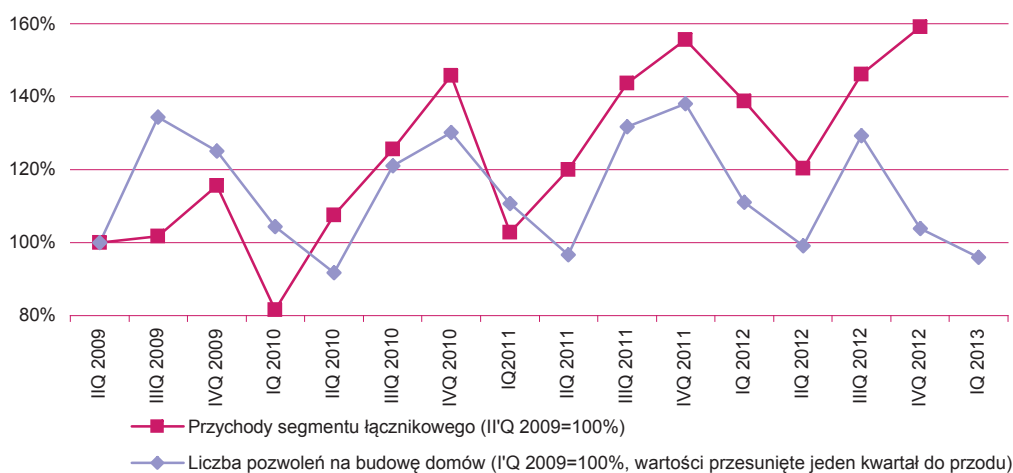
Francja	35 000
Niemcy	32 000
Wielka Brytania	27 000
Hiszpania	23 000
Polska	10 400
Rumunia	5 920
Holandia	5 840
Belgia	3 600
Czechy	3 440
Portugalia	3 040
Austria	2 880
Bułgaria	2 320
Słowacja	1 360

Źródło: Komisja Europejska

Aparatura łącznikowa

Popyt na aparaturę łącznikową generuje kilka sektorów, do których należą m. in. rynek mieszkaniowy, przemysł, produkcja budowlano-montażowa, górnictwo, sektor napędów energoelektronicznych i sterowania, jak również sektor kabli. Wyniki sprzedaży w segmencie są w dużej mierze skorelowane z liczbą oddawanych w Polsce budynków, ponieważ popyt na aparaturę łącznikową generują inwestycje budowlane. Ilość pozwoleń na budowę domów informuje o spodziewanym popycie na rozłączniki i łączniki stosowane w przyłączach elektrycznych, podstacjach i rozdzielnicach. Dane te wyprzedzają rzeczywistą ilość przyłączy budowlanych o 3 do 6 miesięcy. Liczba wydanych pozwoleń na budowę domów w 2012 r. spadała w ciągu dwóch ostatnich kwartałów, dlatego należy się spodziewać raczej słabnącego popytu w pierwszej połowie 2013 r.

Przychody segmentu łącznikowego oraz liczba pozwoleń na budowę domów



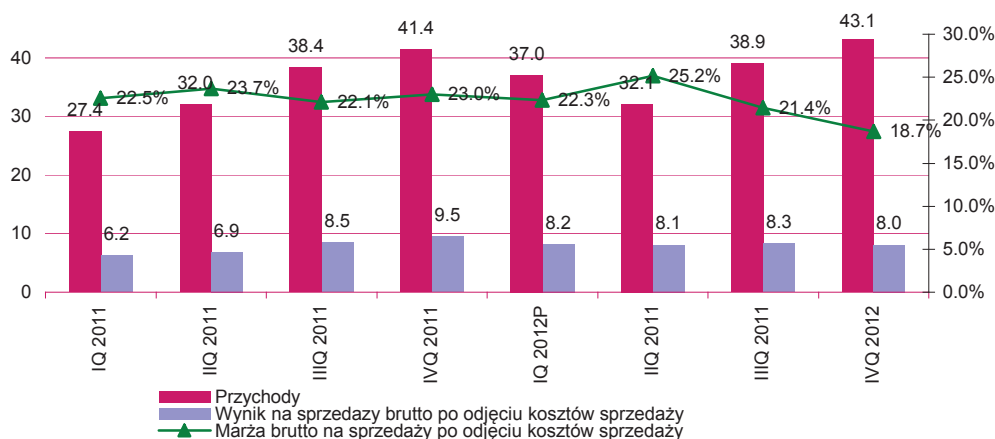
Źródło: Bloomberg, GUS

Największą grupą odbiorców sektora łącznikowego Apatora są hurtownie urządzeń elektrycznych. Apator produkuje urządzenia zakwalifikowane do grupy aparatury rozdzielczej, która stanowi około 8-11% sprzedaży sektora hurtowni elektrycznych. Sektor ten rozwijał się w tempie 12% w 2011 r. oraz 8-10% wzrost w pierwszej połowie 2012 r., jednak w drugiej połowie roku sytuacja uległa pogorszeniu. Wzrosło zadłużenie hurtowni i pogorszyła się ściągальność należności. Przewidywana jest wzmożona fala upadłości mniejszych hurtowni w I i II kwartale 2013r. Problemem są rosnące w hurtowniach zapasy (towary nierotujące) oraz trudności płatnicze klientów hurtowni.

Popyt w segmencie łącznikowym jest generowany również przez kopalnie węgla kamiennego, które obsługuje Apator Mining, sprzedając elektryczne urządzenia zasilające. Wydobycie węgla kamiennego w ciągu kilku najbliższych lat powinno wykazywać lekką tendencję wzrostową, jednak inwestycje w sektorze będą już miały jedynie charakter odtworzeniowy. Urządzenia produkowane przez Apator Mining trafiają częściowo także do przemysłu - głównie chemicznego (sprężarki iskrobezpieczne). Również spółka-córka Apator Control dostarcza urządzenia dla przemysłu (napędy, aparatura rozdzielcza) i zamówienia tego podmiotu są w pewnym stopniu zależne od koniunktury w przemyśle.

Od drugiego kwartału przychody w segmencie są na zbliżonym poziomie do obserwowanych w analogicznych okresach roku 2011. Począwszy od trzeciego kwartału marże zaczęły spadać. Wnioskując po niskiej liczbie pozwoleń na budowę domów w Polsce również pierwsze półrocze nie będzie dobrym okresem dla segmentu.

Przychody i sprzedaż brutto segmentu łącznikowego

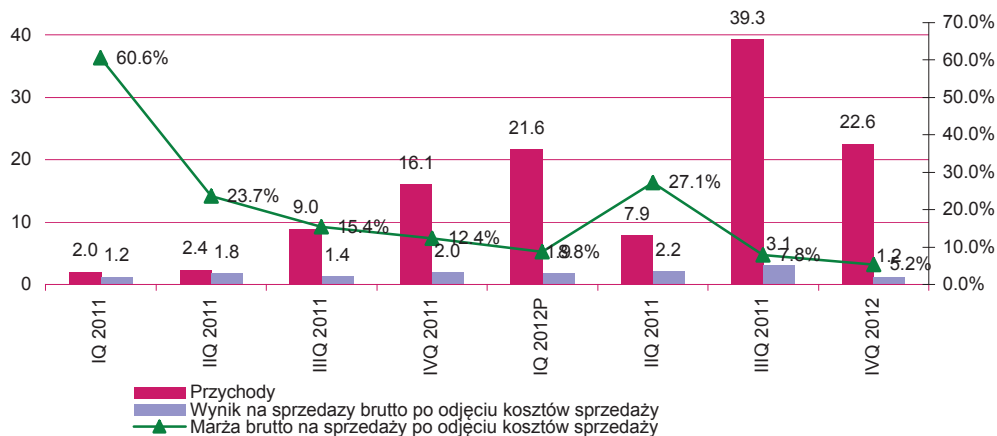


Źródło: Apator

Pozostała sprzedaż

Na wyniki pozostałej sprzedaży największy wpływ ma spółka Newind. W głównej mierze prowadzi ona działalność, polegającą na niskomarkowej sprzedaży sprzętu komputerowego, która generuje duże obroty w skali całej grupy, które odbywają się jednak kosztem bardzo niskich marż, na czym cierpią wskaźniki całej grupy. Dlatego wymagana od spółki jest zmiana strategii działalności. Newind ma skupić się na sprzedaży własnych rozwiązań oraz usług, co ma poprawić marżę. W przypadku oporu spółki wobec zaleceń zmiany strategii, zostanie rozważona jej sprzedaż. Decyzja ma zapaść po pierwszym kwartale, kiedy Newind ma przedstawić plany na przyszłość.

Przychody i sprzedaż brutto nieprzypisane do segmentów

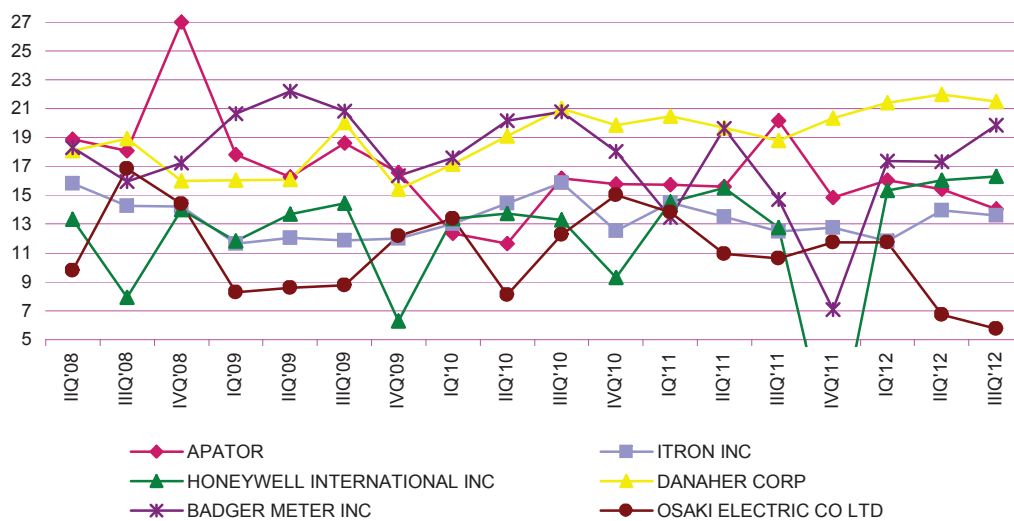


Źródło: Apator

Marża EBITDA na tle konkurencji

Na tle konkurencji Apator osiąga jedną z lepszych marż EBITDA, którą pogorszył w ostatnim czasie wzrost niskomarżowej sprzedaży sprzętu komputerowego spółki zależnej Newind.

Marża EBITDA Apatora na tle konkurencji



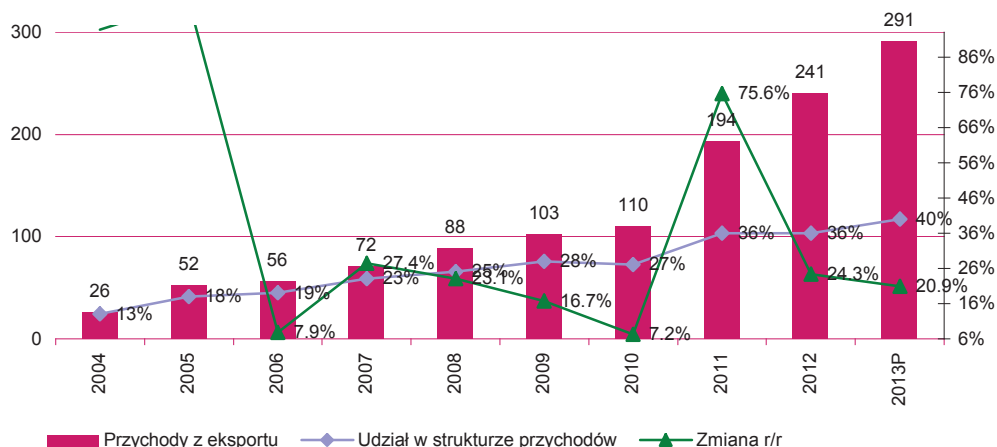
Źródło: Bloomberg

* wskaźniki zannualizowane zostały wyliczone na podstawie zsumowanych danych za ostatnie cztery kwartały

Eksport

Udział eksportu w strukturze przychodów grupy w 2013 r. wyniósł 36.1%, czyli tyle samo ile w 2011 r. 57.7% tej wartości wygenerowała Unia Europejska, gdzie wzrost wyniósł 21.2% r/r, natomiast do pozostałych krajów 28.5%. W produktowej strukturze eksportu dominuje aparatura pomiarowa, stanowiąc 74% sprzedaży zagranicznej. Pozostałą część generuje aparatura łącznikowa. Eksport ma z roku na rok większą wagę w strukturze przychodów grupy. Na 2013 r. planowane są wpływy z zagranicznej sprzedaży rzędu 291 mln PLN, co ma stanowić 40% przychodów grupy.

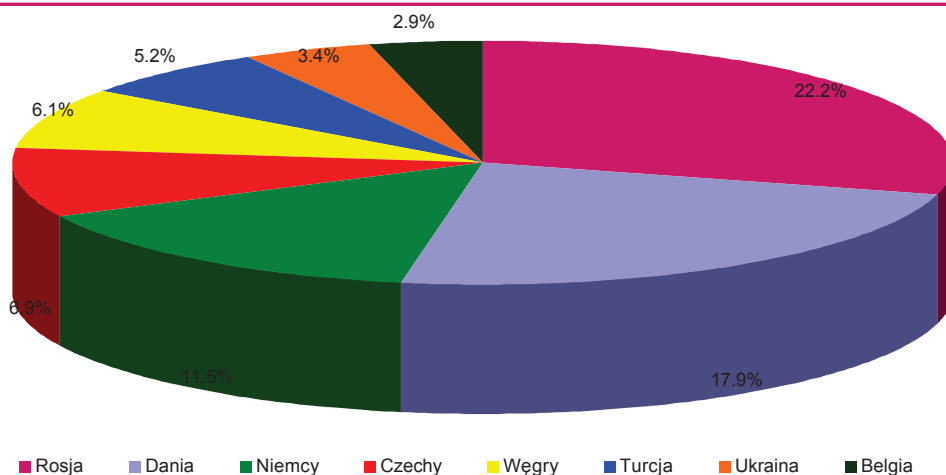
Przychody z eksportu



Źródło: Apator

Głównym rynkiem zbytu pozostaje Rosja, gdzie sprzedaż wzrosła o 27.2% w porównaniu z analogicznym okresem roku poprzedniego, dzięki wyższej sprzedaży wodomierzy, ciepłomierzy, gazomierzy i aparatury łącznikowej. Druga jest Dania, gdzie wzrost sięgnął 72.1% r/r, dzięki sprzedaży przez Apator Metrix SA gazomierzy z nową konstrukcją liczydła pozwalającego na odczyt większej liczby parametrów pomiarowych oraz wykorzystaniem problemów z dostosowaniem sprzętu do wymogów konkurencji. W dalszej perspektywie kluczowym dla Apatora rynkiem będą Niemcy, które obecnie są trzecim państwem pod względem obrotów handlowych, gdzie udało się w poprzednim roku zwiększyć sprzedaż o 33%, poprzez wyższy eksport gazomierzy oraz indukcyjnych i elektronicznych liczników energii elektrycznej. Zainteresowany wprowadzaniem smart meteringu od 2015 r. jest niemiecki E.ON, któremu Apator dostarcza obecnie 100 tysięcy zwykłych liczników rocznie. Biorąc pod uwagę 10 państw do których Apator sprzedaje najczęściej swoich produktów, najwyższe, ponad trzykrotne wzrosty osiągnęły rynki turecki i austriacki, a o 264% wzrósł eksport do Etiopii.

Struktura eksportu grupy w okresie I-IX 2012 r.



Źródło: Apator

Sezonowość

Ze względu na fakt, że Apator wytwarza dobra inwestycyjne, w sprzedaży jego produktów występuje sezonowość. Największy popyt na produkty spółki jest zwykle obserwowany w trzecim i czwartym kwartale roku. W ciągu ostatnich 9 lat pierwszy kwartał miał średnio udział rzędu 19.71% w sprzedaży całorocznej, drugi 24.45%, trzeci 26.75%, natomiast czwarty 29.12%.

Przejęcia

Spółka ma w swojej historii kilka udanych transakcji, które bardzo szybko się zwróciły, takich jak Metrix, Pafal, Rector, Powogaz oraz jedną nieudaną inwestycję w Niemczech. Ambicją Apatora jest obecnie zdobywanie nowych rynków poprzez przejęcia i choć próba wejścia na rynek niemiecki za pośrednictwem partnera okazała się nieudana i szybko się z niej wycofano, to spółka nie składa broni i tym razem obrała sobie za cel rynek brytyjski. To największy w Europie rynek gazomierzy (ok. 22 mln sztuk) oraz bardzo duży rynek liczników energii (ok. 27 mln sztuk) oraz wodomierzy (12 mln sztuk). Odsetek urządzeń "inteligentnych" wciąż jest niewielki, także popyt generowany przez konieczność wymiany starszych urządzeń, na bardziej zaawansowane technicznie będzie w najbliższych latach utrzymywał się na wysokim poziomie.

5 września Apator poprzez spółkę zależną Apator Metrix nabył 50% udziałów w brytyjskiej spółce Georg Wilson Industries. Cena nabycia to 2.05 mln GBP, przy czym Apator Metrix zapłacił za nabyte udziały symbolicznego funta, a reszta kwoty będzie zapłacona po zatwierdzeniu sprawozdania za 2015 rok pod warunkiem, że spółka GWi w okresie 3 lat obrotowych (2013 - 2015) osiągnie zysk przed opodatkowaniem w łącznej wysokości 7.6 mln GBP. Apator Metrix posiada prawo nabycia pozostałych 50% udziałów w okresie od 2017 r. do 2019 r. Cena nabycia pozostałych udziałów jest uzależniona od zrealizowanego przez GWi poziomu EBITDA, przy czym gwarantowana cena odkupu pozostałych udziałów wynosi 3 mln GBP. Spółka Apator Metrix SA udzieliła pożyczki wobec GWi w wysokości 1.6 mln GBP (tj. 8.5 mln PLN) oraz zobowiązała się do udzielenia w terminie do 1 kwietnia 2013 r. pożyczki w wysokości 275 tys. GBP. Źródłem finansowania nabywanych aktywów są środki własne, natomiast udzielanej pożyczki jest kredyt bankowy.

GWi działa w branży pomiarowej i zajmuje się produkcją oraz sprzedażą gazomierzy domowych, a także przemysłowych oraz smart meteringiem w zakresie pomiaru gazu. Celem nabycia spółki przez Apator było jednak zrobienie z GWi kanału dystrybucji produktów Apatora na rynek brytyjski. GWi jest obecne na brytyjskim rynku od 1903 r., a Apator zamierza wykorzystać ten rozpoznawalny, choć w ostatnich latach delikatnie podupadły brand do sprzedaży swoich produktów właśnie pod marką GWi, ze względu na fakt, że rynek brytyjski jest mało otwarty na nowych producentów. GWi ponadto dokonuje napraw i kalibracji wszelkiego rodzaju gazomierzy. Ten segment działalności spółki jest rentowny, dlatego jego działalność ma być kontynuowana.

Na początek spółka będzie koncentrować się na rynku gazomierzy, jednak w przyszłości w planach jest rozszerzenie palety produktów na wszystkie urządzenia Apatora. Po przejęciu GWi do Apatora zaczęły zgłaszać się firmy inżynierskie z Wielkiej Brytanii, oferujące wsparcie techniczne. Spółka dopiero zaczyna z nimi rozmowy o współpracy, a do podjęcia konkretnych decyzji jest jeszcze daleka droga.

GWi kontrybuowało w niewielkim stopniu do wyników w 2012 r. i podobnie będzie w bieżącym roku. Zakładane w budżecie na 2013 r. jest uzyskanie przez spółkę ok. 5 mln GBP przychodów. W Wielkiej Brytanii obowiązuje system wspólnej sprzedaży inteligentnych liczników gazu oraz energii. Apator przygotowuje ofertę produktów, by ruszyć z ekspansją na rynek brytyjski w ciągu 2 lat.

Apatora nie zadowala tempo rozwoju organicznego, więc planuje rozwój grupy poprzez przejęcia, z tym, że mają to być inwestycje o dużo większej skali niż obecnie. Prezes Niedźwiecki w wywiadzie dla "Parkietu" sugeruje, że może to być akwizycja o wartości nawet 200 mln PLN.

Inwestycje

W marcu nastąpiło zakończenie budowy zakładu PSSE. Łącznie na budowę tego zakładu przeznaczono kwotę 41.5 mln PLN. Przeniesienie całej działalności do nowych zakładów, które odbyło się w II kwartale, przebiegło płynnie, jednak w trakcie przenosin spółka ponosiła wyższe koszty (przejściowe zwiększone zapasy, koszty amortyzacji w dwóch zakładach itp.). W wyniku przeniesienia działalności do PSSE zostało rozpoznane aktywowo na odroczonego podatku dochodowego od osób prawnych, które na dzień 31 grudnia 2013 r. wynosiło 20 mln PLN.

5 lipca 2012 r. Apator sprzedał nieruchomość, znajdującą się w Toruniu przy ulicy Żółkiewskiego na rzecz Galerii Copernicus. Przychody z transakcji wyniosły 34.1 mln PLN oraz 2 mln PLN, które Apator zobowiązał przeznaczyć na inwestycje drogowe oraz wsparcie przedsięwzięć miasta Toruń. W ciągu trzech kwartałów bieżącego roku koszty związane ze sprzedażą nieruchomości wyniosły 11.1 mln, utworzono również rezerwy na przyszłe koszty związane ze sprzedażą nieruchomości w wysokości 5.9 mln PLN. Na wynik w ciągu trzech kwartałów wpłynęło więc łącznie 19.1 mln PLN przed opodatkowaniem oraz 15.5 mln PLN po opodatkowaniu.

Prezes Niedźwiecki zapowiada, że w 2013 r. wydatki na inwestycje wyniosą 35 mln PLN, a część środków zostanie przeznaczona na dalsze wyposażenie nowej fabryki w Ostaszewie. W głównej mierze będą to jednak inwestycje odtworzeniowe. W 2014 r. prognozowane wydatki na inwestycje również są na poziomie 35 mln PLN.

Zabezpieczenia walutowe

W związku z umocnieniem złotówki grupa zarobiła w zeszłym roku 1.95 mln PLN na kontraktach terminowych. Apator zabezpiecza obecnie 47% planowanych przychodów eksportowych w 2013 r. kontraktami forward oraz 19% przychodów z roku 2014. Spółka nie planuje w chwili obecnej zwiększania poziomu zabezpieczeń ze względu na niestabilność polskiej waluty.

Dywidenda

Apator przeznaczył z zysku za 2012 r. 39.73 mln PLN na dywidendę, czyli 1.2 PLN na akcję (DY= ok. 3.9%). Podtrzymana więc została polityka wypłacania 75% zysku netto inwestorom, z tym, że wartość ta została naliczona od wyniku oczyszczonego ze zdarzeń jednorazowych. Również w następnych latach spółka planuje przeznaczać 75% swoich zysków na wypłatę dywidendy, z wyjątkiem sytuacji, w których pojawiłaby się możliwość przejęcia większej firmy.

Zmiana zarządu

Kadencja obecnego zarządu mija w 2013 r. Prezes Janusz Niedźwiecki podjął już decyzję, że nie będzie kandydował. Pozostanie on jednak w spółce, zasiadając w radzie nadzorczej oraz będąc znaczącym akcjonariuszem. 13-letnią kadencję Prezesa Niedźwieckiego należy ocenić pozytywnie. Konsekwentnie realizował on strategię rozwoju, zwiększał skalę działalności firmy, również dzięki udanym przejęciom.

Nowym prezesem zostanie Andrzej Szostak, który od stycznia przygotowuje się do pełnienia funkcji pod okiem obecnego prezesa, formalnie będąc zatrudnionym jako doradca zarządu. Szostak to absolwent SGH, w latach 1989-1999 był prezesem firmy doradczej Acces, w latach 1999-2007 prezesem Rothschild Polska, a w latach 2007-2010 dyrektorem w 3i plc - europejskiej firmie private equity. W przeszłości współpracował z Apatorem, będąc głównym doradcą finansowym przy IPO w 1996 r. W latach 1997-1999 r. zasiadał również w radzie nadzorczej Apatora.

Strategia

Celem Grupy jest uzyskanie pozycji lidera regionu Europy Środkowo-Wschodniej w produkcji aparatury pomiarowej oraz łącznikowej. Celem strategicznym ma być udział we wprowadzaniu w Europie Inteligentnych Sieci Energetycznych, którego częścią jest wprowadzanie smart meteringu. W Europie będzie również wcielany w życie program "Smart Power Grids", dlatego spółka śledzi uważnie wprowadzanie standardów i norm technicznych w tym obszarze, co ma przełożyć się na wprowadzenie nowych produktów również w obszarze aparatury łącznikowej. Apator planuje też sprzedawać produkty dojrzałe technologicznie na rynkach rozwijających się, a także kłaść duży nacisk na rozwój technologii, produktów i usług, związanych z oszczędnym gospodarowaniem energią. Za cel spółka obrała zdobycie 1/3 polskiego rynku inteligentnych liczników energii elektrycznej, gazomierzy, wodomierzy i ciepłomierzy.

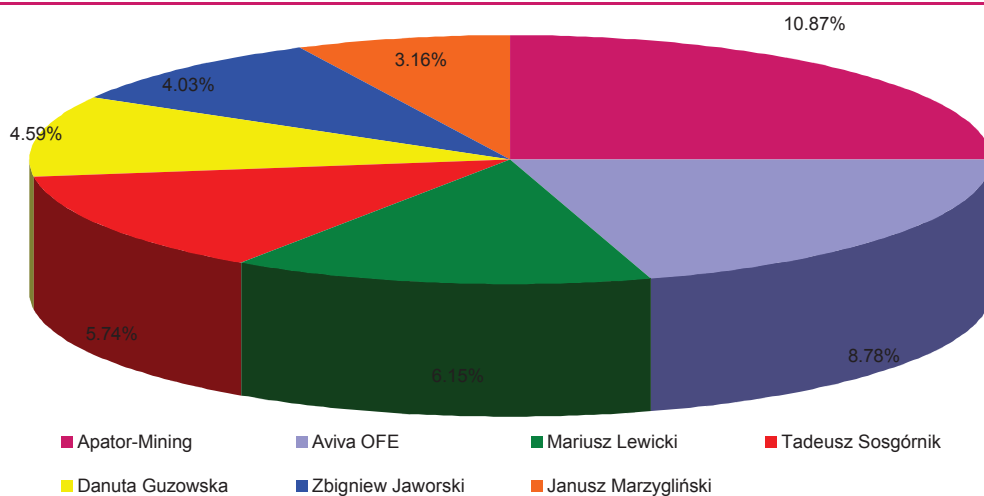
Prognozy spółki

W 2013 roku spółka planuje wypracować 700-730 mln PLN przychodów (+5-9% r/r) oraz 60-63 mln PLN zysku netto (58.2-60.8 mln PLN przypadające akcjonariuszom jednostki dominującej). W wynikach tych została uwzględniona dalsza niskomarżowa sprzedaż sprzętu komputerowego przez spółkę Newind. Potencjał do odbicia ma z pewnością spółka matka Apator, która ze względu na restrukturyzację notowała słabsze wyniki w 2012 r. Plan dla całej grupy przewiduje wypracowanie marży netto na poziomie 8.3%. Po oczyszczeniu ze zdarzeń jednorazowych w 2012 r. wskaźnik ten wyniósł 8.5%. Prognozę należy więc interpretować, zgodnie ze słowami prezesa Niedźwieckiego, jako konserwatywną, a uzyskanie zakładanych wyników jest celem jak najbardziej realnym do osiągnięcia dla nowego prezesa. W przypadku decyzji o sprzedaży spółki Newind, która może zapaść w grupie po pierwszym kwartale, prognozy mogą ulec zmianie (mniejsze przychody oraz poprawa marż).

Akcjonariat

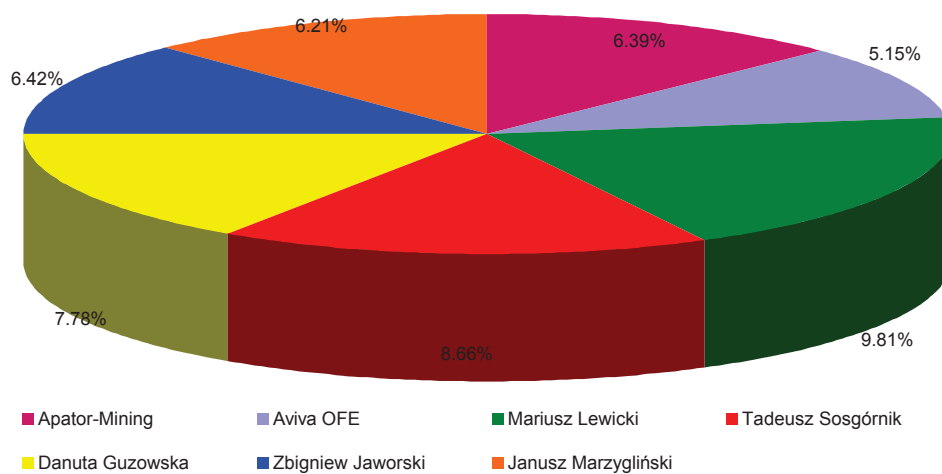
Apator umorzył w 2012 r. 2 mln akcji własnych, jednak w jego posiadaniu, poprzez spółkę zależną Apator-Mining jest jeszcze 3.6 mln akcji (10.87% całości). Znaczący akcjonariusze nie mają w planach dalszego umarzania akcji, chcąc zachować pakiet na wypadek prób wrogiego przejęcia spółki. Zakładamy, że w dalszej przyszłości akcjonariusze jednak zdecydują się na umorzenie akcji, dlatego decydujemy się na wycenę spółki nieuwzględniającą pakietu akcji własnych.

Struktura akcjonariatu spółki



Źródło: Apator

Struktura głosów na WZA spółki



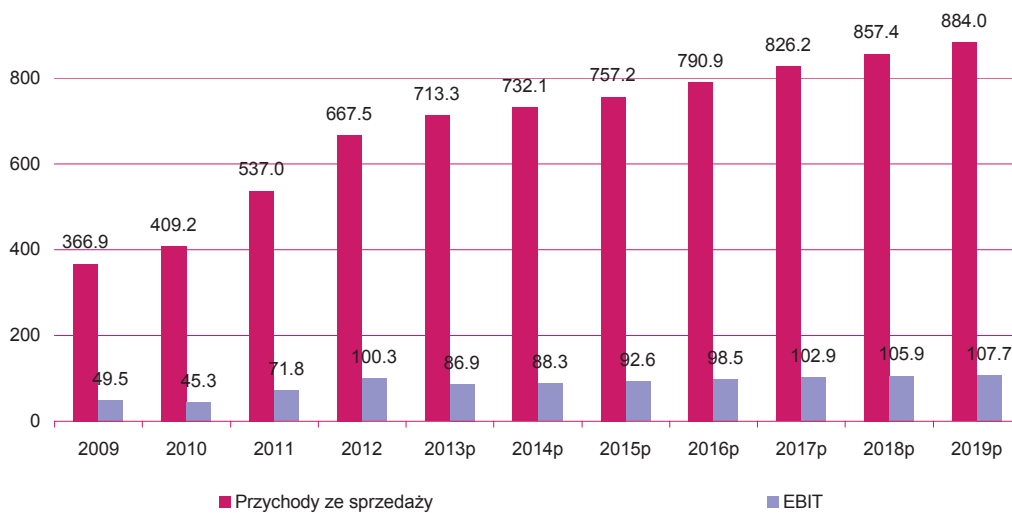
Źródło: Apator

Prognozy

Prognozujemy wzrost przychodów segmentu pomiarowego o 9% w 2013 r. oraz 5% dla następnych okresów oraz wzrost rzędu 5% dla segmentu łącznikowego w 2013 r. i 3% dla następnych okresów. Zakładamy, że spółka uzyska podobne do ubiegłorocznych przychody dla pozostałych segmentów oraz ich spadek przez następne 2 lata w związku ze zmianą profilu działalności Newind.

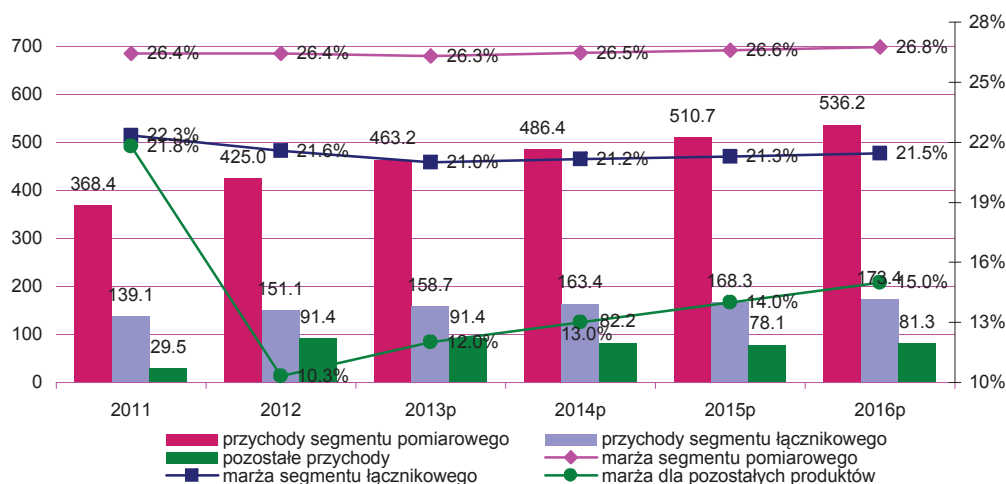
Prognozujemy dla segmentu pomiarowego marżę brutto na sprzedaży z uwzględnieniem kosztów sprzedaży (spółka publikuje taką formę wyników segmentów) na poziomie 26.3% w 2013 r. i jej stopniową poprawę do 26.8% w 2016 r. Przewidujemy spadek marży dla segmentu łącznikowego do 21% w 2013 r. (negatywna tendencja na marżach widoczna jest już w wynikach dwóch ostatnich kwartałów) oraz jej stopniowy wzrost do 21.5% do 2016 r.. Zakładamy też poprawę marż z roku na rok dla pozostałych produktów w związku ze zmianą profilu działalności Newind.

Prognozowane przychody i EBIT



Źródło: Notoria, prognozy Millennium DM

Prognozowane przychody i marża brutto segmentów



Źródło: Prognozy Millennium DM

Wycena spółki Apator

Wycenę spółki przeprowadziliśmy w oparciu o metodę DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych) i metodę porównawczą. Na podstawie metody DCF uzyskaliśmy wartość spółki na poziomie 1028.9 mln PLN, czyli 34.9 PLN na akcję. Używając metody porównawczej wyceniliśmy spółkę na 946.7 mln PLN (32.1 PLN na akcję). Oba metodom przypisaliśmy równe wagi.

Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Wycena (mln PLN)	Wycena na 1 akcję (PLN)
Wycena DCF	1 028.9	34.9
Wycena porównawcza do spółek zagranicznych	946.7	32.1
Wycena spółki Apator	987.8	33.5

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A.

Wycena DCF

Do wyceny metodą DCF przyjęliśmy m.in. następujące założenia, w okresie 2013 - 2022:

- Do oszacowania stopy wolnej od ryzyka w kolejnych latach prognozy użyliśmy rentowności obligacji skarbowych
- Długoterminowa stopa wolna od ryzyka po 2022 roku na poziomie 4.0%
- Premia rynkowa za ryzyko równa 5%
- Współczynnik beta na poziomie 1.0
- Ustaliliśmy stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po roku 2022 na 2%
- Wzrost przychodów ze sprzedaży aparatury pomiarowej o 9% w obecnym roku, 5% r/r do 2017r., oraz liniowy spadek tempa w następnych okresach do 3% w 2022 r.
- Wzrost przychodów ze sprzedaży aparatury łącznikowej o 5% w obecnym roku oraz 3% dla następnych okresów.
- Uzyskanie w bieżącym roku marży brutto na sprzedaży aparatury pomiarowej rzędu 26.3%, jej stopniowy wzrost do 26.8% do 2016 r. i podobną wartość dla następnych okresów.
- Uzyskanie w bieżącym roku marży brutto na sprzedaży aparatury łącznikowej rzędu 21%, jej stopniowy wzrost do 21.5% do 2016 r. i podobną wartość dla następnych okresów.

Wycena spółki metodą DCF

(mln PLN)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	>2022
sprzedaż	713	732	757	791	826	857	884	911	940	969	
EBIT (1-T)	70	72	75	80	83	86	87	89	90	92	
amortyzacja	21	23	24	25	25	25	25	26	26	26	
inwestycje	-35	-35	-30	-25	-26	-27	-27	-28	-28	-28	
zmiana kap.obrotowego	-10	-4	-5	-7	-8	-7	-6	-6	-6	-6	
FCF	47	56	64	72	75	78	79	81	82	84	1 215
zmiana FCF	-50%	19.2%	15.1%	13.1%	3.5%	3.7%	2.22%	1.88%	1.80%	2.36%	2.0%
dług/kapitał	3.5%	3.3%	3.1%	2.9%	2.8%	2.6%	2.5%	2.4%	2.3%	2.2%	2.3%
stopa wolna od ryzyka	3.2%	3.3%	3.4%	3.4%	3.5%	3.5%	3.7%	3.8%	3.8%	3.9%	4.0%
premia kredytowa	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
premia rynkowa	5.0%	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	1.0
koszt długu	5.2%	5.3%	5.4%	5.4%	5.5%	5.5%	5.7%	5.8%	5.8%	5.9%	6.0%
koszt kapitału	8.2%	8.3%	8.4%	8.4%	8.5%	8.5%	8.7%	8.8%	8.8%	8.9%	9.0%
WACC	8.1%	8.2%	8.2%	8.3%	8.4%	8.4%	8.6%	8.7%	8.7%	8.8%	8.9%
PV (FCF)	44	48	51	53	51	48	45	42	39	37	581
wartość DCF (mln PLN)	1 041	w tym wartość rezydualna				581					
dług netto	-12										
wycena DCF (mln PLN)	1 029										
Liczba akcji (mln)	29.5										
wycena 1 akcji (PLN)	34.9										

Źródło: Millennium DM

Ze względu na duży wpływ zarówno rezydualnej stopy wzrostu, jak również rezydualnej stopy wolnej od ryzyka na poziom wyceny, prezentujemy także jej wrażliwość na te parametry.

Wrażliwość wyceny 1 akcji spółki na przyjęte założenia

PLN	stopa r_f rezydualna	rezydualna stopa wzrostu						
		0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%
	3.0%	35.3	35.0	36.4	38.0	39.9	42.0	44.7
	3.5%	32.9	33.9	35.1	36.5	38.1	40.0	42.2
	4.0%	32.0	32.9	34.0	34.9	36.6	38.2	40.1
	4.5%	31.2	32.1	33.0	34.1	35.3	36.7	38.3
	5.0%	30.5	31.3	32.1	33.1	34.2	35.4	36.8

Źródło: Millennium DM

Bazując na metodzie DCF szacujemy wartość 1 akcji spółki na 34.9 PLN.

Wycena porównawcza

Wycenę porównawczą przeprowadziliśmy względem zagranicznych spółek, produkujących aparaturę pomiarową. Wartość spółki oszacowaliśmy w oparciu o wskaźniki: EV/EBITDA, EV/EBIT oraz P/E.

Wycena porównawcza do spółek zagranicznych

Spółka	Kraj	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
		2013p	2014p	2015p	2013p	2014p	2015p	2013p	2014p	2015p
ITRON INC	USA	8.4	7.1	6.0	13.5	10.4	8.4	14.0	11.4	9.8
ELSTER GROUP SE-ADR	Niemcy	3.9	3.3	2.7	6.5	4.4	-	4.5	3.6	2.9
LARSEN & TOUBRO LTD	Indie	12.6	11.0	9.4	15.3	13.4	11.4	16.9	15.1	13.0
HONEYWELL INTERNATIONAL INC	USA	8.3	7.6	7.0	9.7	8.9	8.4	14.1	12.6	11.7
ZHEJIANG GOLDCARD HIGH-TEC-A	Chiny	28.3	20.9	15.6	25.8	19.6	14.9	28.0	21.1	16.2
DANAHER CORP	USA	11.0	10.2	9.5	13.8	12.7	11.5	17.5	15.6	14.4
BADGER METER INC	USA	12.4	11.7	-	-	-	-	22.4	19.7	-
WASION GROUP HOLDINGS LTD	Hong Kong	10.3	9.0	8.0	13.0	11.1	9.8	15.7	13.0	11.3
AVX CORP	USA	6.0	5.3	-	7.9	6.7	-	19.0	16.1	-
OSAKI ELECTRIC CO LTD	Japonia	5.5	4.7	4.0	-	-	-	10.3	7.8	6.3
Mediana		9.3	8.3	7.5	13.3	10.8	10.6	16.3	14.1	11.5
Wyniki spółki (mln PLN)		108.2	111.5	117.0	86.9	88.3	92.6	60.8	65.6	69.1
Wycena na podstawie wskaźników (mln PLN)		992	910	870	1137	933	970	991	924	794
Wycena (mln PLN)		947								
Wycena 1 akcji (PLN)		32.1								

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A.

Bazując na metodzie porównawczej wyceniamy 1 akcję spółki Apator na 32.1 PLN.

Wyniki finansowe spółki Apator

Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2011	2012	2013p	2014p	2015p	2016p
przychody netto	537.0	667.5	713.3	732.1	757.2	790.9
koszty wytworzenia	371.7	482.5	517.8	528.0	543.4	565.5
zysk brutto na sprzedaży	165.3	184.9	195.5	204.0	213.8	225.4
koszty sprzedaży	30.4	31.1	33.5	36.6	37.9	39.5
koszty ogólnego zarządu	66.0	76.1	79.9	83.9	88.1	92.1
zysk (strata) na sprzedaży	68.9	77.7	82.0	83.5	87.8	93.7
EBITDA	88.5	118.6	108.2	111.5	117.0	123.4
EBIT	71.8	100.3	86.9	88.3	92.6	98.5
saldo finansowe	-7.4	-6.0	-2.3	-2.2	-1.9	-1.3
zysk przed opodatkowaniem	64.4	94.3	80.9	86.1	90.7	97.1
podatek dochodowy	12.9	-3.6	16.2	16.4	17.2	18.5
zysk netto	47.3	93.4	60.8	65.6	69.1	74.0
EPS	1.3	3.2	2.1	2.2	2.3	2.5

Bilans (mln PLN)

	2011	2012p	2013p	2014p	2015p	2016p
aktywa trwałe	210.7	288.8	302.0	313.8	319.3	319.5
wartości niematerialne i prawne	4.0	4.4	3.7	3.6	3.4	3.3
rzeczowe aktywa trwałe	128.8	139.2	153.0	165.0	170.7	171.0
inwestycje długoterminowe	2.6	58.9	58.9	58.9	58.9	58.9
aktywa obrotowe	262.7	256.4	266.3	275.1	291.0	315.1
zapasy	91.6	95.0	101.5	104.2	107.8	112.6
należności	135.0	115.1	123.0	126.2	130.5	136.4
inwestycje krótkoterminowe	34.9	44.5	39.9	42.8	50.8	64.3
rozliczenia międzyokresowe	1.3	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9
aktywa razem	475.4	546.7	568.2	588.9	610.3	634.5
kapitał własny	230.6	294.8	313.9	332.7	351.7	372.7
zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	238.9	244.6	247.0	248.8	251.2	254.5
rezerwy na zobowiązania	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
zobowiązania długoterminowe	63.0	85.3	85.3	85.3	85.3	85.3
zobowiązania krótkoterminowe	176.0	159.3	161.7	163.5	165.9	169.1
rozl. międzyokresowe i inne zobowiązania	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
pasywa razem	475.4	546.7	568.2	588.9	610.3	634.5
BVPS	6.6	10.0	10.6	11.3	11.9	12.6

Źródło: Prognozy Millennium DM

Cash flow (mln PLN)

	2011	2012	2013p	2014p	2015p	2016p
wynik netto	47.3	93.4	60.8	65.6	69.1	74.0
amortyzacja	16.8	18.3	21.3	23.2	24.4	24.9
zmiana kapitału obrotowego	-37.3	21.4	-10.0	-4.1	-5.5	-7.4
gotówka z działalności operacyjnej	44.7	96.2	72.1	84.7	88.1	91.5
inwestycje (capex)	-40.0	-28.2	-35.0	-35.0	-30.0	-25.0
gotówka z działalności inwestycyjnej	-37.3	-28.2	-35.0	-35.0	-30.0	-25.0
wypłata dywidendy	-105.3	-39.7	-45.6	-49.2	-51.8	-55.5
emisja akcji	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
zmiana zadłużenia	19.0	-24.2	0.0	0.0	0.0	0.0
gotówka z działalności finansowej	-0.4	-66.5	-41.7	-46.8	-50.1	-53.0
FCF	-13.2	104.9	37.1	49.7	58.1	66.5
DPS	3.0	1.3	1.5	1.7	1.8	1.9
CEPS	1.8	3.8	2.8	3.0	3.2	3.4
FCFPS	-0.4	3.6	1.3	1.7	2.0	2.3

Wskaźniki (%)

	2011	2012	2013p	2014p	2015p	2016p
zmiana sprzedaży	31.2	24.3	6.9	2.6	3.4	4.5
zmiana EBITDA	47.8	33.9	-8.8	3.1	5.0	5.4
zmiana EBIT	58.5	39.8	-13.4	1.7	4.9	6.4
zmiana zysku netto	41.7	97.5	-34.9	7.9	5.3	7.1
marża EBITDA	16.5	17.8	15.2	15.2	15.5	15.6
marża EBIT	13.4	15.0	12.2	12.1	12.2	12.5
marża netto	8.8	14.0	8.5	9.0	9.1	9.4
sprzedaż/aktywa (x)	1.1	1.2	1.3	1.2	1.2	1.2
dług / kapitał własny	34.7	18.9	17.8	16.7	15.8	14.9
odsetki / EBIT	-10.3	-6.0	-2.7	-2.5	-2.0	-1.3
stopa podatkowa	20.0	-3.9	20.0	19.0	19.0	19.0
ROE	22.1	35.6	20.0	20.3	20.2	20.4
ROA	12.9	19.7	11.1	11.5	11.7	12.1
(dług) gotówka netto (mln PLN)	-57.0	-12.0	-16.6	-17.2	-10.0	2.1

Źródło: prognozy Millennium DM

Aplisens

Podsumowanie inwestycyjne

Mocne strony:

- Posiadanie niemal wszystkich certyfikatów jakości i dopuszczenia niezbędnych do sprzedaży wyrobów spółki na rynkach krajów WNP oraz na terenie UE, także na pozostałych rynkach, gdzie certyfikaty te są akceptowane.
- Model biznesowy, pozwalający na wypracowanie długoterminowych relacji z klientami, dzięki czemu istnieje ich stała baza.
- Lider na polskim rynku przetworników ciśnieniowych.
- Ugruntowana pozycja na rosnącym rynku rosyjskim.
- Odporność na wahania koniunktury gospodarczej.

Słabe strony:

- Wprowadzony system ERP przyniósł niższą niż oczekiwana poprawę efektywności produkcji.
- Przejęta spółka Controlmatica nie spełniła nadziei jakie wiązał z nią zarząd.
- Nieudana ekspansja na rynek francuski

Szanse:

- Rosnące inwestycje w sektorze wydobycia ropy i gazu na rynkach wschodnich
- Początek eksportu produktów sprawdzonych na polskim rynku (ustawnik pozycyjny, elementy zabezpieczające pojazdy przed kradzieżą paliwa)
- Rozszerzenie palety oferowanych produktów wraz z rozpoczęciem produkcji w zakładach w Radomiu.
- Ekspansja na rynki, gdzie konkurencja jest niższa niż w Europie.
- Spółka może skorzystać w przyszłości na wydobyciu w Polsce gazu łupkowego, ponieważ jej wyroby są wykorzystywane w procesie dystrybucji gazu.

Zagrożenia:

- Spadek cen ropy naftowej i gazu ziemnego może przyczynić się do zmniejszenia nakładów inwestycyjnych rosyjskich firm, działających w tej branży.
- Brak stabilności polityczno-gospodarczej na Białorusi oraz na Ukrainie wpływa na sprzedaż.

Wyniki kwartalne

Skonsolidowane wyniki kwartalne spółki Aplisens

	IV kw. 2012	IV kw. 2011	zmiana	I-IV kw. 2012	I-IV kw. 2011	zmiana
Przychody	22.8	19.7	15.7%	82.0	69.3	18.4%
Zysk brutto na sprzedaży	8.5	7.3	16.2%	33.0	29.6	11.5%
EBITDA	5.1	4.8	6.6%	21.8	20.0	8.5%
EBIT	4.0	3.8	6.7%	18.1	16.4	10.4%
Zysk netto	3.5	2.1	62.9%	14.7	12.0	22.4%
Marże						
Marża brutto na sprzedaży	37.2%	37.1%		40.3%	42.8%	
Marża EBITDA	22.2%	24.1%		26.5%	28.9%	
Marża EBIT	17.6%	19.1%		22.0%	23.6%	
Marża netto	15.2%	10.8%		17.9%	17.3%	

Wg MSR/MSSF; mln PLN

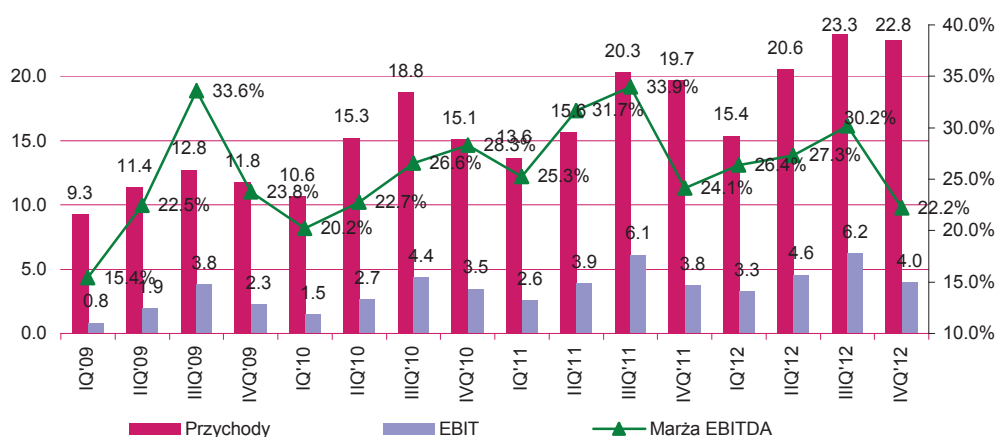
Spółka wypracowała w całym 2012 roku o 18.4% przychodów więcej niż w 2011 r., głównie dzięki wzrostowi eksportu do krajów WNP o 46.6%. Dane z tego rynku nie są jednak porównywalne rok do roku ze względu na fakt, iż spora część przychodów do Rosji jest podwójnie księgowana, co sztucznie zawyża wynik na sprzedaży. Spółka szacuje, że nie licząc tego efektu, eksport do krajów WNP wzrósłby o 25%. W ten sposób przychody zostały zawyżone o ok. 5.2 mln PLN. Wyniki 2013 r. będą już porównywalne z 2012 r.

Porównując wyniki z IVQ 2012 sprzedaż w Polsce wzrosła o 1.5% r/r, do krajów WNP o 65.3% r/r. Spadła natomiast sprzedaż do krajów Unii Europejskiej o 4.3% ze względu na słabszą sytuację na rynku niemieckim oraz wysoką bazę w IVQ 2011 r., a także sprzedaż na pozostałe rynki, która w czwartym kwartale wyniosła zaledwie 0.2 mln PLN.

Biorąc pod uwagę sprzedaż bez uwzględnienia efektu podwójnego księgowania przychodów z Rosji (który dodał 5.2 mln PLN do wyniku) spółka uzyskała za cały 2012 rok marże brutto na sprzedaży oraz marżę EBIT zbliżoną do roku 2011. Koszty zarządu wzrosły o 12.2% r/r, koszty sprzedaży stanowiły 2.5% ogólnej sprzedaży (2.2% w 2011 r.). Wzrosty te są wynikiem wyższym poziomem kosztów wynagrodzeń związanych ze zwiększeniem zatrudnienia pracowników w związku z realizacją strategii rozwoju spółki, jak również większą ilością zagranicznych delegacji.

Pozostała działalność operacyjna odjęta od wyniku o 0.3 mln PLN mniej niż w 2011 r. Wynik na działalności finansowej jest wyższy o 2.8 mln PLN, co wynika ze spadku kosztów finansowych związanych z wyceną zobowiązań w walutach obcych ujętych w księgach rachunkowych spółki zależnej APLISENS Białoruś w 2011 roku. Spółka w 2012 r. uzyskała 1.1 mln PLN przychodów z tytułu odsetek.

Przychody, sprzedaż oraz marża EBITDA



Źródło: Aplisens

Działalność

Grupę Kapitałową Aplisens tworzą spółki o profilu projektowo - wykonawczym i dystrybucyjnym. Podstawową działalnością Grupy jest produkcja aparatury kontrolno-pomiarowej i elementów automatyki, a także kompleksowe doradztwo w zakresie projektowania oraz opracowania zastosowań produktów znajdujących się w ofercie Grupy. Głównymi grupami produktowymi są inteligentne i analogowe przetworniki ciśnienia, czujniki temperatury, sondy głębokości i sondy paliwowe. W 2012 roku przychody Grupy ze sprzedaży przetworników ciśnienia i sond głębokości stanowiły ok. 77% jej przychodów.

Spółka dominująca posiada zakłady produkcyjne w Warszawie oraz oddziały w Ostrowie Wielkopolskim i Krakowie. W głównym zakładzie produkcyjnym Aplisensa w Warszawie, projektowany i produkowany jest pełen asortyment przetworników ciśnienia i różnicy ciśnień, sondy do pomiaru głębokości i poziomu oraz separatory membranowe. Ponadto w drugim zakładzie produkcyjnym w Warszawie wykonywana jest obróbka mechaniczna części i podzespołów ze stali kwasoodpornej, będących głównymi mechanicznymi komponentami produkowanych w głównym zakładzie produktów APLISENS. W oddziale produkcyjnym zlokalizowanym w Ostrowie Wielkopolskim prowadzona jest produkcja urządzeń do zabezpieczenia samochodów ciężarowych przed kradzieżą paliwa, przede wszystkim sond do pomiaru poziomu paliwa oraz zasilaczy i separatorów. Natomiast w oddziale produkcyjnym w Krakowie produkowane są czujniki i przetworniki temperatury.

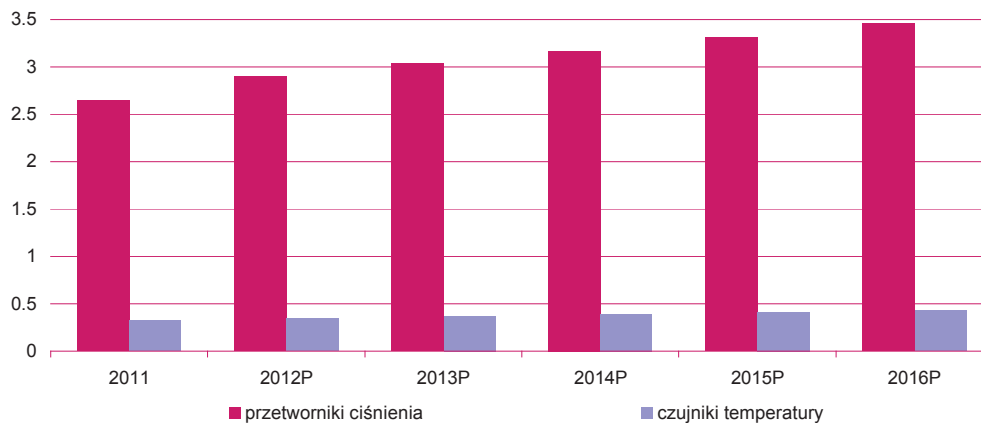
Aparatura kontrolno-pomiarowa znajduje zastosowanie w wielu gałęziach przemysłu, głównie w przemyśle energetycznym, chemicznym i petrochemicznym, górniczym i hutniczym. Zastosowanie aparatury zwiększa wydajność wielu urządzeń i linii technologicznych, umożliwia ograniczenie zużycia energii i ilości odpadów w procesach produkcji, a także przeciwdziała awariom. Popyt na urządzenia aparatury kontrolno-pomiarowej generują inwestycje odtworzeniowe, modernizacja przestarzałych instalacji, jak również inwestycje w optymalizację procesów produkcyjnych.

Rynek przetworników ciśnienia i czujników temperatury

Globalny rynek przetworników ciśnienia i czujników temperatury w najbliższych latach powinien rozwijać się szybciej niż światowa gospodarka ze względu na fakt, iż zakłady produkcyjne kładą coraz większy nacisk na zarządzanie zasobami oraz regulacje dotyczące bezpieczeństwa. Po kryzysie w całym sektorze automatyki, gdzie światowy rynek przetworników ciśnienia oraz czujników temperatury skurczył się w 2009 r. o 10%, począwszy od 2010 r. następuje jego szybka odbudowa. Dostawcy przetworników ciśnienia skorzystali z dużych inwestycji ponownie realizowanych w energetyce oraz w obszarze przesyłu ropy, gazu i wody, a także nastawili swoją działalność na nowe obiecujące segmenty oraz regiony. Czynnikiem napędzającym popyt w branży górnictwa naftowego i gazownictwa były wzrosty cen ropy naftowej, które skłaniają wydobywców do intensyfikacji eksploracji, produkcji i przetwarzania paliw kopalnych.

Duża część popytu na inteligentne przetworniki i czujniki w najbliższych latach będzie wynikać z chęci poprawy efektywności, niezawodności oraz bezpieczeństwa w zakładach. Produkty te ewoluują w stronę inteligentnych urządzeń procesowych, o dużych możliwościach, dzięki którym zwiększa się przejrzystość procesów produkcji, co ułatwia zarządzanie zasobami produkcyjnymi. Stają się one też narzędziami diagnostycznymi, pozwalającymi wykryć usterki w procesie produkcji, jak i w wyposażeniu zakładu. Większy nacisk kładziony jest także na bezpieczeństwo, dlatego coraz szerzej wdrażane są przetworniki spełniające wymagania poziomu nienaruszalności systemu bezpieczeństwa (SIL). Odbiorcy produktów przywiązują również dużą wagę do ich niezawodności oraz długowieczności.

Światowy rynek przetworników ciśnienia i czujników temperatury (w mld USD)



Źródło: Millennium DM, ARC Advisory Group

W najbliższych latach sprzedaż przetworników ciśnienia, dzięki inwestycjom związanym z wydobywaniem ropy i gazu, najszybciej powinna rosnąć na Bliskim Wschodzie oraz w Rosji. Popyt będą też generować inwestycje w chińskiej oraz rosyjskiej energetyce, natomiast w Europie Zachodniej, jak również w Polsce będzie wynikał z modernizacji istniejących instalacji. Największym zagrożeniem dla branży pozostaje wciąż niepewna sytuacja w strefie euro oraz zwalniająca dynamika wzrostów w Azji. Mimo, że z rynków napływają różne sygnały co do koniunktury gospodarczej, w najbliższym okresie popyt na przetworniki ciśnienia powinien wzrastać ze względu na rosnące wydobycie ropy i gazu. Nowe źródła surowców są coraz trudniejsze w eksploatacji, wymagają większej ilości oprzyrządowania potrzebnego by rozpocząć wydobycie, co stwarza szansę dla producentów przetworników. W obszarze czujników temperatury popyt będą generowały w głównej mierze zamówienia z przemysłu petrochemicznego, chemicznego oraz energetyki.

Krajowy rynek

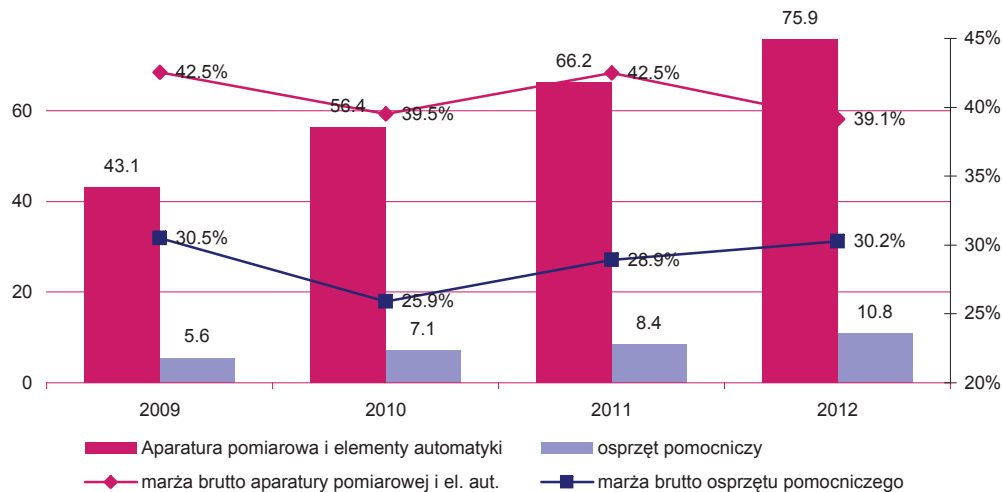
Polskie firmy działające w branży przekaźników posiadają silną pozycję na krajowym rynku. Jakość i wytrzymałość wyrobów polskich producentów nie odbiega od zagranicznej konkurencji, a niższa cena powoduje, że są one chętniej wybierane. Odbiorcy cenią sobie również możliwość produkcji dedykowanych wersji czujników, dostosowanych do preferencji danego klienta. Polscy producenci oferują również późniejszy serwis i pomoc w razie awarii sprzętu. Według danych Control Engineering Polska, zebranych na podstawie odpowiedzi ankietowanych, Aplisens jest najchętniej wybieraną w Polsce marką wśród producentów przetworników ciśnienia. Kolejne są Wika, Endress Hauser, Honeywell, Schneider Electric, ifm electronic, ABB i Danfoss. W branży panuje trend zwiększania funkcjonalności aparatury, poprzez produkowanie przyrządów do pomiaru więcej niż jednej wartości fizycznej. Dąży się również do miniaturyzacji urządzeń oraz wykorzystania komunikacji bezprzewodowej do przekazania wyników pomiarów. Kluczowymi segmentami sprzedaży grupy Aplisens są przetworniki ciśnienia oraz sondy głębokości. Udział Aplisensu w sprzedaży tych produktów na rynku krajowym wynosi 25%.

Segmenty

Głównymi odbiorcami urządzeń produkowanych przez Aplisens są takie gałęzie przemysłu jak: energetyka, petrochemia i chemia, górnictwo naftowe i gazownictwo oraz odbiorcy związani z gospodarką wodną i ochroną środowiska. W dalszej kolejności są to przemysł papierniczy, firmy inżyniersko-projektowo-badawcze, producenci urządzeń pomiarowych, hutnictwo, firmy handlowe, przemysł farmaceutyczny, górnictwo węglowe i kruszyw, przemysł spożywczy, przemysł stoczniowy oraz odbiorcy sond do pomiaru poziomu paliwa. Generalnie spółka sprzedaje swoje produkty wszędzie tam, gdzie znajdują się instalacje do przesyłu cieczy i ropy. W związku z wyczerpywaniem się funduszy unijnych na inwestycje w ochronie środowiska, przychody Aplisensa w tym obszarze maleją, podobnie jak w polskim przemyśle ciężkim, gdzie widać już objawy kryzysu. Przychody za to powinny wzrastać w segmencie energetycznym oraz transportowym.

Spółka wyodrębnia jedynie 2 segmenty sprzedaży: aparaturę pomiarową wraz z elementami automatyki przemysłowej oraz osprzęt do nich. Bardzo wysokie marże sprzedażowe uzyskane na pierwszej grupie 2011 r. są mało prawdopodobne do powtórzenia, dlatego należy się spodziewać wartości zbliżonych do 2012 r. Mogą one zostać dodatkowo obniżone wraz z uruchomieniem produkcji w zakładach w Radomiu i początkiem produkcji seryjnej niższych marżowych produktów, których wytwarzanie nie jest obecnie opłacalne dla spółki.

Segmenty sprzedaży



Źródło: Aplisens

Polska

Na rynku polskim spółka zakłada dużo mniejszą dynamikę wzrostu przychodów niż na rynkach zagranicznych. Przychody 2012 r. nie były jednak gorsze niż w 2012 r., głównie ze względu na nowe produkty, dedykowane dla sektora transportowego. Na rynku polskim spółka nie widzi potencjału do znaczącego zwiększenia przychodów w obszarach, gdzie sprzedaje swoje produkty, ze względu na kończący się okres modernizacji przemysłu i dostosowywania go do standardów Unii Europejskiej, jak również fakt, że jest liderem rynku przetworników ciśnienia przez co trudno będzie zdobywać kolejnych klientów. Zamierza zwiększać sprzedaż poprzez wprowadzenie nowych produktów (zakłady w Krakowie i Radomiu).

Kraje WNP

Ta grupa krajów charakteryzuje się obecnie największymi wzrostami, w głównej mierze dzięki rynkowi rosyjskiemu. Aplisens, dostarczający od wielu lat produkty dla branży petrochemicznej w tym regionie, zaczyna wkraczać również w pozostałe gałęzie gospodarki, takie jak przemysł spożywczy, transportowy, ciężki, ekologię. Trudno wciąż o znaczące zwiększenie przychodów z energetyki, ze względu na fakt, że spółki nierosyjskie są dyskryminowane. Udział Grupy w rynku rosyjskim i ukraińskim wynosi od 2 do 5%, a na Białorusi ok. 30%. Na Ukrainie wciąż panuje marazm, po zamieszczeniu politycznym, odbudował się rynek Białoruski, jednak nie stanowi on znaczącej pozycji w przychodach grupy. Coraz więcej zamówień napływa również z Kazachstanu, a spółka zaczęła również wchodzić na rynek uzbecki. W związku z coraz wyższymi obrotami handlowymi rozbudowywana jest siedziba spółki w Rosji, a w planach jest również wybudowanie magazynu, co zwiększy szybkość dostaw produktów i poprawi pozycję konkurencyjną Aplisensa. Wciąż najbardziej istotnym czynnikiem mającym wpływ na nakłady inwestycyjne rosyjskiego przemysłu petrochemicznego są ceny ropy i gazu.

Spółka stosuje specyficzny model części sprzedaży swoich produktów na rynkach wschodnich. Współpracuje ona z zewnętrzną spółką logistyczną, do której sprzedaje swoje produkty przeznaczone na eksport do krajów WNP, po czym firma ta odsprzedaje ten sam towar spółce handlowej, należącej do grupy Aplisens, która sprzedaje towar odbiorcom końcowym. W ten sposób przychody są księgowane podwójnie i sztucznie podnoszone. Zarząd szacuje, że po odjęciu efektu podwójnego rozliczenie nastąpiłby przyrost przychodów z eksportu do krajów WNP rzędu ok. 25% w 2012 r, zamiast zaprezentowanych 46.6%. Specyficzny sposób księgowania przychodów nie wpływa jednak na generowane zyski, a wyniki za 2013 r. będą już porównywalne r/r.

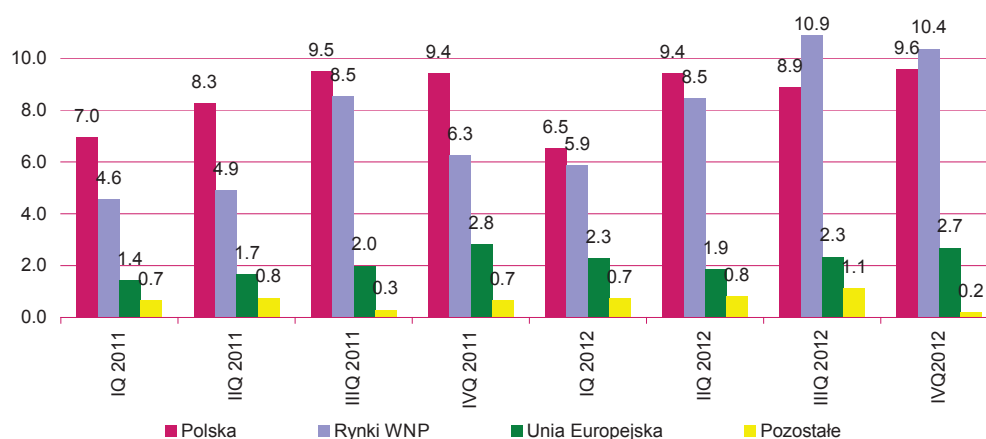
Unia Europejska

W krajach najbardziej borykających się z kryzysem zadłużenia obserwowany jest spadek zamówień. Wyraźne spowolnienie zaczyna również być obserwowane na rynku niemieckim, dlatego spółka przyznaje, że najprawdopodobniej w 2013 r. nie uda się osiągnąć zakładanej w strategii dynamiki 30% na rynki UE, a będzie ona raczej zbliżona do obserwowanej w 2012 r. (15%). Tym niemniej Aplisens zapewnia, że w najbliższym okresie zagwarantowany jest wzrost przychodów na rynku niemieckim, ze względu na sposób wyboru dostawców produktów dla energetyki i przemysłu. Spółka znajdująca się na liście dostawców kwalifikowanych może liczyć na zamówienia przez kilka lat. Na rynku niemieckim obserwowany jest również spadek inwestycji odtworzeniowych, co przyczynia się do większej konkurencji między dostawcami urządzeń pomiarowych. Spółka zdobywa jednak nowych klientów na zachodnich rynkach, dzięki czemu ceny produktów eksportowanych nie spadają. Niepowodzeniem zakończyła się ekspansja na rynek francuski. Powodem nie jest niewłaściwa oferta produktowa, a brak kadry, dzięki której udałooby się znacząco zwiększać sprzedaż.

Pozostałe rynki

Wyniki poszczególnych kwartałów dla pozostałych krajów charakteryzują się dużymi wahaniami ze względu na pojawianie się pojedynczych zleceń. Na bardziej egzotycznych rynkach (np. w Wenezueli) konkurencja jest zdecydowanie mniejsza, a certyfikaty unijne, które posiadają produkty Aplisensa, są szeroko akceptowane. Ze względu na niską bazę, wyniki segmentu w 2013 r. powinny ulec znaczącej poprawie.

Sprzedaż według regionów (w mln PLN)



Źródło: Aplisens

Sezonowość

Sprzedaż produktów spółki cechuje się sezonowością związaną z wykonywaniem napraw i modernizacji instalacji przemysłowych głównie w sezonie wiosenno-letnim (popyt odtworzeniowy) oraz realizacją projektów inwestycyjnych (popyt inwestycyjny), także głównie w okresach korzystnych dla tych projektów ze względu na pogodę (od wczesnej wiosny do jesieni). Od lat, tradycyjnie najlepszym dla spółki okresem jest trzeci kwartał, natomiast najłagodniejszym pierwszy kwartał. Sprzedaż w drugim i czwartym kwartale jest wyższa niż w pierwszym, jednak niższa niż w trzecim.

Inwestycje

Spółka w 2012 roku na inwestycje przeznaczyła 10.8 mln PLN. 3.25 mln PLN zostało wydane na rozwój technologii w zakładach w Warszawie, 0.8 mln PLN na prace rozwojowe, 0.5 mln PLN na system ERP, 0.7 mln PLN pożyczki rosyjskiej spółce zależnej oraz 3.3 mln PLN na zakład w Radomiu (koszty zakupu gruntu pod zakład były rozliczone w 2011 r.). Wydatki na inwestycje przyspieszą w następnych 6 kwartałach. Mają wynieść 30 mln PLN, z czego połowę pochłonie wybudowanie nieruchomości, natomiast pozostałe 15 mln zostanie przeznaczonych na technologie. Po uruchomieniu zakładu w Radomiu spółka nie wyklucza kolejnych inwestycji w dalsze zwiększanie mocy produkcyjnych w zależności od popytu na swoje produkty. Zakładane przez spółkę plany sprzedażowe, w momencie podejmowania decyzji o budowie nowej fabryki, są realizowane z nawiązką, dlatego zarząd uważa, że decyzja o inwestycji była trafna. Spółki zależne wchodzące w skład grupy kapitałowej poniosły wydatki inwestycyjne w kwocie 2.8 mln PLN, głównie na rozbudowę siedziby w Rosji. W 2013 r. planowane są nakłady inwestycyjne w kwocie 25 mln PLN.

Rozbudowa mocy produkcyjnych

W drugim i trzecim kwartale moce produkcyjne są wykorzystane w 100%. W niektórych działach występował nawet niewielki deficyt mocy produkcyjnych. Spółka była zmuszona zrezygnować z projektów, które przyniosłyby niższe marże. W przyszłym roku planowane jest zwiększenie mocy produkcyjnych o 15%, dzięki kolejnym inwestycjom technologicznym w zakładach w Warszawie.

Przy prognozowanym przez zarząd wzroście zamówień na przetworniki ciśnienia i sondy głębokości o 15-20% rocznie potencjał produkcyjny zakładów w Warszawie zostanie całkowicie wykorzystany w 2013 r. Grupa planuje więc inwestycję w nowy zakład produkcyjny w Radomiu, położony w Specjalnej Strefie Ekonomicznej EURO-PARK WISŁOSAN Podstrefa Radom. Na wykonawcę inwestycji została wybrana spółka BESTA PB. We wrześniu ruszyły prace związane z rozpoczęciem budowy, a ich zakończenie planowane jest na 30 września 2013 r., natomiast produkcja ma zostać uruchomiona w pierwszej połowie 2014 r. Potencjał produkcyjny przetworników ciśnienia i sond głębokości w I etapie zostanie powiększony o ok. 200% w stosunku do mocy produkcyjnych posiadanych na koniec 2010 roku. Potencjał produkcyjny zakładu będzie zwiększany stopniowo, aż do pełnej zdolności produkcyjnej w 2017 roku.

W zakładzie w Radomiu ma być produkowany nowy asortyment, jak również zostanie przeniesiona część produkcji z zakładów w Warszawie. Nastawienie na produkcję seryjną pozwoli na zmniejszenie o 15-20% jednostkowego technicznego kosztu wytworzenia wyrobów dzięki czemu spółka będzie mogła decydować się na projekty, które obecnie były dla niej mało opłacalne. Zakład w Warszawie będzie specjalizował się w bardziej zaawansowanych technicznie urządzeniach. Szacowane nakłady na inwestycję, uwzględniające zakup gruntu, budowę zakładu oraz zakup maszyn i urządzeń wynoszą ok. 30 mln PLN, z czego 14.7 mln PLN przypadnie na samą budowę zakładu. Hala produkcyjna wraz z budynkiem biurowo-socjalnym które powstaną w SSE w Radomiu przy ul. Hodowlanej, będą miały powierzchnię ok. 5.6 tys. metrów kwadratowych, a zakład będzie zatrudniał ponad 100 osób. Inwestycja zostanie sfinansowana ze środków własnych oraz z zysków przyszłych okresów. Produkcja w nowych zakładach ma być nastawiona na eksport (ok. 80-90%).

Prognozujemy wzrost przychodów ze sprzedaży czujników i przetworników temperatury średnio o 25% rocznie. Zakładana sprzedaż tych urządzeń w 2013 r. ma wynieść 3.5 mln PLN. W 2012 r. rozpoczęła się budowa zakładu czujników i przetworników temperatury w Krakowie, której zakończenie planowane jest w 2014 r.. Zostanie tam przeniesiona produkcja, która obecnie odbywa się w dzierżawionych pomieszczeniach. Koszt budowy zakładu wyniesie ok. 3.5 mln PLN. Aplisens planuje również rozbudowę i unowocześnienie zakładu w Ostrowie Wielkopolskim, gdzie produkowane są urządzenia do zabezpieczania pojazdów przed kradzieżą paliwa. Inwestycja nie będzie wymagać wysokich nakładów finansowych.

Zarząd planuje realizację planów inwestycyjnych przy wykorzystaniu w pierwszej kolejności środków własnych. W przypadku pojawienia się nowych szans rozwoju spółki, wymagających poniesienia dodatkowych nakładów inwestycyjnych, spółka podejmie decyzję o wyborze innych sposobów finansowania rozwoju, dostosowanych do bieżącej sytuacji rynkowej.

Sprzedaż pod obcymi markami

Współpraca podjęta przez spółkę z większymi firmami z branży, mająca na celu wytwarzanie przez Aplisens produktów pod obcymi markami nie przełożyła się jeszcze na podpisanie kontraktów, jednak nie wykluczone, że nastąpi to w najbliższym okresie. Według zapewnień prezesa Żurawskiego taka produkcja nie będzie się charakteryzować niższą marżą uzyskiwaną na sprzedaży od własnej produkcji, a gorszą rentowność sprzedaży może spowodować jedynie fakt, że będzie ona przeznaczona na eksport i wrażliwość na poziomy kursów walutowych.

Nowy system ERP

Od początku 2012 r. spółka ma problemy z wprowadzonym systemem ERP, służącym optymalizacji wykorzystania mocy produkcyjnych. W pierwszym kwartale przestój w produkcji wyniósł 2 tygodnie, natomiast w późniejszych okresach z powodu zbyt dużej ilości zamawianych surowców i półproduktów nastąpił znaczący skok w zapasach. Sytuacja jest obecnie opanowana, a według zapewnień prezesa Żurawskiego nowy system sprawdza się w 95% i z pewnością przysłuży się w przyszłości do optymalnego wykorzystania mocy produkcyjnych, jednak nie osiągnie zakładanej na początku inwestycji przez zarząd funkcjonalności.

Połączenie z Controlmaticą

Controlmatica to producent elementów automatyki przemysłowej oraz dostawca usług świadczonych w dziedzinie kompleksowej automatyzacji procesów technologicznych. W 2008 r. Aplisens nabył jej większościowy pakiet akcji (50.01%), natomiast pozostała część akcji została umorzona. Aplisens zdecydował o połączeniu z Controlmaticą, ze względu na fakt, iż pełni funkcję podwykonawcy w zakresie siłowników elektrycznych, ustawników pozycyjnych, zaworów oraz częściowo regulatorów dwustanowych. Ponadto działy rozwojowe obu firm prowadzą wspólne działania w zakresie opracowywania nowych produktów. Dzięki połączeniu nastąpi usprawnienie realizowanych przez spółki procesów logistycznych, a także optymalizacja wykorzystania ich zasobów. Połączenie będzie jednocześnie sprzyjać realizacji przyjętej przez grupę strategii, w szczególności w kierunku rozwoju portfela oferowanych produktów i usług. Uprości także strukturę organizacyjną oraz obniży koszty zarządzania spółkami wchodzącymi w skład grupy. W wyniku połączenia nie dojdzie do podwyższenia kapitału zakładowego spółki Aplisens.

Zakupiona w 2008 r. spółka nie spełniła nadziei, jakich wiązał z nią zarząd. Miała ona specjalizować się w usługach, będących uzupełnieniem oferty produktowej Aplisensu. Controlmatica w ostatnim czasie osiąga coraz słabsze wyniki na sprzedaży usług, a ponieważ jej profil produkcyjny jest zbliżony do Aplisensa, a także pełni wobec niego funkcję podwykonawcy, zdecydowano o jej wcieleniu.

Przejęcia

Prezes Żurawski nie zaprzecza, że spółka rozgląda się za przejęciami w branży, które mogłyby wzbogacić ofertę produktową spółki. Ze względu na zwiększającą się skalę biznesu Aplisensu poszukiwane będą spółki o wartości minimum 20 mln PLN, generujące przynajmniej 2.5 mln PLN zysku rocznie. By sfinansować tak dużą transakcję niezbędne byłoby zaciągnięcie długu.

Zabezpieczenia walutowe

Spółka stara się minimalizować ryzyko walutowe poprzez hedging naturalny. 40% kosztów wytworzenia spółki dominującej jest wyrażona w walutach obcych (EUR, USD, GBP). Wartość eksportu przewyższa jednak znacząco koszty materiałów ponoszone w walutach obcych. Spółka nie zamierza zabezpieczać się od wahań kursów rubla, tłumacząc, że waluta ta jest w znacznym stopniu skorelowana z kursem złotówki wobec EUR oraz USD.

Gotówka

Spółka posiadała na dzień 31 grudnia 2012 r. 29 mln PLN środków pieniężnych i ich ekwiwalentów, z czego ok. 1 mln PLN jest ulokowane w jednostkach funduszu rynku pieniężnego, natomiast pozostała część w krótkookresowych lokatach bankowych. Ulokowane środki będą wykorzystane na sfinansowanie planu inwestycyjnego. Aplisens nie posiada znaczących zobowiązań finansowych.

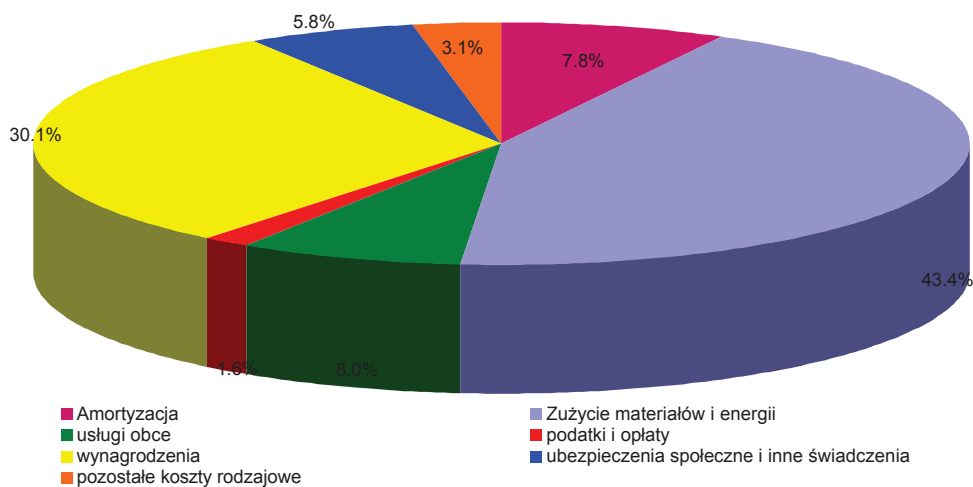
Dywidenda

Rok temu spółka pierwszy raz od debiutu giełdowego wypłaciła dywidendę w kwocie 0.25 PLN na akcję, co dało stopę dywidendy na poziomie 2.33%. Zarząd z pewnością nie będzie optował za wypłatą dywidendy z zysku za 2012 r., ze względu na czekające spółkę inwestycje, jednak akcjonariusze, podobnie jak rok temu, mogą głosować za wypłatą dywidendy, tym bardziej, że wydatki w pierwszej połowie przyszłego roku będą niższe niż w drugiej. Jej wysokość nie powinna jednak przekroczyć 25% zysków.

Koszty

W strukturze kosztów główną pozycją jest zużycie materiałów i energii. Spośród materiałów wykorzystywanych do produkcji przez spółkę w ostatnim czasie spadły koszty jedynie stali. Ceny pozostałych surowców oraz komponentów utrzymują się na stabilnym poziomie.

Koszty według rodzajów w 2011 r.

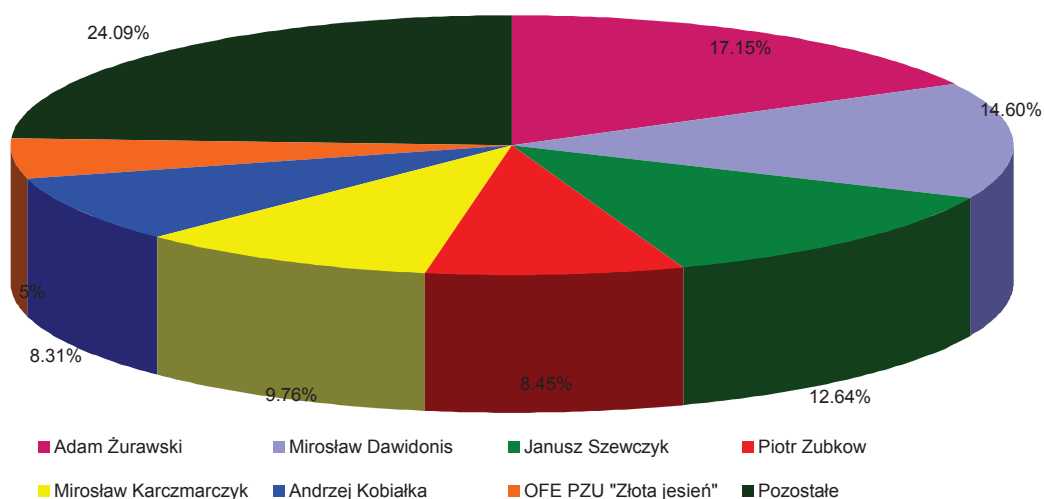


Źródło: Aplisens

Akcjonariat

70.9% akcji spółki należy do szóstki jej założycieli, z czego największy pakiet 17.15% posiada prezes Żurawski. 3 osoby z tego grona są wciąż obecne w strukturach spółki. Oprócz prezesa Żurawskiego są to: Andrzej Kobiałka oraz Mirosław Karczmarczyk, zasiadający w radzie nadzorczej. Należał do nich również Piotr Zubkow, zasiadający w radzie nadzorczej. 16 listopada spółka podała wiadomość o jego śmierci, a posiadany przez niego pakiet akcji (8.35%) wszedł w posiadanie spadkobierców (pozycja pozostała). Założyciele spółki posiadali zaraz po debiucie giełdowym w dniu 25 maja 2009 r. 73.9% akcji, toteż od tego czasu został przez nich sprzedany jedynie niewielki procent akcji. Na dzień 29.10.2013 r. free float wynosił 37.56%, a jeden fundusz posiadał 5% akcji spółki: OFE PZU "Złota Jesień".

Akcjonariat spółki na dzień 29.10.2012



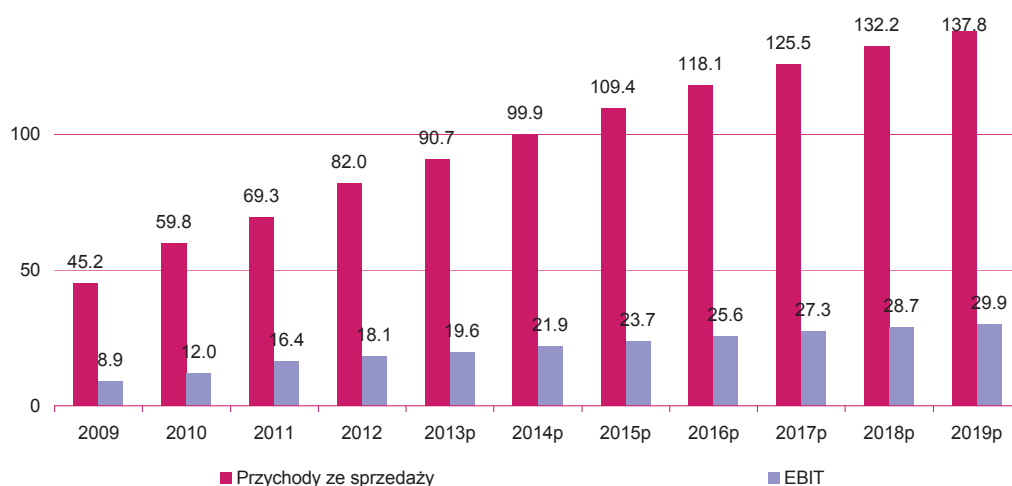
Źródło: Aplisens

Prognozy

Według spółki sytuacja na rynku obecnie poprawia się i jest lepsza niż w IVQ 2012 r., dlatego nie należy spodziewać się pogorszenia wyników w 2013 r.. Przychody na polskim rynku powinny być raczej płaskie (+/-2%). Rynki WNP powinna charakteryzować dynamika wzrostu zgodna ze strategią rozwoju, tzn. 20% r/r. Nie uda się z kolei zrealizować prognozy dla krajów Unii Europejskiej, zakładającej 30% wzrostu sprzedaży r/r. Wzrosty w 2013 r. będą najprawdopodobniej w okolicach 15% ze względu na spadający popyt z krajów południowej Europy, jak również niższą niż spodziewana dynamiką wzrostów w Niemczech. Pozostałe kraje powinny wygenerować wyższe obroty niż w ubiegłym roku. Dla następnych lat prognozujemy stopniowy spadek dynamiki przychodów na rynkach zagranicznych oraz ustabilizowanie się wzrostu przychodów na rynku polskim na poziomie 2%.

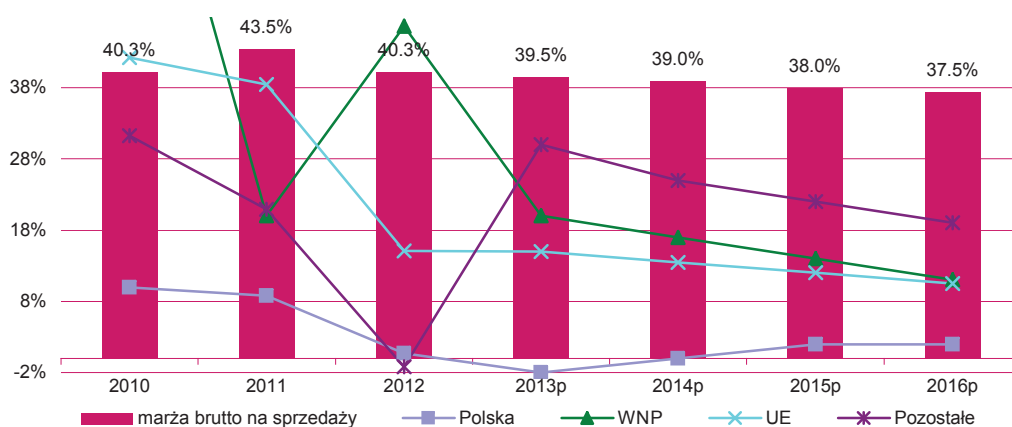
Przewidujemy delikatny spadek marży brutto na sprzedaży w 2013 r. do 40.5% ze względu na zwiększający się udział w strukturze sprzedaży niższej marżowego sprzętu do pomiaru paliwa w samochodach. Dla następnych lat prognozujemy już wyższy spadek marży w związku z uruchomieniem nowej fabryki i początkiem produkcji niższej marżowych produktów (spadek marży nie powinien być jednak znaczący ze względu na korzyści związane ze specjalizacją produkcji i nastawieniem na produkcję seryjną). Należy pamiętać, iż zysk w 2013 r. może zostać obciążony wyższymi kosztami programu motywacyjnego dla kluczowych pracowników (nawet o 1 mln PLN).

Prognozowane przychody i EBIT



Źródło: Notoria, prognozy Millennium DM

Prognozowana dynamika sprzedaży na poszczególnych rynkach oraz marża brutto na sprzedaży



Źródło: Aplisens, prognozy Millennium DM

Wycena spółki Aplisens

Wycenę spółki przeprowadziliśmy w oparciu o metodę DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych) oraz metodę porównawczą do spółek z grupy porównawczej. Na podstawie metody DCF uzyskaliśmy wartość spółki na poziomie 255.4 mln PLN, czyli 19.9 PLN na akcję. Używając metody porównawczej do spółek z grupy porównawczej wyceniliśmy spółkę na 249.2 mln PLN (19.4 PLN na akcję). Oba metodom przypisaliśmy równe wagi.

Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Wycena (mln PLN)	Wycena na 1 akcję (PLN)
Wycena DCF	255.4	19.9
Wycena porównawcza do spółek zagranicznych	249.2	19.4
Wycena spółki Aplisens	252.3	19.6

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A.

Wycena DCF

Do wyceny metodą DCF przyjęliśmy m.in. następujące założenia, w okresie 2013 - 2022:

- Do oszacowania stopy wolnej od ryzyka w kolejnych latach prognozy użyliśmy rentowności obligacji skarbowych
- Długoterminowa stopa wolna od ryzyka po 2022 roku na poziomie 4.0%
- Premia rynkowa za ryzyko równa 5%
- Współczynnik beta na poziomie 1.0
- Ustaliliśmy stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po roku 2022 na 2%
- Marże brutto wynoszącą 39.5% w 2013 r., 39% w 2014 r. oraz jej stopniowy spadek do 36.3% w 2022 r.
- Inwestycje w 2013 r. w wysokości 20 mln PLN oraz 12 mln dla dwóch kolejnych lat i 11 mln dla 2016 oraz 2017 r. w związku z budową fabryki w Radomiu oraz jej stopniową rozbudową.
- Ze względu na dobrą pozycję gotówkową oraz prognozowany przez nas cash flow operacyjny nie przewidujemy zaciągania przez spółkę kredytu na inwestycję w zakład w Radomiu.
- Zakładamy wypłatę dywidendy z zysku za 2012 oraz 2013 r. na poziomie 25% zysku netto, natomiast w kolejnych latach podwyższenie odsetku do 50%, a w dalszej perspektywie do 75% wraz z zakończeniem inwestycji, służących zwiększaniu mocy produkcyjnych.
- Zakładamy, że spółka do 2021 r. osiągnie 9 mln PLN korzyści podatkowych z inwestycji w Specjalnej Strefie Ekonomicznej (30% wartości inwestycji).

Wycena spółki metodą DCF

(mln PLN)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	>2021
sprzedaż	91	100	110	120	128	136	142	148	153	157	
EBIT (1-T)	16	18	20	22	24	25	26	27	28	29	
amortyzacja	5	7	8	8	8	8	9	9	9	9	
inwestycje	-25	-18	-12	-11	-11	-10	-10	-11	-11	-12	
zmiana kap.obrotowego	-4	-4	-4	-4	-3	-3	-3	-2	-2	-2	
FCF	-8	3	11	15	18	21	22	23	24	25	318
zmiana FCF	-215%	-136%	303%	35.1%	17.3%	17.6%	7.0%	5.4%	3.2%	2.5%	2.0%
dlug/kapitał	-33.5%	-28.5%	-25.7%	-23.1%	-20.9%	-19.8%	-18.7%	-17.8%	-17.0%	-16.3%	-17.0%
stopa wolna od ryzyka	3.2%	3.3%	3.4%	3.4%	3.5%	3.5%	3.7%	3.8%	3.8%	3.9%	4.0%
premia kredytowa	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
premia rynkowa	5.0%	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	1.0
koszt długu	5.2%	5.3%	5.4%	5.4%	5.5%	5.5%	5.7%	5.8%	5.8%	5.9%	6.0%
koszt kapitału	8.2%	8.3%	8.4%	8.4%	8.5%	8.5%	8.7%	8.8%	8.8%	8.9%	9.0%
WACC	9.6%	9.4%	9.4%	9.3%	9.3%	9.3%	9.4%	9.5%	9.5%	9.5%	9.7%
PV (FCF)	(7)	2	9	11	11	12	12	11	11	10	143
wartość DCF (mln PLN)	225	w tym wartość rezydualna				143					
dług netto	30										
wycena DCF (mln PLN)	255										
Liczba akcji (mln)	12.8										
wycena 1 akcji (PLN)	19.9										

Źródło: Millennium DM

Ze względu na duży wpływ zarówno rezydualnej stopy wzrostu, jak również rezydualnej stopy wolnej od ryzyka na poziom wyceny, prezentujemy także jej wrażliwość na te parametry.

Wrażliwość wyceny 1 akcji spółki na przyjęte założenia

PLN	stopa R _r rezydualna	rezydualna stopa wzrostu						
		0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%
	3.0%	19.8	19.6	20.4	21.3	22.4	23.7	25.3
	3.5%	18.2	18.9	19.6	20.4	21.4	22.5	23.8
	4.0%	17.7	18.2	18.9	19.9	20.4	21.4	22.5
	4.5%	17.2	17.7	18.3	18.9	19.6	20.5	21.4
	5.0%	16.7	17.2	17.7	18.3	18.9	19.7	20.5

Źródło: Millennium DM

Bazując na metodzie DCF szacujemy wartość 1 akcji spółki na 20.9 PLN.

Wycena porównawcza

Wycenę porównawczą przeprowadziliśmy względem zagranicznych spółek, produkujących przetworniki ciśnienia oraz czujników temperatury. Wartość spółki oszacowaliśmy w oparciu o wskaźniki: EV/EBITDA, EV/EBIT oraz P/E, którym przypisaliśmy równe wagi.

Wycena porównawcza do spółek zagranicznych

Spółka	Kraj	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
		2013p	2014p	2015p	2013p	2014p	2015p	2013p	2014p	2015p
EMERSON ELECTRIC CO	USA	8.7	8.0	7.8	10.4	9.5	8.8	15.6	14.1	13.1
ABB LTD-SPON ADR	Szwajcaria	8.5	7.6	-	10.4	9.3	8.7	13.5	11.6	-
SENSATA TECHNOLOGIES HOLDING MEASUREMENT SPECIALTIES INC	Holandia	12.7	11.0	14.0	14.1	12.3	-	14.7	12.3	-
GEFRAN SPA	USA	9.6	8.5	6.9	15.3	13.0	9.8	18.2	16.2	12.0
Yokogawa	Włochy	8.6	4.7	3.6	64.8	9.3	5.9	9.6	9.8	6.4
SHIBAURA ELECTRONICS CO LTD	Japonia	10.0	8.6	6.9	12.6	10.4	7.9	34.8	16.2	13.3
Mediana	Japonia	3.2	2.6	2.2	-	-	-	17.5	9.1	7.6
Mediana		8.7	8.0	6.9	13.3	10.0	8.7	15.6	12.3	12.0
Wyniki spółki (mln PLN)		24.8	29.0	32.0	19.6	22.2	24.5	16.3	19.6	21.7
Wycena na podstawie wskaźników (mln PLN)		236	252	244	280	241	235	255	241	260
Wycena (mln PLN)		249								
Wycena 1 akcji (PLN)		19.4								

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A.

Bazując na metodzie porównawczej wyceniamy 1 akcję spółki Aplisens na 19.4 PLN.

Wyniki finansowe spółki Aplisens

Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2011	2012	2013p	2014p	2015p	2016p
przychody netto	69.3	82.0	90.7	100.4	110.5	119.9
koszty wytworzenia	38.8	49.0	54.9	61.2	68.5	75.0
zysk brutto na sprzedaży	30.5	33.0	35.8	39.1	42.0	45.0
koszty sprzedaży	1.1	2.1	2.3	2.5	2.8	3.0
koszty ogólnego zarządu	12.7	12.9	14.0	14.4	14.8	15.1
zysk (strata) na sprzedaży	16.7	18.1	19.6	22.2	24.5	26.9
pozostała działalność operacyjna	-0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	20.0	21.8	24.8	29.0	32.0	34.7
EBIT	16.4	18.1	19.6	22.2	24.5	26.9
saldo finansowe	-2.1	0.8	0.6	0.6	0.9	1.3
zysk przed opodatkowaniem	14.3	18.8	20.2	22.9	25.4	28.1
podatek dochodowy	2.8	3.9	3.8	3.2	3.7	4.2
zysk netto	12.0	14.7	16.3	19.6	21.7	23.9
EPS	0.9	1.1	1.3	1.5	1.7	1.9

Bilans (mln PLN)

	2011	2012	2013p	2014p	2015p	2016p
aktywa trwałe	41.0	47.5	67.3	78.5	83.0	86.1
wartości niematerialne i prawne	2.8	4.7	4.5	4.3	4.1	4.0
rzeczowe aktywa trwałe	35.3	41.6	61.6	73.0	77.6	80.9
inwestycje długoterminowe	0.9	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
aktywa obrotowe	65.5	74.2	68.0	73.4	81.8	93.0
zapasy	18.2	23.4	25.8	28.3	30.9	33.6
należności	19.5	19.1	21.3	23.8	26.5	28.8
inwestycje krótkoterminowe	26.5	30.1	19.3	19.6	22.8	29.0
rozliczenia międzyokresowe	1.3	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
aktywa razem	106.5	121.7	135.3	151.9	164.9	179.2
kapitał własny	94.0	107.3	120.0	135.5	147.4	160.5
zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	12.1	14.4	15.3	16.4	17.5	18.7
rezerwy na zobowiązania	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
zobowiązania długoterminowe	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
zobowiązania krótkoterminowe	11.3	13.7	14.6	15.7	16.7	18.0
rozl. międzyokresowe i inne zobowiązania	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
pasywa razem	106.5	121.7	135.3	151.9	164.9	179.2
BVPS	7.3	8.4	9.3	10.5	11.5	12.5

Źródło: Prognozy Millennium DM

Cash flow (mln PLN)

	2011	2012	2013p	2014p	2015p	2016p
wynik netto	12.0	14.7	16.3	19.6	21.7	23.9
amortyzacja	3.7	3.7	5.2	6.7	7.5	7.9
zmiana kapitału obrotowego	-2.7	-1.3	-3.7	-4.0	-4.3	-3.7
gotówka z działalności operacyjnej	12.9	16.4	17.9	22.4	25.0	28.1
inwestycje (capex)	-6.8	-10.4	-25.0	-18.0	-12.0	-11.0
gotówka z działalności inwestycyjnej	-13.1	-10.4	-25.0	-18.0	-12.0	-11.0
wypłata dywidendy	-38.5	-3.2	-3.7	-4.1	-9.8	-10.8
emisja akcji	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
zmiana zadłużenia	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
gotówka z działalności finansowej	0.0	-3.2	-3.7	-4.1	-9.8	-10.8
FCF	6.1	6.6	-7.1	4.4	13.0	17.1
DPS	3.0	0.2	0.3	0.3	0.8	0.8
CEPS	1.2	1.4	1.7	2.1	2.3	2.5
FCFPS	0.5	0.5	-0.6	0.3	1.0	1.3

Wskaźniki (%)

	2011	2012	2013p	2014p	2015p	2016p
zmiana sprzedaży	15.9	18.4	10.6	10.6	10.1	8.6
zmiana EBITDA	34.7	8.5	13.9	16.9	10.4	8.6
zmiana EBIT	36.0	10.4	8.3	13.6	10.1	9.8
zmiana zysku netto	24.0	22.4	11.2	20.2	10.4	10.2
marża EBITDA	28.9	26.5	27.3	28.9	28.9	29.0
marża EBIT	23.6	22.0	21.6	22.2	22.1	22.4
marża netto	17.3	17.9	18.0	19.6	19.6	19.9
sprzedaż/aktywa (x)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
dług / kapitał własny	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
odsetki / EBIT	-12.7	4.2	3.1	2.9	3.8	4.8
stopa podatkowa	19.9	20.5	19.0	14.1	14.6	15.0
ROE	13.8	14.6	14.4	15.4	15.3	15.5
ROA	13.7	13.8	13.4	14.5	14.3	14.5
(dług) gotówka netto (mln PLN)	26.4	30.1	19.3	19.6	22.8	28.0

Źródło: prognozy Millennium DM

Departament Analiz

Marcin Materna, CFA
Doradca Inwestycyjny
+22 598 26 82
marcin.materna@millenniumdm.pl

Dyrektor
banki i finanse

Adam Kaptur
+48 22 598 26 59
adam.kaptur@millenniumdm.pl

Analityk
branża spożywcza, handel

Maciej Krefta
+48 22 598 26 88
maciej.krefta@millenniumdm.pl

Analityk
budownictwo i deweloperzy

Wojciech Woźniak
+48 22 598 26 58
wojciech.wozniak@millenniumdm.pl

Analityk
przemysł elektromaszynowy

Lukasz Siwek
+48 22 598 26 71
lukasz.siwek@millenniumdm.pl

Analityk
przemysł chemiczny

Piotr Nawrocki
+48 22 598 26 05
piotr.nawrocki@millenniumdm.pl

Analityk
budownictwo i górnictwo

Sprzedaż

Radosław Zawadzki
+22 598 26 34
radoslaw.zawadzki@millenniumdm.pl

Dyrektor

Arkadiusz Szumilak
+22 598 26 75
arkadiusz.szumilak@millenniumdm.pl

Marek Przytuła
+22 598 26 68
marek.przytula@millenniumdm.pl

Jarosław Oldakowski
+22 598 26 11
jaroslaw.oldakowski@millenniumdm.pl

Aleksandra Jastrzębska
+48 22 598 26 90
aleksandra.jastrzebska@millenniumdm.pl

Grażyna Mendrych
+48 22 598 26 26
grazyna.mendrych@millenniumdm.pl

Millennium Dom Maklerski S.A.
Ul. Żaryna 2A, Harmony Office Center IIIp
02-593 Warszawa Polska

Fax: +22 598 26 99 Tel. +22 598 26 00

Objaśnienia terminologii fachowej użytej w raporcie

EV - wycena rynkowa spółki + wartość długu odsetkowego netto
EBIT - zysk operacyjny
EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja
WNB - wynik na działalności bankowej
P/CE - stosunek ceny akcji do zysku netto na akcję powiększonego o amortyzację na akcję
P/E - stosunek ceny akcji do zysku netto na 1 akcję
P/BV - stosunek ceny akcji do wartości księgowej na 1 akcję
ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych
ROA - stopa zwrotu z aktywów
EPS - zysk netto na 1 akcję
CEPS - wartość zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
BVPS - wartość księgowa na 1 akcję
DPS - dywidenda na 1 akcję
NPL - kredyty zagrożone

Skala rekomendacji stosowana w Millennium Dom Maklerski S.A.

KUPUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 20% potencjał wzrostu
AKUMULUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 10% potencjał wzrostu
NEUTRALNIE - uważamy, że cena akcji spółki pozostanie stabilna (+/- 10%)
REDUKUJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o 10-20%
SPRZEDAJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o ponad 20%
Rekomendacje wydawane przez Millennium Dom Maklerski S.A. obowiązują 6 miesięcy od daty wydania, o ile wcześniej nie zostaną zaktualizowane. Millennium Dom Maklerski S.A. dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka.

Stosowane metody wyceny

Rekomendacja sporządzona jest w oparciu o następujące metody wyceny (wybrane 2 z 3):
Metoda DCF (model zdyskontowanych strumieni pieniężnych) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny przedsiębiorstw. Wadą metody DCF jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy, jak i jej otoczenia makroekonomicznego.
Metoda porównawcza (porównanie odpowiednich wskaźników rynkowych, przy których jest notowana spółka z podobnymi wskaźnikami dla innych firm z tej samej branży bądź branż pokrewnych) - lepiej niż metoda DCF odzwierciedla postrzeganie branży, w której działa spółka, przez inwestorów. Wadą metody porównawczej jest wrażliwość na dobór przyjętej grupy porównawczej oraz porównywanych wskaźników, a także wysoka zmienność wyceny w zależności od koniunktury na rynku. Metoda ROE-P/BV (model uzależniający właściwy wskaźnik P/BV od rentowności spółki) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny banków. Wadą tej metody jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy (zyskowość, efektywność), jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

Powiązania Millennium Dom Maklerski S.A. ze spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu.

Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora rynku dla spółek: Aplisens, Ciech, Sygnity, Wielton, Skyline, Hawe, Mieszko, PGE. Millennium Dom Maklerski S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy pełnił funkcję oferującego w trakcie oferty publicznej dla akcji spółek: Ciech, Gastel-Żurawie, Enel-Med od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Millennium TFI S.A., spółka zależna Millennium Dom Maklerski S.A., posiada 6.45% akcji, Projprzem S.A., 5.79% akcji Burech S.A. oraz 6.63% akcji Rainbow Tours S.A. Pominięciem Millennium Dom Maklerski S.A., a spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie Informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów, które byłyby znane sporządzającemu niniejszą rekomendację inwestycyjną.

Pozostałe informacje

Nadzór nad Millennium Dom Maklerski S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Osoba lub osoby wskazane w prawym dolnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji sporządziły rekomendację, informacja o stanowiskach osób sporządzających jest zawarta w górnej części ostatniej strony niniejszej publikacji. Data wskazana w prawym górnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji jest datą sporządzenia oraz datą pierwszego udostępnienia. Nie wystąpiły istotne zmiany w stosunku do poprzedniej rekomendacji dotyczące metod i podstaw wyceny przyjętych przy ocenie instrumentu finansowego lub emitenta instrumentów finansowych oraz projekcji cenowych zawartych w rekomendacji chyba, że zostało to wyraźnie zaznaczone w treści rekomendacji. Niniejsza publikacja została przygotowana przez Millennium Dom Maklerski S.A. wyłącznie na potrzeby klientów Millennium Dom Maklerski S.A., nie stanowi reklamy ani oferowania papierów wartościowych, może być ona także dystrybuowana za pomocą środków masowego przekazu, na podstawie każdorazowej decyzji Dyrektora Departamentu Doradztwa i Analiz. Rozpowszechnianie lub powielanie niniejszego materiału w całości lub w części bez pisemnej zgody Millennium Dom Maklerski S.A. jest zabronione. Niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii. Niniejsza publikacja została przygotowana z zachowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty uznane za wiarygodne, jednak Millennium Dom Maklerski S.A. nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania publikacji były wszelkie informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne i znane sporządzającemu do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Millennium Dom Maklerski S.A. bez uzgodnień ze spółką będącą przedmiotem rekomendacji ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nieaktualne. Millennium Dom Maklerski S.A. nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się. Inwestowanie w akcje spółki (spółek) wymienionych w niniejszej analizie wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych, ryzykiem stóp procentowych, których wyeliminowanie jest praktycznie niemożliwe. Treść rekomendacji nie była udostępniona spółce będącej przedmiotem rekomendacji przed jej opublikowaniem. Aktualizacja niniejszego raportu dokonywana jest w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka. Millennium Dom Maklerski S.A. może świadczyć usługi na rzecz firm, których dotyczą analizy. Millennium Dom Maklerski S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie analitycznym.

Struktura rekomendacji Millennium DM S.A. w IV kwartale 2012 roku

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	5	21%
Akumuluj	9	38%
Neutralnie	9	38%
Redukuj	1	4%
Sprzedaj	0	0%

Struktura rekomendacji dla spółek, dla których Millennium DM S.A.

świadczył usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej*		
Kupuj	1	20%
Akumuluj	3	60%
Neutralnie	1	20%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	0	0%

*ostatnie 12 miesięcy, łącznie ze spółkami, dla których MDM S.A. pełni funkcję animatora