



23 listopada 2009

Komentarz specjalny



Przemysł

Polska

Jakub Szkopek  
(48 22) 697 47 40  
jakub.szkopek@dibre.com.pl

# Grupa Apator

APOR.WA; APT.PW

Wyniki 3Q2009

## Obecna cena 15,98 PLN

W trzecim kwartale 2009 roku Spółka wypracowała przychody ze sprzedaży na poziomie 90,0 mln PLN i były one niższe o 12,6% r/r. Największy spadek odnotowany został w segmencie aparatury łącznikowej (14,8%), która najbardziej odczuła obecnie osłabienie koniunktury gospodarczej. Z kolei segment aparatury pomiarowej spadł o 11,7%, głównie z powodu odłożenia w czasie nowych i odtworzeniowych inwestycji. Spółka w omawianym okresie znacząco zwiększyła wielkość przychodów ze sprzedaży płynących z eksportu (wzrost eksportu o 14,6% r/r). Wyniki sprzedaży za trzeci kwartał wskazywać mogą, że Apator najgorsze ma już za sobą. Trzeci kwartał, tak jak w poprzednich latach okazał się najbardziej dochodowy w roku, co sygnalizuje zmianę dotychczasowego trendu. Spółka zwiększyła rentowność zysku brutto ze sprzedaży w niemalże wszystkich segmentach skutkiem sprzyjającej sytuacji makroekonomicznej (słaba złotówka względem dolara i euro, słaby dolar względem euro, niższe niż rok wcześniej ceny ropy i metali kolorowych). Zysk operacyjny w 3Q2009 spadł o 30,3% r/r, a EBITDA o 24,2% r/r. Marże EBIT i EBITDA spadały odpowiednio o 4,9 pp r/r i 2,7 pp r/r. Było to efektem wyższych niż rok wcześniej kosztów sprzedaży (16,3% r/r) i ogólnego zarządu (7,8% r/r). Zysk netto w trzecim kwartale 2009 roku był o 27,0% niższy niż rok wcześniej. Na wynik przede wszystkim wpływały transakcje zabezpieczające (+1,5 mln PLN) i koszty kredytów (0,7 mln PLN). Zarząd zapowiada, że czwarty kwartał może przynieść jeszcze większe przychody ze sprzedaży niż te odnotowane w trzecim kwartale. Jest to efektem przesunięcia w czasie zamówień płynących na produkty Spółki. W kolejnym roku zarząd spodziewa się przychodów w wysokości 400 mln PLN i zysku netto przekraczającego 40 mln PLN. Wartości takie implikują wskaźnik P/E na poziomie 13,6, a EV/EBITDA na poziomie 7,1. Spółka rozważa umorzenie 19-sto procentowego pakietu akcji będącego w posiadaniu spółki zależnej Apator Mining, ale na razie brak jest konkretnych postanowień w tej sprawie. Jeśli umorzenie doszłoby do skutku, wówczas wskaźniki uległyby obniżeniu do odpowiednio P/E 11,1 i EV/EBITDA 5,8. W dniu 4 grudnia 2009 roku planowana jest wypłata zaliczki dywidendy za 2009 rok w wysokości 0,20 PLN na akcję.

## Wyniki 3Q2009

Przychody ze sprzedaży w 3Q2009 były niższe o 12,6% r/r w porównaniu do analogicznego okresu roku poprzedniego. Wpływ na to miały spadki sprzedaży w segmentach aparatury pomiarowej o 11,7% r/r i aparatury łącznikowej o 14,8%. W segmencie aparatury pomiarowej istotny wpływ na spadek przychodów miało przełożenie w czasie decyzji inwestycyjnych w obszarze infrastruktury i energetyki. Z kolei w przypadku aparatury łącznikowej główny wpływ na obniżenie przychodów miał spadek koniunktury gospodarczej zarówno na rynkach krajowych jak i zagranicznych. W trzecim kwartale Spółka zanotowała spadek zysku operacyjnego o 30,3% r/r oraz spadek wartości EBITDA o 24,2%. Marże zysku operacyjnego spadły o 4,9 pp r/r, a EBITDA o 2,7 pp r/r. Na spadek poziomu marży EBIT i EBITDA swój wpływ miało istotne obniżenie sprzedaży w segmencie aparatury łącznikowej (-14,8% r/r) oraz wzrost kosztów sprzedaży (16,3% r/r) i kosztów ogólnego zarządu (7,8% r/r). Wynik netto w trzecim kwartale 2009 spadł o 27,0% r/r. Na jego poziom pozytywnie wpływała wycena kontraktów terminowych (+1,5 mln PLN), natomiast negatywnie odsetki od kredytów i pożyczek (-0,7 mln PLN).

## Skrócony rachunek zysków i strat Grupy Apator

(mln PLN)	2008	1-3Q2008	1-3Q2009	zmiana	3Q2008	3Q2009	zmiana	Prognoza zarządu 2009	Realizacja prognozy
Przychody ze sprzedaży	356,2	256,5	266,3	3,8%	102,9	90,0	-12,6%	360	74,0%
Aparatura pomiarowa	229,9	164,2	181,8	10,7%	70,3	62,1	-11,7%	-	-
Aparatura łącznikowa	122,7	89,7	82,1	-8,5%	31,8	27,1	-14,8%	-	-
Pozostałe	3,6	2,7	2,4	-8,5%	0,8	0,8	4,5%	-	-
EBIT	56,5	36,6	36,3	-0,8%	17,7	12,3	-30,3%	-	-
marża EBIT	15,9%	14,3%	13,6%		17,2%	13,7%		-	-
EBITDA	70,5	46,9	47,6	1,6%	21,3	16,2	-24,2%	-	-
marża EBITDA	19,8%	18,3%	17,9%		20,7%	18,0%		-	-
Zysk netto	21,3	27,6	19,2	-30,4%	13,1	9,5	-27,0%	32	60,0%

Źródło: Apator, DI BRE Banku

W nowej, aktualnej prognozie zarządu, Spółka zapowiada osiągnięcie 360 mln przychodów ze sprzedaży i 32 mln zysku netto na koniec 2009 roku. To oznaczałoby, że w czwartym kwartale Spółka wypracuje 94 mln PLN przychodów ze sprzedaży, czyli o 4 mln PLN więcej niż w trzecim kwartale 2009. Jest to możliwe na skutek przesunięcia części zamówień na koniec roku. Uważamy również, że bardzo prawdopodobne będzie wypełnienie prognozy dotyczącej zysku netto na koniec roku. Spółka oprócz wyniku z działalności kontynuowanej planuje również sprzedaż części majątku w spółkach zależnych. Zysk netto w wyniku operacji jednorazowych zostanie powiększony o kwotę 1 mln PLN.

Zarząd planuje, że sprzedaż w 2010 roku osiągnie poziom 400 mln PLN (11,1% r/r), a zysk netto więcej jak 40 mln PLN (25% r/r). W przypadku zysku netto byłoby to możliwe na skutek niższych kosztów wynikających z transakcji zabezpieczających. W 1-3Q2009 ujemny wynik na kontraktach terminowy wyniósł 7,9 mln PLN.

### Potencjalne umorzenie akcji

Zarząd rozważa umorzenie 19-sto procentowego pakietu akcji (6,6 mln sztuk) będącego w posiadaniu spółki zależnej Apator Mining. Obecnie akcje są przedmiotem sporu pomiędzy Spółką, a akcjonariuszami mniejszościowymi. Różnice zdań dotyczą posiadania przez spółkę zależną prawa do dywidend. Sprawa obecnie znalazła się przed wymiarem sprawiedliwości, ale sąd pierwszej instancji odrzucił sprzeciw akcjonariuszy mniejszościowych, którym przysługuje prawo do odwołania.

Akcjonariusze większościowi preferują umorzenie omawianego pakietu akcji niż jego sprzedaż. Zarząd zapowiada, że ostateczna decyzja o dalszym losie akcji zostanie podjęta do końca roku.

### Analiza porównawcza dla Grupy Apator

	P/E 2008	P/E 2009P	P/E 2010P	EV/EBITDA 2008	EV/EBITDA 2009P	EV/EBITDA 2010P
Crompton Graves	8,1	21,3	18,5	4,1	13,0	11,4
Havells India	-	52,5	10,8	6,4	9,1	6,4
Hioki E&E	20,5	-	132,7	5,9	35,2	11,7
Meidensha	-	185,9	93,0	10,0	15,6	12,1
Osaki Electric	28,5	23,6	17,7	6,7	8,9	7,7
TDK	-	117,0	50,6	15,8	7,1	6,3
Wasion Group Holdings	4,7	16,0	12,2	3,4	13,8	10,3
Yokogawa Electric	-	-	175,4	6,2	17,2	10,6
<b>Mediana</b>	<b>14,3</b>	<b>38,1</b>	<b>34,6</b>	<b>6,3</b>	<b>13,4</b>	<b>10,4</b>
Apator	12,8	16,3	12,1	6,2	9,5	8,8
Apator (prognoza zarządu)	12,8	17,4	13,6	6,2	8,6	7,1
Apator (prognoza zarządu po umorzeniu akcji)	12,8	17,4	11,1	6,2	8,6	5,8

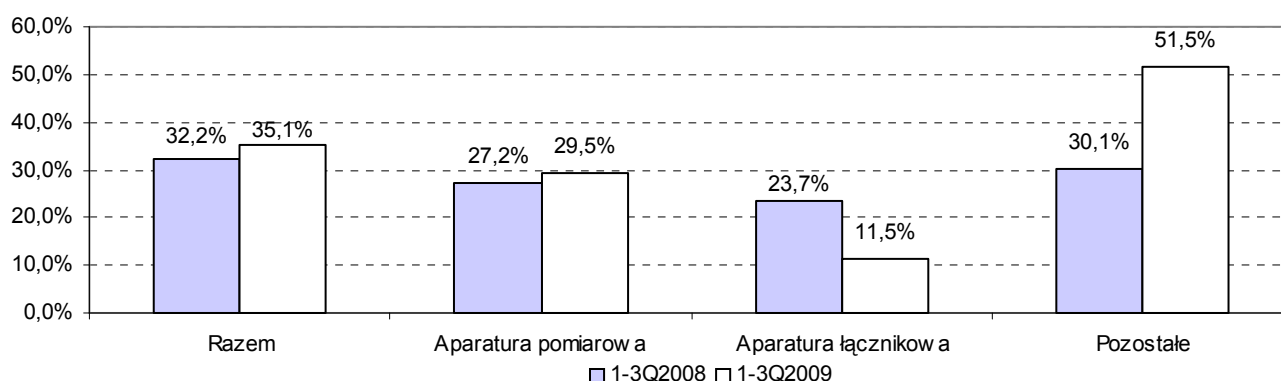
Źródło: Apator, DI BRE Banku

Analiza porównawcza wskazuje, że Grupa Apator jest znacznie słabiej wyceniana przez rynek niż spółki z branży. W 2009 roku prognozowany wskaźnik P/E wynosi 16,3, natomiast w 2010 roku 12,1. Wskaźnik EV/EBITDA w 2009 roku szacowany jest na 9,5, natomiast w 2010 roku na 8,8. Jeśli weźmiemy pod uwagę prognozę Zarządu dotyczącą wyników na 2010 rok i potencjalne umorzenie akcji będących w posiadaniu spółki zależnej Apator Mining to wskaźniki na 2010 rok można szacować na 11,1 w przypadku P/E i 5,8 w przypadku EV/EBITDA.

### Rentowność segmentów

W trzech kwartałach narastająco marże zysku ze sprzedaży brutto uległy poprawie we wszystkich segmentach (aparatury pomiarowej wzrost o 2,3pp i pozostałych 21,4pp) za wyjątkiem aparatury łącznikowej (spadek o 12,2pp). W sumie marża ze sprzedaży brutto zwiększyła się z 32,2% w 1-3Q2008 do 35,1% w 1-3Q2009.

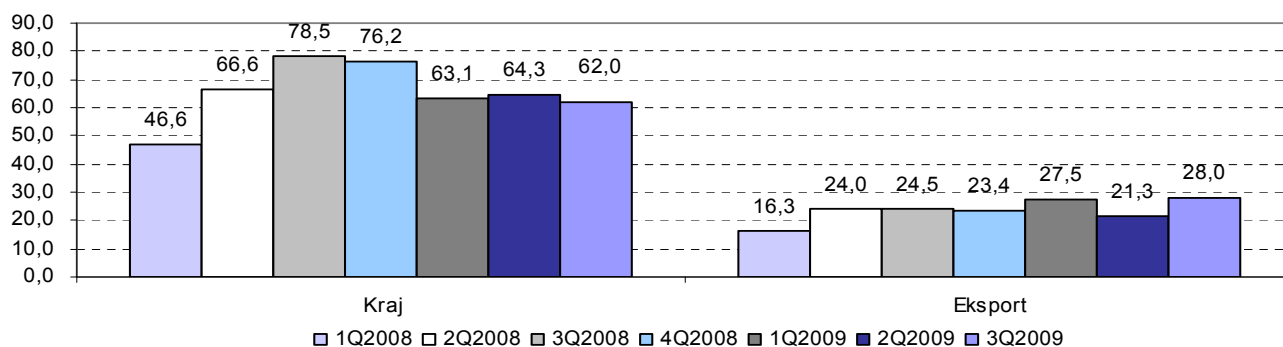
### Marża zysku ze sprzedaży brutto w poszczególnych segmentach operacyjnych grupy Apator



Źródło: Apator, DI BRE Banku

W trzecim kwartale 2009 roku przychody z eksportu towarów i usług wyniosły 31,1% przychodów ogółem, natomiast w 1-3Q2008 eksport był na poziomie 28,9%. Rosnącej wartości sprzedaży eksportowej sprzyja niska wartość złotówki do euro, oraz poprawa koniunktury na rynkach zagranicznych.

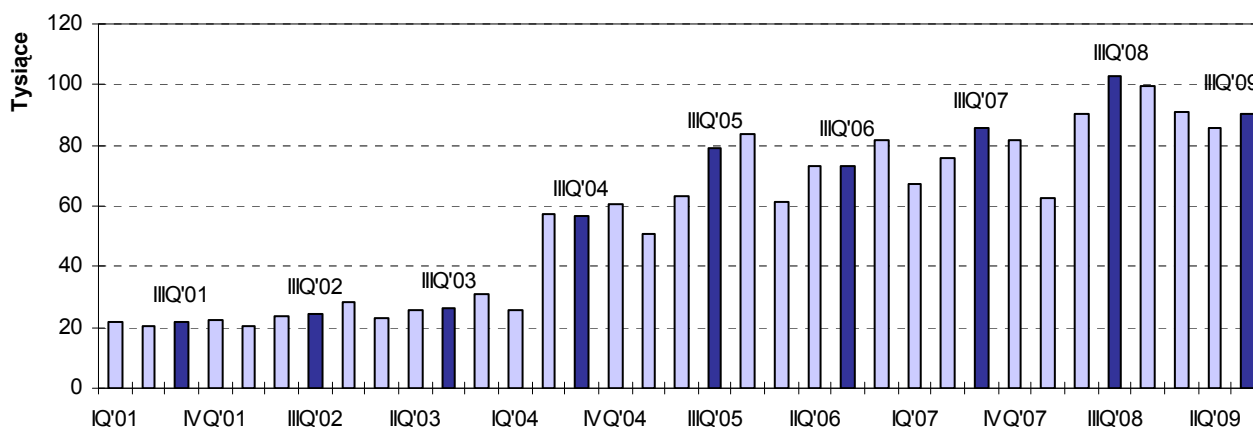
## Struktura sprzedaży Grupy Apator ze względu na przychody krajowe i zagraniczne



Źródło: Apator, DI BRE Banku

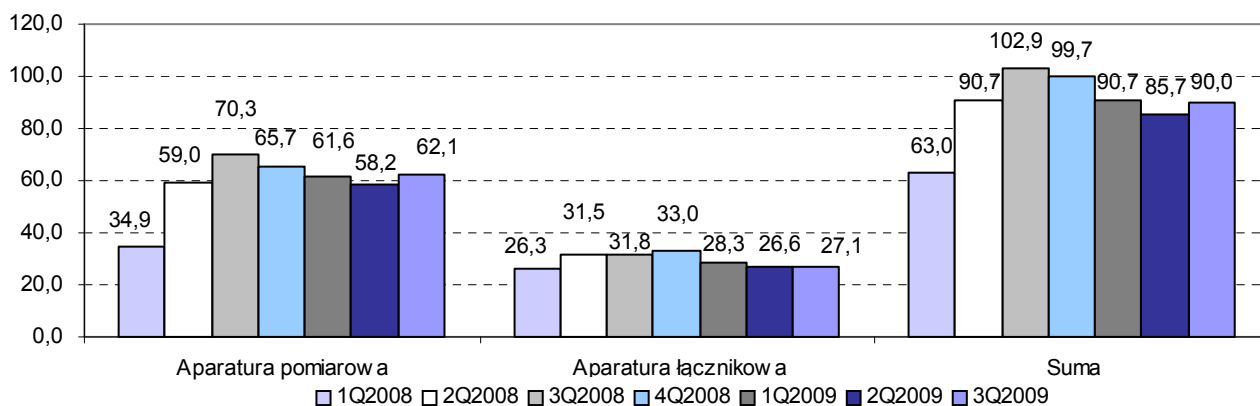
Wyniki sprzedaży Grupy Apator wskazywać mogą, że spółka wychodzi z okresu dekonunktury. Wyniki historyczne wskazują, że najbardziej dochodowym okresem w roku jest trzeci kwartał. W obecnym roku, na skutek przesunięcia części zamówień na koniec roku, okazać się może, że czwarty kwartał przewyższy wartością sprzedaży poprzedni okres sprawozdawczy.

## Kwartalne przychody ze sprzedaży Grupy Apator



Źródło: Apator, DI BRE Banku

## Kwartalne przychody Grupy Apator w podziale na segmenty



Źródło: Apator, DI BRE Banku

## Makroekonomia i segmenty spółki

Koniunktura na produkty oferowane w ramach grupy jest zależna od kilku czynników. Przede wszystkim wpływa na nią koniunktura na inwestycje odtworzeniowe dokonywane w gospodarce mieszkaniowej, komunalnej i przemyśle, ale także na nowe inwestycje podejmowane w budownictwie i infrastrukturze.

### Aparatura łącznikowa

Na terenie kraju na koniunkturę w segmencie aparatury łącznikowej duży wpływ ma kondycja w budownictwie i produkcji przemysłowej. W okresie od stycznia do sierpnia 2009 sprzedaż produkcji budowlano-montażowej wprawdzie wzrosła o 3,9% względem analogicznego okresu roku poprzedniego, ale budowa budynków spadła o 4,6% w tym samym okresie.

Również zmniejszyła się ilość nowych projektów. Liczba pozwoleń na budowę w październiku spadła o 33% r/r i 16,4 m/m. Kiepska koniunktura w budownictwie ma wpływ na spadek popytu na aparaturę łącznikową wewnątrz kraju. Segment dystrybucji aparatury elektrycznej w 2009 roku odczuwał wyraźne spowolnienie, również spadek popytu został odnotowany w kanale dystrybucji hurtowej. W pierwszych trzech miesiącach 2009 roku segment aparatury łącznikowej spadł o 8,5% r/r.

W przyszłości na wyniki segmentu pozytywnie powinna wpływać lepsza sytuacja finansowa dystrybutorów energii elektrycznej. Wzrost energii w 2009 roku (26,4%) przełożył się na większe marże operacyjne dystrybutorów energii, którzy sprzedawany prąd kupowali po cenach zakontraktowanych w 2008 roku. Środki finansowe będące w ich posiadaniu mogą się przełożyć na nowe inwestycje w energetyce, co z pewnością łączyłoby się z zapotrzebowaniem na produkty aparatury łącznikowej. Największymi odbiorcami aparatury łącznikowej w krajach Unii Europejskiej były Szwecja, Węgry i Estonia. Natomiast poza krajami UE największą produkcję produktów trafiało do Serbii i na Ukrainę. Poprawa koniunktury gospodarczej na świecie powinna bezpośrednio przełożyć się na zapotrzebowanie na produkty łącznikowe, gdyż energetyka jest branżą, która rozwija się wraz ze wzrostem krajowego bogactwa. Zarząd zamierza szczególnie uważnie przyglądać się tym krajom w których istnieje możliwość potencjalnych inwestycji związanych z elektryfikacją. W przypadku Serbii inwestycje związane są z projektami energetycznymi przeprowadzanymi po wojnie w byłej Jugosławii, a w przypadku Ukrainy swój wpływ mają nakłady inwestycyjne ponoszone na rozbudowę infrastruktury w związku z planowanymi mistrzostwami EURO 2012. Dotychczas jednym z atrakcyjniejszych rynków zbytu dla aparatury łącznikowej była Rosja. Dotkliwie osłabienie koniunktury gospodarczej w tym kraju sprawiło jednak, że zarówno odnotowano mniejszy popyt na produkty jak i zwiększyło się ryzyko regulacji należności przez rosyjskich partnerów. Spółka nie zamierza jednak rezygnować z tego rynku i w przyszłości spodziewa się zmiany.

### **Aparatura pomiarowa i systemy pomiarowe (energia)**

Segment aparatury pomiarowej jest dla spółki najbardziej perspektywiczny i Zarząd wiąże z nim największe nadzieje. W kraju sprzedaż liczników pomiarowych odbywa się na stabilnym poziomie. Nieznaczny spadek popytu na liczniki został spostrzeżony w ciągu ostatniego roku w wyniku obniżenia koniunktury gospodarczej i odłożenia w czasie inwestycji nowych i odtworzeniowych. Spółka przyznaje, że na rynku miały miejsce duże wahania i zmiany popytu w poszczególnych miesiącach. W Polsce segment oprogramowania do zarządzania informacją o dystrybucji i pomiarach rośnie corocznie w średnim tempie 15%, natomiast segment systemów zdalnego odczytu (woda, ciepło, energia elektryczna) wzrasta corocznie w granicach 100%. Inwestycje w systemy monitorowania od pewnego czasu zapowiadają spółki energetyczne. Na razie jednak brak jest konkretnych zamówień kierowanych z ich strony. Spodziewać się jednak można, że w niedalekiej przyszłości, ze względu na wyżej wspomnianą poprawę płynności, spółki te zdecydują się na wprowadzenie takich systemów. Zarząd oczekuje obecnie przetargów na systemy multimedialne dla spółek Energia i Enea. Na rynku urządzeń pomiarowych odczuwalna jest spora konkurencja. Ceny urządzeń pomiarowych w Polsce są na nieco wyższym poziomie niż za granicą, ale ulegają one stopniowej konwergencji. Znaczącym zagrożeniem są urządzenia produkowane na terenie Chin i Indii, które powoli dorównują swoją jakością produktom Apatora. Zarząd w swoich wypowiedziach twierdzi, że wciąż mierniki oferowane przez Spółkę są konkurencyjne do tych produkowanych na dalekim wschodzie. W kolejnym roku Zarząd ujawnia, że dystrybutor energii elektrycznej Energa planuje wymianę 0,1 mln liczników energii. Spółka Apator także zamierza uczestniczyć w tej wymianie. Ponadto w latach 2010-2017 na terenie kraju planowana jest wymiana tradycyjnych liczników indukcyjnych na liczniki „smart meters” (około 14 mln sztuk). Całość projektu szacowana jest na 7 600 mln PLN, a Zarząd ocenia, że udział Spółki w projekcie mógłby sięgnąć 30%.

Istotną przewagą w sprzedaży aparatury pomiarowej jest dostarczanie własnego systemu do zarządzania informacją o dystrybucji i pomiarach. Często kontrahent dostarczający system może uzgodnić, że urządzenia pomiarowe zastosowane w systemie będą tej samej marki co system. Wówczas wraz z dostawą systemu uzyskuje się rynek zbytu na urządzenia pomiarowe. W Grupie Apator za projektowanie i wdrażanie systemów do zarządzania informacją o dystrybucji i pomiarach odpowiada spółka zależna Apator Rector. Dzięki temu spółka jest w stanie świadczyć kompleksowe usługi na budowę i modernizację systemów pomiarowych.

Obecnie Spółka na rynkach międzynarodowych poszukuje kontrahentów z krajów, gdzie ma miejsce elektryfikacja bądź istotna modernizacja systemów energetycznych. Dużym potencjałem cechują się niektóre kraje Afrykańskie, które zniszczone przez wojnę odbudowują swoją infrastrukturę. Płatności z tych krajów często są gwarantowane lub bezpośrednio finansowane przez Bank Światowy, lub znacząca część zapłaty jest regulowana w postaci zaliczki. To sprawia że umowy są szczególnie atrakcyjne. Spółka w ciągu ostatnich trzech kwartałów dostarczała system monitorowania dla Burundi oraz liczniki wraz systemem dla Sierra Leone. A obecnie stara się pozyskać podobne umowy (Malawi, Ruanda). Średnio liczniki indukcyjne są legalizowane co 8 lat, natomiast ich średnia długość życia wynosi 16 lat.

### **Liczniki ciepła**

Ciepłomierze w znaczącej mierze są kierowane na rynek krajowy. Jest to wynikiem tego, że w Europie nie ma wiele miast, które posiadają zintegrowane systemy dostarczania ciepła (Warszawa, Moskwa największe). Na rynki zagraniczne ciepłomierze kierowane są do takich krajów jak Włochy, czy Wielka Brytania, gdzie wykorzystywane są w systemach klimatyzacji. W bieżącym roku zauważyć można spadek popytu na liczniki ciepła na rynku krajowym. Jest to efektem przesunięcia w czasie inwestycji dokonywanych w przemyśle i ciepłownictwie.

Segment ciepłomierzy podzielić można na dwie grupy. Pierwsza związana jest z urządzeniami do dużych przepływów i na ogół pracują one w węzłach ciepłowniczych i należą do przedsiębiorstw ciepłowniczych. Druga grupa związana jest z ciepłomierzami mieszkaniowymi i na ogół należą do spółdzielni mieszkaniowych, indywidualnych inwestorów, bądź deweloperów.

### **Liczniki wody**

Na rynku krajowym ma miejsce wymiana tradycyjnych liczników wody na nowocześniejsze liczniki ze zdalnym odczytem. Ma to miejsce w przedsiębiorstwach wodociągowych, wspólnotach mieszkaniowych, jak i spółdzielniach. Rynek wodomierzy w Polsce szacuje się na 2 mln sztuk rocznie, z tego 0,3 mln przypada na spółkę zależną Powgaz, a 1,3 mln jest importowanych. Zarząd zamierza znacznie zwiększyć wolumen sprzedawanych wodomierzy kosztem tych pochodzących z importu.

Bardzo perspektywiczny wydaje się rynek zintegrowanych systemów zdalnego odczytu zużycia wody dla spółdzielni mieszkaniowych, które chcą w ten sposób zmniejszyć ilość wody konsumowanej nielegalnie (obecnie woda jest najczęściej przedmiotem kradzieży spośród mediów).

Liczniki wody były głównie eksportowane do takich krajów jak Francja, Niemcy, Rumunia, Serbia i Białoruś.

Wodomierze średnio wymagają legalizacji co 5 lat, a czego średnio wodomierz nie dożywa drugiej legalizacji (10 lat).

W przyszłości Zarząd nie wyklucza wzmocnienia grupy Powgazu o spółki mogące pomóc w projektowaniu i dostarczaniu kompleksowych projektów dotyczących systemów do zarządzania informacją o dystrybucji.

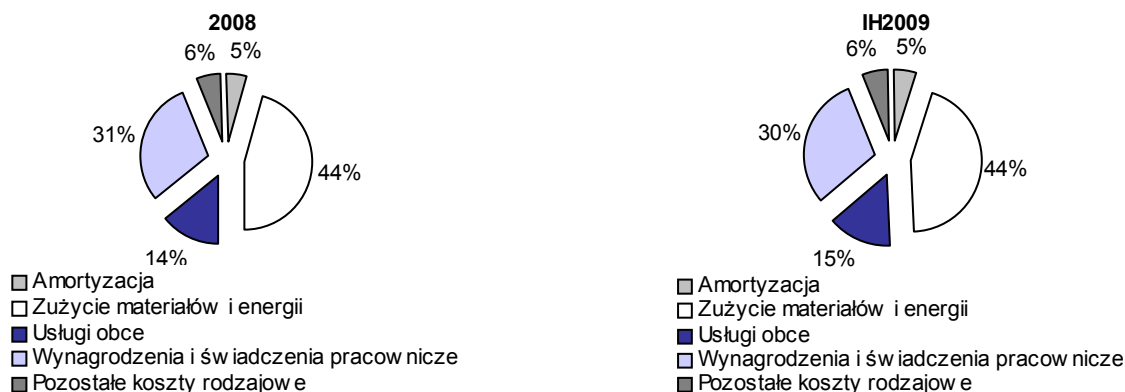
## Gazomierze

Na rynku krajowym sprzedaż gazomierzy w pierwszych trzech kwartałach bieżącego roku była niższa niż w roku ubiegłym. Było to głównie spowodowane spadkiem koniunktury gospodarczej i przesunięciem w czasie inwestycji odtworzeniowych. Dużo lepiej miała się sprzedaż eksportowa, która trafiała do takich krajów jak Dania, Holandia, Włochy, Austria, Niemcy, Ukraina, Turcja, czy Rosja. Obecnie Zarząd twierdzi, że jest o krok od podpisania sporego kontraktu na dostawę gazomierzy do Rosji, lecz jak na razie szczegóły nie są znane.

## Czynniki mające wpływ na wyniki finansowe Grupy Apator

Około 44% kosztów wytworzenia produktów w Grupie Apator stanowi zużycie materiałów i energii potrzebnych do produkcji. Na drugim miejscu z 30% udziałem plasują się koszty wynagrodzeń i świadczeń pracowniczych.

### Struktura kosztów grupy Apator



Źródło: Apator, DI BRE Banku

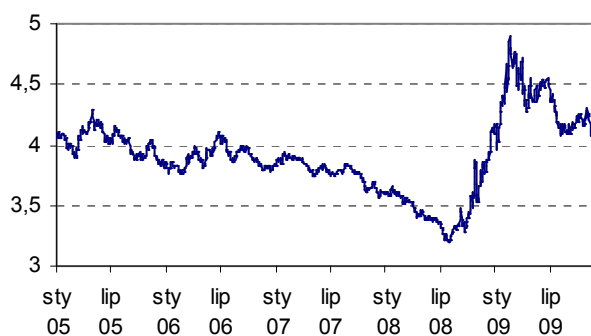
Spółka część swoich materiałów importuje z zagranicy (15,8% wartości kosztów materiałów i energii). Około 72% wartości importu stanowią transakcje wyrażone w EUR, natomiast 25% wynoszą transakcje w USD. Z kolei eksport gotowych produktów i materiałów w znaczącej mierze jest wyrażony w EUR (98%). Dla Spółki sprzyjająca jest więc sytuacja, gdy wartość EUR wyrażona w PLN jest wysoka, a wartość USD wyrażona w PLN jest niska.

### Wartość importu i eksportu w 1-3Q2009 w Grupie Apator wyrażona w PLN



Źródło: Apator, DI BRE Banku

**Notowania EUR/PLN**



**USD/PLN**



Źródło: DI BRE Banku

**Notowania EUR/USD**

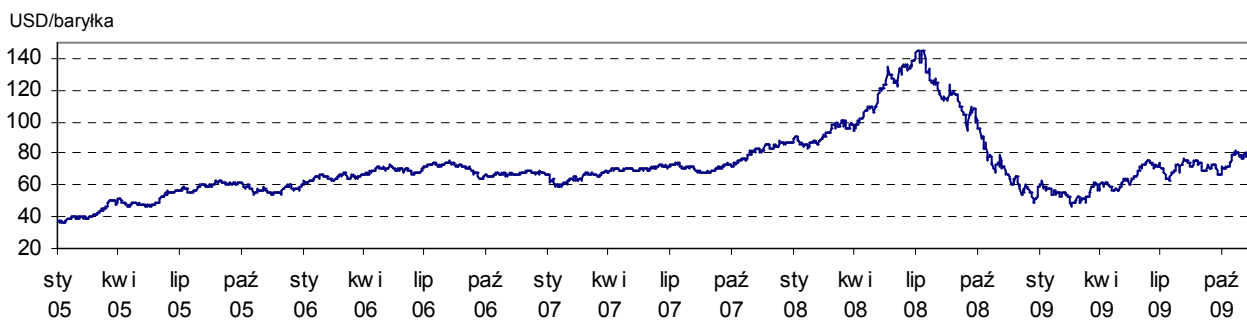


**Ceny miedzi na LME (USD)**



Źródło: DI BRE Banku

**Notowania ropy naftowej na świecie**



Źródło: DI BRE Banku



## Profil Spółki

Spółka działa w obszarach systemów i aparatury pomiarowej oraz aparatury łącznikowej. Segment pomiarowy zapewnia kompleksową obsługę w zakresie opomiarowania i odczytu mediów. Urządzenia Spółki Apator umożliwiają odczyt zużycia nośników energii w tym: energii elektrycznej (przedpłatowe i kredytowe liczniki energii), ciepła, gazu, wody oraz temperatury). Systemy i produkty oferowane przez Spółkę pozwalają na opomiarowanie wszystkich wymienionych nośników energii, zdalny odczyt, oraz przekazywanie i wizualizację danych. W ramach segmentu aparatury łącznikowej Grupa dostarcza urządzenia do bezpiecznego łączenia i rozłączania obwodów elektrycznych. Spółki działające w segmencie aparatury łącznikowej posiadają silną pozycję i wieloletnie doświadczenie oraz w przeciwieństwie do segmentu aparatury pomiarowej prowadzą one działalność w niezależnych segmentach rynków.

## Grupa kapitałowa:

### Apator S.A.

Apator S.A. jest jednostką dominującą w grupie i działalnością obejmuje projektowanie, produkcję i sprzedaż systemów oraz produktów aparatury pomiarowej i łącznikowej. Spółka sprzedaje swoje produkty na rynku krajowym i zagranicznym, z czego większość eksportu stanowi aparatura łącznikowa. Podstawowymi produktami Spółki są LEWsystem Apator (system przekazywania danych dotyczących zużycia energii), przedpłatowe systemy energii elektrycznej (z góry zakupuje się i opłaca dane media), ograniczniki przepięć, aparaty ARS (rozłączniki izolacyjne bezpiecznikowe), PBS (podstawy bezpiecznikowe listwowe), RBK (rozłączniki izolacyjne bezpiecznikowe) oraz łączniki 4G (łączniki krzywkowe).

### FAP PAFAL

Działalność podmiotu polega na projektowaniu, produkcji i sprzedaży indukcyjnych i elektronicznych liczników energii elektrycznej. Spółka sprzedaje swoje produkty na rynku krajowym jak i zagranicznym.

### Apator METRIX S.A.

Spółka produkuje i sprzedaje gazomierze miechowe do gospodarstw domowych i przemysłowych. Spółka świadczy również usługi związane z legalizacją i serwisem będących w użytku gazomierzy. Produkty spółki kierowane są na rynek krajowy jak i zagraniczny.

### Apator Rector Sp z o.o.

Przedmiotem działalności podmiotu jest produkcja, dostarczanie i wdrażanie rozwiązań informatycznych służących do ewidencji oraz zarządzania dystrybucyjnymi sieciami branżowymi. Spółka buduje kompleksowe rozwiązania informatyczne dla dostawców mediów (energetyka, gazownictwo, przedsiębiorstwa wodociągów, kanalizacji oraz energetyki ciepłej), jak również dla telekomunikacji ratownictwa i administracji samorządowej. Szczególną cechą oferowanych systemów jest rozszerzenie funkcjonalności poprzez wzbogacenie opisu o informacje przestrzenną GIS, co jest znacznym ułatwieniem w interpretacji i prezentacji danych. Kompleksowe systemy do ewidencji i zarządzania dystrybucyjnymi sieciami branżowymi są obecnie szeroko implementowane w krajach rozwiniętych i gdzie występuje niebezpieczeństwo użytkowania energii bez ewidencji. Pozwalają zbilansować wpływy i wpływy mediów w systemie i wychwycić abonentów konsumujących media bez zapłaty.

### Apator Powgaz S.A.

Spółka zajmuje się produkcją i sprzedażą wodomierzy oraz ciepłomierzy mieszkaniowych i przemysłowych. Oprócz tego spółki zależne kompletują i legalizują rozłączone oraz kompaktowe ciepłomierze, produkują i legalizują czujniki temperatury, oraz świadczą usługi w zakresie legalizacji wtórnej. Ponadto świadczone są usługi w zakresie montażu i uruchamiania sieci zdalnego odczytu ciepłomierzy oraz w zakresie rozbiórki zużytych wodomierzy mieszkaniowych. W ramach spółki Telemetry Sp z o.o. (spółka zależna Powgazu S.A.) produkowane są systemy aplikacji informatycznych dotyczących odczytywania i transmitowania danych z dowolnego typu ciepłomierzy, wodomierzy, liczników energii elektrycznej oraz węzłowych urządzeń zarządzających.

Spółka weszła do grupy Apator w kwietniu 2008 roku w wyniku przejęcia za 70,2 mln PLN. W ciągu ostatniego roku, była spółka pracownicza przeszła istotny proces restrukturyzacji w wyniku którego liczba osób w grupie zmniejszyła się z 506 na koniec września 2008 do 388 na koniec 3Q2009. Zarząd wciąż spostrzega możliwości redukcji kosztów w spółce zależnej.

### Apator Mning Sp z o.o.

Spółka projektuje, produkuje i sprzedaje sprężarki śrubowe, aparaturę rozdzielczą, sterowniczą i pomiarową dla górnictwa, automatyki i elektryki górniczej. Spółka zajmuje się również remontami i serwisem sprzedawanych urządzeń. Do głównych produktów zaliczyć można wyłączniki, zespoły transformatorowe, obudowy górnicze, elektronika górnicza oraz sprężarki. Spółka sprzedaje swoje produkty na rynki zagraniczne poprzez swoich kooperantów (np. Kopez S.A.).

### Apator Control Sp z o.o.

Przedmiotem działalności spółki jest produkcja i sprzedaż napędów AC/DC, rozdzielnic energetycznych oraz sieci transformatorowych. Spółka świadczy również usługi serwisowo wdrożeniowe.

### Apator GMBH i Apator Elektro S.A.

Spółki zajmujące się dystrybucją produkowanych w ramach grupy Apator produktów na rynki niemiecki i rosyjski. W przypadku Niemiec głównym przedmiotem eksportu są produkty aparatury łącznikowej i pomiarowej, natomiast w przypadku Rosji głównie aparatury łącznikowej.

Jeszcze przed końcem 2008 roku Zarząd zakładał, że dekonunktura nie powinna dotknąć rynków na jakich funkcjonuje przedsiębiorstwo. Zarząd nie planował zwolnień związanych z obniżeniem wykorzystywanych mocy w zakładach. Niestety rzeczywistość okazała się być inna i Spółka doświadczyła lekkiego spadku zamówień na swoje produkty. Nie uwzględniając Powgazu w sumie zatrudnienie od końca 2008 roku zmniejszyło się o 63 osoby czyli o 4,4%. Największe redukcje dotknęły spółkę zależną FAP Pafal (spadek o 59 osób w omawianym okresie).

### Zatrudnienie w grupie Apator, bez uwzględnienia spółki Apator Powgaz S.A.

	31.12.2007	31.12.2008	30.06.2009	30.09.2009
Apator S.A.	436	398	395	395
FAP Pafal S.A.	568	480	446	421
Apator Metrix S.A.	234	275	283	265
Apator Mining sp. z o.o.	135	126	125	122
Apator Control sp. z o.o.	62	62	57	56
Apator Reactor sp. z o.o.	-	56	65	68
Apator GmbH	2	2	2	2
Apator Elektro S.A.	43	43	bd.	50
<b>Suma</b>	<b>1 480</b>	<b>1 442</b>	<b>1 373</b>	<b>1 379</b>

Źródło: Apator, DI BRE Banku



Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38  
Dyrektor Zarządzający  
Dyrektor Departamentu Analiz  
[michal.marczak@dibre.com.pl](mailto:michal.marczak@dibre.com.pl)  
Strategia, Telekomunikacja, Surowce, Metale, Media

**Departament Analiz:**

Marta Jeżewska tel. (+48 22) 697 47 37  
Wicedyrektor  
[marta.jezewska@dibre.com.pl](mailto:marta.jezewska@dibre.com.pl)  
Banki

**Analitycy:**

Kamil Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06  
[kamil.kliszcz@dibre.com.pl](mailto:kamil.kliszcz@dibre.com.pl)  
Paliwa, Chemia, Handel

Piotr Grzybowski tel. (+48 22) 697 47 17  
[piotr.grzybowski@dibre.com.pl](mailto:piotr.grzybowski@dibre.com.pl)  
IT, Media

Maciej Stokłosa tel. (+48 22) 697 47 41  
[maciej.stoklosa@dibre.com.pl](mailto:maciej.stoklosa@dibre.com.pl)  
Budownictwo, Deweloperzy

Jakub Szkopek tel. (+48 22) 697 47 40  
[jakub.szkopek@dibre.com.pl](mailto:jakub.szkopek@dibre.com.pl)  
Przemysł

**Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:**

Piotr Dudziński tel. (+48 22) 697 48 22  
Dyrektor  
[piotr.dudzinski@dibre.com.pl](mailto:piotr.dudzinski@dibre.com.pl)

Marzena Łempicka– Wilim tel. (+48 22) 697 48 95  
Wicedyrektor  
[marzena.lempicka@dibre.com.pl](mailto:marzena.lempicka@dibre.com.pl)

**Maklerzy:**

Emil Onyszczuk tel. (+48 22) 697 49 63  
[emil.onyszczuk@dibre.com.pl](mailto:emil.onyszczuk@dibre.com.pl)

Grzegorz Stępień tel. (+48 22) 697 48 62  
[grzegorz.stepien@dibre.com.pl](mailto:grzegorz.stepien@dibre.com.pl)

Tomasz Dudź tel. (+48 22) 697 49 68  
[tomasz.dudz@dibre.com.pl](mailto:tomasz.dudz@dibre.com.pl)

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44  
[michal.jakubowski@dibre.com.pl](mailto:michal.jakubowski@dibre.com.pl)

Tomasz Jakubiec tel. (+48 22) 697 47 31  
[tomasz.jakubiec@dibre.com.pl](mailto:tomasz.jakubiec@dibre.com.pl)

Grzegorz Strublewski tel. (+48 22) 697 48 76  
[grzegorz.strublewski@dibre.com.pl](mailto:grzegorz.strublewski@dibre.com.pl)

**„Prywatny Makler”**

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26  
Dyrektor BSOZ  
[jacek.szczepanski@dibre.com.pl](mailto:jacek.szczepanski@dibre.com.pl)

Paweł Szczepanik tel. (+48 22) 697 49 47  
Sprzedaż  
[pawel.szczepanik@dibre.com.pl](mailto:pawel.szczepanik@dibre.com.pl)

Dom Inwestycyjny  
BRE Banku S.A.  
ul. Wspólna 47/49  
00-950 Warszawa  
[www.dibre.com.pl](http://www.dibre.com.pl)



**Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**

**EV** - dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)

**EBIT** - Zysk operacyjny

**EBITDA** - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

**BOOK VALUE** - wartość księgową

**WNDB** - wynik na działalności bankowej

**P/CE** - cena do zysku wraz z amortyzacją

**MC/S** - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

**EBIT/EV** - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

**P/E** - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję

**ROE** - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych

**P/BV** - (Cena/Wartość księgową) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

**Dług netto** - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent

**Marża EBITDA** - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

**Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.**

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

**KUPUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

**AKUMULUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%

**TRZYMAJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%

**REDUKUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%

**SPRZEDAJ** - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które **DI BRE Banku S.A.** uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. **DI BRE Banku S.A.** nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

**DI BRE Banku S.A.** nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Jest możliwe, że **DI BRE Banku S.A.** świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

**DI BRE Banku**, jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitentów lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitentów wymienionych w opracowaniu.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody **DI BRE Banku S.A.**

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .

Nadzór nad działalnością Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

**DI BRE Banku S.A.** pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondi, Nepentes, Optopol, Pemug, Polimex-Mostostal, Torfarm.

**DI BRE Banku S.A.** otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: 05 NFI, Agora, Ambra, Arkus, ASPA, Bakalland, BIAFORM, BRE Bank, Cegielnie Bydgoskie, Centromor, Computerland, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Ergoaparatura, Erbud, ERGIS-EUROFILMS, Es-System, Farmacol, FAT, Ferrum, GTC, Intergroclin Auto, Izo-Erg, Komputronik, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Mostostal Warszawa, Nepentes, Odlewnia Żeliwa, Odratrans, Pemug, PGE, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, Przedsiębiorstwo Robót Kolejowych 7, RYFAMA, Seco Warwick, Sokołów, Sygnity, Techmex, Torfarm, Unibep, WAN, ZA Puławy, ZUGIL.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy **DI BRE** było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Centrum Klima, LW Bogdanka. Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w **DI BRE Banku S.A.** upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

**Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:**

**DCF** – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu

**Wskaźnikowa** – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.