

## Pod prąd

Uptywający rok jest okresem problemów Apatora ze spółkami zależnymi współpracującymi z energetyką (Rector, Elkomtech). Mogłoby się wydawać, że przyszłe wyniki Apatora – pozbawione jednorazowych obciążeń – mają potencjał do poprawy. Wydaje nam się jednak, że przed spółką jest ciągle dość ciężki okres. Wydajemy rekomendację Trzymaj z ceną docelową PLN 30.

Najważniejszy segment – wodomierze (nieco ponad 50% wyników grupy) powinien trzymać się całkiem mocno – jest to segment najżywiej reagujący na koniunkturę. Wyniki w 1H 17 były jednak zwiększone przez wysokomarżowy kontrakt w Etiopii (6% sprzedaży segmentu).

Nieco słabiej w 2018 mogą wyglądać wyniki w segmencie gazomierzy (faza przejściowa zmiany standardów technicznych w UK) i liczników energii (obecnie jesteśmy na górze cyklu obowiązkowej wymiany liczników w Polsce, dodatkowo spółka będzie wygaszała linie odchodzących do lamusa liczników indukcyjnych).

Lekkiej poprawy można spodziewać się w spółkach automatyzacji pracy sieci. Po oczekiwanych stratach 2017 spółki zależne Rector i Elkomtech mają szanse wyjść na prostą. Naszym zdaniem spółki te zanotują wyniki jedynie nieznacznie powyżej zera a nad Elkomtechem wisi widmo potencjalnych kar.

Na dość stabilny obraz biznesu Apatora nakładają się szybko rosnące koszty pracy (wysoki udział w kosztach Apatora – 24%), umacniające się waluta (eksport to 54% przychodów Apatora) i rosnące ceny surowców.

Apator wskazuje, że wyniki 2017 są obciążone negatywnymi wydarzeniami jednorazowymi o sumie PLN 9m. Stosując nieco ostrzejsze kryteria segregacji kosztów na jednorazowe i powtarzalne, zauważamy jedynie niskie kilka milionów kosztów jednorazowych w wynikach 2017. Ponadto wskazujemy, że Apator kapitalizuje rosnącą wartość nakładów na R&D (około PLN 18mln w 2017).

mln PLN	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	769	869	925	891	924
EBITDA	111	109	127	131	135
EBIT	80	74	89	90	91
Zysk netto	60	59	66	68	70
Skorygowany zysk (strata) netto	60	59	66	68	70
P/E	18,3	14,6	12,9	12,5	12,2
P/BV	2,9	2,2	2,0	1,8	1,8
EV/EBITDA	11,2	10,7	8,5	8,2	7,7
EPS	2,04	2,01	2,22	2,29	2,36
DPS	1,00	1,10	1,15	1,40	1,50
FCF	-	-	74	57	62
CAPEX	-59	-46	-50	-50	-49

P - Prognozy DM PKO BP

### Informacje

Kurs akcji (PLN)	28,70
Upside	5%
Liczba akcji (mn)	29,51
Kapitalizacja (mln PLN)	846,85
Free float	77%
Free float (mln PLN)	652
Free float (mln USD)	184
EV (mln PLN)	1 086,69
Dług netto (mln PLN)	136,47

### Dywidenda

Stopa dywidendy (%)	3,8%
Odciecie dywidendy	21/12/2017

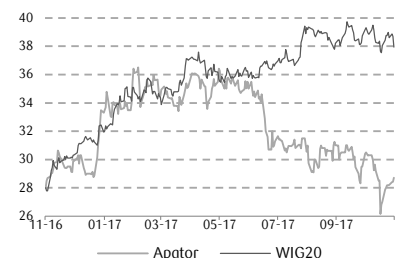
### Akcjonariusze

Akcjonariusze	% Akcji
Apator (own shares)	10,87
Aviva OFE	7,84
Mariusz Lewicki	6,35
Tadeusz Sosnogornik	5,74

### Poprzednie rekom.

	Data i cena docelowa
Kupuj	26-01-17 36,00
Trzymaj	04-11-16 31,50

### Kurs akcji



	WIG20	Spółka
1 miesiąc	-2,1%	-2,7%
3 miesiące	-2,5%	-7,4%
6 miesięcy	4,8%	-19,2%
12 miesięcy	36,9%	2,5%
Min 52 tyg. PLN		26,15
Max 52 tyg. PLN		36,50
Średni dzienny obrót mln PLN		0,59

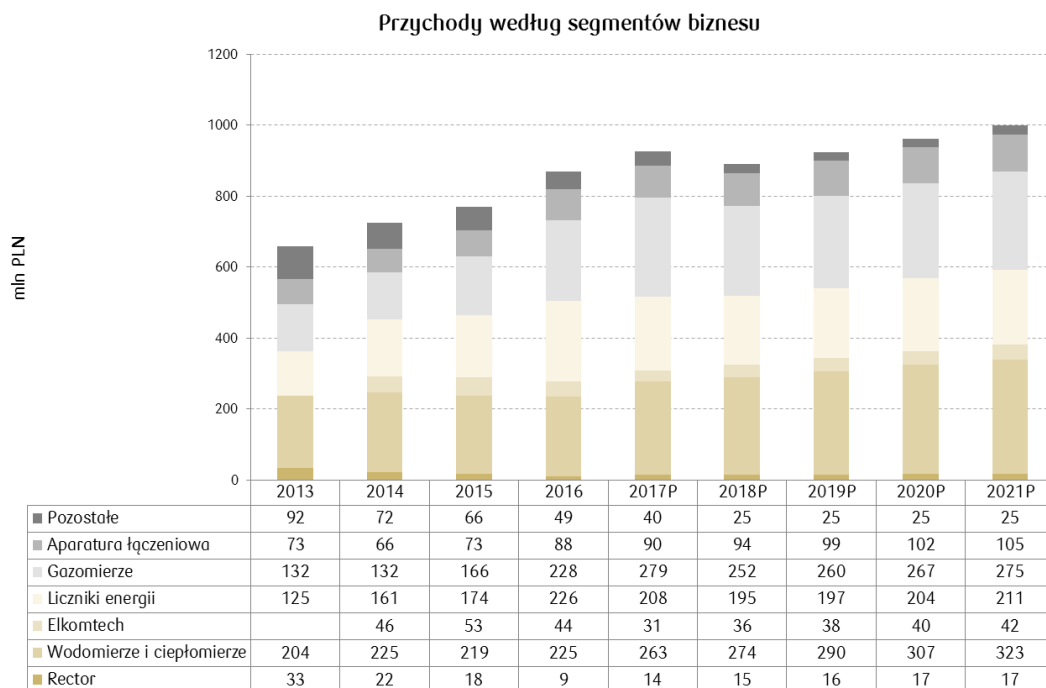
### Analityk

Piotr Łopaciuk, CFA  
+48 22 521 48 12  
piotr.lopaciuk@pkobp.pl

### Adres:

Dom Maklerski PKO Banku Polskiego  
ul. Puławska 15  
02-515 Warszawa

## Segmenty operacyjne



Zródło: szacunki DM PKO BP, Apator

**Wodomierze i ciepłomierze:** Najważniejszy segment w Grupie (odpowiada za nieco ponad 50% wyników) jest dość wrażliwy na koniunkturę gospodarczą. Wydaje się, że ten segment powinien kontynuować wzrost, choć należy pamiętać, że w 2017 spółka zrealizowała wysokomarżowy kontrakt w Etiopii (15mn PLN sprzedaży, 6% sprzedaży segmentu).

**Liczniki Energii:** Dość ważny segment (około 23% wyników grupy). Sprzedaż kierowana głównie na rynek Polski. Przychody segmentu zależą obecnie głównie od cyklu obowiązkowej wymiany liczników przez polskich Operatorów Sieci Dystrybucyjnych. Oceniamy, że obecnie jesteśmy blisko góry cyklu. Ponadto spada i będzie spadać sprzedaż przechodzących do lamusa liczników indukcyjnych (obecnie nieco ponad 20mn PLN).

**Gazomierze:** Dobrze rozwijający się segment ale dużą część sprzedaży (prawie 60%) stanowi sprzedaż do na rynku UK. Zachodząca obecnie zmiana technologiczna na tym rynku z dużym prawdopodobieństwem będzie miała krótkoterminowo negatywny wpływ na sprzedaż (zapewne w 2018 roku). Ponadto zmiana sposobu prezentacji rozliczenia zakupy i sprzedaży komponentów w tym segmencie negatywnie wpłynie na prezentowane przychody (bez wpływu na wynik).

**Elkotech:** Spółka jest pod presją spowolnienia wydatków w segmencie dystrybucji energii. Dodatkowo niskie kilka milionów odpisów powinno obniżyć wynik segmentu poniżej zera (spodziewamy się 3mn PLN straty). Poprawa w kolejnych latach raczej będzie miała jedynie stopniowy charakter.

**Rector:** Duże problematyczne kontrakty przechodzą już przez fazę finalnego rozliczenia. Pomimo wysokich rezerw założonych w 2016, strata w 2017 może przekroczyć 2mln PLN. W prognozach na 2018 nie zakładamy kar kontraktowych, ale wskazujemy, że potencjalnie mogą sięgnąć 8mn PLN (kontrakt z Tauronem)

## Wycena

Nasza wycena bazuje na modelu DCF. Dodatkowo zaprezentowaliśmy wycenę porównawczą uwzględniając spółki z sektora budowlanego. Model DCF jest złożony z dwóch faz. W fazie pierwszej w latach 2017P-2021P szczegółowo prognozujemy wszystkie kluczowe parametry potrzebne do wyceny spółki, a szczególności wartość przychodów, nakłady inwestycyjne, poziom kosztów oraz pozycje bilansu. Faza druga zaczyna się po 2021. W drugiej fazie zakładamy stałą stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych na poziomie 0,5% rocznie. Używamy stopy dyskontowej opartej na WACC. Stopa wolna od ryzyka jest przyjęta na poziomie 3,4%. Beta jest założona na poziomie 1,0x. Premia za ryzyko rynkowe przyjęliśmy na poziomie 5,0%. Dyskontujemy wszystkie wolne przepływy pieniężne dla firmy na dzień 31 grudnia 2017 i odejmujemy prognozowany dług netto. Liczbę akcji spółki korygujemy o pakiet akcji własnych (10,9% wszystkich akcji – czyli 3,6 miliona akcji).

Model DCF						
mln PLN	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2021P<
EBIT	88,5	89,8	91,5	92,9	94,5	94,5
Stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
<b>NOPLAT</b>	<b>71,7</b>	<b>72,7</b>	<b>74,1</b>	<b>75,2</b>	<b>76,5</b>	<b>76,5</b>
CAPEX	-50,0	-50,0	-49,0	-49,0	-48,0	-46,6
Amortyzacja	38,7	40,8	43,5	45,3	46,6	46,6
Zmiany w kapitale obrotowym	13,1	-6,7	-6,8	-9,2	-8,7	-5,2
<b>FCF</b>	<b>73,5</b>	<b>56,8</b>	<b>61,7</b>	<b>62,2</b>	<b>66,4</b>	<b>71,3</b>
WACC	7,4%	7,6%	7,7%	7,8%	7,6%	7,6%
Współczynnik dyskonta	0,00	0,93	0,86	0,80	0,74	
DFCF	0,00	52,8	53,3	49,8	49,3	
Wzrost w fazie II	0,5%					
Suma DFCF - Faza I	205,2					
Suma DFCF - Faza II	<b>754,0</b>					
Wartość Firmy (EV)	<b>959,2</b>					
Dług netto	136,5					
Aktywa poza operacyjne	0,0					
<b>Wartość godziwa</b>	<b>822,7</b>					
Liczba akcji (mln szt.)	29,5					
Wartość godziwa na akcję na 31.12.2017	27,9					
<b>Cena docelowa za 12 miesięcy (PLN)</b>	<b>30,0</b>					
Cena bieżąca	28,4					
Oczekiwana stopa zwrotu	5,7%					

Źródło: prognozy DM PKO BP

WACC						
	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2021P<
Stopa wolna od ryzyka	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%
Premia rynkowa	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
Premia za ryzyko długu	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
<b>Koszt kapitału własnego</b>	<b>8,4%</b>	<b>8,4%</b>	<b>8,4%</b>	<b>8,4%</b>	<b>8,4%</b>	<b>8,4%</b>
<b>Koszt długu</b>	<b>4,4%</b>	<b>4,4%</b>	<b>4,4%</b>	<b>4,4%</b>	<b>4,4%</b>	<b>4,4%</b>
Waga kapitału własnego	75,4%	79,3%	82,7%	85,3%	88,0%	79,0%
Waga długu	24,6%	20,7%	17,3%	14,7%	12,0%	21,0%
<b>WACC</b>	<b>7,4%</b>	<b>7,6%</b>	<b>7,7%</b>	<b>7,8%</b>	<b>7,9%</b>	<b>7,6%</b>

Źródło: prognozy DM PKO BP

#### Analiza wrażliwości

		Wzrost w fazie II				
		-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%
WACC	6,6%	30,0	32,1	34,6	37,4	40,9
	7,1%	28,2	30,0	32,1	34,6	37,4
	7,6%	26,6	28,2	30,0	32,1	34,6
	8,1%	25,2	26,6	28,2	30,0	32,1
	8,6%	23,9	25,2	26,6	28,2	30,0

Źródło: DM PKO BP

## Wycena porównawcza

## Spółki porównywalne: wskaźniki

Spółka	P/E			EV/EBITDA		
	2017P	2018P	2019P	2017P	2018P	2019P
Alumetal	12,5	10,2	10,1	9,6	8,0	7,7
Amica	11,0	11,0	10,9	7,0	6,9	6,8
Elektrobudowa	11,0	13,9	13,9	6,2	7,2	7,1
Forte	15,7	12,3	10,9	14,5	10,4	9,3
Kęty	15,0	13,5	13,0	9,8	8,9	8,4
Mangata	14,0	12,5	11,7	8,1	8,1	7,7
Pfleiderer Group	23,0	19,8	19,8	7,8	7,7	7,7
Rawplug	11,2	10,0	9,5	7,2	6,5	6,2
Sanok RC	13,7	14,5	14,0	7,7	8,0	7,7
Stelmet	30,0	21,0	18,0	13,3	8,8	8,5
Wielton	14,6	12,6	12,0	8,2	7,9	7,7
ZPUE	high	19,0	13,0	15,0	8,9	8,0
<b>MEDIANA</b>	<b>14,0</b>	<b>13,1</b>	<b>12,5</b>	<b>8,2</b>	<b>8,0</b>	<b>7,7</b>
Aparator (DM PKO BP)	14,1	12,8	12,4	9,1	7,8	7,6
premia/dyskonto	1%	-2%	-1%	12%	-3%	-2%

Źródło: w oparciu o konsensus Bloomberg; DM PKO BP

Analiza porównawcza na bazie polskich spółek przemysłowych potwierdza wnioski z analizy DCF. Aparator jest wyceniany dość zgodnie ze spółkami porównywalnymi.

## Prognozy finansowe

Rachunek zysków i strat	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
Przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów	669	684	725	769	869	925	891	924	962
Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów	484	482	508	560	649	674	635	662	693
Zysk brutto ze sprzedaży	185	202	217	208	220	251	256	262	269
<b>EBITDA</b>	<b>119</b>	<b>110</b>	<b>131</b>	<b>111</b>	<b>109</b>	<b>127</b>	<b>131</b>	<b>135</b>	<b>138</b>
Koszty sprzedaży	31	36	34	36	39	44	45	47	48
Koszty ogólnego zarządu	76	78	81	96	105	116	121	125	129
Pozostałe przychody operacyjne	21	-1	0	2	-4	-4	-1	-1	-1
Zysk z działalności operacyjnej	101	89	106	80	74	89	90	91	93
Saldo działalności finansowej	-6	-3	-1	-1	-6	-5	-4	-4	-3
Zysk przed opodatkowaniem	94	86	105	78	68	83	86	88	90
Podatek dochodowy	-4	14	21	15	7	16	16	17	17
Zyski (straty) mniejszości	0	1	1	3	2	2	2	2	2
Zysk (strata) netto	98	71	84	60	59	66	68	70	71
Skorygowany zysk (strata) netto	98	71	84	60	59	66	68	70	71
<b>Bilans</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017P</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>
<b>Aktywa Trwałe</b>	<b>249</b>	<b>262</b>	<b>357</b>	<b>430</b>	<b>447</b>	<b>454</b>	<b>456</b>	<b>458</b>	<b>458</b>
Wartości niematerialne i prawne	71	71	129	199	206	209	209	209	209
Rzeczowe aktywa trwałe	139	146	170	184	185	189	192	193	194
Inwestycje	17	16	17	7	7	7	7	7	7
Pozostałe aktywa długoterminowe	23	29	41	40	49	49	49	49	49
<b>Aktywa Obrotowe</b>	<b>256</b>	<b>265</b>	<b>338</b>	<b>364</b>	<b>399</b>	<b>379</b>	<b>372</b>	<b>384</b>	<b>400</b>
Zapasy	94	95	102	127	156	150	146	150	157
Należności	114	141	170	191	218	207	205	213	221
Pozostałe aktywa krótkoterminowe	3	6	2	3	3	3	3	3	3
Środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	45	23	65	44	22	19	18	18	19
<b>Aktywa razem</b>	<b>505</b>	<b>527</b>	<b>695</b>	<b>795</b>	<b>847</b>	<b>833</b>	<b>828</b>	<b>842</b>	<b>859</b>
<b>Kapitał Własny</b>	<b>301</b>	<b>330</b>	<b>388</b>	<b>421</b>	<b>448</b>	<b>481</b>	<b>514</b>	<b>542</b>	<b>567</b>
Kapitały mniejszości	1	2	2	5	6	6	6	6	6
<b>Zobowiązania</b>	<b>205</b>	<b>197</b>	<b>308</b>	<b>374</b>	<b>398</b>	<b>351</b>	<b>314</b>	<b>300</b>	<b>291</b>
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>45</b>	<b>29</b>	<b>103</b>	<b>129</b>	<b>96</b>	<b>103</b>	<b>93</b>	<b>85</b>	<b>78</b>
Kredyty i pożyczki	13	9	72	83	55	66	56	48	41
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>159</b>	<b>168</b>	<b>204</b>	<b>245</b>	<b>302</b>	<b>248</b>	<b>221</b>	<b>215</b>	<b>213</b>
Kredyty i pożyczki	43	49	94	113	140	89	77	65	56
Zobowiązania handlowe i pozostałe	66	52	53	66	94	88	76	79	83
<b>Pasywa razem</b>	<b>505</b>	<b>527</b>	<b>695</b>	<b>795</b>	<b>847</b>	<b>833</b>	<b>828</b>	<b>842</b>	<b>859</b>
<b>Rachunek Przepływów Pieniężnych</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017P</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>
Przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej	93	41	93	58	62	119	105	110	111
Przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej	-13	-22	-133	-61	-41	-45	-44	-45	-46
Przepływy środków pieniężnych z działalności finansowej	-59	-42	81	-18	-43	-77	-62	-65	-64
<b>Wskaźniki (%)</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017P</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>
ROE	36,5%	22,5%	23,4%	14,9%	13,6%	14,1%	13,6%	13,2%	12,8%
Dług netto	11,0	34,5	101,1	151,7	172,4	136,5	114,9	94,0	77,7

Źródło: prognozy DM PKO BP

## KONTAKTY

### Biuro Analiz Rynkowych

Artur Iwański	(dyrektor BAR, sektor wydobywczy)	(022) 521 79 31	artur.iwanski@pkobp.pl
Robert Brzoza	(sektor finansowy, strategia)	(022) 521 51 56	robert.brzoza@pkobp.pl
Tomasz Kasowicz	(sektor paliwowy, sektor chemiczny)	(022) 521 79 41	tomasz.kasowicz@pkobp.pl
Piotr Łopaciuk	(przemysł, budownictwo, inne)	(022) 521 48 12	piotr.lopaciuk@pkobp.pl
Stanisław Ozga	(sektor energetyczny, sektor deweloperski)	(022) 521 79 13	stanislaw.ozga@pkobp.pl
Andrzej Rembelski	(sektor spożywczy i rolniczy)	(022) 521 79 03	andrzej.rembelski@pkobp.pl
Adrian Skłodowski	(handel hurtowy i detaliczny)	(022) 521 87 23	adrian.sklodowski@pkobp.pl
Jaromir Szortyka	(sektor finansowy)	(022) 580 39 47	jaromir.szortyka@pkobp.pl
Alicja Zaniewska	(analizy rynkowe)	(022) 580 33 68	alicia.zaniewska@pkobp.pl
Małgorzata Żelazko	(telekomunikacja, media)	(022) 521 52 04	malgorzata.zelazko@pkobp.pl
Emil Łobodziński	(Doradca Inwestycyjny)	(022) 521 89 13	emil.lobodzinski@pkobp.pl
Paweł Małmyga	(analiza techniczna)	(022) 521 65 73	pawel.malmyga@pkobp.pl
Przemysław Smoliński	(analiza techniczna)	(022) 521 79 10	przemyslaw.smolinski2@pkobp.pl

### Biuro Klientów Instytucjonalnych

Wojciech Żelechowski	(director)	(022) 521 79 19	wojciech.zelechowski@pkobp.pl
Robert Noworyta	(sales)	(022) 521 52 46	robert.noworyta@pkobp.pl
Michał Sergejev	(sales)	(022) 521 82 14	michal.sergejev@pkobp.pl
Krzysztof Kubacki	(head of sales trading)	(022) 521 91 33	krzysztof.kubacki@pkobp.pl
Marcin Borciuch	(sales trader)	(022) 521 82 12	marcin.borciuch@pkobp.pl
Piotr Dedecjus	(sales trader)	(022) 521 91 40	piotr.dedecjus@pkobp.pl
Tomasz Ilczyszyn	(sales trader)	(022) 521 82 10	tomasz.ilczyszyn@pkobp.pl
Igor Szczepaniec	(sales trader)	(022) 521 65 41	igor.szczepaniec@pkobp.pl
Maciej Kałuża	(trader)	(022) 521 91 50	maciej.kaluz@pkobp.pl
Joanna Wilk	(trader)	(022) 521 48 93	joanna.wilk@pkobp.pl

## INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

### DOTYCZĄCE CHARAKTERU REKOMENDACJI ORAZ ODPOWIEDZIALNOŚCI ZA JEJ SPORZĄDZENIE, TREŚĆ I UDOSTĘPNIENIE

Niniejsza rekomendacja (dalej: „Rekomendacja”) została opracowana przez Dom Maklerski PKO Banku Polskiego (dalej: „DM PKO BP”), firmę rekomendującą (dalej: Rekomendującego), działającą zgodnie z ustawą z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi oraz rozporządzeniem delegowanym Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów, wyłącznie na potrzeby klientów DM PKO BP i podlega utajnieniu w okresie siedmiu następujących dni kalendarzowych po dacie udostępnienia.

Rekomendacja adresowana jest do Klientów, którzy zawarli umowę o sporządzanie analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym w zakresie instrumentów finansowych przez DM PKO BP.

Ilekoć w rekomendacji mowa jest o „Emitencie” należy przez to rozumieć spółkę, do której bezpośrednio lub pośrednio odnosi się rekomendacja. W przypadku, gdy rekomendacja dotyczy kilku spółek, pojęcie „Emitenta” będzie odnosić się do wszystkich tych spółek.

DM PKO BP przysługują prawa autorskie do Rekomendacji. Punkt widzenia wyrażony w rekomendacji odzwierciedla opinię Analityka/Analityków DM PKO BP na temat analizowanej spółki i emitowanych przez spółkę instrumentów finansowych. Opinię zawartych w niniejszej rekomendacji nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez Emitenta. Powielanie bądź publikowanie Rekomendacji w całości lub części bez zgody DM PKO BP jest zabronione.

Rekomendacja została przygotowana z dochowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty i informacje powszechnie uznawane za wiarygodne (w szczególności sprawozdania finansowe i raporty bieżące spółki), jednak DM PKO BP nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania Rekomendacji były informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez DM PKO BP i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. DM PKO BP nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą. DM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej Rekomendacji. DM PKO BP jako podmiot profesjonalny nie uchyla się od odpowiedzialności za produkt niedokładny lub niekompletny lub za szkody poniesione przez Klienta w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie nierzetelnej Rekomendacji. DM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności, jeśli przygotował Rekomendację z należytą starannością oraz rzetelnością. DM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności za ewentualne wady Rekomendacji w szczególności za niekompletność lub niedokładność, jeżeli wad tych nie można było uniknąć ani przewidzieć w momencie podejmowania standardowych czynności przy sporządzaniu Rekomendacji. DM PKO BP może wydać w przyszłości inne rekomendacje, przedstawiające inne wnioski, niespójne z przedstawionymi w niniejszej Rekomendacji. Takie rekomendacje odzwierciedlają różne założenia, punkty widzenia oraz metody analityczne przyjęte przez przygotowujących je analityków. DM PKO BP informuje, że trafność wcześniejszych rekomendacji nie jest gwarancją ich trafności w przyszłości.

DM PKO BP informuje, iż inwestowanie środków w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. DM PKO BP zwraca uwagę, iż na cenę instrumentów finansowych ma wpływ wiele różnych czynników, które są lub mogą być niezależne od Emitenta i wyników jego działalności. Można do nich zaliczyć m. in. zmieniające się warunki ekonomiczne, prawne, polityczne i podatkowe. Decyzja o zakupie wszelkich instrumentów finansowych powinna być podjęta wyłącznie na podstawie prospektu, oferty lub innych powszechnie dostępnych dokumentów i materiałów opublikowanych zgodnie z obowiązującymi przepisami polskiego prawa.

Niniejsza rekomendacja nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu oraz dokonania transakcji na instrumentach finansowych, ani nie ma na celu nakłaniania do nabycia lub zbycia jakichkolwiek instrumentów finansowych.

Za wyjątkiem wynagrodzenia ze strony DM PKO BP, Analitycy nie otrzymują żadnych innych świadczeń od Emitenta, ani innych osób trzecich za sporządzane rekomendacje. Analitycy sporządzający rekomendacje otrzymują wynagrodzenie zmienne, zależne pośrednio od wyników finansowych DM PKO BP, które mogą zależeć m.in. od wyniku osiągniętego przez DM PKO BP w zakresie świadczonych usług maklerskich.

DM PKO BP informuje, że świadczy usługę maklerską w zakresie sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym, na podstawie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 7 października 2010 r. Jednocześnie DM PKO BP informuje, że przedmiotową usługę maklerską świadczy Klientom zgodnie z obowiązującym „Regulaminem świadczenia usługi sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym w zakresie instrumentów finansowych przez Dom Maklerski PKO Banku Polskiego”, jak również umową o świadczenie usługi w zakresie sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym przez DM PKO BP. Podmiotem sprawującym nadzór nad DM PKO BP w ramach prowadzonej działalności maklerskiej jest Komisja Nadzoru Finansowego.

#### Objaśnienie używanej terminologii fachowej

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

kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej akcji i liczby akcji

EV - suma kapitalizacji i długu netto spółki

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

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

ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych

ROA - stopa zwrotu z aktywów

EBIT - zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

EPS - zysk netto na 1 akcję

DPS - dywidenda na 1 akcję

CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję

P/E - iloraz ceny rynkowej akcji i EPS

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

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

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

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

marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży

rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży

#### Stosowane metody wyceny

Rekomendacja DM PKO BP opiera się na co najmniej dwóch z czterech metod wyceny: DCF (model zdyskontowanych przepływów pieniężnych), metoda wskaźnikowa (porównanie wartości podstawowych wskaźników rynkowych z podobnymi wskaźnikami dla innych firm reprezentujących dany sektor), metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP) oraz model zdyskontowanych dywidend. Wadą metody DCF oraz modelu zdyskontowanych dywidend jest duża wrażliwość na przyjęte założenia, w szczególności te, które odnoszą się do określenia wartości rezydualnej. Modelem zdyskontowanych dywidend nie można ponadto zastosować w przypadku wyceny spółek nie mających ukształtowanej polityki dywidendowej. Zaletami obydwu wymienionych metod jest ich niezależność w stosunku do bieżących wycen rynkowych porównywalnych spółek. Zaletą metody wskaźnikowej jest z kolei to, że bazuje ona na wymiernej wycenie rynkowej danego sektora. Jej wadą jest zaś ryzyko, że w danej chwili rynek może nie wycenić prawidłowo porównywalnych spółek. Metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP) jest dodaniem do siebie wartości różnych aktywów spółki, wyliczonych przy pomocy jednej z powyższych metod.

#### Rekomendacje stosowane przez DM PKO BP

Rekomendacja KUPUJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają co najmniej 10% potencjał wzrostu kursu

Rekomendacja TRZYMAJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają potencjał wzrostu kursu w przedziale od 0 do 10%

Rekomendacja SPRZEDAJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają potencjał spadku kursu

Rekomendacje mogą być opatrzone dodatkiem SPEKULACYJNIE oznaczającym, że horyzont inwestycji jest skrócony do 3 miesięcy, a inwestycja jest obciążona podwyższonym ryzykiem.

Rekomendacje wydawane przez DM PKO BP obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane. DM PKO BP dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej i subiektywnej oceny analityków. Częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

W ciągu 12 ostatnich miesięcy DM PKO BP wydał:

Rekomendacja:	Liczba rekomendacji:
Kupuj	26 (38%)
Trzymaj	30 (44%)
Sprzedaj	11 (16%)

#### Powiązania, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzonej Rekomendacji

Podmioty powiązane z DM PKO BP mogą, w zakresie dopuszczonym prawem, uczestniczyć lub inwestować w transakcje finansowe w relacjach z Emitentem, świadczyć usługi na rzecz lub pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta lub mieć możliwość lub realizować transakcje Instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta („instrumenty finansowe”). DM PKO BP może, w zakresie dopuszczalnym prawem polskim przeprowadzać transakcje Instrumentami finansowymi, zanim niniejszy materiał zostanie przedstawiony odbiorcom.

DM PKO BP ma następujące powiązanie z Emitentem:

Emitent:	Zastrzeżenie
Apator	-

Objaśnienia:

1. W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM PKO BP był stroną umów mających za przedmiot oferowanie instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta lub mających związek z ceną instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta. W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM PKO BP był członkiem konsorcjum oferującego instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta.
2. DM PKO BP nabywa i zbywa instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe.
3. DM PKO BP pełni rolę animatora rynku dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.
4. DM PKO BP pełni rolę animatora Emitenta dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.
5. DM PKO BP oraz PKO Bank Polski, którego jednostką organizacyjną jest DM PKO BP są stronami umowy z Emitentem dotyczącej sporządzenia rekomendacji.
6. DM PKO BP oraz PKO Bank Polski, którego jednostką organizacyjną jest DM PKO BP posiadają akcje Emitenta będące przedmiotem niniejszej rekomendacji, w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.

Nie można wykluczyć, że DM PKO Banku Polskiego lub PKO Bank Polski lub osoby zaangażowane w przygotowywanie raportu mogą mieć długą lub krótką pozycję netto w akcjach Emitenta lub w innych instrumentach finansowych, których wartość jest związana z wartością instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta w wysokości co najmniej 0,5% kapitału zakładowego Emitenta.

Poza wspomnianymi powyżej, Emitenta nie łączą żadne inne stosunki umowne z DM PKO BP, które mogłyby wpłynąć na obiektywność niniejszej Rekomendacji.

#### Ujawnienia

Rekomendacja dotycząca Emitenta/Emitentów : Apator.

Rekomendacja nie została ujawniona Emitentowi.



#### Pozostałe ujawnienia

Żadna z osób zaangażowanych w przygotowanie raportu ani bliska im osoba nie pełni funkcji w organach Emitenta, nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie oraz żadna z tych osób, jak również ich bliscy nie są stroną jakiegokolwiek umowy z Emitentem, która byłaby zawarta na warunkach odmiennych niż inne umowy, których stroną jest Emitent i konsumenci. Wśród osób, które brały udział w sporządzeniu rekomendacji, jak również tych, które nie uczestniczyły w przygotowaniu, ale miały lub mogły mieć do niej dostęp, nie ma osób, które posiadają akcje Emitenta lub instrumenty finansowe, których wartość jest w sposób istotny związana z wartością instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta.

PKO Bank Polski, jego podmioty zależne, przedstawiciele lub pracownicy mogą okazjonalnie przeprowadzać transakcje, lub mogą być zainteresowani nabyciem instrumentów finansowych spółek bezpośrednio lub pośrednio związanych z analizowaną spółką.

W DM PKO BP obowiązują regulacje wewnętrzne służące zarządzaniu konfliktami interesów, w których w szczególności określone zostały wewnętrzne rozwiązania organizacyjne oraz ograniczenia w zakresie przepływu informacji uniemożliwiające niekontrolowany przepływ informacji pomiędzy poszczególnymi jednostkami organizacyjnymi lub pracownikami DM PKO BP, w celu zapobiegania i unikania konfliktów interesów dotyczących rekomendacji, w szczególności wdrożona została tzn. polityka „chińskich murów”. Wewnętrzna struktura organizacyjna DM PKO BP zapewnia rozdzielenie wykonywania poszczególnych rodzajów działalności maklerskiej.

Rekomendacja została sporządzona z zachowaniem należytej staranności, zgodnie z najlepszą wiedzą Rekomendującego, pomiędzy DM PKO BP oraz analitykiem sporządzającym niniejszą rekomendację a Emitentem, nie występują jakiegokolwiek inne powiązania.

Data i godzina podana na pierwszej stronie raportu jest datą i godziną zakończenia sporządzenia rekomendacji.

Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia rekomendacji jest tożsama z datą i godziną przekazania rekomendacji w formie elektronicznej klientom.

Ileokroć w treści rekomendacji podaje się cenę instrumentu finansowego, należy przyjąć, że jest to cena z poprzedniego dnia notowań, z godziny 17:57.

Wykaz wszystkich rekomendacji sporządzonych przez DM PKO BP w okresie ostatnich 12 miesięcy zamieszczony jest w treści przekazywanego klientom materiału zatytułowanego „Dziennik”.