

Licząc na więcej

Rok 2017 może być sprzyjający dla Apatora. Oczekujemy wyraźnej poprawy w spółce zależnej Rector. Ponadto liczymy, że najważniejsza dla Apatora linia biznesowa – wodomierze i ciepłomierze, wróci do wysokiego tempa wzrostu. Znaczącej poprawy spodziewamy się również w linii gazomierzy. To powinno spowodować znaczącą poprawę zysku netto i wzrost potencjału dywidendowego. Podnosimy naszą rekomendację do Kupuj z ceną docelową 36 PLN.

Liczymy na dobre zachowanie najważniejszej (i w długim okresie najszybciej rosnącej) linii biznesowej Grupy Apator – wodomierzy i ciepłomierzy (odpowiadają za około połowę zysku netto grupy). Historycznie ponad 25% sprzedaży tej linii stanowiła Rosja, która ma szansę na podniesienie się po ostatnich 2 słabych latach. Ponadto cały czas zdobywane są nowe kontrakty eksportowe na różnych rynkach (w 1H17 szansa na dostawy do Etiopii). Wprowadzenie do sprzedaży nowych produktów powinno dodatkowo wesprzeć ten segment.

Drugim mocnym segmentem powinna być dynamicznie rosnąca w eksporcie (Holandia, Wielka Brytania) linia gazomierzy. Po dobrym roku 2016, ten segment może urosnąć kilkanaście procent w 2017.

Rector ma bardzo duże szanse na wyjście na plus. Po wygenerowaniu około 20 mln PLN straty w 2016, zakładamy, że w 2017 spółka wygeneruje „tylko” 2 mln PLN straty, a w dłuższym okresie ma szansę wyjść na plus.

Linia liczników energii generuje teraz bardzo dobre wyniki dzięki wysokim wolumenom sprzedaży. Nie widzimy istotnego potencjału wzrostu na rynku polskim, ale wprowadzenie nowego, „odchudzonego” licznika może ustabilizować wynik segmentu.

Pakiet akcji własnych (10,9%) traktujemy jako aktywo dostępne do sprzedaży (po pomniejszeniu o podatek). Mnożniki liczone są na bazie wszystkich akcji.

mln PLN	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Przychody	725	769	853	903	930
EBITDA	131	110	111	140	143
EBIT	106	80	76	106	108
Zysk netto	84	60	61	79	82
P/E	14,6	20,4	17,3	13,3	12,9
P/BV	3,2	2,9	2,3	2,1	2,0
EV/EBITDA	10,1	11,2	10,8	8,4	8,0
EPS	2,53	1,83	1,83	2,38	2,46
DPS	0,80	1,00	1,10	1,40	1,50
FCF	-	-	18	64	66
CAPEX	-139	-80	-44	-48	-48

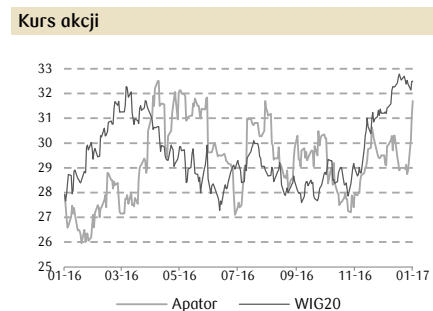
P - Prognozy DM PKO BP
mln PLN

Informacje	
Kurs akcji (PLN)	31,70
Upside	14%
Liczba akcji (mn)	33,11
Kapitalizacja (mln PLN)	1 049,49
Free float	77%
Free float (mln PLN)	810,21
Free float (mln USD)	199,42
EV (mln PLN)	1 204,41
Dług netto (mln PLN)	154,87

Dywidenda	
Stopa dywidendy (%)	3,2%
Odciecie dywidendy	

Akcjonariusze	% Akcji
Apator Mining	10,87
Aviva OFE	7,84
Mariusz Lewicki	6,27
Tadeusz Sosgornik	5,74

Poprzednie rekom.	Data i cena docelowa
Trzymaj	04-11-16 31,50
Trzymaj	30-10-15 34,00



	WIG20	Spółka
1 miesiąc	4,1%	7,5%
3 miesiące	12,9%	5,0%
6 miesięcy	12,3%	15,7%
12 miesięcy	16,6%	13,5%
Min 52 tyg. PLN		25,95
Max 52 tyg. PLN		32,51
Średni dzienny obrót mln PLN		-

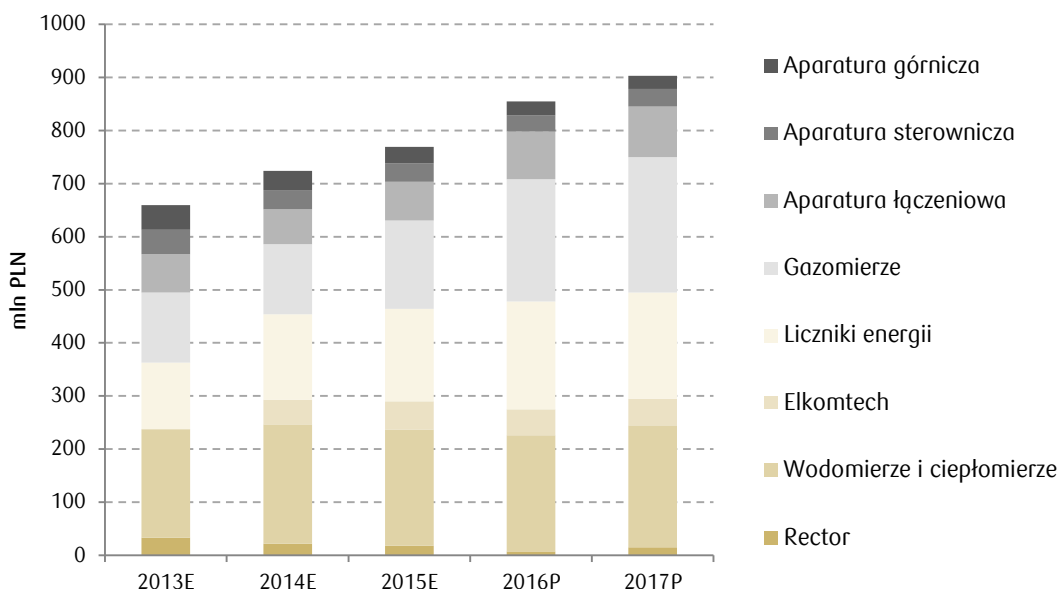
Analitik	
Piotr Łopaciuk, CFA	
+48 22 521 48 12	
piotr.lopaciuk@pkobp.pl	

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

Wyniki poszczególnych linii biznesowych

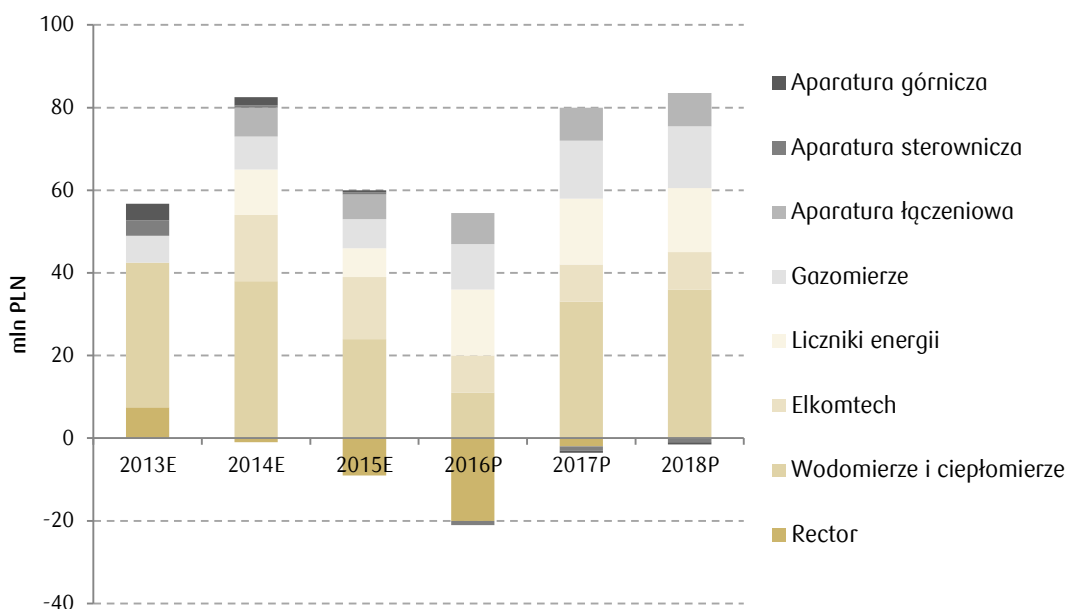
Wykresy poniżej obrazują szacunkowy podział przychodów i zysku netto generowanego przez poszczególne linie biznesowe w Grupie Apator.

Przychody według segmentów biznesu



Źródło: szacunki DM PKO BP bazujące na Monitor Polski B, Apator

Zysk netto według segmentów biznesu



Źródło: szacunki DM PKO BP bazujące na Monitor Polski B, Apator

Na zakładaną poprawę zysku netto składają się głównie: segment wodomierzy (+4 mln PLN), zmniejszenie straty w Rectorze (+18 mln PLN), segment gazomierzy (+3 mln PLN). Z drugiej strony wynik będzie zapewne wsparty aktywowaniem tarczy podatkowej z Specjalnej Strefy Ekonomicznej (+8 mln PLN). Zawodem jest również Elkomtech, którego obecny potencjał do generowania wyniku



netto szacujemy na około 9 mln PLN rocznie (duży spadek z około 16 mln PLN w 2015 – wynika z innego rozłożenia akcentów inwestycyjnych w energetyce).

Wycena

Nasza wycena bazuje na modelu DCF. Dodatkowo zaprezentowaliśmy wycenę porównawczą uwzględniając spółki z sektora budowlanego. Według naszych obliczeń cena docelowa Apatora to 36 PLN na akcję. Model DCF jest złożony z dwóch faz. W fazie pierwszej w latach 2016P-2019P szczegółowo prognozujemy wszystkie kluczowe parametry potrzebne do wyceny spółki, a szczególności wartość przychodów, nakłady inwestycyjne, poziom kosztów oraz pozycje bilansu. Faza druga zaczyna się od 2020. 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 2016 i odejmujemy prognozowany dług netto (dodajemy gotówkę netto). Dodatkowo wycenę korygujemy o wartość (uwzględniając podatek) 10,9% pakietu akcji własnych – które są trzymane jako rezerwa na potencjalne finansowanie przyszłych przejęć.

Model DCF					
mIn PLN	2016P	2017P	2018P	2019P	2019P<
EBIT	76,1	106,0	108,4	110,0	110,0
Stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
NOPLAT	61,6	85,9	87,8	89,1	89,1
CAPEX	-44,0	-48,0	-48,0	-49,0	-35,8
Amortyzacja	34,9	34,0	34,9	35,8	35,8
Zmiany w kapitale obrotowym	-34,4	-7,5	-8,7	-7,5	-2,5
FCF	18,2	64,3	66,0	68,4	86,6
WACC	7,2%	7,1%	7,2%	7,3%	7,6%
Współczynnik dyskonta	0,00	0,93	0,87	0,81	
DFCF	0,00	59,9	57,2	55,0	
Wzrost w fazie II	0,5%				
Suma DFCF - Faza I	172,1				
Suma DFCF - Faza II	987,8				
Wartość Firmy (EV)	1 160,0				
Dług netto	154,9				
Aktywa poza operacyjne	89,6				
Wartość godziwa	1 094,7				
Liczba akcji (mIn szt.)	33,1				
Wartość godziwa na akcję na 31.12.2016	33,1				
Cena docelowa za 12 miesięcy (PLN)	36,0				
Cena bieżąca	31,7				
Oczekiwana stopa zwrotu	13,7%				

Źródło: prognozy DM PKO BP

WACC					
	2016P	2017P	2018P	2019P	2019P<
Stopa wolna od ryzyka	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%
Premia rynkowa	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Premia za ryzyko długu	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Koszt kapitału własnego	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%
Koszt długu	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%
Waga kapitału własnego	69,9%	68,4%	69,0%	73,9%	80,0%
Waga długu	30,1%	31,6%	31,0%	26,1%	20,0%
WACC	7,2%	7,1%	7,2%	7,3%	7,6%

Źródło: prognozy DM PKO BP

Analiza wrażliwości

		Wzrost w fazie II				
		-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%
WACC	6,6%	36,0	38,5	41,4	44,8	48,8
	7,1%	33,9	36,0	38,5	41,4	44,8
	7,6%	32,0	33,9	36,0	38,5	41,4
	8,1%	30,4	32,0	33,9	36,0	38,5
	8,6%	28,9	30,4	32,0	33,9	36,0

Źródło: DM PKO BP

Wycena porównawcza

Spółki porównywalne: wskaźniki

Spółka	P/E			EV/EBITDA		
	2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P
Itron	25,2	20,8	17,3	12,6	10,9	9,7
Schaffner Holding	40,0	20,0	14,4	17,0	9,7	8,6
Phoenix Mecano	17,4	14,8	13,3	7,6	7,1	6,6
Osaki	20,0	17,0	15,6	7,2	6,4	5,9
Vaisala Oyj	23,6	18,3	16,0	12,5	10,1	9,1
Mangata	16,3	13,0	12,7	10,0	8,5	8,0
ZPUE	12,8	12,8	12,5	9,0	8,5	8,2
Elektrobudowa	11,0	13,5	13,1	7,2	8,1	8,1
MEDIANA	18,7	15,9	13,9	9,5	8,5	8,2
Aparator (DM PKO BP)	17,3	13,3	12,8	10,0	7,9	7,7
premia/dyskonto	-8%	-17%	-7%	5%	-7%	-5%

Źródło: w oparciu o konsensus Bloomberg; DM PKO BP

Grupą porównawczą są polskie i międzynarodowe spółki przemysłowe z ekspozycją na segment użyteczności publicznej. Średnia z wycen bazujących na mnożnikach EV/EBITDA i P/E potwierdza, że Aparator notowany jest z pewnym dyskontem do spółek porównywalnych.

Prognozy finansowe

Rachunek zysków i strat	2011	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
Przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów	537,0	668,8	684,0	725,0	769,4	853,0	903,0	930,1	952,4
Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów	-372,5	-484,0	-482,0	-507,8	-560,4	-635,4	-649,3	-668,3	-684,3
Zysk brutto ze sprzedaży	164,5	184,9	202,0	217,2	209,0	217,6	253,7	261,8	268,1
EBITDA	85,7	119,1	109,9	130,8	110,3	111,0	140,0	143,3	145,8
Koszty sprzedaży	-30,4	-31,2	-35,7	-34,1	-36,2	-38,3	-39,9	-41,3	-42,5
Koszty ogólnego zarządu	-66,0	-76,0	-77,5	-81,2	-96,7	-104,2	-108,3	-112,7	-116,1
Pozostałe przychody operacyjne	0,0	21,0	-0,8	0,4	1,9	1,0	0,5	0,5	0,5
Zysk z działalności operacyjnej	68,9	100,8	89,2	106,4	79,9	76,1	106,0	108,4	110,0
Saldo działalności finansowej	-7,4	-6,3	-3,3	-1,1	-1,3	-6,5	-5,4	-4,5	-4,1
Zysk przed opodatkowaniem	61,5	94,5	85,9	105,4	78,6	69,6	100,6	103,9	105,9
Podatek dochodowy	12,9	-3,7	14,4	20,7	15,4	6,3	19,1	19,7	20,1
Zyski (straty) mniejszości	4,2	0,4	0,7	0,9	2,7	2,7	2,6	2,6	2,6
Zysk (strata) netto	44,4	97,7	70,9	83,8	60,5	60,5	78,9	81,5	83,2
Skorygowany zysk (strata) netto	44,4	97,7	70,9	83,8	60,5	60,5	78,9	81,5	83,2
Bilans	2011	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
Aktywa Trwałe	220,6	249,4	262,4	356,7	434,6	437,7	444,9	451,2	457,6
Wartości niematerialne i prawne	65,5	70,6	70,7	129,3	203,1	203,8	203,8	203,8	203,8
Rzeczowe aktywa trwałe	128,7	139,2	146,2	169,6	183,9	186,2	193,5	199,7	206,2
Inwestycje	13,1	17,0	16,3	16,5	7,4	7,4	7,4	7,4	7,4
Pozostałe aktywa długoterminowe	13,3	22,5	29,3	41,2	40,3	40,3	40,3	40,3	40,3
Aktywa Obrotowe	252,7	256,0	264,7	338,4	362,4	415,8	430,6	444,7	456,6
Zapasy	90,4	94,1	95,4	101,6	124,2	146,1	150,6	156,4	161,5
Należności	136,6	114,3	141,0	170,2	191,5	218,3	225,8	232,5	238,1
Pozostałe aktywa krótkoterminowe	1,2	2,9	5,5	2,0	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2
Środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	24,4	44,7	22,8	64,6	43,5	48,2	51,1	52,6	53,9
Aktywa razem	473	505	527	695	797	853	876	896	914
Kapitał Własny	234,4	300,5	329,8	387,6	426,2	455,8	500,7	538,0	574,0
Kapitały mniejszości	5,8	1,2	1,6	2,0	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7
Zobowiązania	238,8	204,9	197,3	307,5	370,7	397,7	374,8	357,8	340,2
Zobowiązania długoterminowe	61,0	45,4	29,0	103,1	133,7	137,2	125,4	116,4	107,4
Kredyty i pożyczki	21,7	12,9	8,7	71,6	82,3	85,8	74,0	65,0	56,0
Zobowiązania krótkoterminowe	176,0	159,5	168,3	204,4	237,0	260,5	249,3	241,4	232,8
Kredyty i pożyczki	58,3	42,8	48,6	94,0	112,6	117,3	101,3	88,9	76,6
Zobowiązania handlowe i pozostałe	58,3	66,3	52,5	52,8	65,2	75,0	76,6	78,9	80,7
Pasywa razem	473	505	527	695	797	853	876	896	914
Rachunek Przepływów Pieniężnych	2011	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
Przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej	47	93	41	93	61	73	111	113	116
Przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej	-35	-13	-22	-133	-65	-46	-48	-48	-49
Przepływy środków pieniężnych z działalności finansowej	-7	-59	-42	81	-17	-29	-67	-70	-73
Wskaźniki (%)	2011	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
ROE	18,9%	32,5%	21,5%	21,6%	14,2%	13,3%	15,8%	15,2%	14,5%
Dług netto	55,5	11,0	34,5	101,1	151,4	154,9	124,2	101,3	78,8

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
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	alicja.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 Ilcyszyn	(sales trader)	(022) 521 82 10	tomasz.ilcyszyn@pkobp.pl
Igor Szczepaniec	(sales trader)	(022) 521 65 41	igor.szczepaniec@pkobp.pl
Maciej Kaluża	(trader)	(022) 521 91 50	maciej.kaluza@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 Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (dalej: Rozporządzenie), 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 publikacji w zakresie instrumentów finansowych przez DM PKO BP.

Ileokroć 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. Opinii 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 uchylił 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.

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 publikacji w zakresie instrumentów finansowych przez Dom Maklerski PKO Banku Polskiego” (tutaj), jak również umowy o świadczenie usługi w zakresie sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz publikacji 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. Modele zdyskontowanych dywidend nie można ponadto zastosować w przypadku wyceny spółek nie mających ukształtowanej polityki dywidendowej. Zaletami obydwu wymienionych metod jest ich niezależność w stosunku do bieżących wycen rynkowych porównywalnych spółek. Zaletą metody wskaźnikowej jest z kolei to, że bazuje ona na wymiernej wycenie rynkowej danego sektora. Jej wadą jest zaś ryzyko, że w danej chwili rynek może nie wyceniać prawidłowo porównywalnych spółek. 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 KUPIJ 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 dodatkami 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 6 ostatnich miesięcy DM PKO BP wydał:

Rekomendacja:	Liczba rekomendacji:
Kupuj	23 (35%)
Trzymaj	32 (48%)
Sprzedaj	11 (17%)

Rekomendacje zawieszono:

JSW

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 sporządzania 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.

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

Ujawnienia

Rekomendacja dotyczy 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.

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, o których mowa w § 9 i § 10 Rozporządzenia.