

piątek, 18 października 2019 | komentarz specjalny

Apator – Prognoza na 3Q'19, rewizja prognoz w dół

Pozycjonowanie: niedoważaj | cena bieżąca: 22,00 PLN

APT PW; APT.WA | Przemysł elektrotechniczny, Polska

Opracowanie: Jakub Szkopek +48 22 438 24 03

- Apator opublikuje wyniki 30 października.
- W 3Q'19** oczekujemy, że **obroty Apator wzrosną o 7% r/r** dzięki wyższej sprzedaży w segmencie gazu i wody. Słabsze obroty r/r będą mieć miejsce w zakresie energii elektrycznej.
- W 3Q'19 spodziewamy się, że **drugi kwartał z rzędu** w wynikach widoczna będzie **słabość segmentu energii elektrycznej**. W efekcie, praktycznie najłabsze wyniki w Grupie powinny mieć miejsce w spółce matce (w Apator S.A.).
- Oczekujemy, że podobnie jak w 2Q'19, również w 3Q'19 Apator zanotuje spadkową dynamikę wyników finansowych. Po 9M'19 całoroczna prognoza Zarządu na poziomie netto wykonana będzie w 58-60% w zależności od granicy przedziału.
- Naszym zdaniem **po wynikach za 3Q'19 rynek zwątpi w możliwość realizacji całorocznej prognozy Zarządu** na poziomie wyniku netto.
- Obniżymy naszą całoroczną prognozę EBITDA** na 2019 rok ze 142 mln PLN do 136 mln PLN oraz **wyniku netto** na 2019 roku z 70,8 mln PLN do 65,3 mln PLN.
- Apator z **funduszem płac na poziomie ponad 200 mln PLN** pozostaje w **czołówce** spółek przemysłowych z **największym udziałem płac w kosztach ogółem** oraz największą wrażliwością wyników na wzrosty wynagrodzeń (patrz wykresy poniżej). W perspektywie wzrostu płacy minimalnej oraz dynamice wzrostu płacy w kolejnych okresach naszym zdaniem spółce będzie bardzo trudno poprawiać wyniki finansowe.
- Obniżamy pozycjonowanie** z równoważ **do niedoważaj** dla Apator.

Prognoza wyników kwartalnych Grupy Apator

(mln PLN)	3Q'19P	3Q'18	r/r	2019P	YTD	Prognoza Zarządu	YTD
Przychody	216,3	202,2	7%	893,7	72%	880-920	70-73%
EBITDA	29,7	34,2	-13%	136,0	71%		
marża EBITDA	13,7%	16,9%		15,2%			
EBIT	17,7	23,6	-25%	88,4	67%		
Zysk netto	13,4	17,0	-21%	65,3	66%	72-75	58%-60%

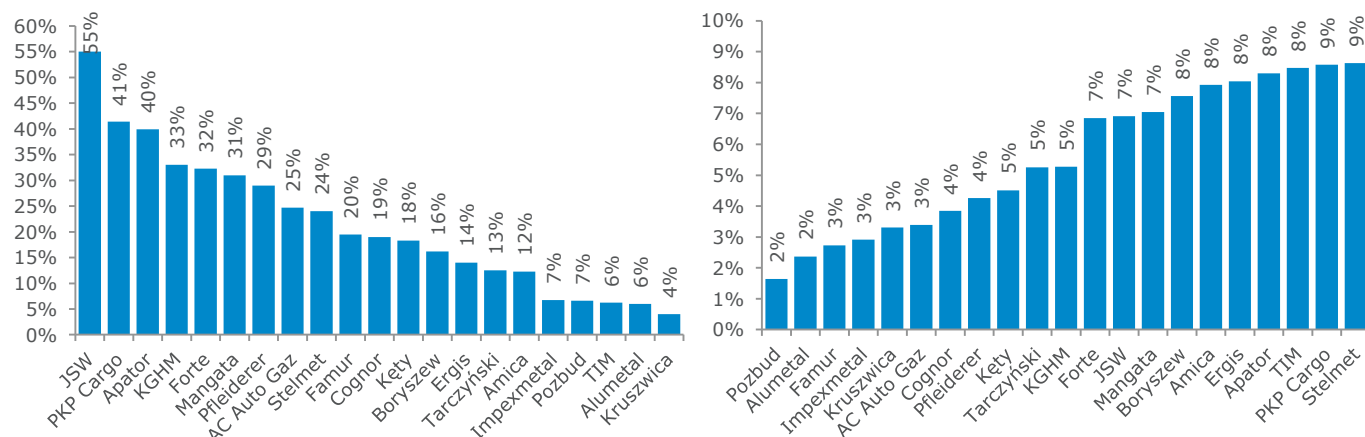
Źródło: Apator, prognozy Domu Maklerskiego mBanku

Zmiana prognoz rocznych dla Grupy Apator

(mln PLN)	Nowe prognozy		Stare prognozy		Zmiana	
	2019P	2020P	2019P	2020P	2019P	2020P
Przychody	893,7	920,5	893,7	920,5	0,0%	0,0%
EBITDA	136,0	137,8	142,2	139,9	-4,4%	-1,6%
Zysk netto	65,3	66,0	70,8	69,0	-7,8%	-4,4%
DPS (PLN)	1,57	1,49	1,57	1,61	0,0%	-7,8%
Dług netto	157,1	170,0	152,8	168,5	+2,8%	+0,9%

Źródło: prognozy Domu Maklerskiego mBanku

Udział kosztów pracy w kosztach ogółem (%; lewy wykres) oraz procentowy spadek EBITDA przy 5% wzroście kosztów pracy (%; prawy wykres)



Źródło: Apator, prognozy Domu Maklerskiego mBanku

Wskaźniki finansowe oraz prognozy dla Grupy Apator

(mIn PLN)	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Cena (PLN)	22,00	22,00	22,00	22,00	22,00	22,00	22,00
P/E	12,8	12,4	18,1	11,2	11,8	11,7	11,7
EV/EBITDA	8,4	9,0	8,8	6,7	6,8	6,8	6,9
DY	3,4%	4,3%	4,7%	5,4%	7,1%	6,8%	6,8%
Dług netto / EBITDA	1,4	1,6	1,2	1,0	1,2	1,2	1,3
P/BV	1,8	1,7	1,7	1,6	1,5	1,5	1,6
P/(BV-goodwill)	2,5	2,4	2,3	2,1	1,9	1,9	2,2
Przychody	769,4	870,2	883,2	828,7	893,7	920,5	938,9
zmiana (%)	6,2%	13,1%	1,5%	-6,2%	7,8%	3,0%	2,0%
Zysk brutto ze sprzedaży	209,0	212,0	233,6	261,2	261,6	267,2	271,6
marża (%)	27,2%	24,4%	26,4%	31,5%	29,3%	29,0%	28,9%
Koszty sprzedaży	36,2	38,1	44,8	41,5	43,6	44,9	45,8
Koszty zarządu	96,7	103,7	118,6	119,9	126,0	128,6	131,1
EBITDA	110,3	104,9	102,0	134,5	136,0	137,8	139,2
marża (%)	14,3%	12,1%	11,6%	16,2%	15,2%	15,0%	14,8%
EBIT	79,9	67,8	62,7	92,7	88,4	89,7	90,6
marża (%)	10,4%	7,8%	7,1%	11,2%	9,9%	9,7%	9,7%
Działalność finansowa	-1,3	-4,9	-4,5	0,7	-3,2	-7,1	-7,7
Zysk netto	60,5	56,1	42,6	68,7	65,3	66,0	66,3
Dług netto	152,5	172,4	126,4	133,4	157,1	170,0	182,8

Źródło: Apator, prognozy Domu Maklerskiego mBanku

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 księgowa
WNDB – wynik na działalności bankowej
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
P/CE – cena do zysku wraz z amortyzacją
ROE – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych
P/BV – (Cena/Wartość księgowa) – 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

PRZEWAŻENIE (OW, overweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku
RÓWNOWAŻENIE (N, neutral) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku
NIEDOWAŻENIE (UW, underweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:

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

KUPIJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%
AKUMULUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%
TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%
REDUKUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%
SPRZEDAJ – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego posługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzenie materiałów mBank S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane w ramach współpracy dostępne są pod adresem: https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/program_wsparcia_pokrycia_analitycznego_gpw

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 Dom Maklerski mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku 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. Do opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

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. Niniejszy dokument nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a mBank nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w materiałach. Niniejsze opracowanie, ani żadna z jego kopii nie może być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji materiałów stworzonych w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na stronach internetowych spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

mBank 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.

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.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 18 października 2019 o godzinie 08:38. Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 18 października 2019 o godzinie 08:38.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczył, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie, publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy klienci Domu Maklerskiego mBanku.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie: http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

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 Domu Maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Niniejsza publikacja stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Domu Maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:

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.

Zdyskontowanych dywidend (DDM) – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.

Zysków ekonomicznych – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Zdyskontowanych aktywów netto (NAV) – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

Rekomendacje dotyczące spółki Apator wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

rekomendacja	równoważ	równoważ	przeważaj	przeważaj	równoważ	niedoważaj
data wydania	2019-09-20	2019-04-29	2019-03-05	2019-02-27	2019-01-30	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	22,60	25,80	26,50	25,80	25,40	24,20

Dom Maklerski mBanku

Senatorska 18
00-082 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.klischcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

Michał Marczak
+48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

Michał Konarski
+48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

Paweł Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Bogusz
+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel, gaming

Aleksandra Szklarczyk
+48 22 438 24 04
aleksandra.szklarczyk@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Poniąkowski
+48 22 438 24 09
piotr.poniatowski@mbank.pl
przemysł

Mikołaj Lemańczyk
+48 22 438 24 07
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
banki, finanse

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

Piotr Gawron
dyrektor
+48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Krzysztof Bodek
+48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

Tomasz Jakubiec
+48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mbank.pl

Jędrzej Łukomski
+48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Adam Prokop
+48 22 697 47 90
adam.prokop@mbank.pl

Bartosz Orzechowski
+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@mbank.pl

Magdalena Bernacik
+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Joanna Łukasik
+48 22 697 48 82
joanna.lukasik@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański
dyrektor
+48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
+48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl