

# Aparator

## Zgodnie z planem

Wyniki osiągnięte przez Spółkę w II kw. br. oraz w I półroczu br. były zbieżne z naszymi oczekiwaniami i oceniamy je pozytywnie. Zgodnie z przewidywaniami wyższą dynamiką charakteryzuje się sprzedaż eksportowa, a trwająca restrukturyzacja znajduje odzwierciedlenie w stopniowej poprawie rentowności. Wzrost przychodów o 21.6% r/r w II kw. potwierdza pozytywne tendencje rynkowe, dodatkowo z uwagi na występującą w Spółce sezonowość, sprzedaż w drugiej połowie roku powinna być wyższa niż osiągnięta w pierwszych dwóch kwartałach. Dlatego zdecydowaliśmy się podtrzymać nasze roczne prognozy dla przychodów i zysków Grupy Aparator.

poprzednia rekomendacja: akumuluj

**akumuluj**

Cena (16/08/2006)	230.0
<b>Cena docelowa</b>	<b>243.6</b>

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk brutto	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	EV /EBIT	EV /EBITDA	ROE (%)
2004	200.9	44.5	54.8	44.1	35.0	10.9	14.1	27.0	21.1	8.5	13.9	11.3	40.3
2005	277.7	36.5	50.1	48.4	44.3	13.8	18.1	37.0	16.7	6.2	16.9	12.3	37.3
2006p	301.9	51.6	65.4	52.7	42.8	13.3	17.6	45.7	17.2	5.0	12.0	9.5	32.3
2007p	327.8	60.5	74.7	62.4	50.6	15.8	20.2	53.2	14.6	4.3	10.2	8.3	31.9
2008p	354.1	67.7	83.1	70.5	57.2	17.8	22.6	61.6	12.9	3.7	9.1	7.4	29.9

prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN

## Polityka dywidendowa

Spółka regularnie dzieli się wypracowywanym zyskiem z akcjonariuszami. Niewielkie koszty finansowe, wynikające z niskiego poziomu zadłużenia oraz niski poziom inwestycji odtworzeniowych pozwalają przepuszczać, iż wysokość dywidendy będzie się zwiększać. Zakładamy, iż w Spółka wypłacała będzie 65% wypracowywanego zysku.

## Wzrost sprzedaży eksportowej

Dynamika sprzedaży eksportowej powinna być wyższa niż w przypadku przychodów osiąganych w kraju, nasze oczekiwania zostały potwierdzone w I półroczu br. Spółka startuje w wielu zagranicznych przetargach, jednocześnie na rynkach, gdzie ma już ugruntowaną pozycję wprowadza nowe produkty. Na wzrost sprzedaży aparatury pomiarowej na rynku niemieckim pozytywny wpływ będzie dodatkowo miało powołanie spółki zależnej Aparator GmbH.

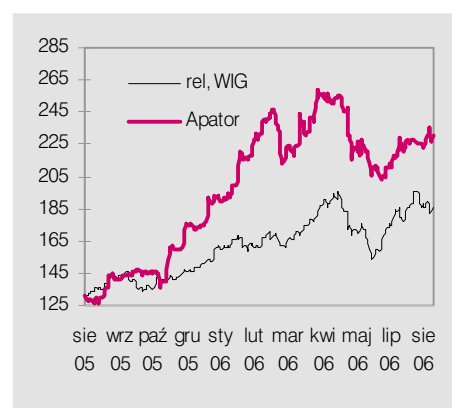
## Wzrost udziału produktów zaawansowanych technologicznie

Pozytywnie oceniamy strategię grupy zmierzającą do wytwarzania systemów pomiarowych, a nie tylko pojedynczych komponentów. Zaawansowane technologicznie produkty pozwalają na generowanie wyższych marż.

## Wycena i rekomendacja

Perspektywy dla branż, do których Aparator dostarcza swoje produkty są dobre, co zaowocuje stabilnym wzrostem sprzedaży spółki w przyszłości. Pozytywne tendencje zostały potwierdzone wynikami za I półrocze br., co skłania nas do podtrzymania rocznych prognoz wyników Grupy Aparator. Oczekujemy, że zakończenie przeprowadzanych procesów restrukturyzacyjnych pozytywnie wpłynie na rentowność działalności Spółki w przyszłości, jednocześnie pozytywnie odzwierciedlenie w osiąganych marżach znajdzie stopniowa zmiana asortymentu sprzedaży w kierunku systemów pomiarowych zamiast sprzedawanych osobno komponentów.

Naszą wycenę oparliśmy na modelu DCF (waga 75%) oraz metodzie porównawczej (waga 25%), które dały wartość jednej akcji Spółki na poziomie 243.6 PLN (po splicie 22.15 PLN). Uwzględniając różnicę między naszą ceną docelową oraz wyceną rynkową Spółki podtrzymujemy rekomendację akumuluj dla walorów Aparatora.



Max/min 52 tygodnie (PLN)	259 / 126,5		
Liczba akcji (mln)	3.209		
Kapitalizacja (mln PLN)	738		
EV (mln PLN)	618		
Free float (mln PLN)	438		
Średni obrót 3 mies. (mln PLN)	0.9		
Główny akcjonariusz	Aparator Mining		
% akcji, % głosów	18.7 / 18.7		
	1 m	3 m	12 m
Zmiana ceny (%)	2.2	-6.9	75.6
Zmiana rel. WIG (%)	-0.9	-7.7	34.2

**Lukasz Hejak**  
(022) 598 26 27  
lukasz.hejak@millenniumdm.pl

**Marcin Materna, CFA**  
(022) 598 26 82

marcin.materna@millenniumdm.pl

## Wycena

### Podsumowanie wyceny

Wyceniając spółkę uwzględniliśmy 600 tys. akcji Grupy Apator, które są w posiadaniu spółki zależnej Apator Mining. Uważamy, że Spółka może być w przyszłości zainteresowana sprzedażą tych walorów (zapewne na rzecz inwestorów finansowych) i wykorzystania pozyskanych środków w celu realizacji programu inwestycyjnego (na przykład finalizacji przejęcia producenta wodomierzy). Zdecydowaliśmy się, inaczej niż w poprzedniej wycenie, uwzględnić posiadane przez Mining akcje poprzez zwiększenie gotówki netto Spółki.

Wyceniając spółkę uwzględniliśmy dodatkowo wypłaconą w lipcu br. dywidendę w wysokości 7 PLN na akcje (wraz z wypłaconą w grudniu 2005r. zaliczką na poczet dywidendy).

W oparciu o metodę zdyskontowanych przepływów pieniężnych wyceniamy wartość Grupy Apator na 825 mln PLN, co daje 257.2 PLN na jedną akcję spółki.

Bazując na metodzie porównawczej do europejskich spółek z sektora elektromaszynowego wyceniamy Spółkę na 651 mln PLN, co daje 202.9 PLN za walor. Wycenę porównawczą sporządziliśmy na bazie danych Bloomberg.

Podobnie jak w poprzedniej rekomendacji większą wagę przykładamy do projekcji przepływów pieniężnych, ponieważ zauważamy rozległość branży elektromaszynowej. Dobierając spółki zagraniczne staraliśmy się wyselekcjonować producentów zaawansowanych technologicznie urządzeń, znaleźliśmy jednak tylko pojedyncze spółki, dla których Bloomberg udostępnia prognozy wyników finansowych, których profil działalności odpowiada działalności Apatora. Zauważamy rozwój analizowanej spółki w kierunku produktów wysokiej technologii, gdzie generowane są znacznie wyższe marże, co może uzasadniać premię, z którą notowany jest Apator w porównaniu z konkurentami.

### Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Wycena Apatora (mln PLN)	Wycena na 1 akcję (PLN)
Wycena DCF	825	257.2
Wycena porównawcza do wybranych spółek	651	202.9
<b>Wycena Apatora</b>	<b>782</b>	<b>243.6</b>

Źródło: Millennium Dom Maklerski S.A.

## Wycena metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych

W stosunku do poprzedniej projekcji zmianie uległ poziom stopy wolnej od ryzyka, którą estymujemy bazując na dochodowości polskich obligacji skarbowych. Jednocześnie wyceniając spółkę uwzględniliśmy akcje Grupy posiadane przez zależny Aparor Mining oraz wypłaconą dywidendę.

Ujęcie posiadanych akcji własnych w gotówce netto skłoniło nas jednocześnie do podwyższenia bety dla Spółki do poziomu 1.0 (z przyjętej wcześniej wartości 0.9).

### Wycena spółki metodą DCF

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015 >2015	
sprzedaż	301.9	327.8	354.1	378.9	400.8	419.1	436.1	453.1	470.1	487.9	
EBIT (1-T)	42.0	49.1	54.9	60.6	66.0	69.1	71.9	74.7	77.6	80.6	
amortyzacja	13.7	14.3	15.5	17.1	18.7	19.9	20.6	21.3	22.0	22.1	
inwestycje	18.6	21.0	23.8	24.0	23.1	21.9	25.6	22.3	22.0	22.1	
zmiana kap.obrotowego	-1.9	-3.9	-3.5	-3.6	-3.0	-2.6	-2.4	-2.4	-2.4	-2.5	
<b>FCF</b>	<b>35.2</b>	<b>38.4</b>	<b>43.0</b>	<b>50.1</b>	<b>58.6</b>	<b>64.5</b>	<b>64.5</b>	<b>71.4</b>	<b>75.2</b>	<b>78.1</b>	<b>996</b>
zmiana FCF		9.15%	11.99%	16.50%	16.88%	10.00%	0.15%	10.56%	5.40%	3.82%	2.0%
dlug/kapitał	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
stopa wolna od ryzyka	4.5%	4.8%	5.1%	5.3%	5.4%	5.5%	5.6%	5.6%	5.6%	5.7%	5.0%
premia kredytowa	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
premia rynkowa	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
beta	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
koszt długu	5.2%	5.6%	5.9%	6.1%	6.2%	6.2%	6.3%	6.3%	6.4%	6.4%	5.8%
koszt kapitału	9.5%	9.8%	10.1%	10.3%	10.4%	10.5%	10.6%	10.6%	10.6%	10.7%	10.0%
<b>WACC</b>	<b>9.5%</b>	<b>9.8%</b>	<b>10.1%</b>	<b>10.3%</b>	<b>10.4%</b>	<b>10.5%</b>	<b>10.5%</b>	<b>10.6%</b>	<b>10.6%</b>	<b>10.7%</b>	<b>10.0%</b>
<b>PV (FCF)</b>	<b>33.9</b>	<b>33.7</b>	<b>34.1</b>	<b>35.9</b>	<b>37.9</b>	<b>37.6</b>	<b>34.0</b>	<b>33.9</b>	<b>32.2</b>	<b>30.1</b>	<b>384.4</b>
wartość DCF (mln PLN)	727.7										
											w tym wartość rezydualna 384
gotówka/dług netto	120.0										
wycena DCF (mln PLN)*	825.2										
Liczba akcji (mln)	3.2										

### wycena 1 akcji (PLN) 257.2

Źródło: Millennium Dom Maklerski S.A.

\* po uwzględnieniu wypłaconej dywidendy

## Wycena porównawcza

Wyceniając Spółkę z wykorzystaniem metody porównawczej oparliśmy się na trzech wskaźnikach, mają największe znaczenie dla inwestorów: EV/EBITDA, EV/EBIT oraz P/E.

Wybierając spółki z europejskiego sektora elektromaszynowego staraliśmy się wybrać spółki, które swoim profilem najbliższe są Apatorowi. Zauważamy, iż Apator rozwija się w kierunku spółki technologicznej zamieniając sprzedaż poszczególnych komponentów na sprzedaż całych systemów. Uważamy, iż kierunek rozwoju obrany przez Spółkę uzasadnia premię, z którą Apator notowany jest w stosunku do konkurentów.

Uważamy jednocześnie, iż trudno byłoby sporządzić wycenę porównawczą do spółek notowanych na WGPW z uwagi na niewielką ilość spółek, których profil działalności zbieżny jest z segmentem, w którym

### Wycena porównawcza do wybranych spółek

Spółka	EV/EBIDA			EV/EBIT			P/E		
	2006p	2007p	2008p	2006p	2007p	2008p	2006p	2007p	2008p
NED APPARATEN FABRIEK- NEDAP	9.2	8.3	7.6	13.1	11.0	9.9	18.0	15.1	13.4
BE SEMICONDUCTOR INDUSTRIES	6.8	7.2	5.5	11.6	12.4	8.2	15.6	17.7	10.1
RADIALL	6.1	5.1	4.6	9.9	7.9	7.2	14.8	12.0	12.1
DIALOG SEMICONDUCTOR PLC		3.1	1.7		3.5	3.7		21.0	11.3
SCHAFFNER HOLDING AG-REG	7.6	6.8	6.6	9.8	9.3	8.0	10.8	10.1	8.5
DR HOENLE AG	6.5	4.9	4.9	7.3	5.5	5.5	13.0	10.3	10.9
OXFORD INSTRUMENTS PLC	8.4	7.1	6.2	13.0	10.1	8.4	22.0	16.9	13.6
NEWAYS ELECTRONIC INTL NV	6.3	5.6	5.0	9.1	7.2	6.3	9.7	7.6	6.8
VAISALA OYJ- A SHS	8.9	8.5	7.9	11.3	10.5	9.5	18.4	16.0	14.3
PHOENIX MECANO AG	6.8	6.2	6.0	10.3	9.0	8.4	13.8	11.8	10.9
ELEKTROBIT GROUP OYJ	10.1	7.6	5.7	18.0	11.1	7.7	28.0	16.5	11.5
E2V TECHNOLOGIES PLC	7.4	4.9	3.6	7.1	5.5	5.1	14.1	11.7	8.7
METROLOGIC GROUP	8.9	7.9		9.0	8.1		18.6	16.0	14.6
Apator	9.5	8.3	7.4	12.0	10.2	9.1	17.2	14.6	12.9
Mediana	7.5	6.8	5.6	10.1	9.0	7.8	15.2	15.1	11.3

Apator	9.5	8.3	7.4	12.0	10.2	9.1	17.2	14.6	12.9
Premia/Dyskonto	25.84%	20.81%	33.32%	18.24%	14.02%	16.64%	13.43%	-3.25%	14.10%

### Wycena Grupy Apator przy danym wskaźniku w porównaniu do wybranych spółek

Wycena (mln PLN)	611	631	584	643	662	650	651	763	647
Wagi wskaźników	7%	13%	14%	7%	13%	13%	7%	13%	13%

Wycena ważona (mln PLN)

651

Wycena 1 akcji Grupy Apator (PLN)

202.9

Źródło: Millennium Dom Maklerski S.A.

## Wyniki II kw., realizacja planów rocznych

### Wyniki skonsolidowane Apatora za II kw. 2006r.

mIn PLN	2Q'06	2Q'05	Zmiana	1-2Q'06	1-2Q'05	Zmiana
Sprzedaż	77.2	63.5	21.60%	133.3	114.0	16.92%
EBIT	11.3	9.7	16.10%	20.1	16.8	19.87%
Zysk netto	9.7	12.5	-22.14%	17.0	27.0	-37.12%
Marża operacyjna	14.65%	15.34%		15.10%	14.73%	
Marża netto	12.62%	19.71%		12.72%	23.66%	

Źródło: Apator, raport skonsolidowany wg. MSSF

Wyniki Spółki osiągnięte w II kw. br. były zbieżne z naszymi oczekiwaniami i oceniamy je pozytywnie. Wzrost przychodów o 21.6% w II kw. oraz o 16.92% w I półroczu potwierdza pozytywne tendencje rynkowe. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami silniej wzrosła sprzedaż eksportowa, co jest skutkiem konsekwentnie realizowanej strategii Spółki, która zakłada ekspansję terytorialną oraz produktową. Poprawa marż w okrasach rocznych potwierdza skuteczność prowadzonych w spółkach procesów restrukturyzacyjnych, oczekujemy, że pozytywne tendencje zostaną utrzymane w kolejnych okresach.

Znaczne zmniejszenie się zysku netto w I półroczu br. r/r (o 22.14%) jest efektem rozliczenia w pierwszej połowie 2005r. ujemnej wartości firmy Metrix w kwocie 13.1 mln PLN.

### Wykonanie prognoz rocznych

mIn PLN	1-2Q'06	Prognoza zarządu	Wykonanie prognozy	Prognoza Millennium DM	Wykonanie prognozy
Sprzedaż	133.3	300.0	44.43%	301.9	44.15%
EBIT	20.1			51.6	38.98%
Zysk netto	17.0	41.0	41.37%	42.8	39.60%

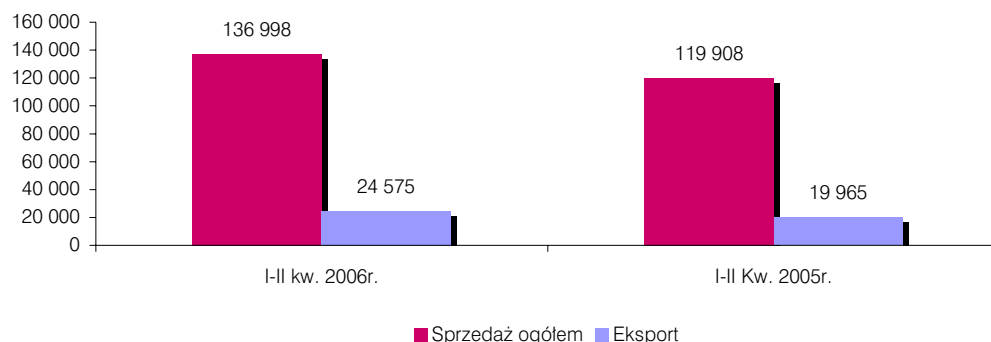
Źródło: Millennium Dom Maklerski S.A.

Wyniki osiągnięte w pierwszej połowie roku dowodzą zasadności przyjętych założeń dotyczących prognoz wyników finansowych na bieżący rok. Sprzedaż Spółki charakteryzuje się zauważalną sezonowością, niższe przychody odnotowywane są w okresach zimowych, tj. w I kw. oraz I półroczu. Zgodnie z analizą danych historycznych w I kw. każdego roku Spółka notuje średnio 18.51% rocznej sprzedaży (podczas gdy w II kw. średnio 25.35%), a w I półroczu średnio 43.85% rocznych przychodów (w 2005r. 41.71%).

Uważamy, że wynik roczny osiągnięty przez Spółkę będzie wyższy niż prognozy zarządu. Trwająca restrukturyzacja powinna skutkować wzrostem rentowności w kolejnych kwartałach. Po przeprowadzeniu analizy opublikowanego raportu zdecydowaliśmy się podtrzymać nasze roczne prognozy dla przychodów i zysków Grupy Apator.

## Sprzedaż eksportowa

### Sprzedaż Grupy Aparator (tys. PLN)



Źródło: Aparator S.A.

W pierwszym półroczu 2006r. Spółka zwiększyła sprzedaż eksportową do poziomu 24.6 mln PLN, a jej udział w całości przychodów wzrósł do 17.94% (wobec 16.65% w I półroczu 2005r.). Oczekujemy dalszego zwiększania się udziału sprzedaży eksportowej w całości przychodów, docelowo pod koniec 2006r. do 22%. Największym rynkiem eksportowym pozostają Niemcy, oczekujemy, że sprzedaż na tym rynku będzie charakteryzowała się znaczną dynamiką, dodatkowo dzięki utworzeniu spółki zależnej Aparator GmbH (systemy przedpłatowej sprzedaży energii elektrycznej). Sprzedaż eksportowa rozwija się w planowanym tempie, Spółka obecna jest na rynkach Europy Zachodniej, w krajach bałkańskich, na rynku wschodnim, a także poza kontynentem europejskim.

## Struktura sprzedaży

Pozytywnie oceniamy stopniowy wzrost sprzedaży aparatury pomiarowej oraz łącznikowej kosztem pozostałej sprzedaży (co znajduje pozytywne odzwierciedlenie w rentowności działalności Spółki). W pierwszych dwóch kwartałach 2006r. aparatura pomiarowa generowała 62% przychodów Spółki (wobec 55% w analogicznym okresie ubiegłego roku), aparatura łącznikowa 35% (wobec 34% rok wcześniej), a sprzedaż pozostała 4% (wobec 10%).

## Prognozy wyników finansowych

### Prognozowana wielkość przychodów Grupy (mln zł)

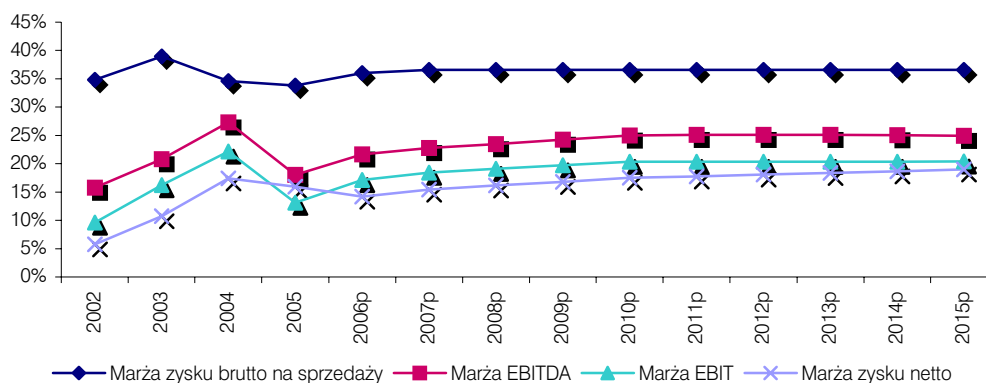


Źródło: Millennium Dom Maklerski S.A.

Perspektywy dla sektorów, gdzie generowane są zyski Spółki oceniamy pozytywnie. Dynamiczny wzrost produkcji przemysłowej, a w szczególności budowlano-montażowej oraz nasilenie procesów inwestycyjnych w energetyce w kolejnych okresach będą skutkowały stopniowym wzrostem sprzedaży Spółki. Podtrzymujemy potwierdzające się w pierwszym półroczu założenie, że większą dynamiką będzie charakteryzowała się sprzedaż eksportowa (wobec przychodów generowanych na rynku krajowym).

Oczekujemy także poprawy sytuacji w sektorze górniczym, gdzie w I półroczu br. następowały zmiany kadrowe blokujące decyzje inwestycyjne oraz zdecydowanego przyspieszenia procesów inwestycyjnych w energetyce w kolejnych dwóch latach.

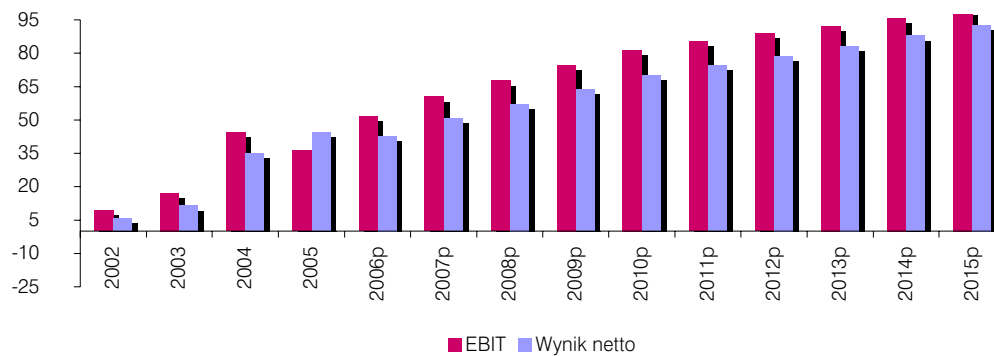
### Prognozowana wysokość marż



Źródło: Millennium Dom Maklerski S.A.

Spadek marż w latach 2004/2005 spowodowany był przejęciami spółek w nienajlepszej kondycji finansowej oraz rozpoczęciem procesów restrukturyzacji. Procesy restrukturyzacyjne powinny zakończyć się w 2006r.

**Prognozowany zysk operacyjny oraz wynik netto dla Grupy (mln zł)**



Źródło: Millennium Dom Maklerski S.A.

Pozytywny trend w przypadku EBIT oraz zysku netto jest konsekwencją założeń, które przyjęliśmy prognozując marże oraz przychody Spółki. Nie zauważamy zagrożeń dla stabilnego wzrostu zysków Spółki, które, przy konsekwentnej polityce dywidendy, implikowały będą regularne wypłaty dla akcjonariuszy.

## Sprawozdania finansowe

### Rachunek wyników (mln PLN)

	2004	2005	2006p	2007p	2008p	2009p
<b>przychody netto</b>	<b>200.9</b>	<b>277.7</b>	<b>301.9</b>	<b>327.8</b>	<b>354.1</b>	<b>378.9</b>
koszty wytworzenia	131.5	183.8	193.2	207.8	224.5	240.2
zysk brutto na sprzedaży	<b>69.5</b>	<b>93.9</b>	<b>108.7</b>	<b>120.0</b>	<b>129.6</b>	<b>138.7</b>
koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	39.3	54.5	56.3	58.7	61.2	63.2
saldo pozostałej działalności operacyjnej	14.3	-2.9	-0.7	-0.8	-0.7	-0.7
<b>EBITDA</b>	<b>54.8</b>	<b>50.1</b>	<b>65.4</b>	<b>74.7</b>	<b>83.1</b>	<b>91.9</b>
<b>EBIT</b>	<b>44.5</b>	<b>36.5</b>	<b>51.6</b>	<b>60.5</b>	<b>67.7</b>	<b>74.8</b>
saldo finansowe	-1.0	11.9	1.1	1.9	2.8	3.8
zysk przed opodatkowaniem	44.1	48.4	52.7	62.4	70.5	78.6
podatek dochodowy	9.1	6.6	10.0	11.9	13.4	14.9
korekty udziałów mniejszościowych	0.0	2.5	-0.1	-0.1	-0.1	0.0
<b>zysk netto</b>	<b>35.0</b>	<b>44.3</b>	<b>42.8</b>	<b>50.6</b>	<b>57.2</b>	<b>63.7</b>
EPS	10.9	13.8	13.3	15.8	17.8	19.8

### Bilans (mln PLN)

	2004	2005	2006p	2007p	2008p	2009p
<b>aktywa trwałe</b>	<b>61.8</b>	<b>74.3</b>	<b>77.5</b>	<b>84.2</b>	<b>92.6</b>	<b>99.4</b>
wartości niematerialne i prawne	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
rzeczowe aktywa trwałe	48.2	64.6	69.4	76.2	84.5	91.4
inwestycje długoterminowe	8.3	5.0	4.0	4.0	4.0	4.0
<b>aktywa obrotowe</b>	<b>84.5</b>	<b>112.1</b>	<b>137.7</b>	<b>160.1</b>	<b>184.1</b>	<b>212.3</b>
zapasy	20.7	30.5	33.2	36.0	38.9	41.6
należności	46.1	64.9	68.9	75.2	81.0	86.8
inwestycje krótkoterminowe	13.5	15.4	32.9	46.9	61.7	81.6
rozliczenia międzyokresowe	4.1	1.3	2.7	2.0	2.4	2.2
<b>aktywa razem</b>	<b>146.2</b>	<b>186.4</b>	<b>215.2</b>	<b>244.3</b>	<b>276.6</b>	<b>311.7</b>
kapitał własny	<b>86.7</b>	<b>118.7</b>	<b>146.7</b>	<b>170.7</b>	<b>197.8</b>	<b>227.9</b>
zobowiązania i rezerwy	51.0	65.5	68.6	73.6	78.9	83.8
zobowiązania długoterminowe	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
zobowiązania krótkoterminowe	43.0	57.3	60.1	65.2	70.4	75.3
rozl. międzyokresowe i inne zobowiązania	0.2	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2
rezerwy na zobowiązania	7.8	8.2	8.2	8.2	8.2	8.2
<b>pasywa razem</b>	<b>146.2</b>	<b>186.4</b>	<b>215.2</b>	<b>244.3</b>	<b>276.6</b>	<b>311.7</b>
BVPS	27.0	37.0	45.7	53.2	61.6	71.0

Źródło: Prognozy Millennium DM

### Cash flow (mln PLN)

	2004	2005	2006p	2007p	2008p	2009p
wynik netto	35.0	44.3	42.8	50.6	57.2	63.7
amortyzacja	10.3	13.6	13.7	14.3	15.5	17.1
zmiana kapitału obrotowego	11.7	0.0	-1.9	-3.9	-3.5	-3.6
<b>gotówka z działalności operacyjnej</b>	<b>36.2</b>	<b>29.7</b>	<b>56.1</b>	<b>59.8</b>	<b>66.0</b>	<b>73.5</b>
inwestycje (capex)	-10.9	-19.3	-13.7	-14.7	-16.8	-16.1
<b>gotówka z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-10.9</b>	<b>-19.3</b>	<b>-13.7</b>	<b>-14.7</b>	<b>-16.8</b>	<b>-16.1</b>
wypłata dywidendy	9.1	22.5	25.7	32.9	37.2	41.4
emisja akcji	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
zmiana zadłużenia	-7.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>gotówka z działalności finansowej</b>	<b>-19.0</b>	<b>-4.1</b>	<b>-24.6</b>	<b>-31.0</b>	<b>-34.4</b>	<b>-37.6</b>
zmiana gotówki netto	6.3	6.3	17.7	14.0	14.8	19.9
DPS	2.8	7.0	8.0	10.3	11.6	12.9
CEPS	14.1	18.1	17.6	20.2	22.6	25.2
FCFPS	2.0	2.0	5.5	4.4	4.6	6.2

### Wskaźniki (%)

	2004	2005	2006p	2007p	2008p	2009p
zmiana sprzedaży	89.57	38.20	8.73	8.58	8.02	6.99
zmiana EBITDA	148.97	-8.61	30.45	14.30	11.24	10.50
zmiana EBIT	158.72	-18.01	41.51	17.10	11.92	10.48
zmiana zysku netto	207.51	26.74	-3.33	18.24	12.86	11.37
marża EBITDA	27.29	18.05	21.65	22.79	23.47	24.24
marża EBIT	22.15	13.14	17.10	18.44	19.11	19.73
marża netto	17.40	15.95	14.19	15.45	16.14	16.80
sprzedaż/aktywa (x)	137.40	149.01	140.30	134.17	128.01	121.55
dług / kapitał (x)	0.10	0.07	0.06	0.05	0.04	0.04
odsetki / EBIT	-2.25	32.60	2.07	3.17	4.11	5.11
stopa podatkowa	20.67	8.43	18.74	18.81	18.87	19.00
ROE	40.33	37.32	32.27	31.91	31.02	29.91
ROA	23.90	23.77	21.33	22.04	21.94	21.64
(dług) gotówka netto (mln PLN)	10.5	15.0	32.8	46.8	61.7	81.5

Źródło: prognozy Millennium DM

# Millennium

dom maklerski

## Departament Analiz

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

**Michał Buczyński**  
+22 598 26 58  
michal.buczynski@millenniumdm.pl

**Piotr Her**  
+22 598 26 81  
piotr.her@millenniumdm.pl

**Adam Zajler**  
Makler Papierów Wartościowych  
+22 598 26 05  
adam.zajler@millenniumdm.pl

**Łukasz Hejak**  
+22 598 26 27  
lukasz.hejak@millenniumdm.pl

**Radosław Łukaszczuk**  
+22 598 26 88  
radoslaw.lukaszczuk@millenniumdm.pl

**Łukasz Kołaczkowski**  
+22 598 26 59  
lukasz.kolaczkowski@millenniumdm.pl

**Dyrektor**  
banki i finanse, makroekonomia,  
handel

**Analityk**  
telekomunikacja, chemia,  
metale, przemysł mięsny

**Analityk**  
media, hotele, motoryzacja,  
przemysł spożywczy, budownictwo

**Analityk**  
informatyka, Internet

**Asystent**

## Sprzedaż

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

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

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

**Leszek Iwaniec**  
+22 598 26 67  
leszek.iwaniec@millenniumdm.pl

**Dyrektor**

**Millennium Dom Maklerski S.A.**  
al. Jerozolimskie 123 A, Millennium Plaza XIXp  
02-017 Warszawa Polska

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

### Objaśnienia terminologii fachowej użytej w raporcie

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

### Skala rekomendacji stosowana w Millennium Dom Maklerski S.A.

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

### Stosowane metody wyceny

Rekomendacja sporządzona jest w oparciu o następujące metody wyceny (wybrane 2 z 3):

**Metoda DCF** (model zdyskontowanych strumieni pieniężnych) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny przedsiębiorstw. Wadą metody DCF jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

**Metoda porównawcza** (porównanie odpowiednich wskaźników rynkowych przy których jest notowana spółka z podobnymi wskaźnikami dla innych firm z tej samej branży bądź branż pokrewnych) - lepiej niż metoda DCF odzwierciedla postrzeganie branży w której działa spółka przez inwestorów. Wadą metody porównawczej jest wrażliwość na dobór przyjętej grupy porównawczej oraz porównywanych wskaźników a także wysoka zmienność wyceny w zależności od koniunktury na rynku.

**Metoda ROE-P/BV** (model uzależniająca właściwy wskaźnik P/BV od rentowności spółki) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny banków. Wadą tej metody jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy (zyskowość, efektywność) jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

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

Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla spółek: Cersanit, BRE Bank, Computerland, o których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora rynku dla spółek: Cersanit, Redan, PKN Orlen. Millennium Dom Maklerski S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy pełnił funkcję oferującego w trakcie oferty publicznej dla akcji spółek: Redan, Artman, Techmex, Broker FM, COMP Rzeszów, FAM, Ciech, Śrubex od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Pomiędzy Millennium Dom Maklerski S.A., a spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie Informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów, które byłyby znane sporządzającemu niniejszą rekomendacją inwestycyjną.

### Pozostałe informacje

Nadzór nad Millennium Dom Maklerski S.A. sprawuje Komisja Papierów Wartościowych i Giełd. Osoba lub osoby wskazane w prawym dolnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji sporządziły rekomendację, informacja o stanowiskach osób sporządzających jest zawarta w górnej części ostatniej strony niniejszej publikacji. Data wskazana w prawym górnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji jest datą sporządzenia oraz datą pierwszego udostępnienia. Nie wystąpiły istotne zmiany w stosunku do poprzedniej rekomendacji dotyczące metod i podstaw wyceny przyjętych przy ocenie instrumentu finansowego lub emitenta instrumentów finansowych oraz projekcji cenowych zawartych w rekomendacji chyba, że zostało to wyraźnie zaznaczone w treści rekomendacji. Niniejsza publikacja została przygotowana przez Millennium Dom Maklerski S.A. wyłącznie na potrzeby klientów Millennium Dom Maklerski S.A., nie stanowi reklamy ani oferowania papierów wartościowych, może być ona także dystrybuowana za pomocą środków masowego przekazu, na podstawie każdorazowej decyzji Dyrektora Departamentu Doradztwa i Analiz. Rozpowszechnianie lub powielanie niniejszego materiału w całości lub w części bez pisemnej zgody Millennium Dom Maklerski S.A. jest zabronione. Niniejsza publikacja została przygotowana z zachowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty uznane za wiarygodne, jednak Millennium Dom Maklerski S.A. nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania publikacji były wszelkie informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne i znane sporządzającemu do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Millennium Dom Maklerski S.A. bez uzgodnień ze spółką będącą przedmiotem rekomendacji ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. Millennium Dom Maklerski S.A. nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzają się. Treść rekomendacji nie była udostępniona spółce będącej przedmiotem rekomendacji przed jej opublikowaniem. Millennium Dom Maklerski S.A. może świadczyć usługi na rzecz firm, których dotyczą analizy. Millennium Dom Maklerski S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie analitycznym.

Spółka	Rekomendacja	Data wydania rekomendacji	Cena rynkowa w dniu wydania rekomendacji
Apator	Akumuluj	21 mar 06	220.00

### Struktura rekomendacji Millennium DM S.A. w II kwartale 2006 roku

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	2	13%
Akumuluj	9	60%
Neutralnie	4	27%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	0	0%

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

<b>świadczył usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej*</b>		
Kupuj	0	0%
Akumuluj	6	100%
Neutralnie		
Redukuj		
Sprzedaj		

*ostatnie 12 miesięcy\**